

PK Assets

FX

Werden künftig die
Schulden die
Währungen
dominieren?

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Wir konstatieren:

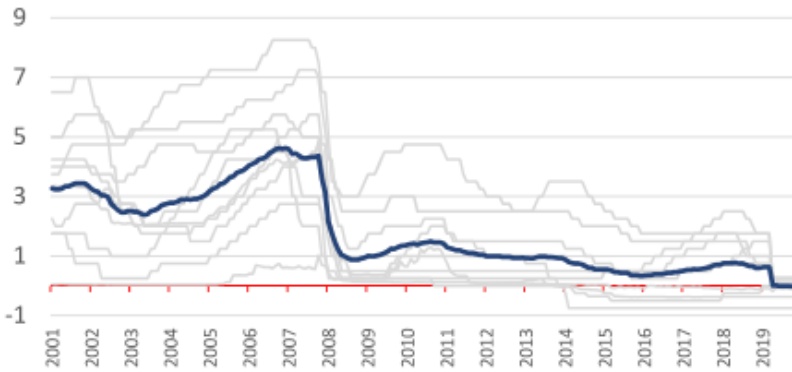
- Es gibt in den wichtigen entwickelten Staaten kaum mehr Unterschiede in den Zinsen
- Es gibt kaum mehr Unterschiede in den Teuerungsraten
- Somit: Es gibt kaum mehr Unterschiede in den Realzinsen
- Gleichzeitig aber explodieren die Schulden
- Nicht überall und nicht überall in gleichem Ausmasse
- Und damit gibt es Bonitätsgewinner und –Verlierer

These:

- «Die Verschuldungstrends werden die Devisentrends dominieren»

«Es gibt keine Zins-Unterschiede mehr»

Leitzinsen



Wir schauen auf den Durchschnitt der 9 Währungen USD, EUR, GBP, CHF, AUD, NZD, SEK, NOK, JPY

2-Jahreszinsen Nominal

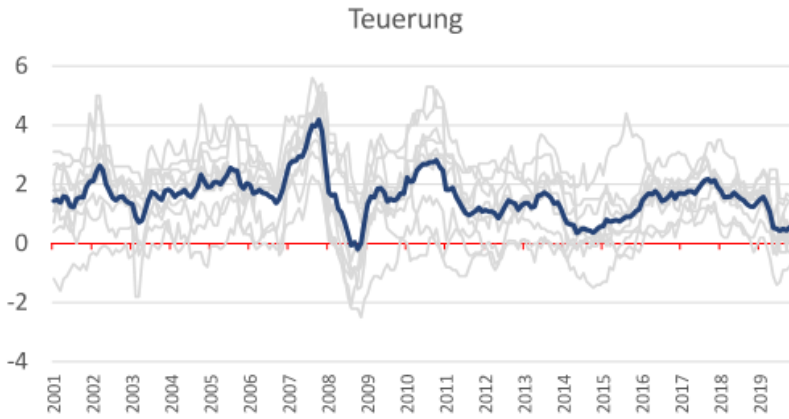


10-Jahreszinsen Nominal

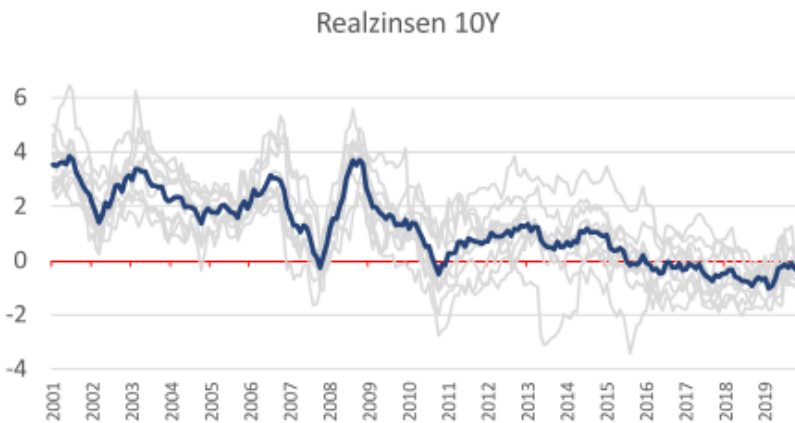


- Die **Nominalzinsen**, sowohl Leitzinsen wie Marktzinsen haben bei Null konvergiert
- Niveau wie Spannweite sind auf dem absoluten Tiefpunkt
- Und es sind kaum grössere Änderungen in der mittleren Frist zu erwarten

«Auch Teuerung und Realzinsen sind konvergiert»



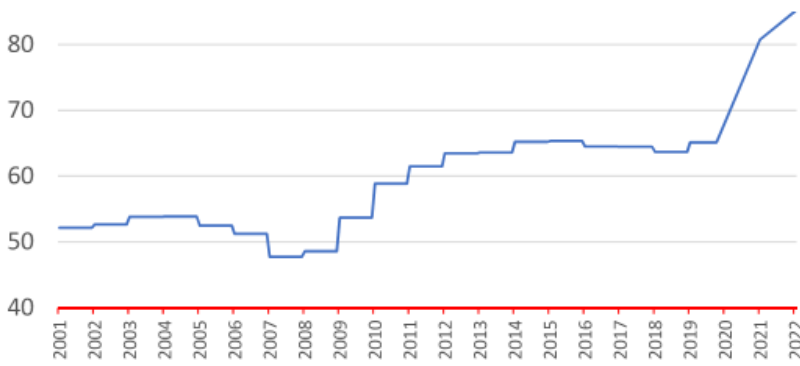
Wir schauen auf den Durchschnitt der 9 Währungen USD, EUR, GBP, CHF, AUD, NZD, SEK, NOK, JPY



- Nicht nur die Zinsen, sondern auch die **Teuerungsrate**n haben bei fast Null konvergiert
- Auch hier sind sowohl Niveaus wie auch die Spannbreite auf einem aussergewöhnlich tiefen Niveau
- Das bedeutet, dass auch die **Realzinsen** bei Null konvergiert haben
- Realzinsen sind aber die wichtigste fundamentale Bestimmungsgrösse der Devisenkurse

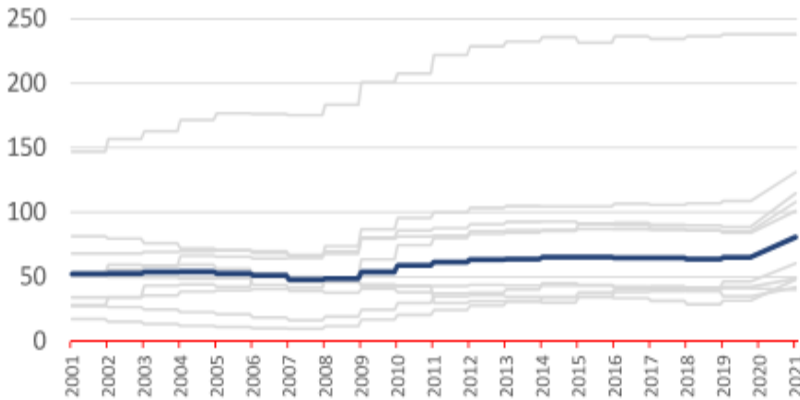
«Was bleibt sind riesige Unterschiede in der Verschuldung»

Staatsverschuldung (IMF)

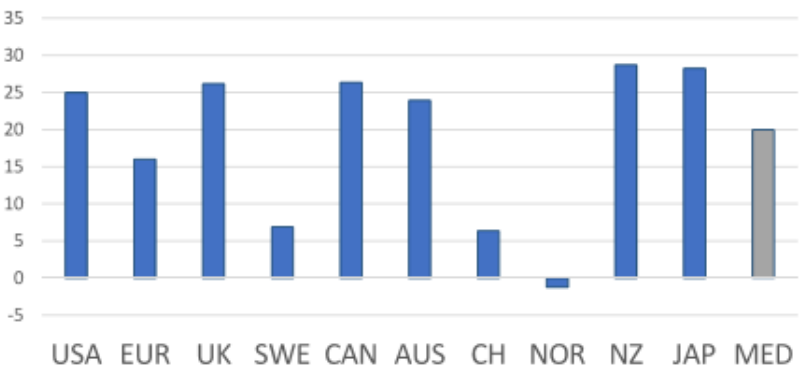


Wir schauen auf den Durchschnitt der 9 Währungen USD, EUR, GBP, CHF, AUD, NZD, SEK, NOK, JPY

Staatsverschuldung



Staatsverschuldung 2022 vs. Aktuell Gem. IMF-Schätzung



- Realzinsen und Bonität sind die zwei wichtigsten fundamentalen Bestimmungsfaktoren von Devisenkursen
- Gleichzeitig explodieren die Schulden der Staaten
- Gleichzeitig sind die Unterschiede zwischen den Schuldenniveaus weiterhin gross..
- ..und die erwartete Neuverschuldung im 2020 und 2021 fallen je nach Region unterschiedlich aus, bzw. es gibt Bonitätsgewinner und -verlierer

These:

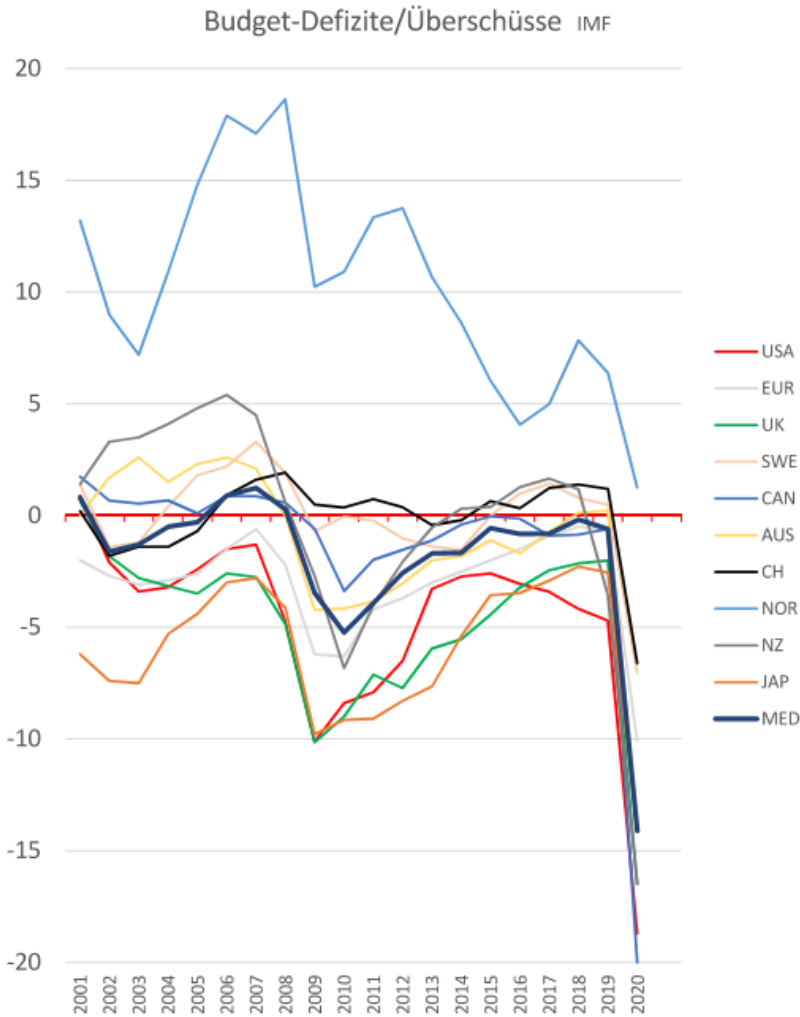
«Die Verschuldungstrends werden die Devisentrends dominieren»

Pro/Contra

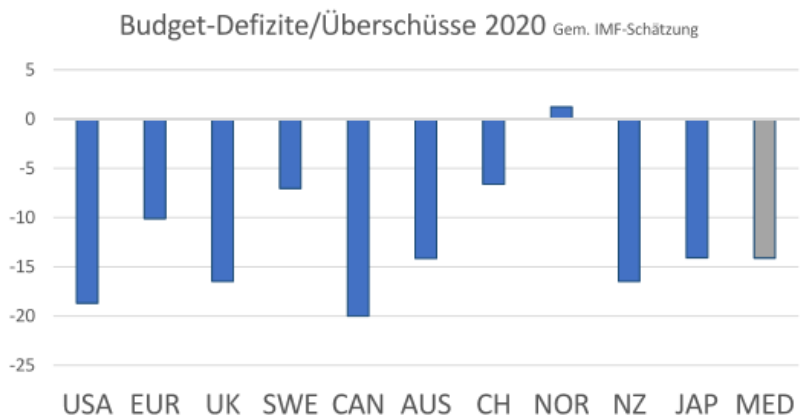
- Was sagen unsere Währungsmodelle?

Gemäss unseren Modellen:

«Die Budget-Defizite sind so brutal, sie müssen eine Rolle spielen!»



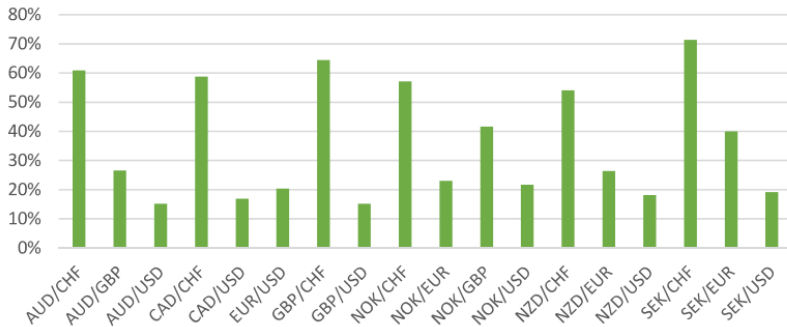
- Erstens sind die Budget-Defizite so enorm hoch, dass die zusätzliche Staatsverschuldung geradezu nach einer FX-Reaktion schreit...
- ...als auch zweitens die **Unterschiede** zwischen den Staaten ebenso enorm hoch sind



Gemäss unseren Modellen:

«Wo die Realzinsen bisher die wichtigste Variable war, sind es in Zukunft vielleicht Inflation und Schulden»

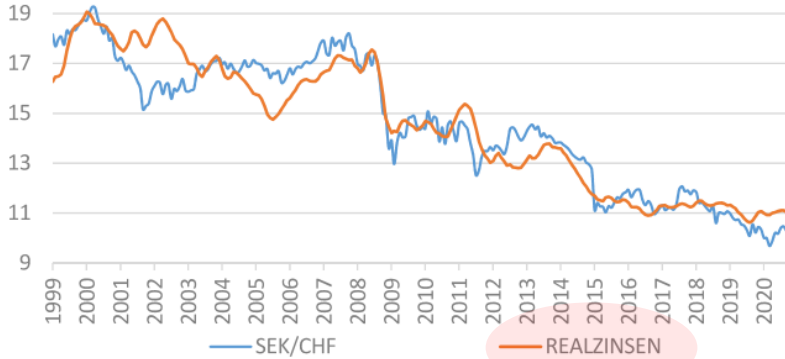
Zinsdifferenzen: Anteil REALZINSEN an gesamten Währungsmodellen



- Interessanterweise sind dies gemäss unseren Modellen v.a. die CHF-Crosses, hier waren die Realzinsen bisher dominierend
- Massgebend sind v.a. die Zinsen der Fremdwährung plus die PPP-Komponente, also die relative Inflation
- Der massive Zerfall der Fremdwährungszinsen hat dem CHF massiv in die Karten gespielt
- Wenn Realzinsen weniger wichtig werden sollten, dann könnten **Schulden insbesondere beim USD/CHF zum Thema werden**, daneben auch bei GBP, CAN, EUR

PK Assets

SEK/CHF vs MODELL



«Realzinsen»: Hier definiert als Nominalzinsen der Fremdwährung + PPP von FW vs CHF

PK Assets

NOK/CHF vs MODELL



Gemäss unseren Modellen:

«Inflationsdifferenzen: Steter Tropfen höhlt den Stein, speziell Crosses gegen CHF»

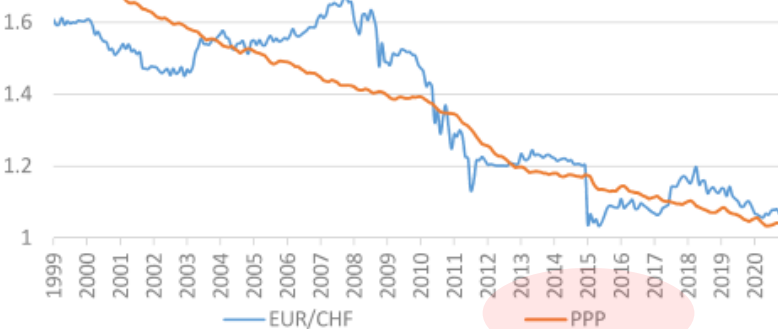
PK Assets

USD/CHF vs Modell



PK Assets

EUR/CHF vs MODELL



PK Assets

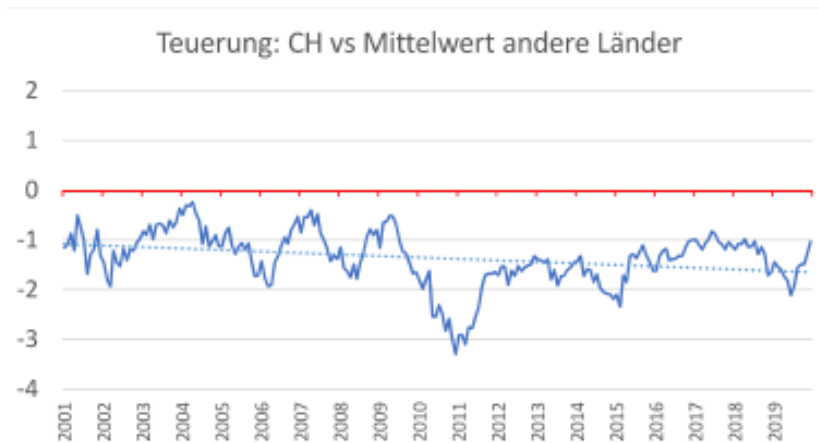
SEK/CHF vs MODELL



- Für alle Fremdwährungen gegen CHF gilt: Das Teuerungs-Differenzial hat **stetig für Abtrieb der Fremdwährungen gesorgt**
- Kommt dazu noch eine Einebnung der Zinsvorteile, so war der Abstieg der Währungen gegen CHF faktisch seit der grossen Finanzkrise eine Einbahnstrasse...
- ...obwohl sich in einigen Beispielen (USD!) seit geraumer Zeit eine Seitwärtsbewegung eingestellt hat
- **Bleiben die Inflationsunterschiede** in der Zukunft, vergrössern sie sich oder verschwinden sie?

Contra

«Inflationsdifferenzen: Steter Tropfen höhlt den Stein, speziell Crosses gegen CHF»



- Die Teuerungsdifferenzen der Währungen zum CHF sind beträchtlich, sie oszillieren, man kann sogar den Case machen, dass sie sich tendenziell ausweiten
- Zuletzt war aber eine gewisse Verengung der Differenz auszumachen
- Sie ist damit wieder auf einen Wert zurück gekehrt, der seit der Jahrtausendwende als üblich erachtet werden kann
- Bis zum Beweis des Gegenteils bleibt dieses Grundrauschen einer Aushöhlung der Fremdwährungen gegen CHF bestehen

«Verstärkender Effekt:

Beim CHF erwarten wir weniger Neuverschuldung als anderswo; bei stabilem Inflationsdelta dürfte die Inflation die Schulden thematik im Trend bestätigen»

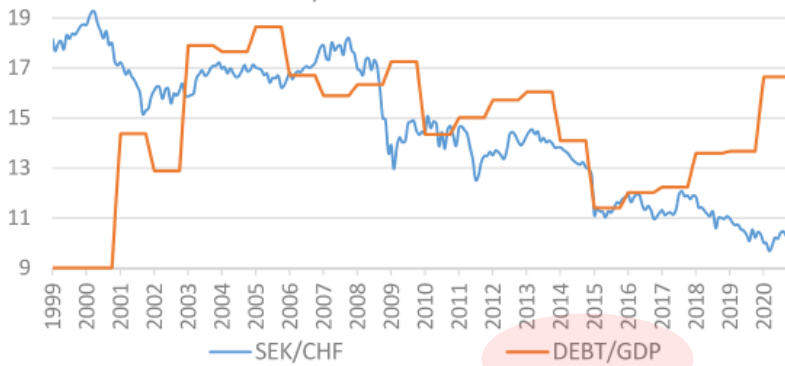
Pro

Gemäss unseren Modellen:

«In den Crosses von gesunden Ländern spielt die Thematik «Schulden» keine grosse Rolle»

PK Assets

SEK/CHF vs MODELL



«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen den Währungspaaren (invers)

PK Assets

NOK/CHF vs MODELL



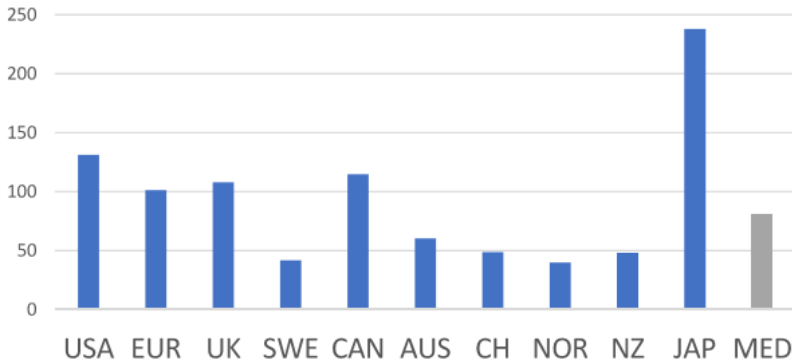
«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen den Währungspaaren (invers)

- Beispiel SEK/CHF und NOK/CHF und auch NZD/CHF:
- Alle 4 Länder haben eine vergleichsweise gesunde Verschuldung, weshalb historisch die relative Verschuldung im FX keine grosse Rolle spielte
- Dementsprechend kann auch **keinerlei Korrelation** gefunden werden zwischen FX und Verschuldung (invers)

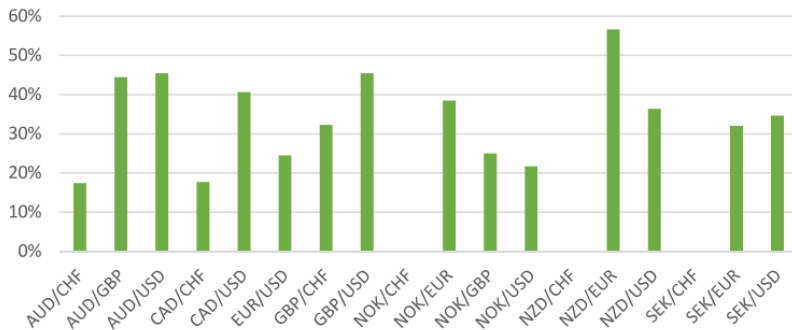


«Hoch- vs. niedrig-verschuldete Länder: Hier spielt die Schulden-Musik»

Staatsverschuldung 2021 Gem. IMF-Schätzung



Verschuldung: Anteil Debt/GDP an gesamten Währungsmodellen



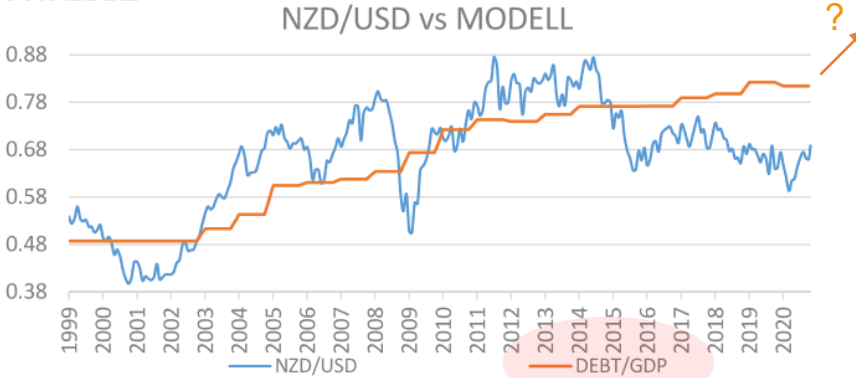
Keine Modelle mit dem Yen: Diese sind aktuell in Revision

- Tendenz: Je höher die Schulden-Differenz zw. zwei Währungen, desto höher der Anteil der Schuldenthematik in den Modellen
- Niedrig vs Niedrig: Anteil tief
- Hoch vs Niedrig: Deutlich höher
- V.a. hoch ist der Anteil der Schuldenthematik, wenn es gegen den USD geht und gegen das GBP
- In den Crosses gegen den stark verschuldeten USD spielen Schulden eine grosse Rolle, und: Sollte die Zinsenthematik weniger spielen in der Zukunft, dann umso mehr?



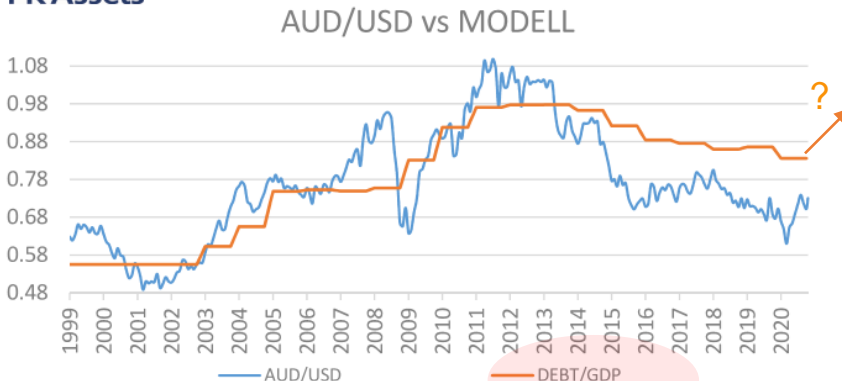
«Schulden & FX: Wenig Korrelation aber grosse Wirkung!»

PK Assets



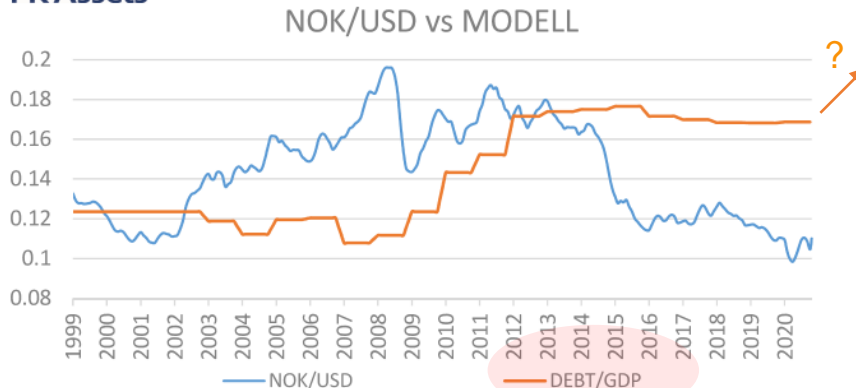
- Die Korrelation zwischen FX und Schulden ist nicht besonders hoch und trotzdem verbessern die Zahlen der relativen Verschuldung die gesamte Korrelation der Modelle beträchtlich: **Schulden sind ein wesentlicher Teil der Rechnung, wenn's um FX geht**

PK Assets



- SWE, CH, NOR, also die Länder mit der geringsten Schuldenlast sehen in den nächsten Jahren gemäss IMF den geringsten Schuldenanstieg...

PK Assets



- ...USA, UK, CAN, also Länder mit bereits hoher Schuldenlast sehen gemäss IMF denn auch den höchsten Schuldenanstieg in den kommenden Jahren

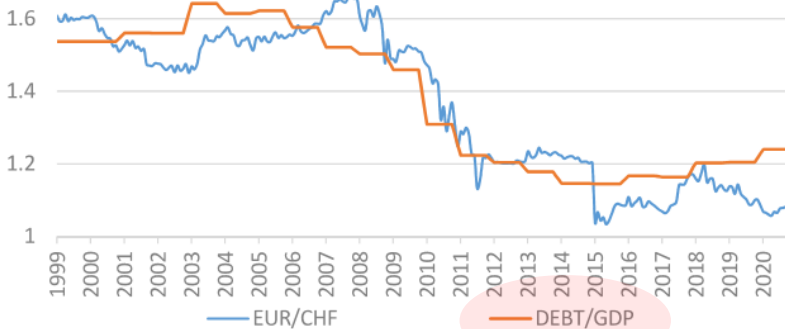
PRO

Gemäss unseren Modellen:

«Man könnte meinen, die Crosses mit EUR sind besonders stark von der Schuldenthematik betroffen»

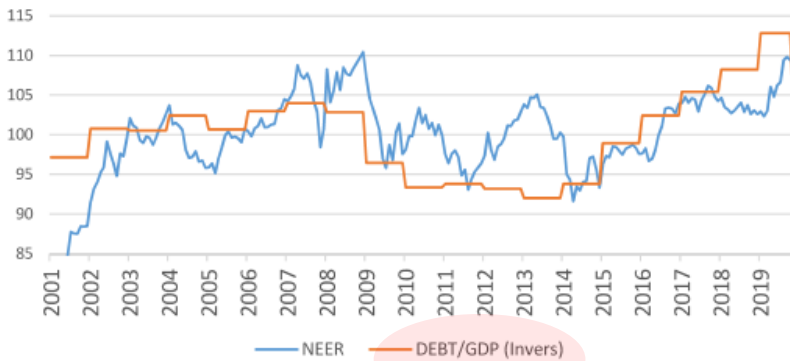
PK Assets

EUR/CHF vs MODELL



«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen den Währungspaaren (invers)

EUR: NEER vs DEBT/GDP



«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen EUR und dem Durchschnitt der anderen 8 Währungen (invers)

PK Assets

EUR/USD vs MODELL



«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen den Währungspaaren (invers)

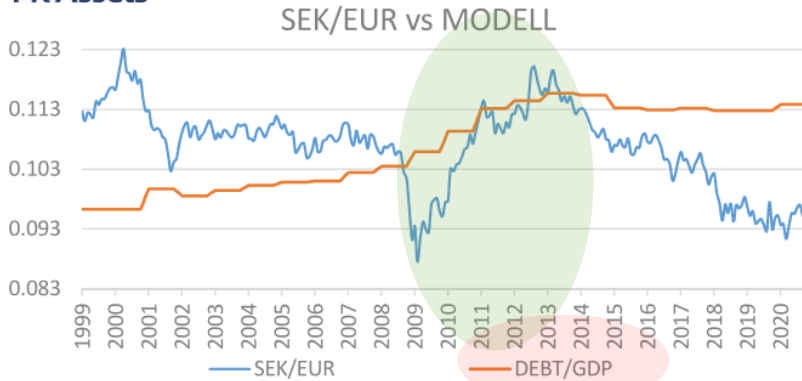
- Das könnte man meinen, schaut man den EUR/CHF-Chart an mit der relativen Verschuldung (invers)
- Aber der Aussenwert des EUR zeigt: Die Euro-Schuldenkrise 2010-2012 hat zwar Volatilität in den FX gebracht, aber weder einen grossen Kursverlust des Euros, noch eine speziell höhere Verschuldung im Euro-Raum insgesamt als in anderen Regionen
- EUR/USD zeigt, dass beim Euro keine grosse Korrelation mit der relativen Verschuldung besteht



Gemäss unseren Modellen:

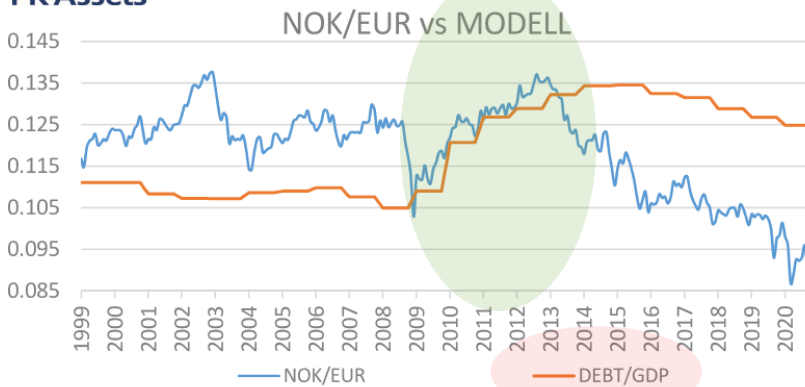
«Innerhalb Europas sind Schulden aber schon ein wichtiges Thema»

PK Assets



«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen den Währungspaaren (invers)

PK Assets



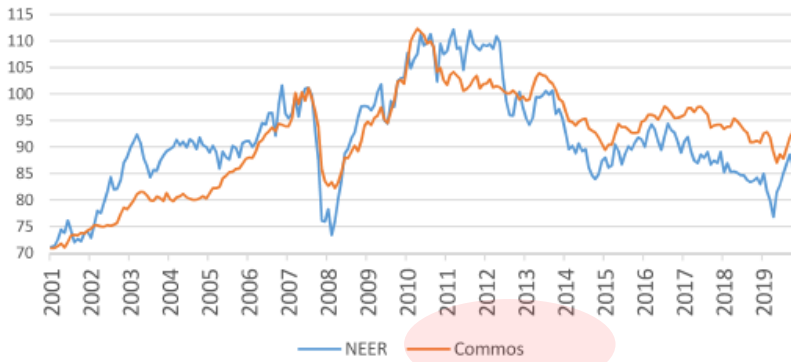
«Debt/GDP»: Relative Verschuldung zwischen den Währungspaaren (invers)

- Bei Crosses **innerhalb Europas** ist der Schuldentrend von offensichtlicher Bedeutung:
- Schaut man auf SEK/EUR und NOK/EUR also auf zwei Paare mit deutlich unterschiedlicher Verschuldung, dann ist eine hohe Korrelation von Schuldentrend und FX auszumachen
- Aber: Gilt das allgemein, oder **nur in Stresszeiten**, wie es die Eurokrise klarerweise war?

Pro

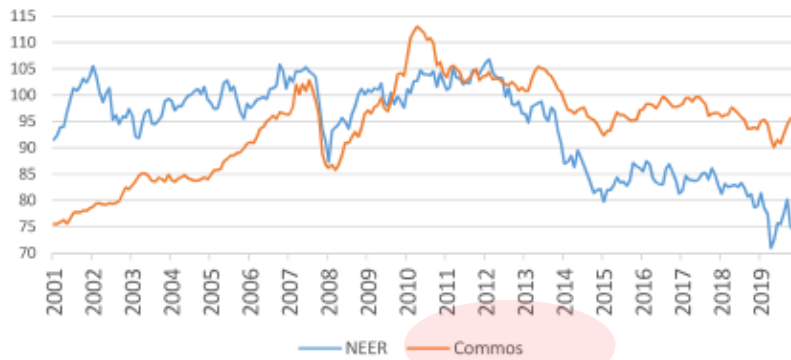
«Bei Commodity-Produzenten spielen die Rohwaren eine wesentliche Rolle»

AUS: NEER vs Commos

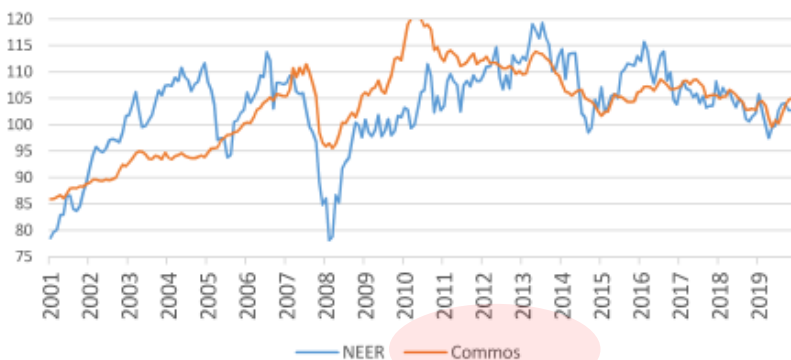


«Commodities»: CRB Spot All Commodities

NOK: NEER vs Commos



NZD: NEER vs Commos



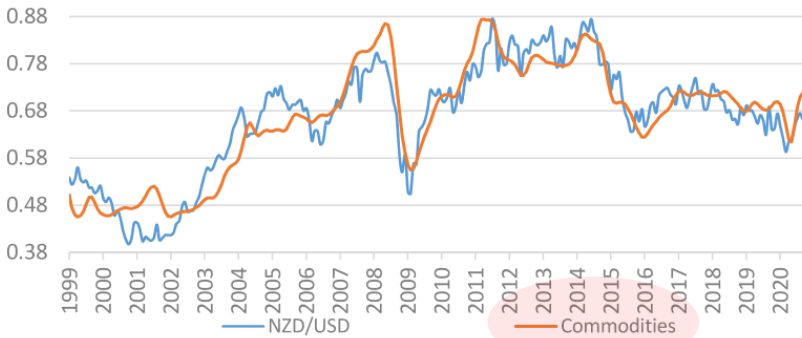
- Man sieht es an den Korrelationen, dass der Aussenwert der **Commodity-Produzenten-Ländern** von den Commodity-Preisen mitbestimmt wird
- Man sieht aber auch, dass es noch andere, wesentliche Treiber geben muss
- Steigende Rohwarenpreise erhöhen die Fiskaleinnahmen, verbessern (cet par) die Bonität und erhöhen möglicherweise (cet par) die Zinsen über die Konjunktur und treiben somit die Währungen rauf und vice versa
- Entkräftet dieser Aspekt unsere These? Nicht wirklich

Neutral

«Commo gegen USD: Schulden spielen kaum eine Rolle, sondern Rohwarenpreise»

PK Assets

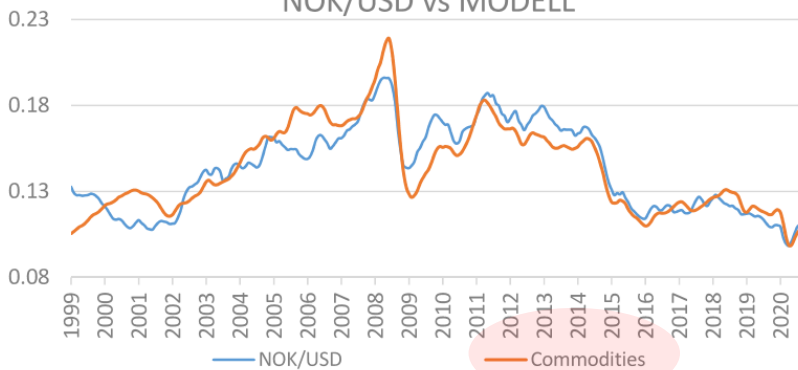
NZD/USD vs MODELL



«Commodities»: CRB Spot All Commodities

PK Assets

NOK/USD vs MODELL



PK Assets

AUD/USD vs MODELL



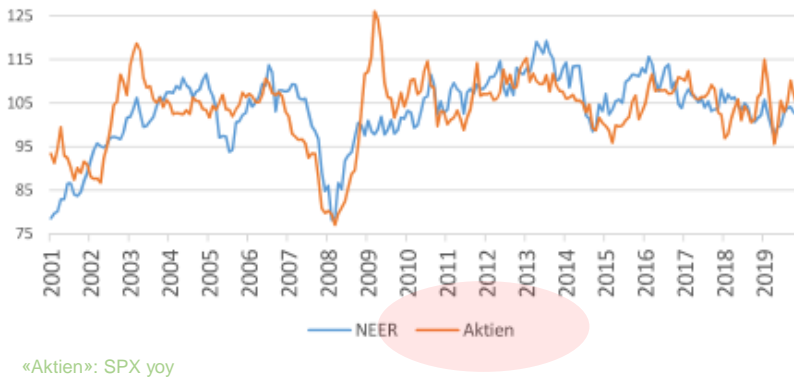
- Bei den Crosses zwischen Commo-Produzenten und USD ist die Korrelation von Rohwarenpreisen zur Währung geradezu spektakulär
- Bei divergierenden Schulden und Rohwarenpreistrends ist es überhaupt nicht klar, ob sich die Schuldenthematik durchsetzen würde, eher nicht wahrscheinlich
- Und: Nicht nur die USA, auch die Commo-Länder bauen jetzt massiv Schulden auf (Ausnahme: NOK!)



Gemäss unseren Modellen:

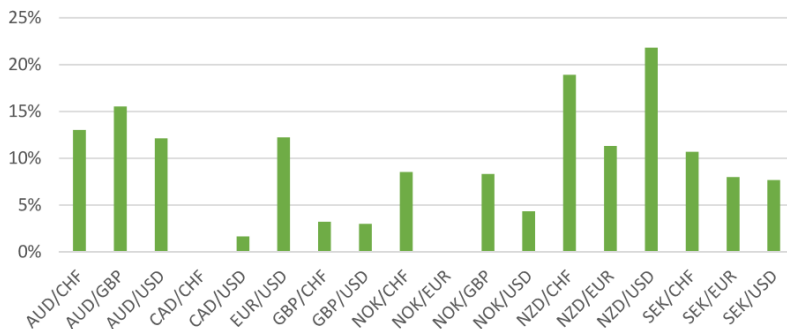
«Risk-On/Off ist und bleibt ein mächtiger Treiber, es gibt Risk-On/Off-Währungen»

NZD: NEER vs Aktien



«Aktien»: SPX yoy

Risk-On/Off: Anteil RISK an gesamten Währungsmodellen



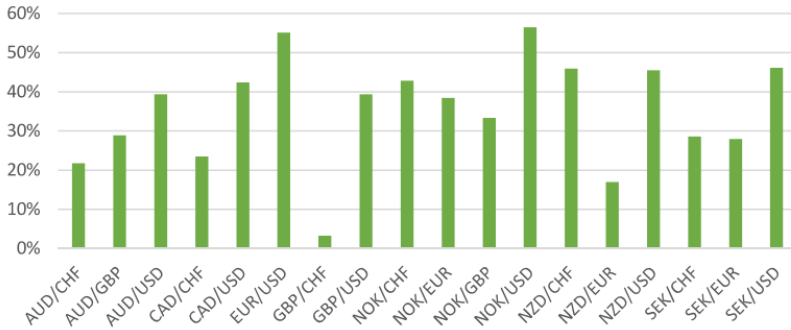
«Risk»: SPX yoy

- Wir modellieren Risk-On/Off mit der Rendite von Aktien (SPX500)
- Risk-On/Off ist und bleibt wohl in Einzelfällen ein wichtiger Treiber in den FX-Crosses, speziell in den Fällen NZD, AUD und interessanterweise auch EUR/USD
- Speziell in Stress-Situationen kann dieser Aspekt die Schuldenthematik komplett dominieren

Contra

«China, Commos und Aktien: Gegen USD wichtig, gegen CHF nicht»

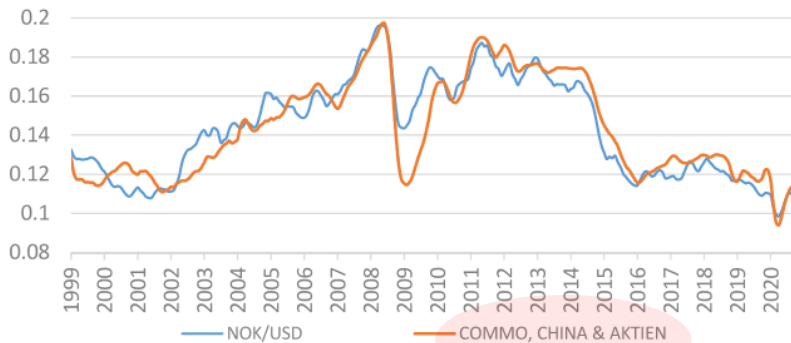
Risk-On/Off: Anteil CHINA, COMMO & AKTIEN an gesamten Währungsmodellen



- Wir tracken die Währungen auch gegen eine Combo von chinesischen Daten
- Nimmt man China, Commodities und Aktien in eine einzige Klasse, dann ist in einzelnen Währungspaaren diese Quote die Wichtigste, wichtiger als Realzinsen und Schulden

PK Assets

NOK/USD vs MODELL



- Ein gutes Beispiel ist NOK/USD wo bereits mit diesen Faktoren eine gute Korrelation erreicht wird
- Speziell dort, wo es gegen den USD geht, sind diese drei Faktoren wichtig



- Diese drei Faktoren sind weniger wichtig, wenn es gegen den CHF geht, dann werden diese Faktoren dominiert von Realzinsen und Schulden
- Ebenfalls untergeordnet, wenn es um den GBP geht

These:

«Die Verschuldungstrends werden die Devisentrends dominieren»

Unser Fazit:

Ja

- Es kann sein, dass relative Zinsen unwichtiger werden, da sie komplett nivelliert sind
- Schulden waren bereits seit 2008 eine wichtige, wenn auch nicht bestimmende FX-Ingredienz
- Die kommenden Budget-Defizite sind so brutal, sie **müssen** eine Rolle spielen
- Zumal sie in den einzelnen Ländern/Währungen unterschiedlich ausfallen
- Die „Schlechten“ werden schlechter, manche der „Guten“ bleiben gut
- Tendenz: Je höher die Schulden-Differenz zw. zwei Währungen, desto höher der Anteil der Schuldenthematik in den Modellen
- In zinslastigen Währungspaaren könnte die Schuldenthematik wichtiger werden, weil die Zinsen nirgendwo erhöht werden können
- Innerhalb Europa kann man grosse Bonitätsdifferenzen ausmachen: NOK, SEK vs EUR
- Speziell der CHF ist zinslastig: Ihm spielt die Schuldenthematik in die Karten

Aber

- In Währungspaaren zwischen gesunden Ländern spielen die Schulden kaum eine Rolle
- Die Eurokrise hat keine Dominanz der Verschuldungstrends gebracht, warum Covid?
- Risk-On/Off bleibt eine wichtige Komponente, die überhaupt nicht mit der Schuldenthematik korreliert sein muss, in Stresszeiten dominiert sie: Es gibt geradezu Risk-on/off-Währungen
- Bei Commodity-Produzenten spielen die Rohwaren eine wesentliche Rolle: Commo gegen USD: Schulden spielen kaum eine Rolle, sondern Rohwarenpreise
- Die Inflationsdifferenz zum CHF ist gleichzeitig wichtig, und nicht notwendigerweise mit der Schuldenthematik korreliert

• Speziell im Fokus:

- **USD/CHF:** Verschuldungstrends laufen deutlich auseinander, kaum gestört von anderen Faktoren, da beides Risk-Off-Währungen
- **SEK/EUR, NOK/EUR:** Kommt endlich die Hausse? Klare Bonitätsunterschiede, aber die Nordics sind Risk-On-Währungen
- **CHF NEER:** Der Aufwärtsdruck bleibt bestehen: Divergierende Bonität, tiefe Zinsunterschiede, Inflationsdelta, Fluchtwährung

• Die 4 grossen Unbekannten

- **QE bleibt: Wer macht am meisten?** Jemand muss die rekordhohe neue Verschuldung aufkaufen, dies bei unattraktiver Verzinsung, sowohl real wie nominal; QE wirkt dämpfend auf die Währung des Verursachers, insbesondere die USA, UK, Canada und Japan müssen Schulden wie wild emittieren
- **Noch (viel) tiefere Leitzinsen?** Der Druck auf die Nationalbanken dürfte bei jeder Krise weiter zunehmen, speziell dort, wo die Zentralbanken-Bilanzen am Anschlag sind; Sollten die Zinsen weiter fallen, werden sie sofort wieder zum Faktor
- **Kapitalkontrollen?** Sie werden kommen, früher oder später, die Weltfinanz-Architektur ist ein Kartenhaus; die Eskalation des Instrumentarium wird ungehemmt weiter gehen, egal, unabhängig von der Notenbank-Rhetorik
- **SNB quo vadis?** Die SNB ist zum grössten Sünder weltweit geworden, alle ordnungspolitischen Vorsätze sind über Bord geworfen worden; will die SNB wirklich ein Monster-Hedgefond ex nihilo bleiben und die potentielle Quelle eines Existenzrisikos für die Schweiz darstellen? Wofür? Ist das Bonitätsplus der Schweiz eine Schimäre?

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch