

FX Weekly

Economisch Bureau | Financial Markets & Sustainability Research | 3 juli 2024

De strijd gaat door

Georgette Boele: Senior FX Specialist | georgette.boele@nl.abnamro.com

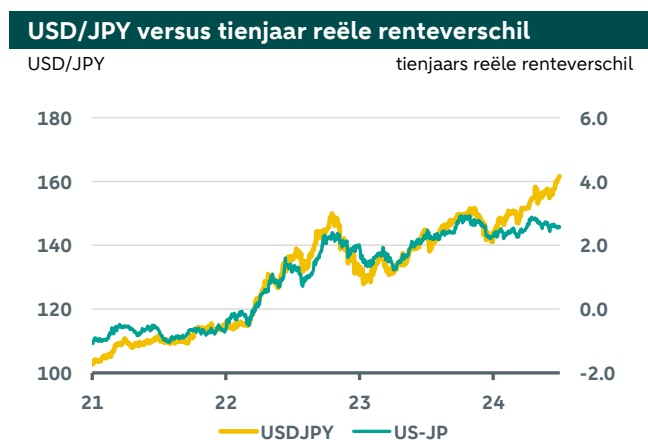
- De strijd tussen de markt en de Japanse autoriteiten gaat door...
- ...en de yen wordt verder in ondergewaardeerd gebied geduwd
- Belangrijke factoren ondersteunen geen zwakte van de yen op deze niveaus
- Vroeg of laat komt er een substantieel en blijvend herstel van de yen, maar het blijft onduidelijk wanneer dit zal gebeuren

Inleiding

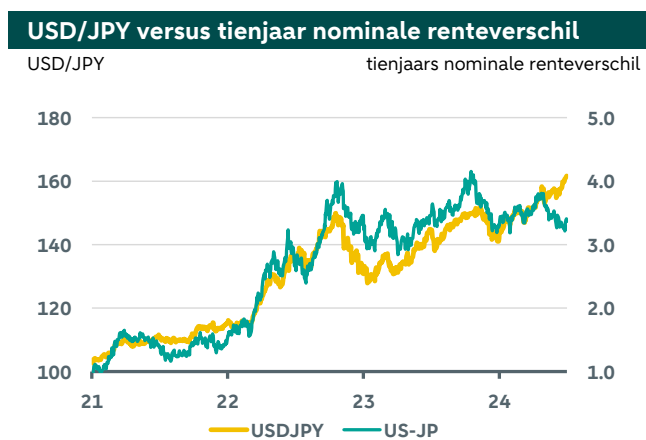
De strijd tussen de markt en de Japanse autoriteiten gaat door. De markt heeft USD/JPY naar niveaus geduwd die niet meer zijn gezien sinds 1986 (extreme zwakte van de yen). Volgens koopkrachtpariteit zou EUR/JPY net boven 100 moeten staan (nu op 174) en USD/JPY zou de helft moeten zijn van wat het nu is (nu bijna 162). Met andere woorden, de yen is versus de Amerikaanse en euro extreem uit balans, rekening houdend met langetermijnwaarderingniveaus. USD/JPY is ook voorbij de vorige interventieniveaus. Japanse autoriteiten hebben hun ongenoegen geuit. Met de onderstaande grafieken laten we zien dat de huidige niveaus niet alleen afwijken van de waardering op lange termijn, maar ook van belangrijke marktfactoren op kortere termijn.

Yen en rentever verschillen

USD/JPY en ook EUR/JPY hebben de neiging om in tandem te bewegen met de nominale en reële rentever verschillen tussen de landen in verschillende looptijden (2y, 5y en 10y). Reële rendementen zijn nominale rendementen gecorrigeerd voor inflatieverwachtingen. De grafieken hieronder laten zien dat deze relatie erg sterk is. Dit jaar is deze relatie echter verbroken.



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Het verbreken van deze sterke relatie kan een van de volgende oorzaken hebben. Ten eerste hebben tijdelijke factoren geleid tot deze divergentie. Of ten tweede is het karakter van de yen veranderd door een structurele verandering in de langetermijndynamiek. Wij denken dat tijdelijke factoren hebben geleid tot deze divergentie en dat uiteindelijk de sterke relatie zal terugkeren en USD/JPY en EUR/JPY de renteversillen zullen inhalen.

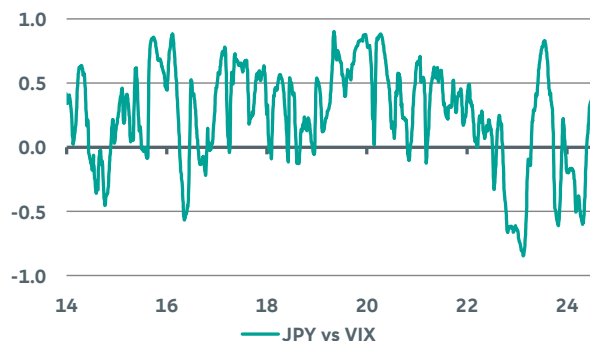
De tweede reden zou volgens ons optreden als in een hypothetische situatie de yen niet langer een laag renderende valuta is, maar meer een hoog renderende cyclische valuta wordt. Dan zijn er geen *carry trades* meer in de yen en zullen Japanse beleggers minder interesse hebben om in het buitenland te beleggen. Om dat te laten gebeuren moet het renteverschil tussen bijvoorbeeld de VS en Japan verdwijnen en moet de Japanse rente veel verder stijgen dan de Amerikaanse rente en lange tijd boven de Amerikaanse rente blijven. Wat waarschijnlijk eerder zal gebeuren, is dat de yen een cyclische veilige haven munt zal worden, zoals de Amerikaanse dollar dat nu is. Tot slot zijn wij van mening dat de divergentie tussen USD/JPY en de renteversillen wordt veroorzaakt door tijdelijke factoren en dat ze weer zullen convergeren.

Yen en risicosentiment

De yen is na de Amerikaanse dollar de meest liquide valuta. Daarnaast hebben Japanse beleggers de neiging om in het buitenland te beleggen voor een beter rendement en hopen ze dat de yen zwakker wordt ten opzichte van de valuta van de activa waarin ze beleggen. Als gevolg van deze dynamiek heeft de yen meestal een sterke positieve relatie met de volatiliteit op de aandelenmarkt (grafiek linksonder). Dit houdt in als beleggers risico-avers worden, ze liquide valuta kopen –waaronder de yen –en Japanse beleggers buitenlandse activa verkopen en het geld terughalen naar Japan. Daarentegen heeft de yen juist een sterk negatieve relatie met Japanse aandelen. Immers: een lagere yen maakt de Japanse export aantrekkelijker en ondersteunt daarmee de exportaandelen in de Nikkei.

Handelsgewogen yen versus aandelenvolatiliteit

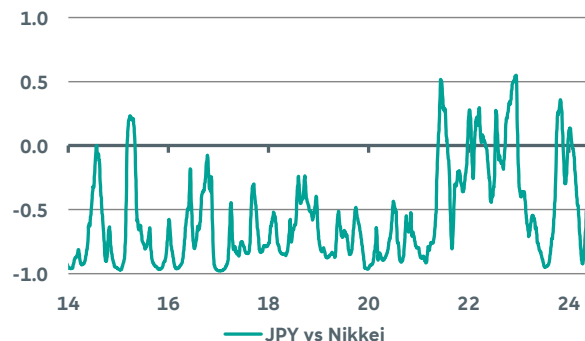
90-day rolling correlation



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Handelsgewogen yen versus Japanse aandelen

90-day rolling correlation



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Tot 2022 was de relatie tussen de yen en de volatiliteit van de aandelenmarkten sterk positief. Sindsdien is de relatie volatieler geworden. Ook hier kunnen verschillende redenen voor zijn. Ten eerste zien beleggers de yen mogelijk niet meer als veilige havenvaluta (tijdelijk). Ten tweede hebben Japanse beleggers minder in het buitenland geïnvesteerd. Ten derde is het beleggerssentiment ten opzichte van Azië somber en is het verkopen van de yen de gemakkelijkste manier om dit te uiten. Wij denken dat er sprake kan zijn van een combinatie van deze factoren. Maar ook hier denken we dat ze tijdelijk van aard zijn.

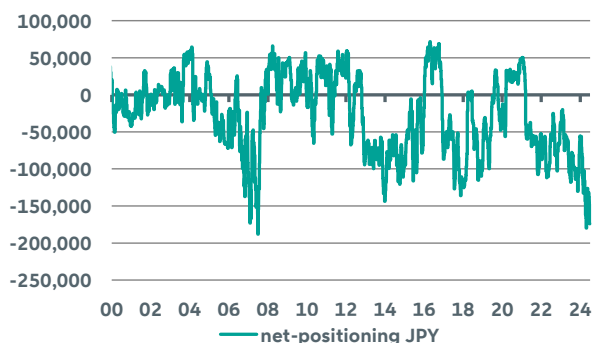
Yen en posities

Zoals de grafiek linksonder laat zien, hebben speculanten de yen in grote getalen verkocht, waarschijnlijk met het vooruitzicht dat de yen nog zwakker zal worden. Deze posities bevinden zich op extreme niveaus en zijn niet meer gezien sinds 2007, net voordat de mondiale financiële crisis uitbrak. Posities kunnen lang op extreme niveaus blijven, maar zodra de liquidatie van deze posities op gang komt, zijn de bewegingen op de valutamarkt meedogenloos.

Interessant is dat de netto posities in de Amerikaanse dollar (grafiek rechtsonder) en in de euro neutraal zijn. De speculatieve gemeenschap is dus extreem short yen.

Speculanten hebben yen in grote getalen verkocht...

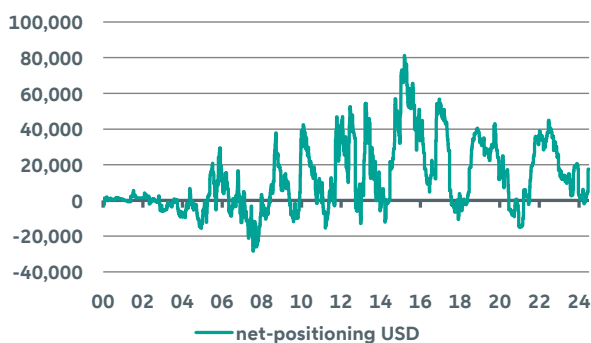
Number of contracts



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

... maar zijn neutraal in de dollar

Number of contract



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Vooruitzichten

We blijven bij ons standpunt dat de huidige zwakte van de yen erg extreem is en dat er vroeg of laat een substantieel en blijvend herstel van de yen zal optreden. Het is moeilijk te voorspellen wanneer dit zal gebeuren. De strijd tussen de markt en de Japanse autoriteiten is nog lang niet gestreden.

ABN AMRO Valutaramingen

Veranderingen in rood/dikgedrukt

	03-Jul	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
EUR/USD	1.0790	1.05	1.07	1.10	1.10	1.10	1.10
USD/JPY	161.68	148	145	142	140	138	135
EUR/JPY	174.45	155	155	156	154	152	149
GBP/USD	1.2744	1.27	1.27	1.29	1.30	1.31	1.32
EUR/GBP	0.8467	0.83	0.84	0.85	0.85	0.84	0.83
USD/CHF	0.9019	0.90	0.88	0.85	0.86	0.86	0.86
EUR/CHF	0.9731	0.95	0.94	0.94	0.95	0.95	0.95
AUD/USD	0.6695	0.66	0.68	0.70	0.70	0.71	0.72
EUR/AUD	1.6117	1.59	1.57	1.57	1.57	1.55	1.53
NZD/USD	0.6094	0.61	0.62	0.64	0.64	0.65	0.65
EUR/NZD	1.7704	1.72	1.73	1.72	1.72	1.69	1.69
USD/CAD	1.3647	1.38	1.36	1.34	1.33	1.32	1.30
EUR/CAD	1.4725	1.45	1.46	1.47	1.46	1.45	1.43
USD/SEK	10.5258	10.48	10.28	10.00	10.00	9.77	9.55
EUR/SEK	11.3571	11.00	11.00	11.00	11.00	10.75	10.50
EUR/NOK	11.4182	11.00	11.00	10.75	10.75	10.50	10.25
USD/NOK	10.5823	10.48	10.28	9.77	9.77	9.55	9.32
EUR/DKK	7.4588	7.45	7.45	7.45	7.45	7.45	7.45
USD/CNY	7.27	7.15	7.10	7.00	6.90	6.80	6.80
EUR/CNY	7.85	7.51	7.60	7.70	7.59	7.48	7.48
EUR/PLN	4.3016	4.50	4.50	4.40	4.40	4.30	4.25
USD/BRL	5.5866	5.30	5.10	5.00	5.00	4.90	4.80

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hierboven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden. © Copyright 2024 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").