

**PK Assets**

**Währungen, Zinsen,  
Inflation und  
Notenbanken**

**Dezember 2019**

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)

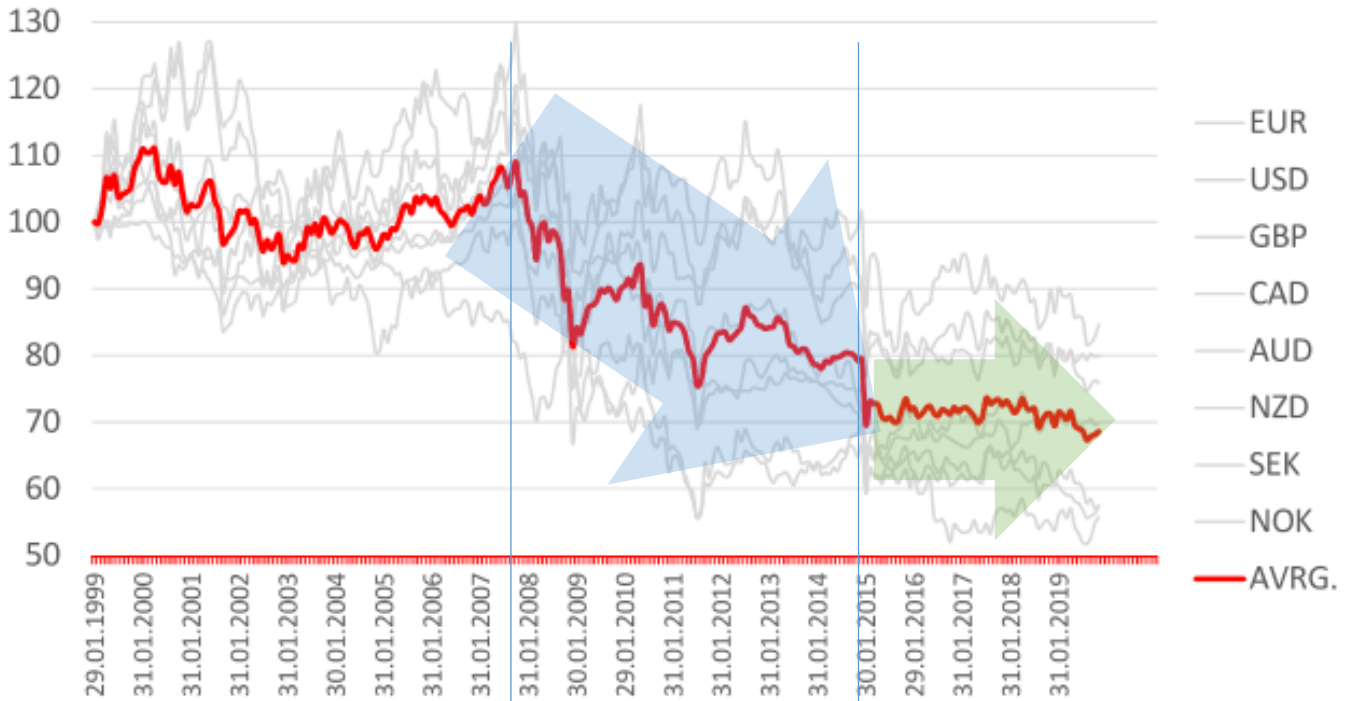
PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)

**Mögest du in interessanten Zeiten leben**

Alter chinesischer Fluch

## WÄHRUNGEN vs CHF



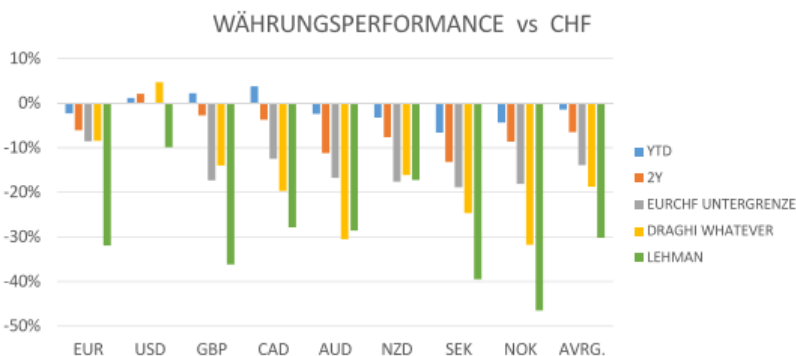
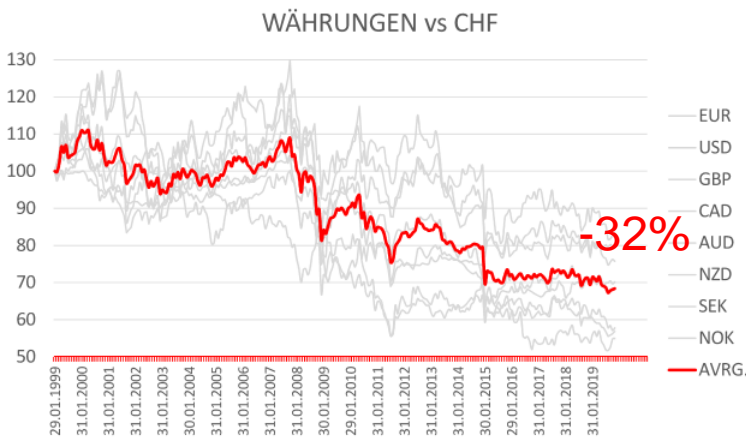
Lehman 2008:  
Geburtsstunde  
des Strong CHF

SNB 2015:  
Zäsur und  
seitwärts

# Fremdwährungen vs CHF:

## Wie weiter?

## Währungen vs. CHF



### Brutale Verluste der Fremdwährungen gegen CHF seit Lehman 2008

- **Seit der Jahrtausendwende** haben die 8 Währungen im Durchschnitt **32% gegen den CHF verloren**
- **Richtig los ging's seit Lehman:** SEK und NOK haben am meisten verloren, USD am wenigsten
- **Seit Draghis** «Whatever It Takes» 2012 haben die 8 Währungen im Schnitt **19% verloren**, NOK und AUD am meisten, der USD hat gegen CHF gewonnen
- **In den letzten 2 Jahren** haben die Währungen **7% verloren**, SEK und AUD am meisten, der USD hat zugelegt

### Warum?

### Gibt es jetzt Fehlbewertungen?

### Wovon hängen die künftigen Wechselkurse ab?

# Themen-Übersicht

Die Rolle der Notenbanken	S. 5-8
Die Rolle von Risiko	S. 9-11
Die Währungspaare:	
EUR/CHF	S. 12-19
USD/CHF	S. 20-27
EUR/USD	S. 28-35
GBP/CHF	S. 36-43
CAD/CHF	S. 44-51
CAD/USD	S. 52-60
AUD/CHF	S. 61-68
AUD/USD	S. 69-77
NZD/CHF	S. 78-85
NZD/USD	S. 80-94
SEK/CHF	S. 95-102
SEK/EUR	S. 103-111
NOK/CHF	S. 112-119
NOK/EUR	S. 120-128
<b>Fazit</b>	
Big Picture	S. 130-131
Erkenntnisse aus Sicht des CH-Investors	S. 132-136

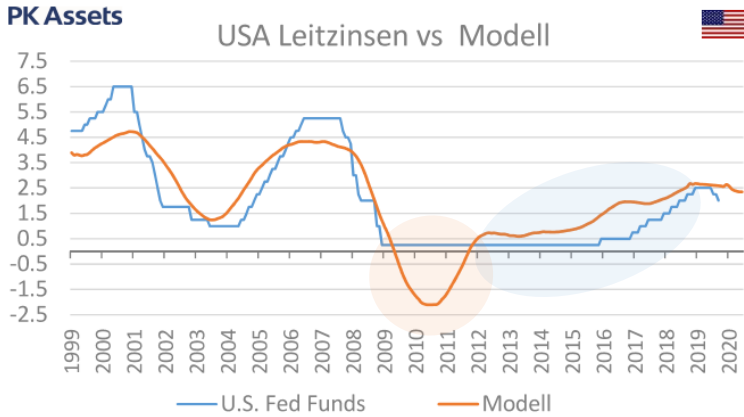


## Die Rolle der Notenbanken

- Unzweifelhaft manipulieren die Notenbanken die Währungsmärkte im Bestreben, die eigene Währung zu schwächen
- Wichtig sind zunächst die **Leitzinsen**, die individuell von den Notenbanken bestimmt werden und vor allem lokal wirken
- Dann aber auch die Schaffung von Liquidität durch QE, die global kumulativ wirken («Stimulus is fungible»), und nicht nur am Entstehungsort isoliert wirken
- Uns interessiert in erster Linie die **Wirkung** dieser zwei Notenbank-Instrumente auf die **Realzinsen**...
- ...sind doch Realzinsen eine **wichtige Inputgröße in der Währungsanalyse**
- Somit halten wir uns bei der Betrachtung der Rolle der Notenbanken an die **manipulierten Veränderungen in relativen Realzinsen**, die die Währungen treiben

# 1) Ultratiefe Leitzinsen

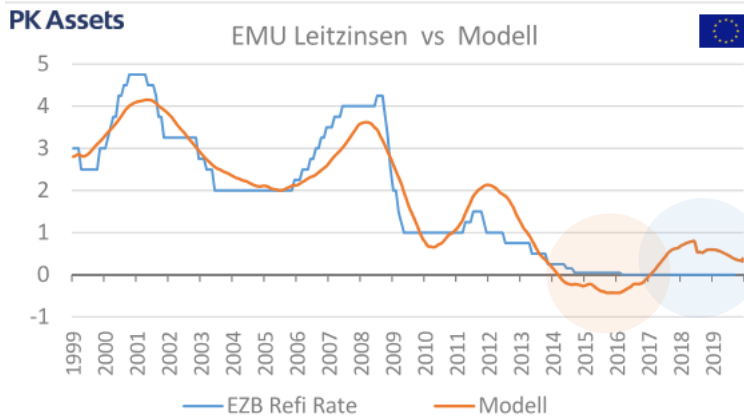
## Federal Reserve



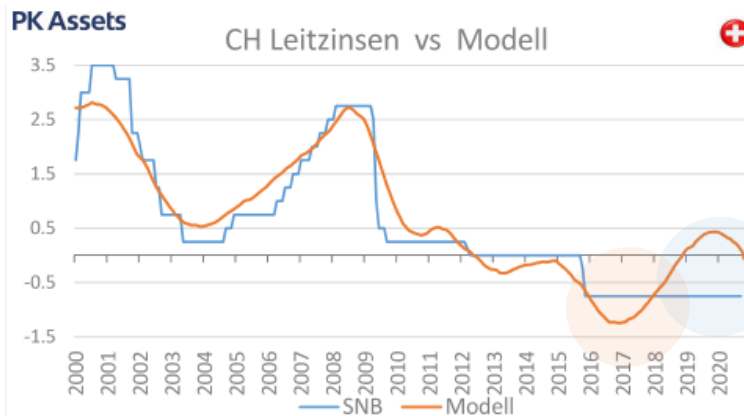
Einige Notenbanken (wie hier im Beispiel EZB und SNB) verankern die Realzinsen auf tiefem Niveau, indem die Leitzinsen tief gehalten werden

- Unsere Modelle zu den Notenbanken umfassen Taylor, Wachstum, Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Sentiment, Währung und Teuerung
- Es gibt längere Perioden, in welchen die Leitzinsen unter dem fundamentalen Niveau gehalten werden (Blauer Bereich)
- Es gibt auch Perioden, in welchen die Leitzinsen deutlich zu hoch sind, v.a. in Zeiten der Krise (Roter Bereich)
- Die EZB und die SNB halten die Leitzinsen ultratief und verankern die Realzinsen damit auf tiefem Niveau
- Dies trotz der Tatsache, dass die Leitzinsen in Europa und CH zu tief sind, im Sinne von tiefer als die Konjunktur dies rechtfertigen würde

## EZB

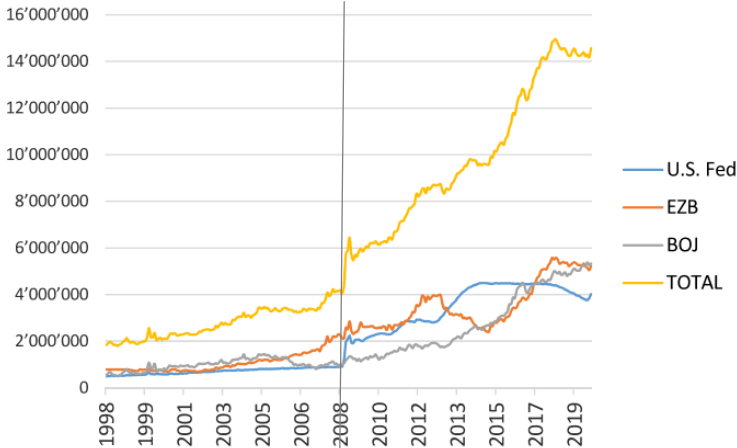


## SNB

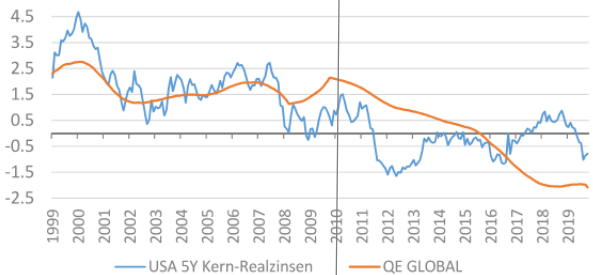


## 2) Globales Quantitative Easing

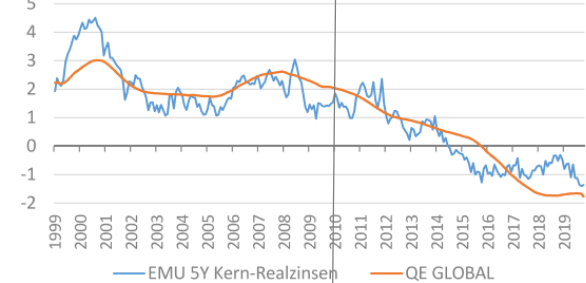
Notenbank-Bilanzen  
in mio USD



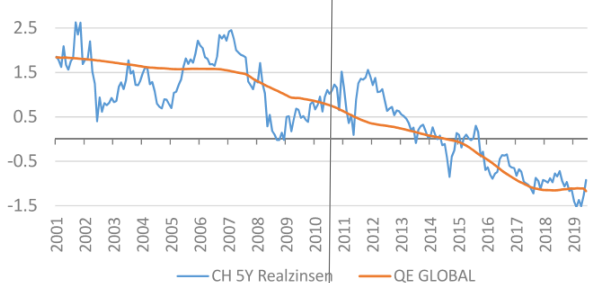
PK Assets USA 5Y Kern-Realzinsen vs Modell



PK Assets EMU 5Y Kern-Realzinsen vs Modell



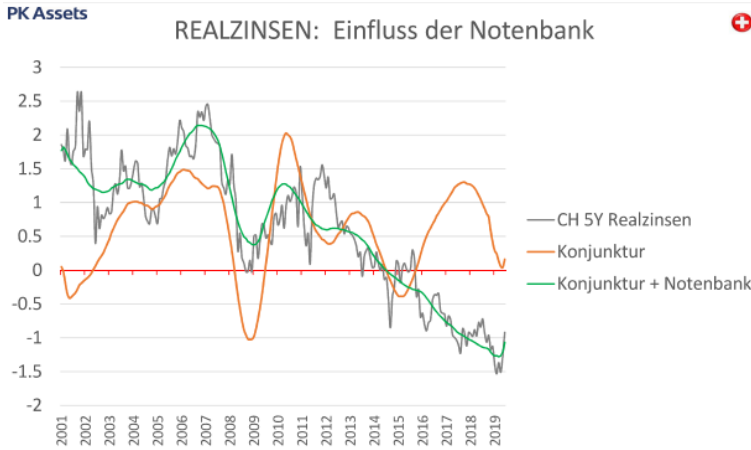
PK Assets CH 5Y Kern-Realzinsen vs Modell



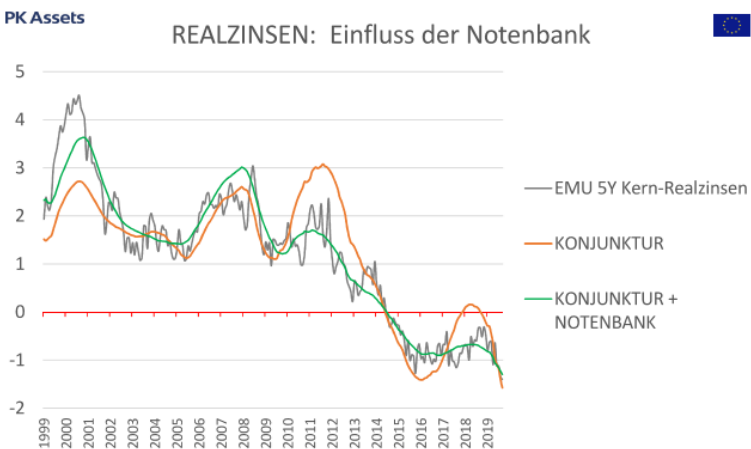
### Geldflutung der Notenbanken mittels Quantitative Easing verstärkt den Absturz der Realzinsen

- Wir modellieren das globale QE mit Hilfe der drei wichtigsten Notenbanken und kumulieren die drei Größen
- Das QE erhöht die Liquidität im System, was zusammen mit der Tatsache, dass die Notenbanken zudem gezielt Zinspapiere kaufen, die Zinsen zu senken in der Lage ist
- Als Antwort auf die Krise 2008 wurde das System mit Geld geflutet (Schwarzer Strich)
- Die Kapitalmärkte sind offen und verlinkt, damit **wirken alle QE-Aktivitäten zusammen kumuliert und global**, und nicht auf das Ursprungsland beschränkt
- Unsere Modelle bestätigen, dass diese QE-Programme in ihrer schiereren Grösse einiges von der globalen Zinsrally erklären
- Zusammen mit der Verankerung der Realzinsen durch die Positionierung der Leitzinsen wurden die Realzinsen geradezu herunter gedrückt auf historische Tiefstände

## 3) Konjunktur + Leitzinsen + QE = Tiefe Realzinsen



*CH: Negative Realzinsen durch Manipulation und fallende Wachstumsdynamik*



*EMU: Negative Realzinsen durch Manipulation und fallende Inflationserwartungen*

**Notenbanken drücken die Realzinsen und hoffen, damit die Währung zu schwächen**

- Der **graue Graph** zeigt die effektiven Realzinsen, basierend auf 5-Jahres-Zinsen und Kernteuerung
- Der **grüne Graph** zeigt unser Modell, bestehend aus Konjunktur-Indikatoren, Leitzinsen und QE als Gesamtmodell, welches jeweils die Realzinsen sehr gut erklärt
- Der **orange Graph** zeigt der Konjunktur-Input des Modells ohne Manipulation durch die Notenbanken
- Man sieht dass in der CH die Realzinsen durch SNB und globales QE künstlich tief gehalten werden, dass aber die Wachstumsverlangsamung einiges von der Überbewertung der Zinsen korrigiert hat
- Man sieht aber auch, dass in der Eurozone die tiefen –zu tiefen-Realzinsen von der Realität eingeholt worden sind, durch einen Absturz der Inflationserwartungen

*Manipuliert oder nicht, die Realzinsen bleiben ein wichtiger Aspekt unserer Wahrungsmodelle*

## Die Rolle von Risiko:

- Es gibt Währungen, die stark korreliert sind mit **Commodities**, mit der **Konjunktur Chinas** und mit **Aktien-Märkten**
- Die Korrelationen bei den entsprechenden Währungen sind gleichgerichtet, d.h. eine Währung profitiert jeweils bei steigenden Commodity-Märkten, besserer Konjunktur Chinas und guten Aktienmärkten; entsprechend leidet eine Risk-Off-Währung gegen die entsprechende Risk-On-Währung
- Die Definitionen von «**Risk On**» und «**Risk Off**» definieren sich in der Regel nach den Trends in Aktienmärkten und Credit Spreads, **wir definieren** dies etwas **anders**, eben durch den Cluster von **China/Commodities/Aktien** einerseits...
- ...und der **Performance der Währung bei Finanzmarkt-Schocks** andererseits
- Dies ist wegen verschiedenen Tatbeständen wichtig: Erstens verstehen wir mit der Integration dieses «Risiko-Indikators» die Funktionsweise der Währungen besser (Technisch: Durch die Integration von Risiko verbessert sich die Erklärungskraft unserer Modelle)...
- ...andererseits hilft es uns, in der Allokation in der bewussten Positionierung vs. den Benchmark im Bereich Risk-On/Risk-off klarer zu entscheiden

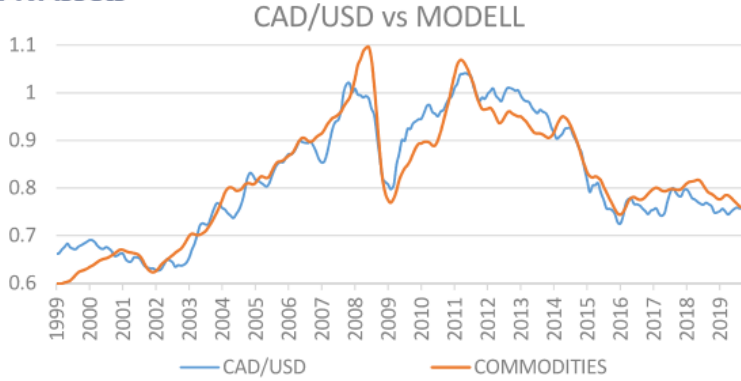
# Die Rolle von Risiko

## Generelle Korrelationen:

### Commodity-Länder sind Risk-On

#### FX & Commodities

##### PK Assets

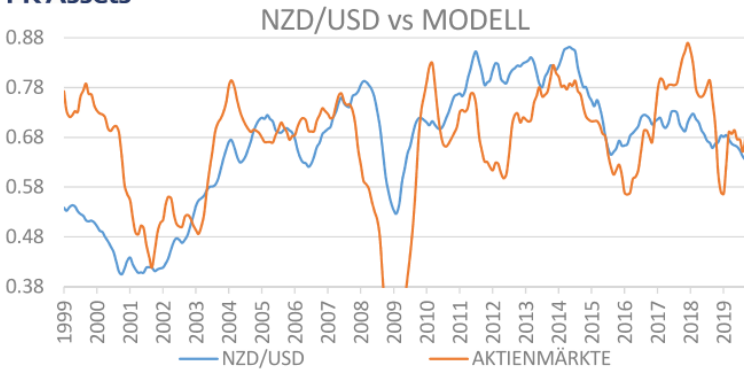


#### High Risk-On:

- **AUD, NZD:** Klar als Commodity-Produzent und Exporteur nach China
- **NOK, CAD:** Durch Öl-Produktion und hohe Welthandels-Verflechtung

#### FX & Aktienmarkt

##### PK Assets



#### Medium Risk-On:

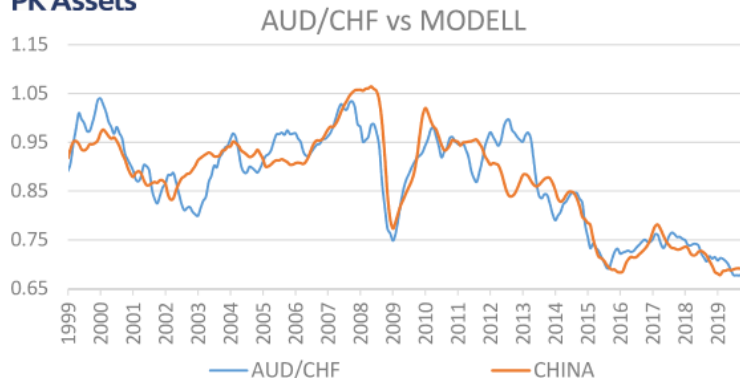
- **SEK** durch seine hohe Welthandels-Verflechtung

#### Neutral:

- **GBP**, zwar Ölproduzent aber auch grosser Importeur von Commodities
- **EUR:** Grosse Welthandelsverflechtung aber Commodity-Importeur

#### FX & China

##### PK Assets



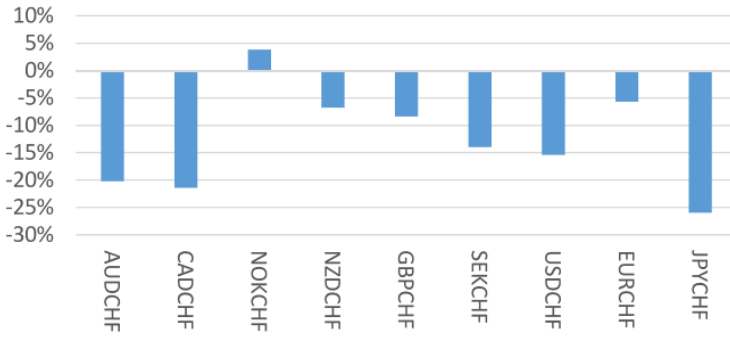
#### Risk-Off:

- **CHF:** Fluchtwährung wegen politischer Ruhe und guten Finanzen, damit automatisch Risk-Off
- **USD:** Lender of last resort, grösste Marktbreite und –Tiefe

## Wenn's Crasht: Spezial-Situationen: Nordländer verwundbar

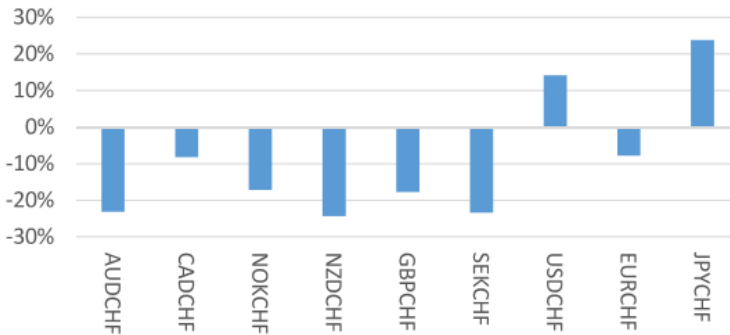
### Aktien-Crash: Beispiel Dot-Com

Aktien-Korrektur 2000



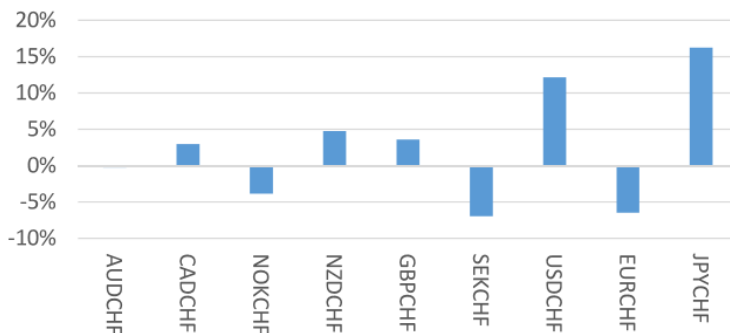
### Commodity-Sell Off: Beispiel Finanzkrise

Commodity-Crash 2008/2009



### Aufflackern Länderrisiko: Beispiel Eurokrise

Eurokrise 2011/2012



**Wir haben die letzten 3 Aktienbaissen, 2 Commodity-Baissen und 3 Euro-Länderrisiko-Krisen angeschaut:**

#### High Risk-On:

- **AUD, NOK, NZD, SEK, GBP:** AUD wegen Commodity und Aktien; NOK wegen Öl und Eurokrisen; NZD wegen **Commodities**, SEK wegen Aktien- und Eurokrisen; GBP wegen mittleren Verlusten in vielen Baissen

#### Medium Risk-On:

- **CAD, EUR:**; CAD wegen Aktien; EUR wegen Eurokrise

#### Risk-Off:

- **JPY, USD, CHF:** JPY ist die beste Währung bei Crashes aller Art, USD ist die zweitbeste Währung während Crashes, der CHF die drittbeste

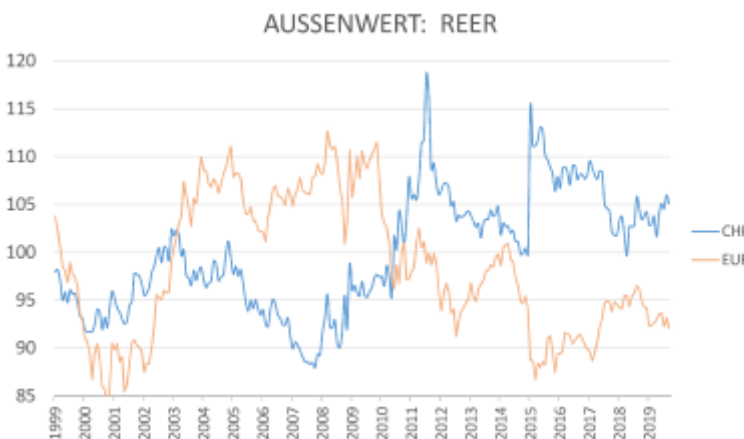
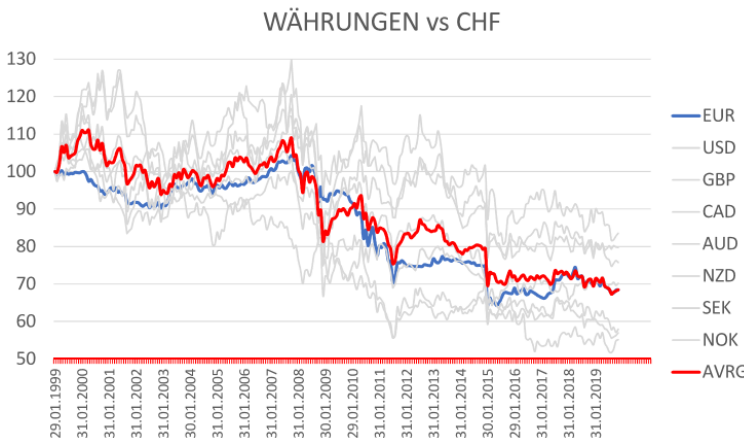
*Die Einteilung in Risk-On und Risk-Off-Währungen ist relativ klar und stabil*

Langfristige Charts

# Euro vs. CHF

Was fällt auf?





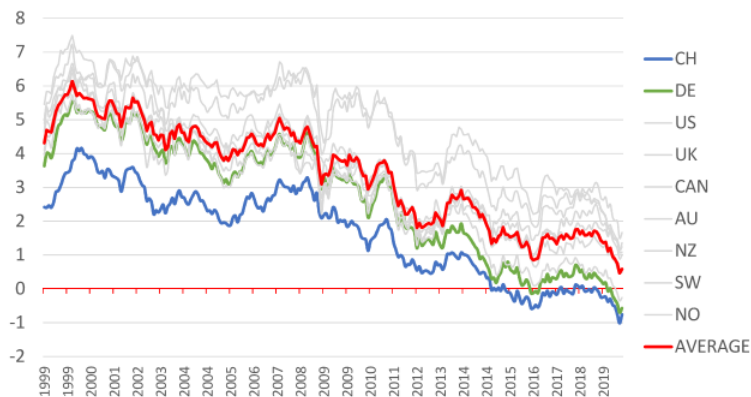
## Gute Performance seit der SNB-Aufgabe der Untergrenze, Rückläufig seit 2018

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der Euro hat gegen den CHF seit Lehman im Rahmen des Durchschnitts der gewählten Währungen Wert verloren (-32%)
- Seit der Aufgabe der Untergrenze gehört der EUR zu den drei Währungen, die gegen CHF zugelegt haben
- Aktuell im Niemandsland: Aktuell ist der Kurs in der Mitte der Handelsspanne seit der Aufgabe der SNB-Untergrenze, ohne klaren Trend
- Zinserhöhungsphantasien weg: Mit der ersten Zinserhöhung des Fed 2016 und den entsprechenden Zinserhöhungs-Hoffnungen auch in Europa stieg der EUR/CHF an, mit der Beerdigung der Phantasien ging es wieder runter
- REER spricht für EUR: Der Euro ist jetzt eher unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der CH eher überbewertet, der REER-Gap jetzt eher hoch



# EU-Zinsen verlieren laufend an Attraktivität

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

ZINSDIFFERENZ DE vs CH



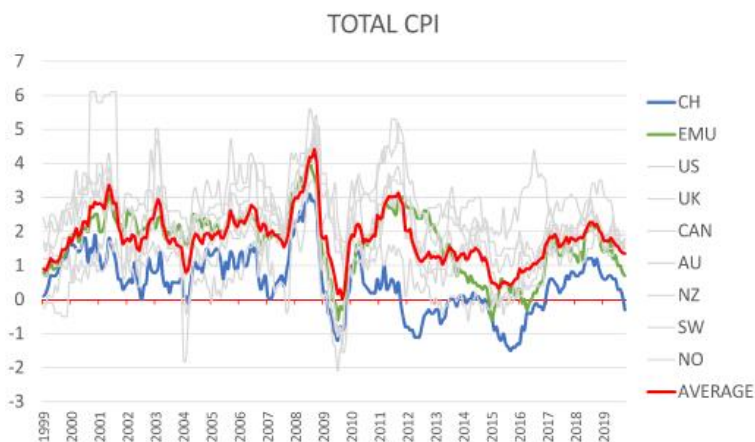
## Deutsche Zinsen fallen noch massiver als die Eidgenossen

Wir wählen hier für die Argumentation die deutschen Zinsen als Basis der europäischen Zinsen, um die Diskussion der Zinsen von derjenigen der Bonität zu trennen

- **Leitzinsen:** Die SNB musste tief negativ gehen um ein gewisses Differential gegen EUR zu schaffen
- **Historisch hatte DE einen happigen Zinsvorteil gegen den CHF.** Im Rahmen eines brutalen Flight to Quality wurde Deutschland zu einem europäischen Save Haven
- Schleichend ist dieses **Zinsdifferenzial zu gunsten DE fast komplett geschmolzen**
- Deutschland ist eines der zwei Länder, die der CH in den Bereich negativer Leitzinsen gefolgt ist, damit haben sowohl CH als auch DE klar unterdurchschnittliche Nominalzinsen

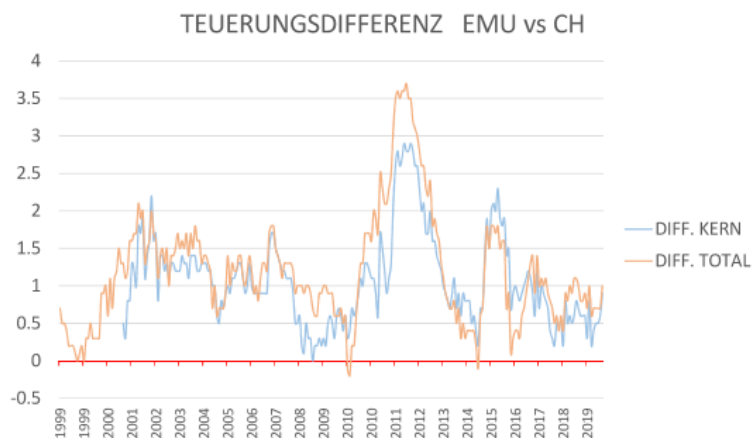


# Teuerung: Trotz DE- Deflationsängsten Bleibt eine Teuerungsdifferenz



## Teuerungsdifferenz liegt wie Blei auf dem EUR/CHF

*Wir nehmen bei den Teuerungszahlen die Inflation für den gesamten Euroraum, denn diese ist repräsentativer und nicht durch Bonitätseffekte verzerrt*

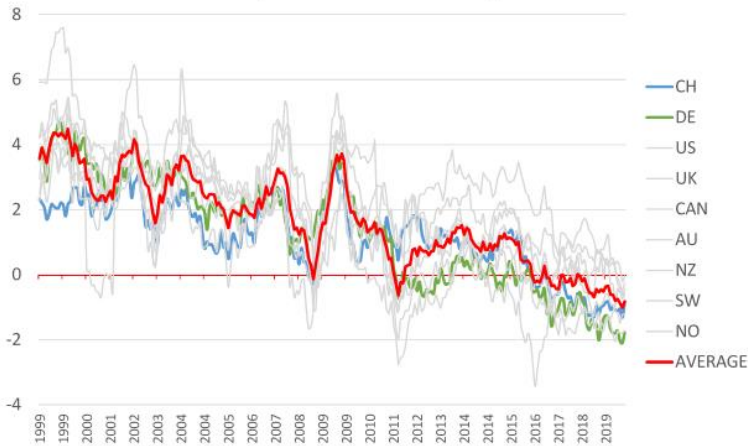


- In beiden Regionen ist die Teuerung auf dem Rückzug
- Die Teuerung im Euroraum ist –wenn auch gering - immer noch strukturell höher als die Teuerung in der Schweiz
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- Die Inflation des Euroraums ist wieder unter den Durchschnitt der Länder im Sample gerutscht
- Die Teuerungsdifferenz EMU vs. CH ist aktuell positiv aber gering
- Je geringer die Teuerungsdifferenz desto besser für die SNB, hilft dies doch der SNB in ihrem Kampf gegen eine Frankenaufwertung, indem die tiefe Inflation von CH den Realzins der Eidgenossen nicht zusätzlich attraktiv zu machen

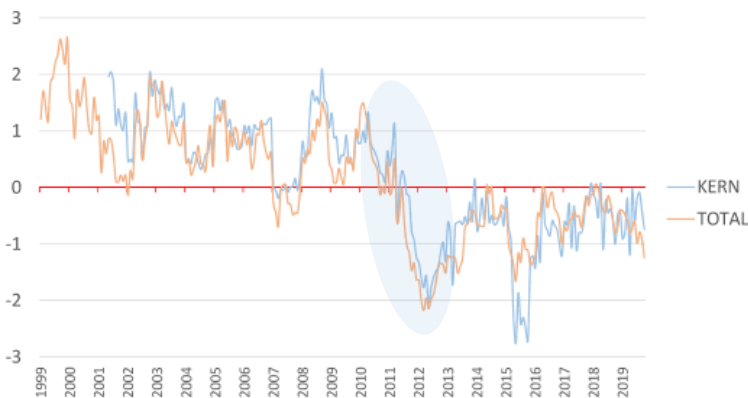


# Realzinsen: Realzinshölle Deutschland

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN DE vs CH

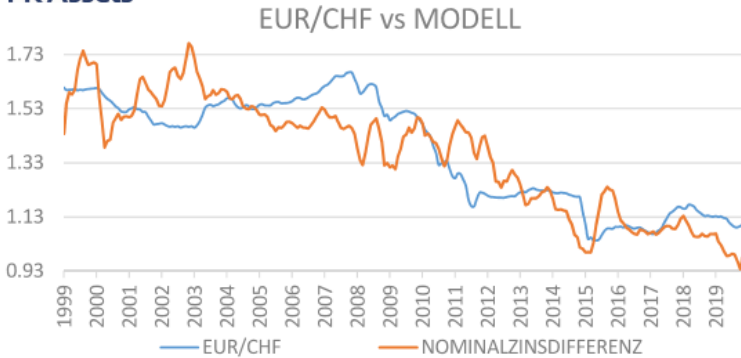


## DE bietet jetzt sogar noch deutlich negativere Realzinsen als CH

- Wir wählen hier die deutschen Realzinsen als Basis, um diese Diskussion von derjenigen der Bonität zu trennen
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer genügend grossen Reduktion der Inflation kompensiert
- Bei beiden Währungen ist somit ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu happigen Minus-Realzinsen geführt hat
- Der einzigste Realrenditen-Vorteil Deutschlands gegenüber der CH hat sich komplett verkehrt in einen Realzinsmalus
- Schuld war die Eurokrise, die Deutschland in einen riesigen Save Haven verwandelt hat, seit 2012 sind tiefere Realzinsen in Deutschland vs. CH eine Konstante
- Deutschland hat heute die unattraktivsten Realzinsen weit und breit
- Mit der Entspannung der Schuldendiskussion hat sich der deutsche Realzins-Malus in den letzten Jahren etwas zurückgebildet, bleibt aber bestehen

FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



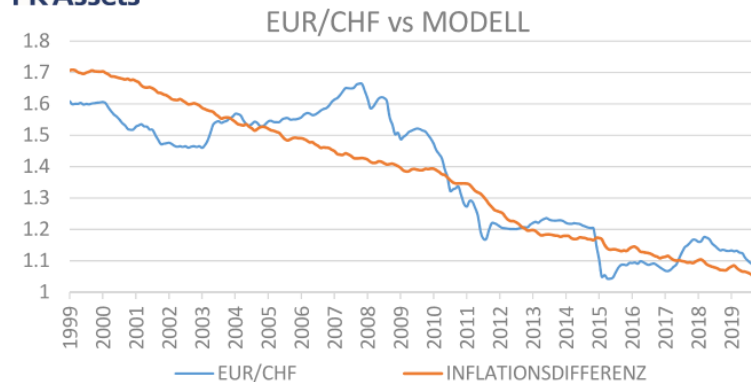
Fallendes Realzinsdifferential entwertet den EUR gegen CH und der Zins-Impuls bleibt negativ

EUR-CHF:

- Aufstieg in Nullerjahren
- Abstieg bis 2015
- Seit 4 Jahren seitwärts
- Nominalzins spricht für einen deutlich tieferen Wechselkurs
- Inflationsdifferenz spricht ebenfalls für weiterhin säkular fallenden EUR/CHF
- **Signal Realzins:** Weiterhin schwacher EUR/CHF
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

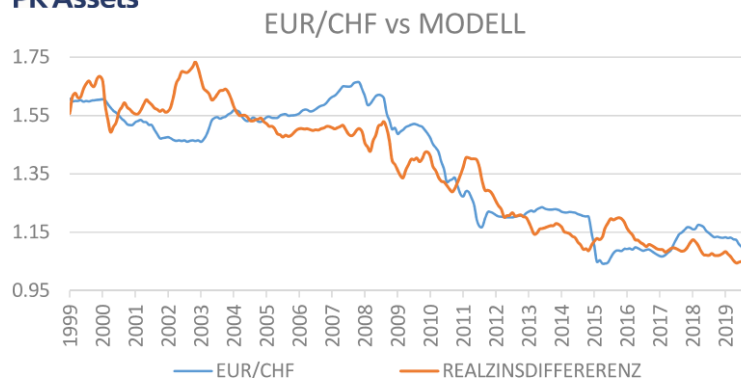
FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



FX & Realzinsdifferenzen

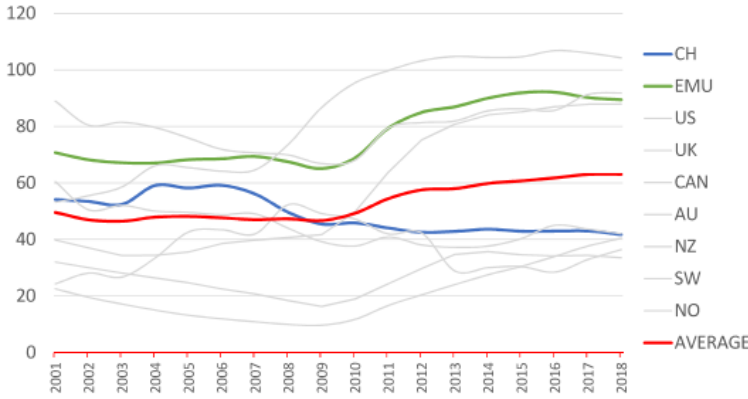
PK Assets



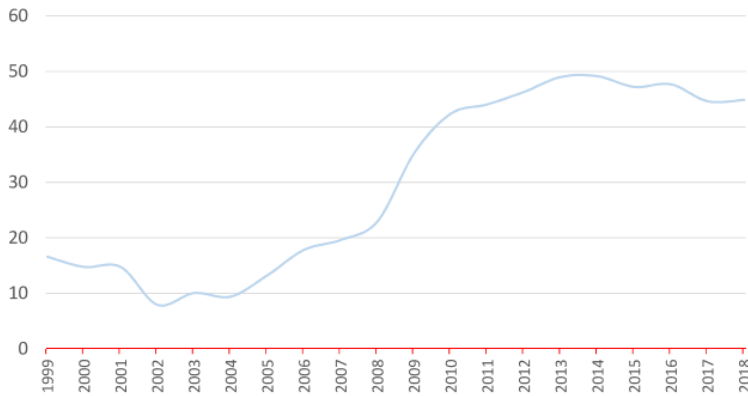


## Verschlaufpause für den Euro

### VERSCHULDUNG / BIP



### VERSCHULDUNG EMU vs CH



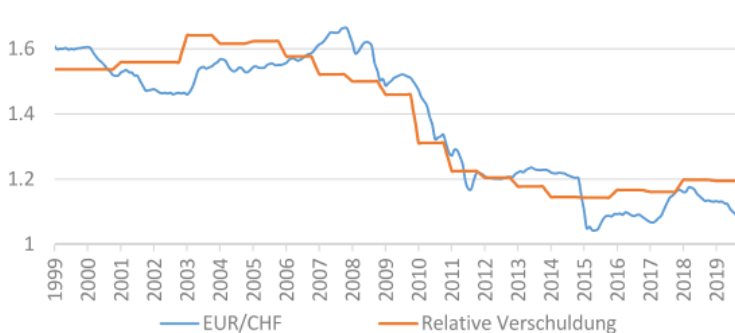
### Verschuldungstrend der EU erklärt einiges des längeren FX-Trends

- Die Eurokrise ist auch schon wieder 7 Jahre her
- Von 2007 bis 2014 ist die relative Verschuldung der Eurozone ggü. der Schweiz um massive 30% gestiegen
- Seither hat sich die Verschuldung und die Bonität der Eurozone stabilisiert, ja es ist sogar zu einer –aggregiert-leichten Entschuldung gekommen, v.a. dank Deutschland
- Die Bonitätsseite wirkt seit 5 Jahren stützend für den Euro vs. den CHF
- Die kleineren politischen Krisen –wie in Italien- schlagen sich nicht mehr im Wechselkurs nieder, weil die Refinanzierungskosten der europäischen Peripherie implodiert sind

### FX & Verschuldungsdifferenzen

#### PK Assets

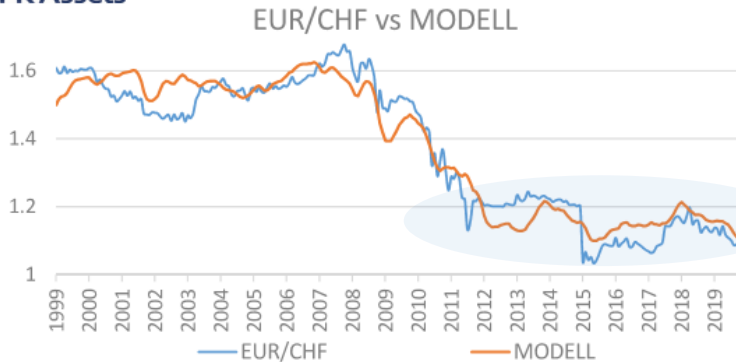
### EUR/CHF vs MODELL



# Abwärtsdruck bleibt v.a. wegen Inflationspremie bestehen

## Taktisches Modell

### PK Assets



### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Permanenter Zerfall der Bund-Zinsen
- Permanente Hypothek einer EU-Inflationspremie vis a vis CHF
- Seit 2012 stabilisiert: Finanzrepression führt zu Konsolidierung der Staatsschulden, Minuszinsen in CH

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Das Zinnsignal spricht für einen noch tieferen EUR/CHF
- Das grosse Plus des EUR ist die Konsolidierung der Verschuldung, die den Wechselkurs stützt
- Gemäss unserem Modell ist die Währung **aktuell korrekt geprice**d, kein Aufwertungs-Momentum im EUR sichtbar

### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Seit 7 Jahren ist das Währungspaar relativ stabil

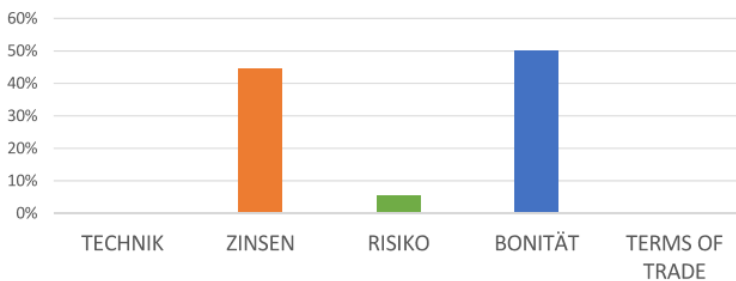
### Unser Base Case: Kaum Upside

- Die SNB hat ein massives Problem: Vergleichen wir die realen Leitzinsen, dann gibt es seit Anfang Jahr massiven Abwärtsdruck auf den EUR/CHF: Grund ist die hartnäckige Inflationspremie, die stetig die Währung aushöhlt
- Das hartnäckige Realzinsmanko von DE vs. CH wiegt wie Blei auf der Währung

### Aufwartsphantasie:

- Kann sich die Eurozone weiter entschulden? Dies würde die Währung weiter stützen
- Kann die EZB die Negativzinsen beenden?
- Der REER besagt, dass der Ausverkauf zu weit gegangen ist: Der REER-Gap ist jetzt sehr hoch

### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

Langfristige Charts

USD vs. CHF

Was fällt auf?



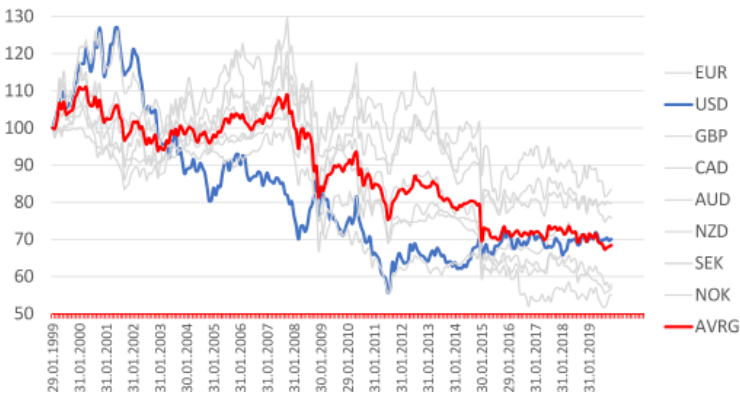


# Bockstabil

USD/CHF

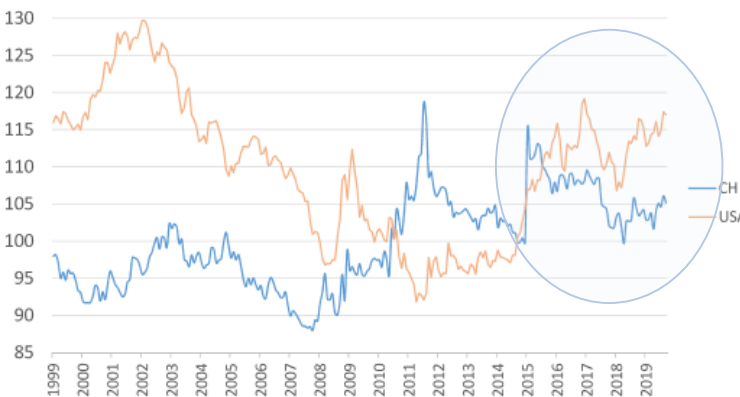


WÄHRUNGEN vs CHF



## REER

AUSSENWERT: REER



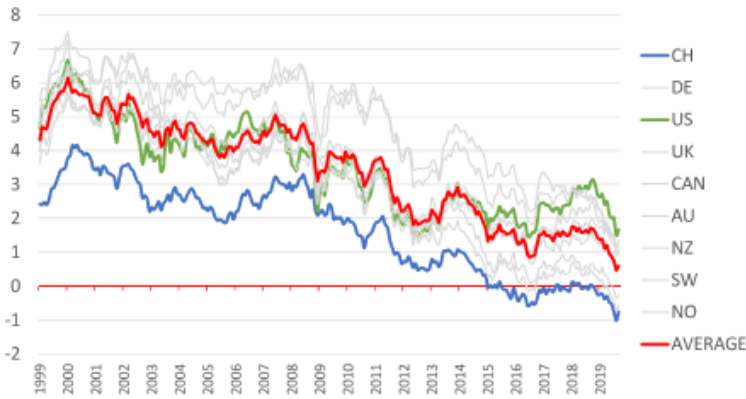
## Seit Jahren stabil fast ohne Schwankung, REER-Gap bläst sich auf

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der USD hat gegen den CHF seit Lehman am besten abgeschlossen (-10%) von allen hier gewählten Währungen
- Seit der Aufgabe der Untergrenze gehört der USD zu den drei Währungen, die gegen CHF zugelegt haben
- Warum? Seit der Eurokrise vergrösserte sich die Leitinsdifferenz der USA zu CH von Null auf über 3%, korrigiert zuletzt wieder etwas
- Seit 4 Jahren läuft USD/CHF seitwärts in engen Bahnen
- Zinserhöhungsphantasien weg: Mit der Kehrtwende im Zinszyklus dieses Jahr ist einiges an Kursphantasie draussen, der USD profitiert aber weiter von den im Quervergleich hohen Nominalzinsen
- REER spricht gegen den USD: Der USD ist jetzt eher überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der CH sieht leicht neutraler aus



# Magnetisch hohe U.S. Zinsen

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ US vs CH



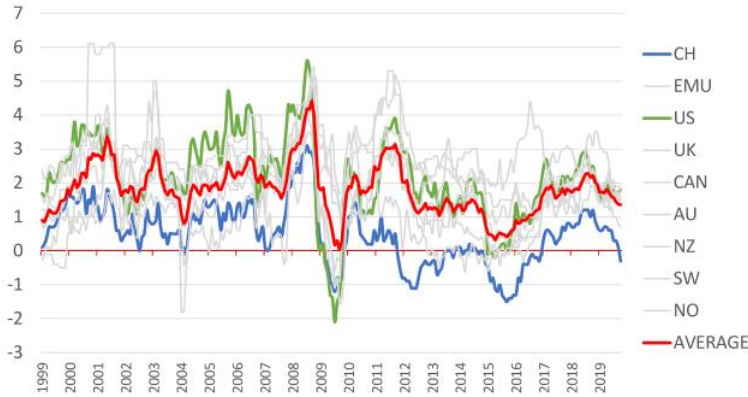
## Die US/CH-Nominalzins-Differenz so hoch wie vor der DotCom-Krise

- USD: Vom Mid-Yielder zum High Yield, ohne aber gross Zinsen zu bieten
- *Leitzinsen: Der USD hat von 2015-2018 ein Differential von 3% geschaffen, das aktuell abgetragen wird*
- Die höchsten Nominalzinsen weit und breit sind in den USA zu finden
- Einst nur mittelprächtigt verzinst hat sich der Dollar zu einer Hochzinswährung entwickelt, obwohl auch hier über die Jahre die Zinsen kräftig gefallen sind
- Das sagt alles über die säkular gefallenen globalen Nominalzinsen
- Seit der grossen Krise hat sich ein Zinsbonus der USA wieder aufgebaut, er ist jetzt wieder so hoch wie vor der Dotcom-Krise, nahe des historischen Tops der letzten 20 Jahren
- Dies nachdem die Zinsdifferenz im Auge des Orkans 2009 fast auf Null gegangen ist
- Die US-Nominalzinsen sind aus der CH-Sicht besonders attraktiv wegen den hiesigen Negativzinsen
- Diese relativ hohen Nominalzinsen haben den USD zweifelsohne gestützt

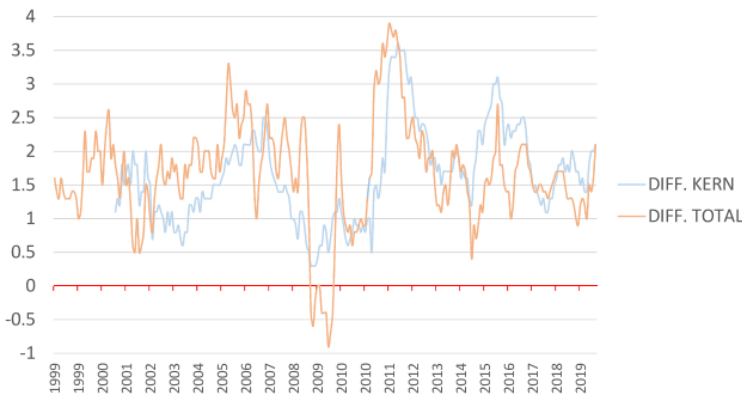


# Deutlich höhere Teuerung in USA

TOTAL CPI



TEUERUNGSDIFFERENZ US vs CH



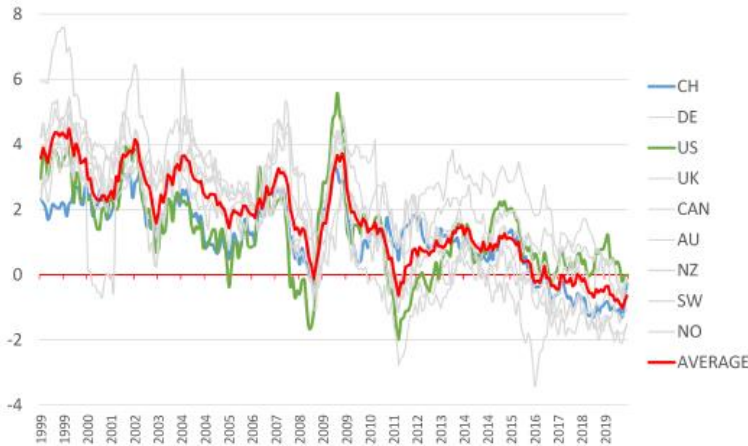
## Inflationsdifferenz USA zu CH etwas höher als im langen Durchschnitt

- Die US-Teuerung bewegt sich seit Jahren genau im Mittel der betrachteten Länder..
- ..und ist damit strukturell höher als die Teuerung in der CH
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- Damit besteht ein hohes, relativ stabiles Inflationsplus gegenüber dem CHF
- Aktuell befindet sich die Inflationsdifferenz auf einem historisch mittleren Bereich, aber etwas höher als der Durchschnitt der letzten 20 Jahre
- Diese strukturelle Inflationsprämie liegt wie ein schweres Gewicht auf dem USD/CHF-Kurs
- Denn diese Inflationsprämie reduziert die (Real-) Zinsprämie des USD markant

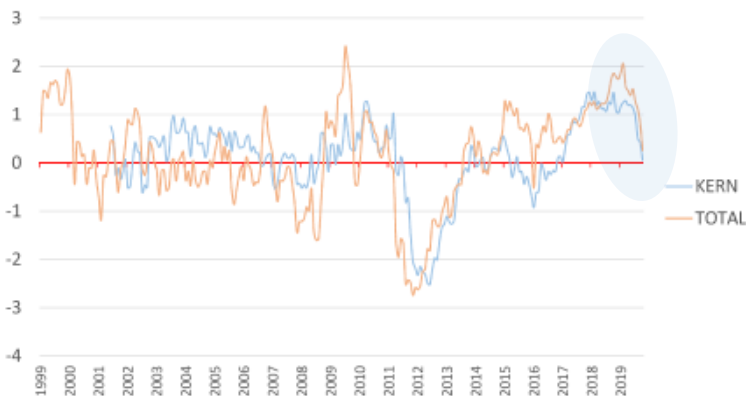


## Wieder zurück auf Null

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN

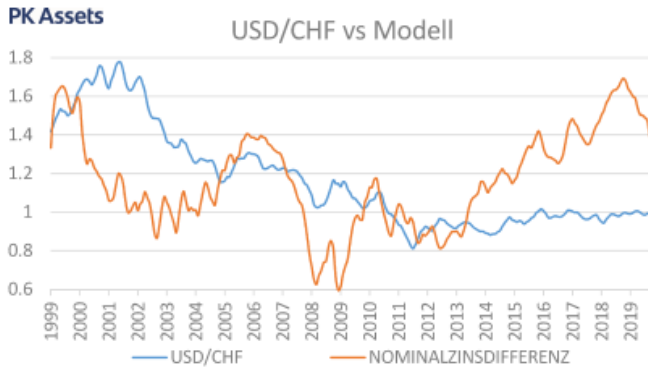


### Die schöne US-Realzins-Prämie ... ist in den letzten Monaten implodiert

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Es besteht historisch kein struktureller Realzinsüberschuss in der einen oder anderen Währung
- Aktuell weisen die USA und die CH ähnliche Realzinsen auf. Das ist an sich nicht ungewöhnlich aber in den letzten Jahren hat die USA einen schönen Realzins-Bonus aufgebaut
- Mit der neuerlichen Zinswende in den USA ist der Realzinsvorteil der USA verschwunden



## FX & Nominalzinsdifferenzen

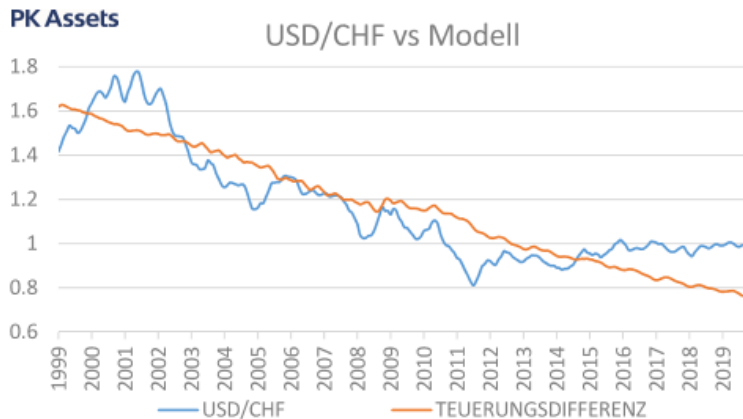


**Schnell fallende Realzinsprämie der USA: Zins-Impuls: Korrekturgefahr!**

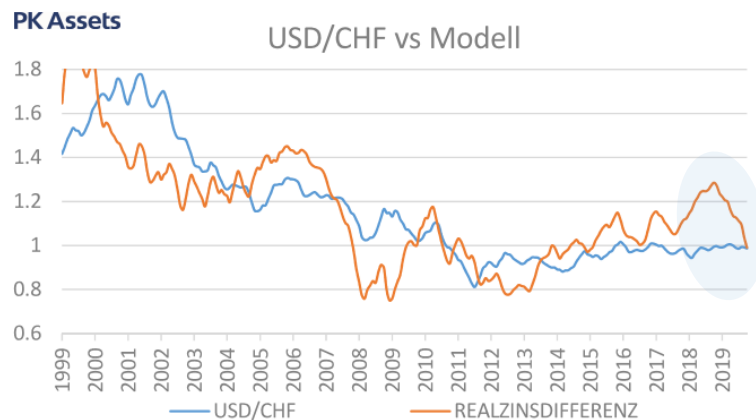
USD-CHF:

- Abstieg in Nullerjahren
- Anstieg des USD seit Draghi
- Seitwärts seit 4 Jahren
- Was auffällt ist die komplette Absenz von Volatilität im USD/CHF
- Nominalzinsen sprechen nach wie vor für wesentlich höheren USD
- Inflationsdifferenz spricht für säkular fallenden USD/CHF
- **Signal Realzins:** Abwärtsdruck im USD/CHF
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

## FX & Teuerungsdifferenz



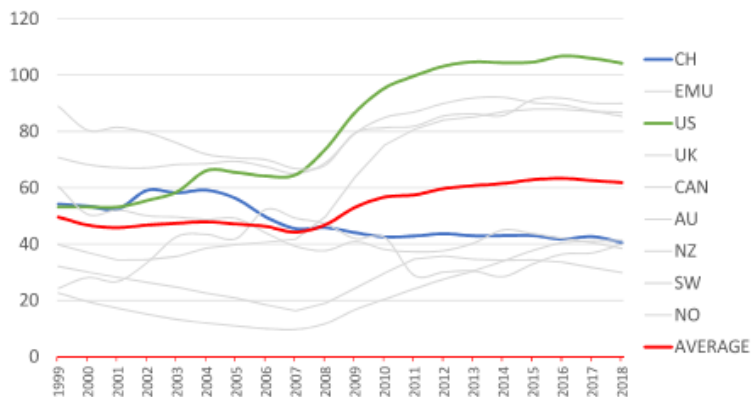
## FX & Realzinsdifferenzen





## Aufbau eines Abwärtsdrucks?

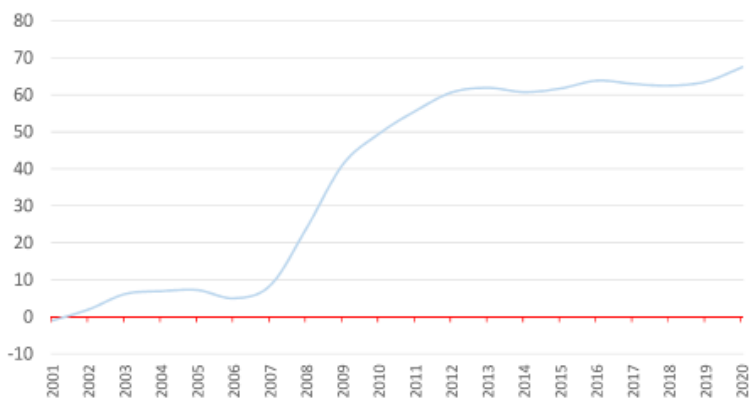
### VERSCHULDUNG / BIP



### Hohe Schulden der USA schaden dem Greenback seit Jahren nicht; neuer Schub mit höheren Defiziten erwartet

- Warum ein Problem, wo doch die Schuldenlast der USA seit Jahren eher stagniert?
- Die US-Schuldenlast stagniert nur wegen dem guten Konjunkturverlauf, eigentlich müsste die Verschuldung in diesen guten Konjunktur-Jahren fallen
- Es ist aber ein massiver Anstieg der Verschuldung in den USA zu erwarten, da die Budgetdisziplin komplett verschwunden ist und das Wirtschaftswachstum abnehmen könnte
- Die CH hingegen ist sich laufend am entschulden, die Schuldenbremse wirkt
- Noch ist der Abwärtsdruck auf den USD/CHF-Kurs von der Verschuldungsseite verhalten, aber er könnte schnell und deutlich zunehmen

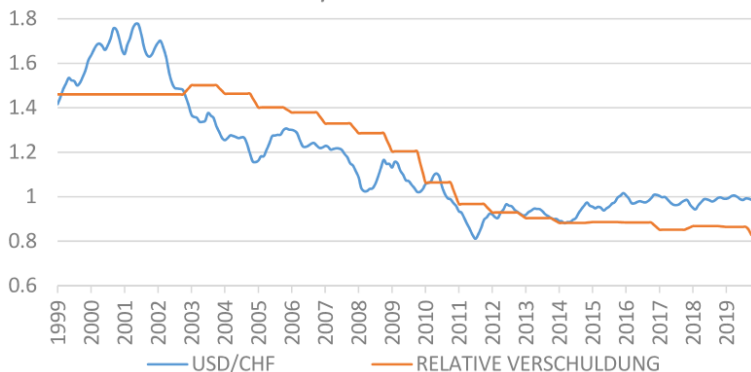
### VERSCHULDUNG US vs CH



### FX & Verschuldungsdifferenzen

#### PK Assets

### USD/CHF vs Modell



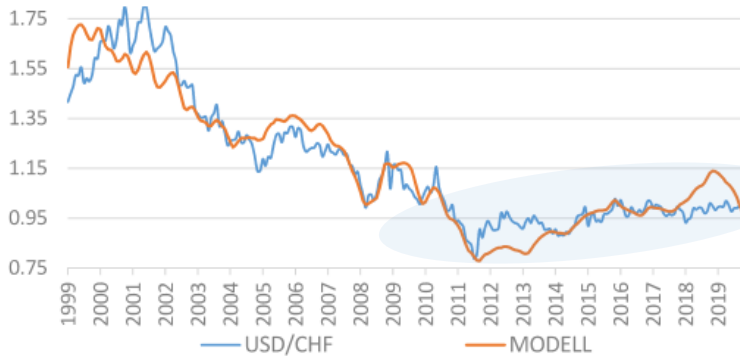


## Bewertungsbonus verspielt

### Taktisches Modell

#### PK Assets

USD/CHF vs Modell



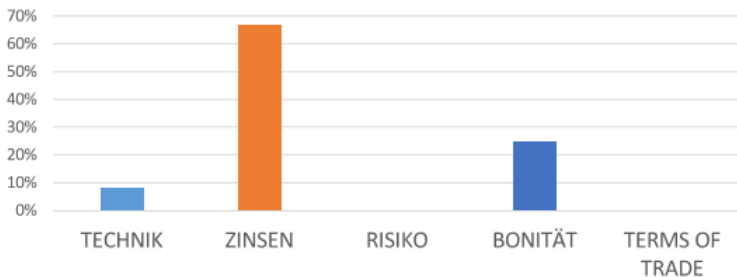
### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Die permanente, hohe Inflationspremie höhlt den USD zwar laufend aus, aber der massive Aufbau der US-Zinsdifferenz half dem Dollar von 2012-2018
- Und: Von der Verschuldungsseite gibt es seit 2013 kein starkes Signal mehr

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Der USD baut schnell seinen Realzinsvorteil gegen CHF ab, **aktuell** ist der USD/CHF **korrekt geprice**
- Das positive Modell-Potential ist allerdings verspielt durch die Zinswende nach unten

Modell-Bausteine



### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Ohne Zinsvorteil überwiegt Inflations-Nachteil
- Die US-Inflation zeigt keine Anzeichen von Niedergang, d.h. die Inflations-Hypothek dürfte bestehen
- Bringen Budget-Defizite Schulden-Angst zurück?

### Unser Base Case: Abwärtsdruck

- Das Fed steht aktuell eher für Zinssenkungen als Erhöhungen
- Jede weitere Zinssenkung oder Bond Rally bringt Abwärtsdruck
- Die Aussichten punkto U.S.-Verschuldung gehen nur in eine Richtung: Rauf

### Aufwartsphantasie:

- Ist der Konjunkturausblick zu negativ?

#### Risiko:

- Commodities
- Aktienmärkte
- China Konjunktur + Zinsen

Langfristige Charts

# EUR vs. USD

Was fällt auf?





# Momentum ist draussen

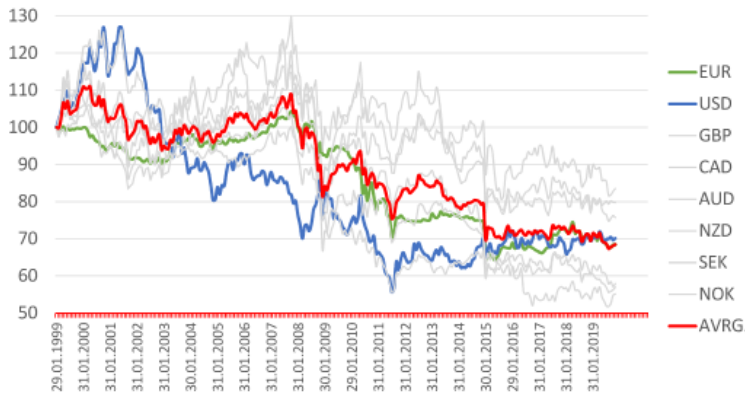
EUR/USD



## Keine Zinsphantasie: Strong Dollar passé?

- Seit der Finanzkrise tendiert der EUR schwach gegen den USD, allerdings mit starken Gegenphasen
- Der USD hat es nicht geschafft, die Niveaus von 2015-17 bei 1.05 zu erreichen und zu durchbrechen
- Die Leitzinsdifferenz vom EUR ggü. dem USD ist seit Lehman fast linear abgestürzt von einst mal über 4% auf -2%, also eine relative Leitzinskorrektur von über happigen 6%, zuletzt korrigiert auf immer noch mehr als -1%
- Zinserhöhungsphantasien auch in den USA weg: Mit der Kehrtwende des Fed im Zinszyklus dieses Jahr ist einiges an Kursphantasie draussen, der USD profitiert aber weiter von den im Quervergleich hohen Nominalzinsen
- REER spricht gegen den USD: Der USD ist jetzt eher überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der EUR sieht unterbewertet aus, der REER-Gap ist entsprechend hoch

WÄHRUNGEN vs CHF



## REER

AUSSENWERT : REER





# Brutale Divergenz zuungunsten DE

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

ZINSDIFFERENZ DE vs US



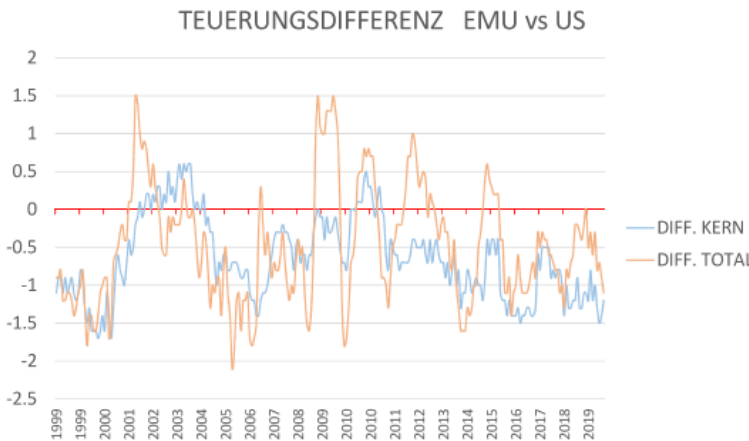
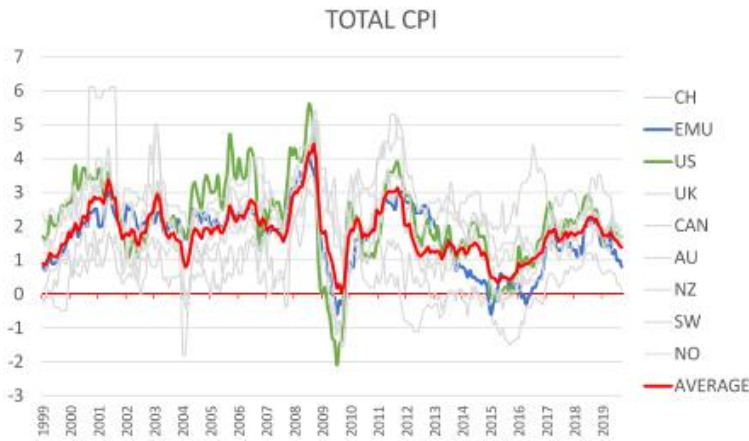
## Zinsdifferenz pro US auf dem Maximum?

Wir wählen hier für die Argumentation die deutschen Zinsen als Basis der europäischen Zinsen, um die Diskussion der Zinsen von derjenigen der Bonität zu trennen

- Leitzinsen: Der USD hat die obere Bandbreite der Differenz im 2019 erreicht und baut jetzt wieder ab
- Einst hatten die beiden Währungen vergleichbare Nominalzinsen, das ist seit der Eurokrise vorbei
- Im Rahmen eines brutalen Flight to Quality wurde Deutschland zu einem europäischen Save Haven, während die US-Zinsen weniger gefallen sind, zwischendurch sogar wieder gestiegen sind
- Heute sind die Nominalzinsen Deutschlands die unattraktivsten weit und breit und die Zinsdifferenz des USD zum Euro ist unglaublich hoch
- Es sieht aber aktuell so aus, als ob der Shift zu höheren Realzinsdifferenzen im EUR/USD mindestens eine Pause durchmacht
- Oder dreht die Zinsdifferenz noch markanter?



# Hohe stabile Inflationendifferenz des USD

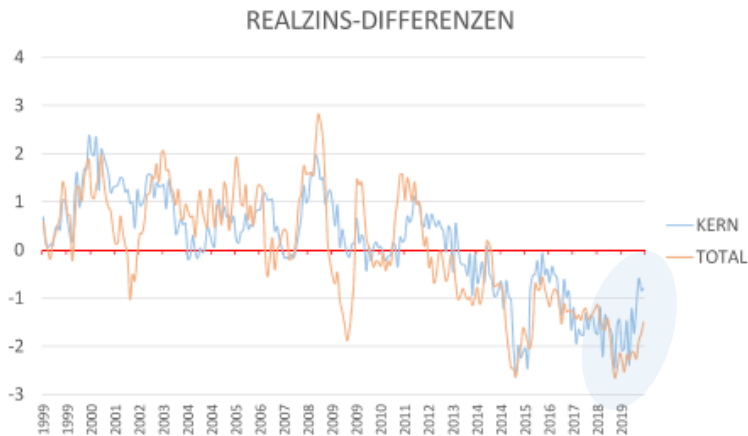
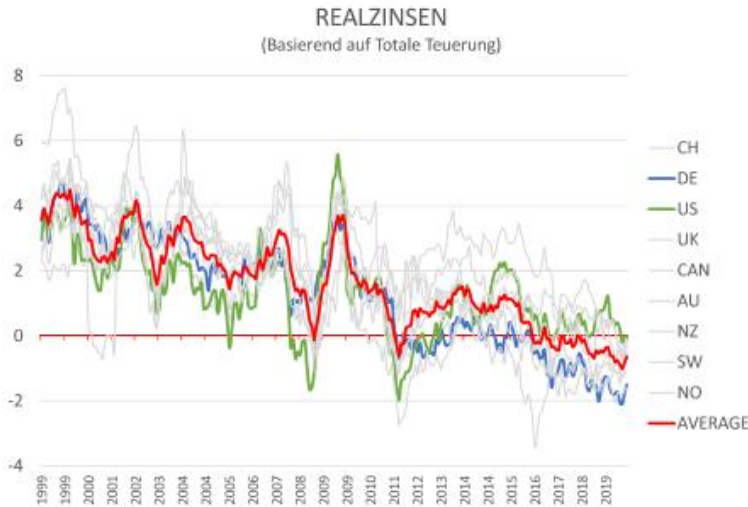


## Europa mit jetzt deutlich tieferer Inflation als USA: Hilft dem Euro!

- Wir nehmen bei den Teuerungszahlen die Inflation für den gesamten Euroraum, denn diese ist repräsentativer und nicht durch Bonitätseffekte verzerrt
- Die US-Inflation oszilliert um die EMU-Teuerung allerdings mit einem klaren «Bonus» für die US-Teuerung, die im Schnitt etwa ein halbes Prozent über der EMU-Teuerung rangiert
- So ist eine Teuerungsprämie der USA, zumal auf Kern-Niveau die Normalität mit wenig Ausnahmen
- Aktuell ist die Teuerungs-Differenz besonders hoch, die EMU-Inflation ist stark gefallen, das US-CPI hat sich gehalten
- Die höhere Teuerung in den USA vernichtet einiges vom Nominalzinsvorteil der USA und wirkt dämpfend auf den USD
- Die Teuerungsdifferenz wertet somit den Euro –isoliert- permanent auf gegenüber den USD



# Vorteil USA, aber er korrigiert



## Realzins-Bonus der USA korrigiert: Paradigma-Wechsel?

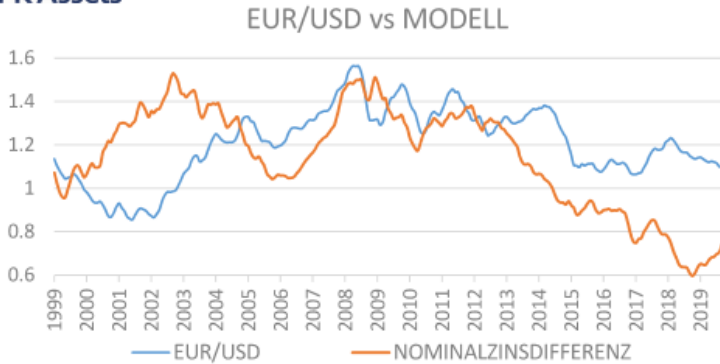
- Wir wählen hier die deutschen Realzinsen als Basis, um diese Diskussion von derjenigen der Bonität zu trennen
- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Zinscrash zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat, speziell und massiv in DE
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Deutschland hatte bis zur Eurokrise deutlich höhere Realzinsen als die USA
- Mit der Finanzkrise kam der Paradigmawechsel
- Mit der Entwicklung DE's zu einem Euro-Safe-Haven ist ein Realzins-Manko gegenüber der USA entstanden mit kolossalen Spitzen im 2014 und 2018
- Der Aufbau der Zinsdifferenz zugunsten USA konnte nicht mit einer Inflationsdifferenz ausgeglichen werden, das Vorzeichen der Realzinsen hat gewechselt
- Dieser Realzinsüberschuss droht nun aber mit der neuerlichen Zinswende in den USA zu erodieren
- Ist der Paradigmawechsel vorbei?



# Dreht der EUR/USD?

## FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



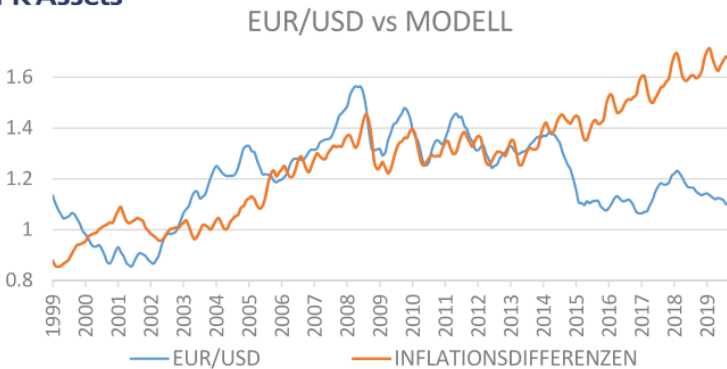
**Realzins drehen: Und damit dreht auch der Impuls von der Zinsseite für EUR/USD nach oben**

EUR/USD:

- Aufstieg in Nullerjahren
- Abwärtstrend ab Lehman
- Seitwärts seit 4 Jahren
- Gegenläufige Signale von der Zinsseite:
  - Nominalzins spricht nach wie vor für wesentlich höheren USD
  - Inflationsdifferenz spricht für säkular steigenden EUR
- **Signal Realzins: EUR/USD dreht**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

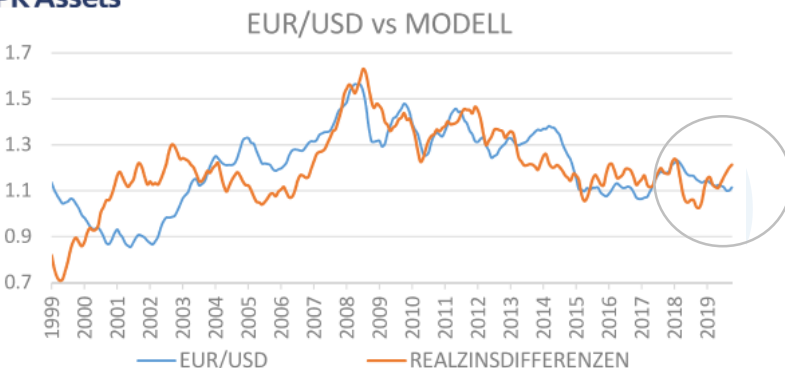
## FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



## FX & Realzinsdifferenzen

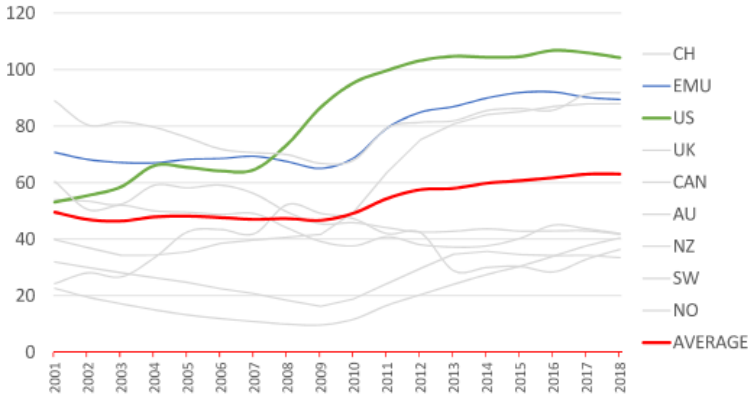
PK Assets





## Systematischer Vorteil des EUR

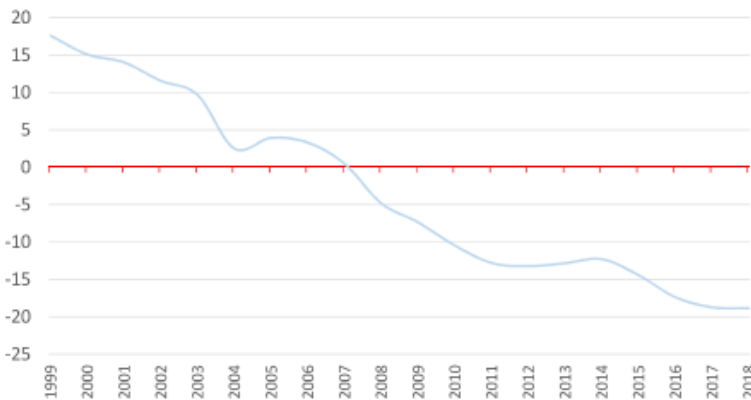
VERSCHULDUNG / BIP



**Trend in relativer Verschuldung nützt dem EUR; potentielles Problem für den Dollar, aktuell kein Thema im Markt**

- Seit einigen Jahren hat sich die Verschuldung und die Bonität der Eurozone stabilisiert, ja es ist sogar zu einer –aggregiert- leichten Entschuldung gekommen
- Die Eurokrise ist weit weg: Die kleineren politischen Krisen –wie in Italien- schlagen sich nicht mehr im Wechselkurs nieder, weil die Refinanzierungskosten der europäischen Peripherie implodiert sind
- Die US-Schuldenlast stagniert nur wegen dem guten Konjunkturverlauf, eigentlich müsste die Verschuldung in diesen guten Jahren fallen
- Die USA hatten mal eine 20% geringere Schuldenlast (pro BIP) als die Eurozone, jetzt hat sie eine um 20% höhere Verschuldung, eine fast lineare, massive Verschlechterung der USA gegenüber dem Euroraum
- Es ist nun in den USA ein weiterer massiver Anstieg der Verschuldung zu erwarten, da die Budgetdisziplin komplett verschwunden ist und das Wirtschaftswachstum abnehmen könnte

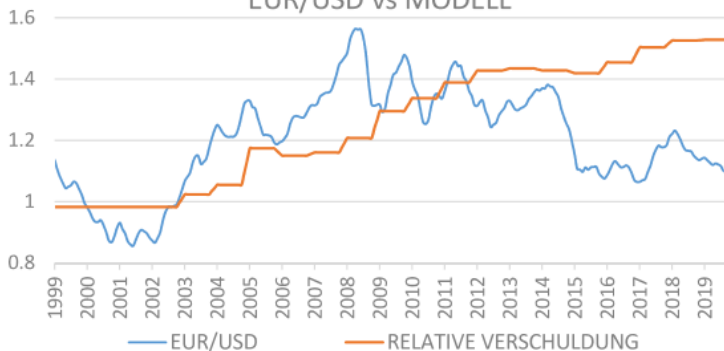
VERSCHULDUNG EMU vs US



### FX & Verschuldungsdifferenzen

#### PK Assets

EUR/USD vs MODELL

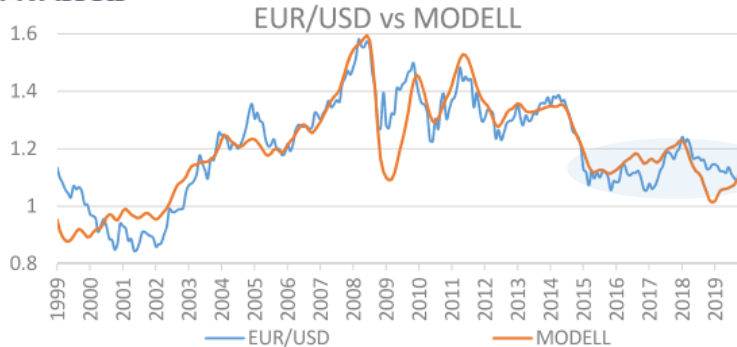




## USA verspielt den Zinsvorteil: EUR/USD dreht

### Taktisches Modell

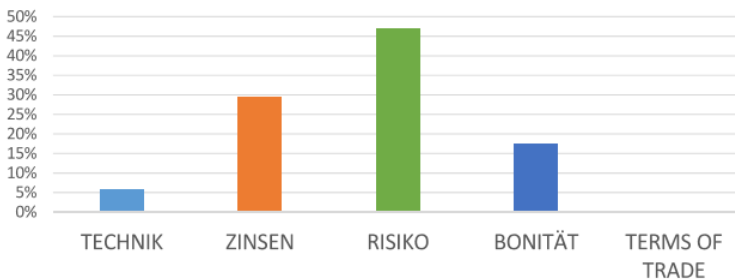
#### PK Assets



#### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Seit 10 Jahren hat der Aufbau einer happigen Nominalzinsdifferenz zugunsten des USD gewirkt
- Andererseits stützt die permanente Inflationspremie der USA den Euro
- Insgesamt hat sich eine graduelle Entwertung des EUR/USD bis 2017 ergeben
- Die verbesserte relative Verschuldungssituation der Eurozone hat ein weiteres Einstürzen des Kurses verhindert, obwohl sich der Realzinsüberschuss der USA bis ins 2019 weiter ausgedehnt hat

#### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

#### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Die Fehlbewertung hat sich ausbalanciert, EUR/USD ist gemäss Modell **aktuell fair geprice**, der Drehimpuls hat noch nicht für eine USD-Unterbewertung gesorgt

#### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Die Zinsdifferenz wächst nicht mehr weiter, während die Inflationsdifferenz steigt
- Gleichzeitig dürfte die relative Verschuldung zuungunsten der USA ausfallen

#### Unser Base Case: EUR/USD dreht

- Das Modell zeigt es schon etwas länger, der Kurs hat noch nicht reagiert
- Der REER-Gap zugunsten des EUR ist jetzt hoch

#### Abwartsphantasie:

- USD ist stark Risk-Off, sollte es zu einem Umfall kommen, spräche das für den USD
- Keine weitere Zinssenkung USA: Dann würde die nominale Zinsdifferenz der USA wie ein Magnet wirken

Langfristige Charts

GBP vs. CHF

Was fällt auf?

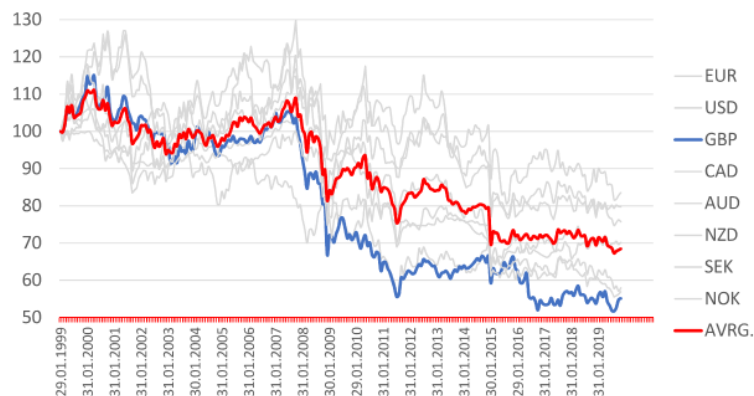




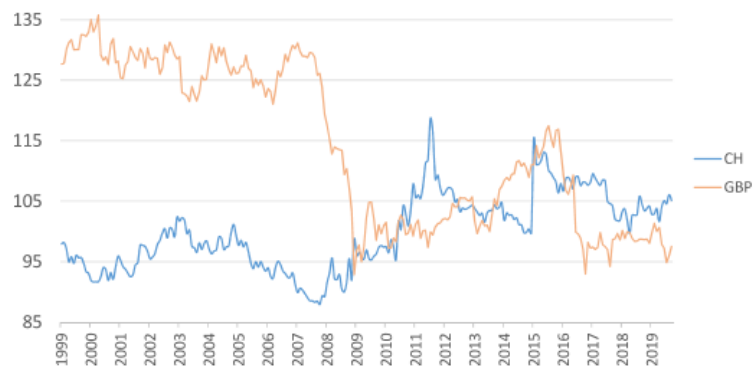
GBP/CHF



WÄHRUNGEN vs CHF



AUSSENWERT: REER



### Zaghafte Zinsschritte der BOE sind nicht genug für das Pfund in der Brexit-Welt

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der GBP ist eine historische Schwachwährung, er hat gegen CHF in den letzten 20 Jahren am meisten verloren (45%!) Seit Lehman ist das GBP die drittschwächste Währung (-36%) von allen hier gewählten Währungen
- Seit der Aufgabe der Untergrenze gehört das GBP zu den allerschwächsten Währungen
- Die Notenbank hat das ihrige zu dieser miserablen Performance beigetragen, indem sie die Leitzinsdifferenz gegen CH von einstmalig über 4% nach Lehman auf fast Null gesetzt hat, immerhin beträgt heute die Leitzinsdifferenz wieder 1.5%
- Trotz wieder steigender Leitzinsdifferenz erstarkt in den letzten Jahren das GBP nicht
- Das GBP konnte sich in den letzten 2 Jahren gegen CHF lediglich halten
- Obwohl der REER für das GBP spricht: Der CHF ist jetzt eher überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, das GBP sieht extrem unterbewertet aus



# Stabile Zins-Differenz

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

ZINSDIFFERENZ UK vs CH

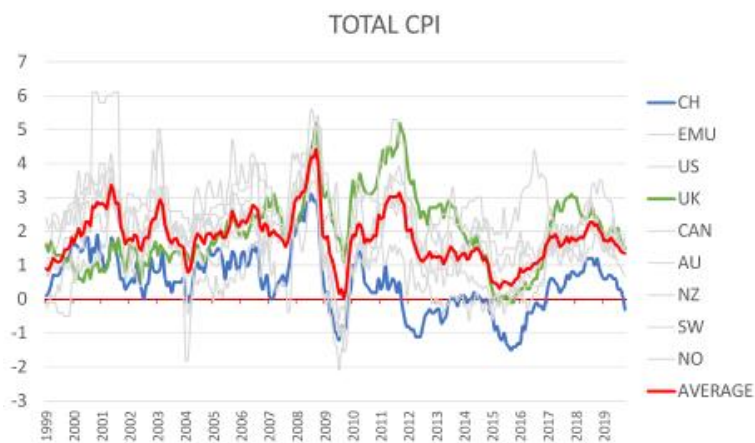


## Nominalzinsen: Im Gleichschritt nach unten

- *Leitzinsen: Die UK hat nur zaghaft die Leitzinsen erhöht, und nur ein unterentwickeltes Leitzinsdifferential von 1.5% gegen CH geschafft*
- UK hat historisch deutlich höhere Kapitalmarkt-Zinsen als die Schweiz und wenig von diesem Bonus verloren
- Beide Währungen haben massiv tiefere Zinsen und hier sind interessanterweise die Zinsen fast im Gleichschritt gefallen
- So ist die Fluktuation der Nominalzinsdifferenz UK/CH geringer als anderswo
- Die Zinsdifferenz UK/CH ist nicht weit weg vom Mittelwert
- Im Rahmen der grossen Zinskonvergenz sind die UK-Zinsen aus CH-Sicht weder attraktiv noch unattraktiv

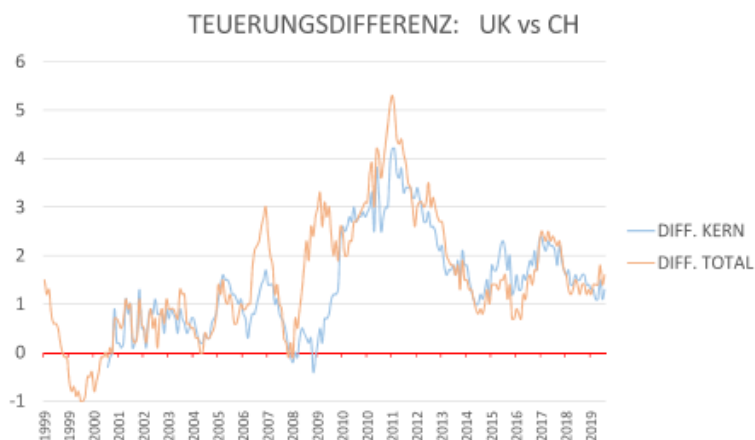


# UK-Inflations-überschuss wiegt schwer



## Eher stabile Inflationsdifferenz in den letzten Jahren

- Die UK hat eine strukturell deutlich höhere Inflation als die CH und historisch auch eine höhere als der Durchschnitt des Sample
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- UK hat verglichen zur CH nur geringfügig mit Deflation Erfahrungen gemacht, das Teuerungsdifferential ist zwischendurch massiv angewachsen und heute zwar wieder tiefer, aber über dem historischen Durchschnitt
- Die deutliche Inflationsdifferenz sorgt für einen starken isolierten Abwärtsdruck auf GBP/CHF





# Unattraktive, tief negative Realzinsen auch in UK

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN: UK vs. CH

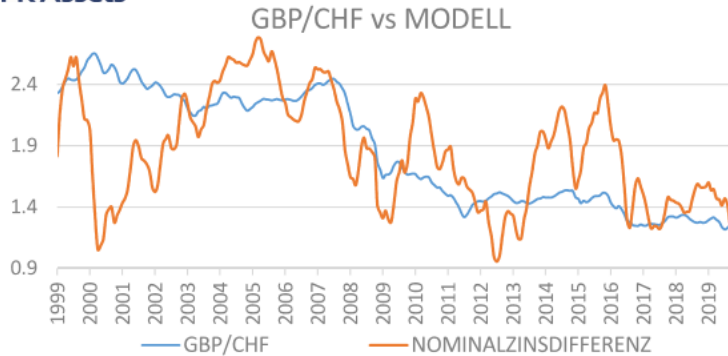


## UK bietet wenig: Negative Realzinsen und Realzinsdifferenz gegen CH

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu happigen Minus-Realzinsen geführt hat, in den UK noch ausgeprägter als in sogar in der CH
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Kompletter Paradigma-Wechsel nach Lehman: Die UK hatte historisch höhere Realzinsen als die CH, das hat sich mit 2008 deutlich geändert
- Der Realzinsbonus der UK ist nach der Krise in einen grotesken Malus gecrasht und hat sich bei Null eingependelt
- Es scheint, dass eine negative Realzinsdifferenz des Pfunds gegenüber der CH zum New Normal geworden ist
- Stabile Nominalzinsdifferenz vs. Aufbau einer Inflationsprämie der UK bedeuten zusammen unattraktive Realzinsen der UK aus Sicht CH

FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



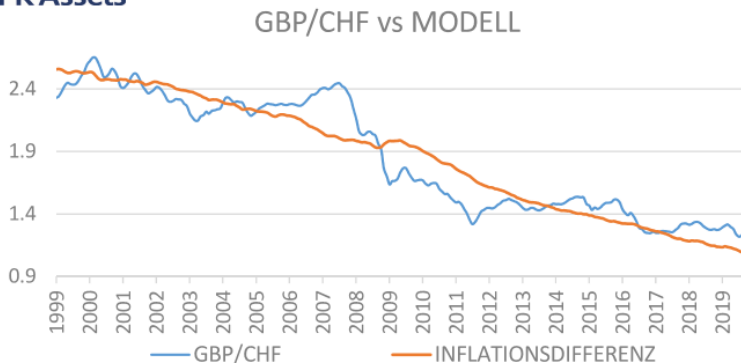
**Unattraktive Realzinsen der UK: Abwärts-Impuls von der Zinsseite für GBP/CHF**

GBP/CHF:

- Langfristig negativ
- Relativ stabil seit 2 Jahren
- Nominalzins spricht für wieder zunehmenden Abwärtsdruck auf das Pfund
- Inflationsdifferenz spricht für säkular fallenden GBP/CHF
- **Signal Realzins: Abwärts**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

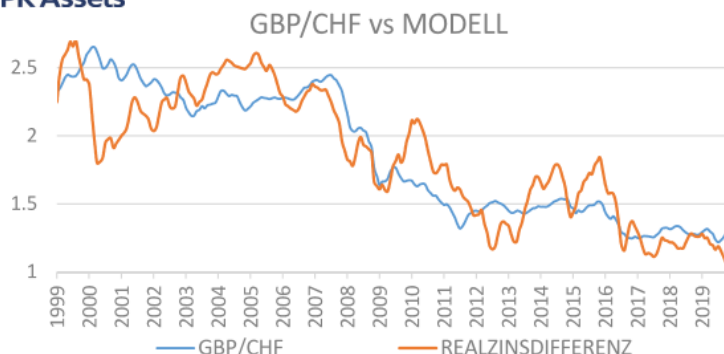
FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



FX & Realzinsdifferenzen

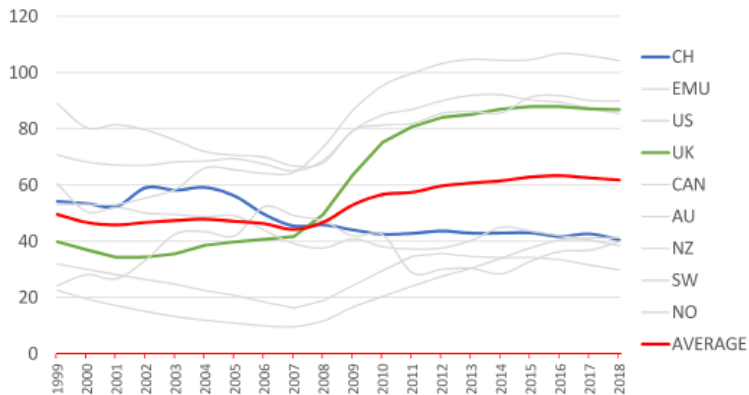
PK Assets





# Spektakulärer Shift zu Ungunsten des Pfunds

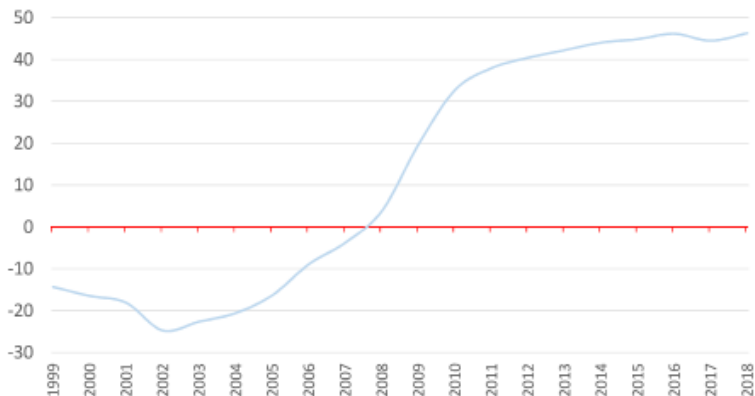
VERSCHULDUNG / BIP



**UK-Verschuldung konsolidiert auf hohem Niveau, hat der Währung einiges gekostet, seit Jahren aber kein weiterer Impuls**

- Mit einiger Austerität hat die UK es geschafft, den Anstieg der Verschuldung zu stoppen
- Man muss sich das Vorstellen: UK hatte Anfangs des Jahrtausends eine deutlich tiefere Verschuldung als die Schweiz, diesen Vorteil aber mit der Krise schlagartig verloren
- Von -25% Verschuldung auf +45% Verschuldung gegenüber der CH zu kommen ist eine spektakuläre Verschlechterung, das am Pfund nicht vorbei gegangen ist
- Die Bonitätsmisere erklärt einiges vom abschüssigen Pfundkurs vs. CH der letzten 20 Jahren

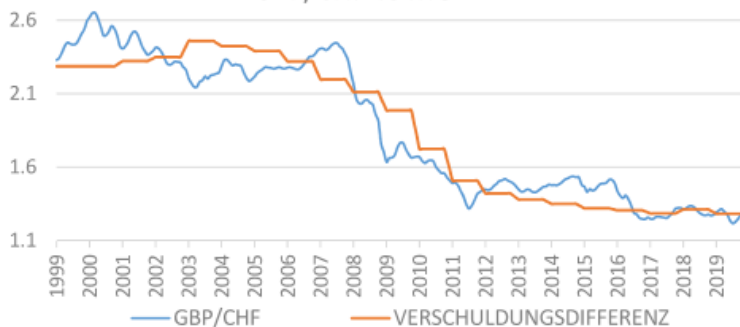
VERSCHULDUNGSDIFFERENZ: UK vs CH



## FX & Verschuldungsdifferenzen

### PK Assets

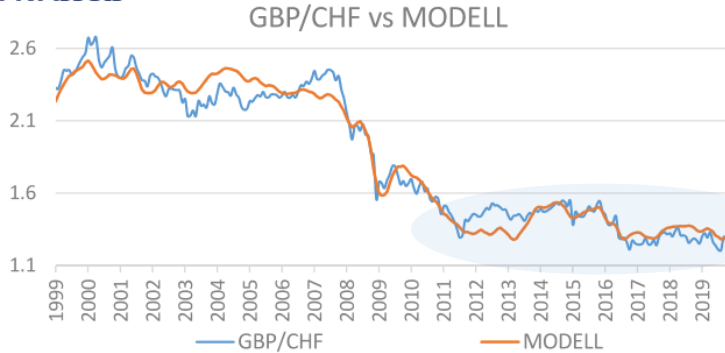
GBP/CHF vs MODELL



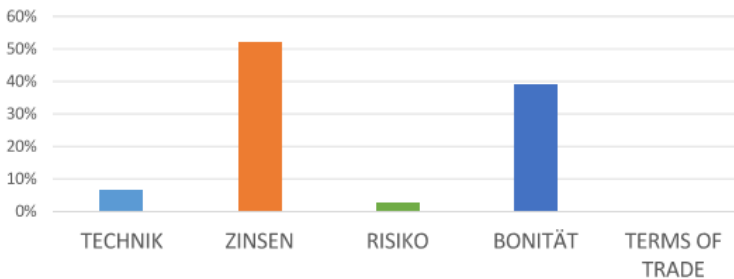
# Geordneter Brexit als Chance, Inflation als strategischer Malus

## Taktisches Modell

### PK Assets



### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

## Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- GBP/CHF ist abschüssig seit 20 Jahren, GBP ist der schlechteste Performer in den letzten 20 Jahren!
- Und der dabei entstandene REER-Gap zugunsten GBP ist nicht mal besonders gross
- Und dies obwohl UK den Nominalzinsvorteil gegen CH halten konnte (!)
- Die UK hat über die letzten Jahre eine schöne Leitzinsdifferenz zu CH aufgebaut
- Das Problem des Pfund: Die massive Inflationsdifferenz zum CHF
- Und damit: Der GBP bietet keinen RZ-Bonus
- Das Plus des Pfund: Die Konsolidierung der Verschuldung hält die Währung auf diesem Niveau
- Der Brutalo-Realzinsmalus des Pfunds von 2012 konnte abgetragen werden

## Gibt es eine Fehlbewertung?

- Gemäss unserem Modell ist GBP/CHF **aktuell komfortabel fair gepricing**

## Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaars ab?

- Seit 8 Jahren ist der Wechselkurs relativ stabil
- Der globale Zinszyklus hat wieder nach unten gedreht, kann da die BOE wirklich noch hiken?

## Unser Base Case: Abhängig von unsicherem Brexit-Ergebnis

- Perspektivisch dürfte im Umfeld fehlender Zinsen der Inflations-Gap wieder aktiv werden, gegen das Pfund

## Aufwartsphantasie:

- Geordneter Brexit und Leitzinserhöhung um Inflation zu bekämpfen

Langfristige Charts

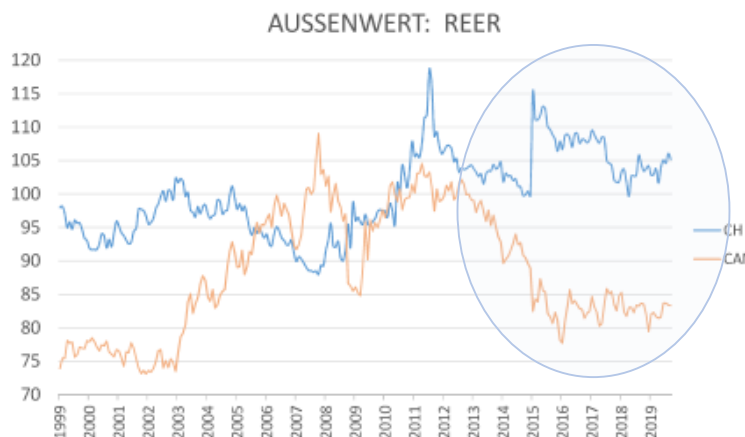
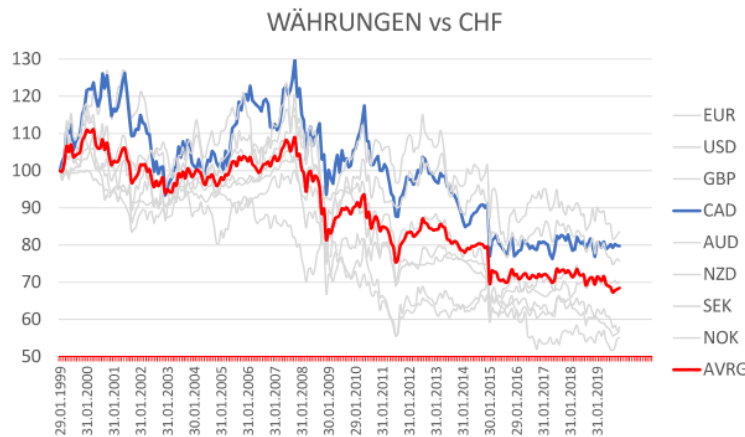
CAD vs. CHF

Was fällt auf?





# Bockstabil



## Seit 4 Jahren stabil dank kanadischen Leitzinserhöhungen. Macht die BOC tatsächlich auch ohne Fed weiter?

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der CAD hat gegen den CHF seit Lehman etwas weniger als der Durchschnitt der gewählten Währungen Wert verloren (-28%)
- Seit der Aufgabe der Untergrenze gehört der CAD zu den drei Währungen, die gegen CHF zugelegt haben
- Bockstabil: In den letzten 4 Jahren fluktuiert der CAD in relativ engen Bereichen seitwärts
- 2017 folgte die BOC dem Fed und erhöhte die Leitzinsen und sorgte damit für eine Leitzinsdifferenz gegen CH von jetzt 2.5%, fast so hoch wie die Höchstmarke der letzten 20 Jahre (3%)
- Damit wurde aber lediglich eine Konsolidierung gegen den CHF erreicht
- Zinserhöhungsphantasien reduziert: Die BOC möchte noch weiter die Zinsen erhöhen, aber mit der Kehrtwende des Fed dürfte einiges an Potential verschwunden sein
- REER spricht für CAD: Der CAD ist jetzt unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der CH eher überbewertet



# Attraktiver Zinsvorteil des CAD

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ CA vs CH

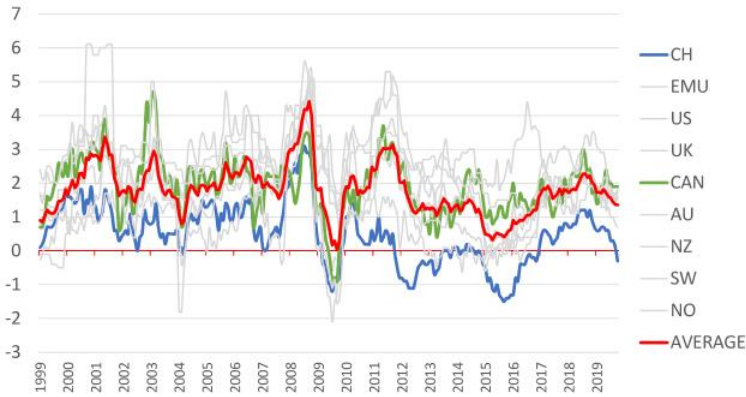


## CAD baut sich einen Nominalzinsvorteil gegen CH

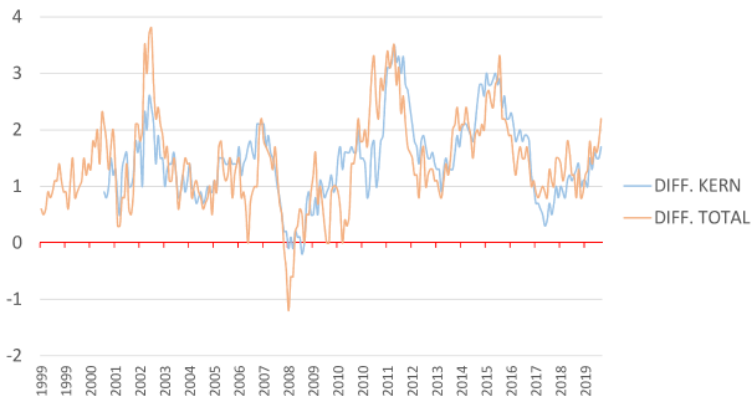
- *Leitzinsen: CA hat jetzt die höchsten Leitzinsen zusammen mit den USA, entsprechend hoch ist das Leitzinsdifferential gegen CH*
- Seit der grossen Krise hat sich der Zinsbonus Kanadas wieder aufgebaut, er ist jetzt wieder so hoch wie vor der Krise
- Dies nachdem die Zinsdifferenz im Auge des Orkans 2008 fast auf Null gegangen ist
- Die kanadischen Zinsen entwickelten sich lange fast kongruent mit dem Durchschnitt der betrachteten Länder und hat in den letzten Jahren einen leichten Zinsbonus zum Durchschnitt aufgebaut
- Aus Sicht CHF haben Kanadas Nominalzinsen attraktive Niveaus erreicht

# Hypothek für den CAD

TOTAL CPI



TEUERUNGSDIFFERENZ CA vs CH

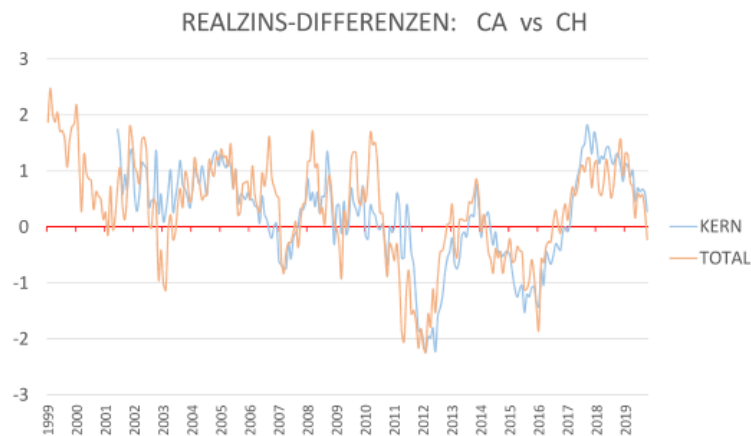


## Inflationsprämie des CAD wieder am wachsen

- Erstaunlich, CA hat nicht nur Nominalzinsen nahe dem Durchschnitt, sondern auch eine Teuerung nahe des Durchschnitts
- Die kanadische Teuerung auf relativ hohem Niveau (zuletzt 1.9%) ist in einem leichten Aufwärtstrend begriffen, was die letzten Leitzinserhöhungen erklärt
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- Das bedeutet, dass ein klarer Inflationsüberschuss gegenüber der CH besteht
- Diese oszilliert zwar kräftig, ist aber überwiegend positiv und deutlich
- Aktuell ist die Inflationsdifferenz wieder über den Durchschnitt angewachsen
- Ein persistenter und deutlicher Inflationsüberschuss ist eine Hypothek für die Währung



## Wie gewonnen so zerronnen



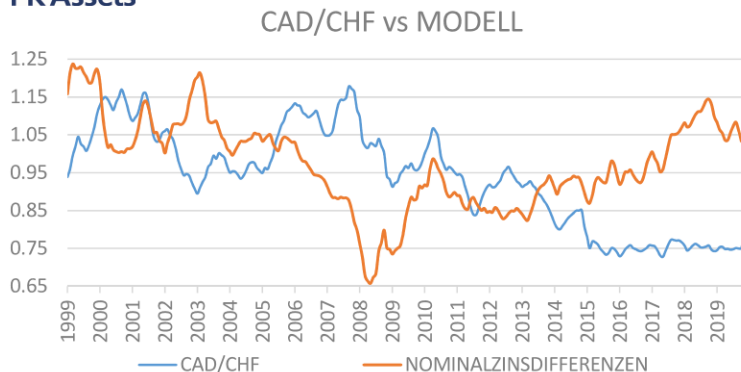
### CAD verspielt wieder die Realzins-Differenz gegen CHF

- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Bei beiden Währungen ist deshalb ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu happigen Minus-Realzinsen geführt hat
- Historisch hat CA höhere Realzinsen geboten als die CH
- Mit 2008 und entsprechenden Verwerfungen hat sich das komplett geändert
- Nach 2008 hat sich Zwischendurch ein grotesk hoher Realzinsmalus des CAD entwickelt
- Kanada hat seinen Realzinsvorteil wieder verloren, den er sich in den letzten zwei Jahren aufgebaut hat
- Bei aktuell Null ist die kanadische Realzinsdifferenz unattraktiv aus Sicht des CHF

## Kein brauchbarer Impuls

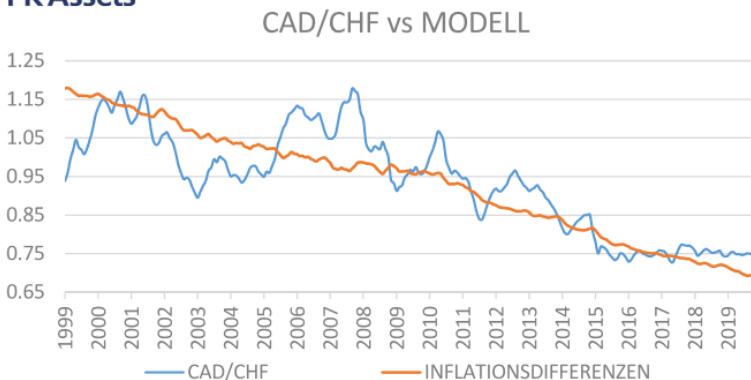
### FX & Nominalzinsdifferenzen

#### PK Assets



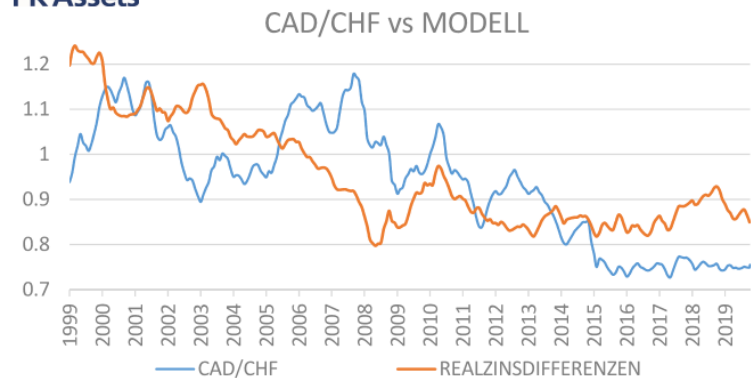
### FX & Teuerungsdifferenz

#### PK Assets



### FX & Realzinsdifferenzen

#### PK Assets



**Impuls von der Zinsseite fragwürdig: Schmelzender Realzinsvorteil des CAD: Zins-Impuls: Keine Unterstützung für den CAD**

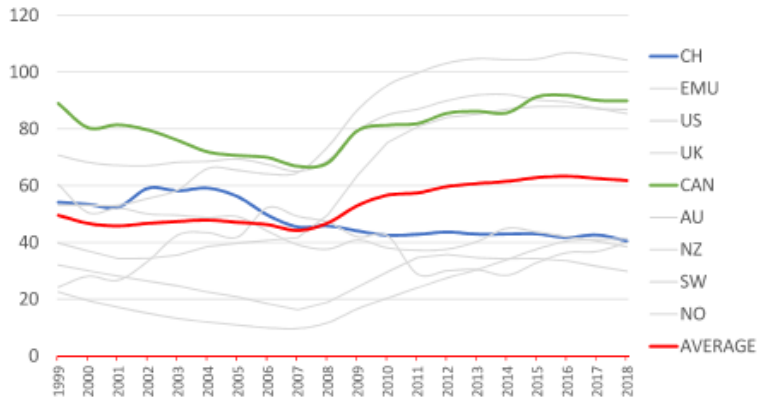
CAD-CHF:

- Aufstieg in Nullerjahren
- Abstieg bis 2015
- **Seit 4 Jahren stabil**
- Nominalzinsdifferenz verlangt höheren CAD und zwar deutlich
- Inflationsdifferenz spricht ebenso deutlich für einen säkulär fallenden GBP/CHF
- **Signal Realzins: Währung müsste höher sein, aber: Keine Korrelation**
- Und: Der kanadische Realzinsbonus schmilzt wieder seit ein paar Monaten
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist inexistent, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen



# CAD- Bonitätsproblem

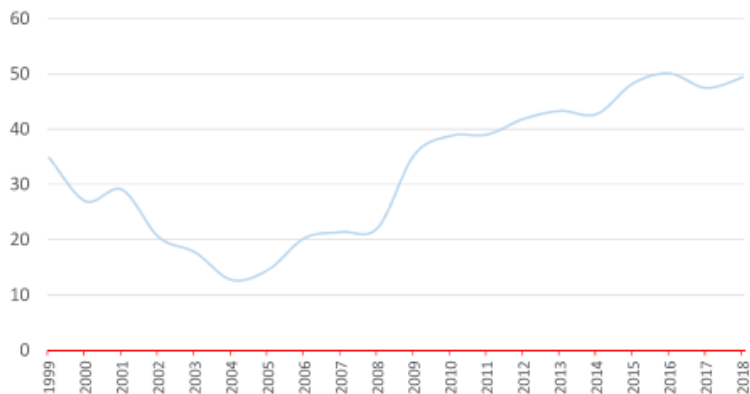
VERSCHULDUNG / BIP



## Laufende Verschlechterung der relativen kanadischen Verschuldung drückt auf CAD

- Die kanadische Verschuldung wächst analog zum Durchschnitt der betrachteten Länder...
- ...ist jetzt höher als in der Eurozone
- Angesichts der fallenden Verschuldung der CH baut sich stetig ein Bonitätsproblem vis a vis CHF auf
- Dieses Bonitätsproblem drückt auf den Wechselkurs
- Die Bonität erklärt einiges von den säkularen Problemen des CAD vs. CHF

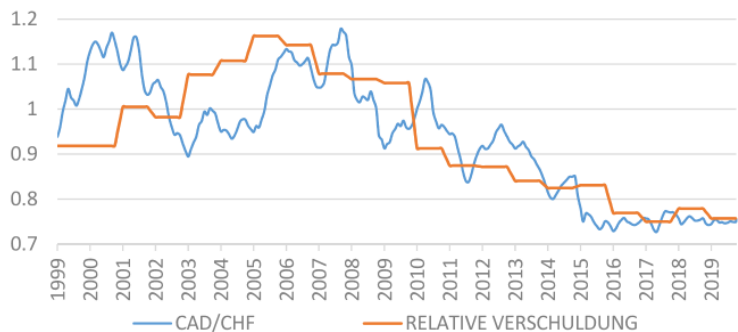
VERSCHULDUNG: CA vs CH



## FX & Verschuldungsdifferenzen

### PK Assets

CAD/CHF vs MODELL

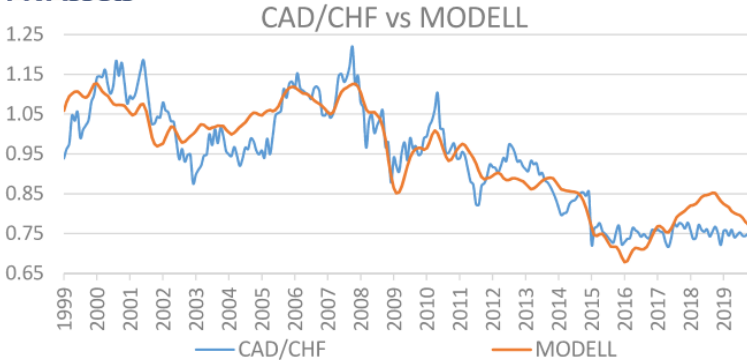




## Unterbewertung schmilzt

### Taktisches Modell

#### PK Assets

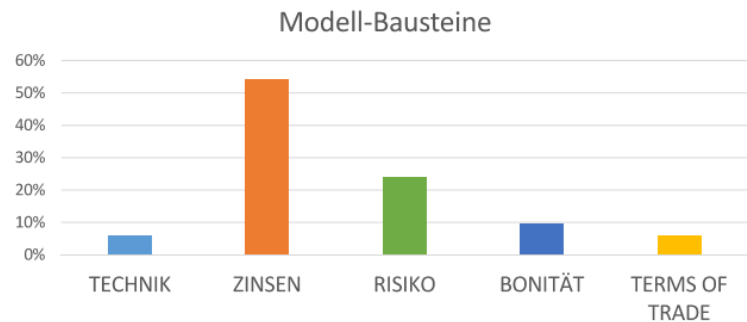


#### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Kanada hat seinen kräftigen Inflationsüberschuss durch einen Aufbau von Leitzinsen und Kapitalmarktzinsen kompensieren können und den CAD/CHF seit 4 Jahren stabil gehalten
- Kanada hat auch mühsam die Verschuldung auf hohem Level konsolidiert

#### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Weil der Nominalzinsvorteil langsam fällt, der Inflationsmalus aber stärker wird, hat sich die Unterbewertung des CAD im Modell kräftig reduziert, der CAD/CHF sieht so nur noch **geringfügig unterbewertet** aus



#### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Der REER-Gap ist jetzt massiv, d.h. der CAD sieht billig aus
- Die BOC will eigentlich noch hiken, kann sie das angesichts der Umkehr des Fed?
- Tut die BOC nichts gegen die Inflation wirkt dies als Double Whammy auf den Kurs

#### Unser Base Case: Ausgewogen

- Die Inflationspremie wirkt wie ein Blei auf dem Kurs, handkehrum reagiert das Währungspaar auch auf Verbesserung im Risikosentiment

#### Aufwartsphantasie:

- Konjunkturbelebung in China

#### Risiko:

- Commodities
- Aktienmärkte
- China Konjunktur + Zinsen

Langfristige Charts

**CAD vs. USD**

Was fällt auf?



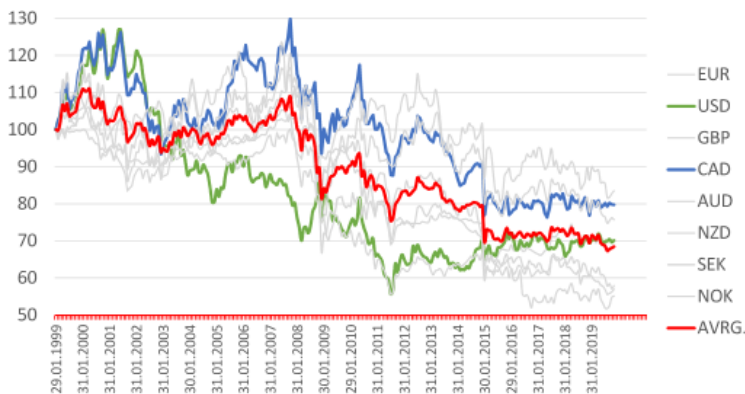


# Gehen die Leitzinsen auseinander?

CAD/USD



WÄHRUNGEN vs CHF



## REER

AUSSENWERT: REER



## Bockstabil, aber massive REER-Divergenz spricht für den CAD

- Bocksprünge und Niedergang: Seit Lehman hat der CAD einiges gegen den USD verloren
- Die Leitzinsdifferenz ist nicht der Übeltäter: Die BOC folgt mit einem gewissen Abstand dem Fed und lässt so kaum grosse Leitzinsdifferenz-Schwankungen zu.
- Aktuell ist die Leitzinsdifferenz exakt Null, seit 3 Jahren läuft das Währungspaar seitwärts
- Zinserhöhungsphantasien reduziert: Die BOC möchte noch weiter die Zinsen erhöhen, aber mit der Kehrtwende des Fed dürfte einiges an Potential verschwunden sein
- REER spricht gegen den USD: Der USD ist jetzt eher überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der CAD sieht unterbewertet aus, das Differenzial ist happig

- Das letzte mal, dass der REER so verschieden bewertet war, kam es zu einer massiven REER-Konvergenz (ab 2002), welche den Wechselkurs von 0.65 auf über 1.0 brachte, eine CAD-Hausse von mehr als 50%!

- Aber: Damals stieg die Leitzinsdifferenz von Null auf über 2% zugunsten Kanadas, etwas, das heute unwahrscheinlich erscheint



# Ähnliche Zinsen, wenig Schwankung, wenig Impulse

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ: CA vs US



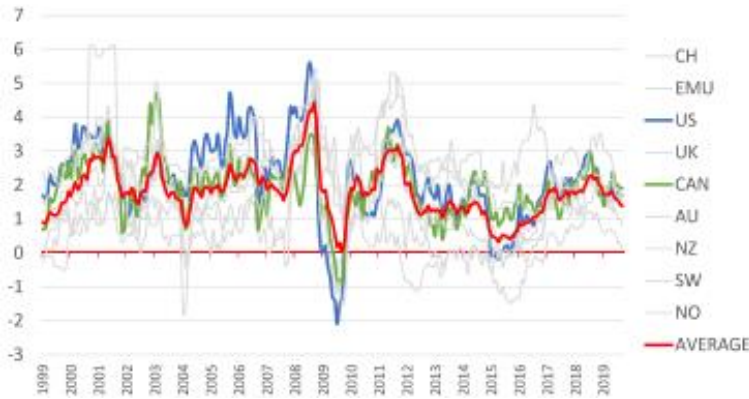
## Zinsdifferenz im Niemandland, zuletzt Korrektur der Zinsdifferenz

- *Leitzinsen: CA folgt der USA, hat noch nicht begonnen, die Leitzinsen zu reduzieren, spricht im Gegenteil noch von Zinserhöhungen*
- US und CA-Zinsen bewegen sich ähnlich mit geringer Vola in der Zinsdifferenz
- Beide Länder verfügen aktuell über fast identische 10-Jahreszinsen
- Sowohl CA als auch US haben aktuell Zinsen über dem Durchschnitt der betrachteten Länder
- Das Zinsdifferential oszilliert in engem Bereich mit langen Zwischenperioden von Seitwärtsphasen
- Nach fast 4 Jahren Seitwärtsphase in der Kanada weniger Zins geboten hat als die USA korrigiert die Zinsdifferenz wieder Richtung Null
- Macht Kanada Ernst mit weiteren Zinserhöhungen?



# Geringe Inflationsprämie der USA

TOTAL CPI



## Wenig Bewegung in der Inflationsdifferenz

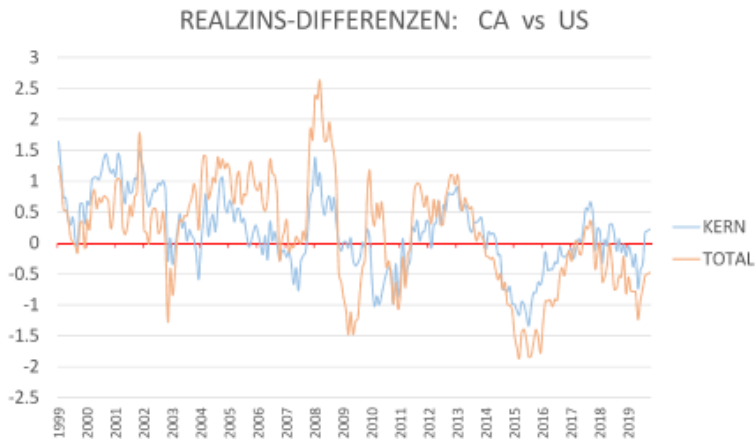
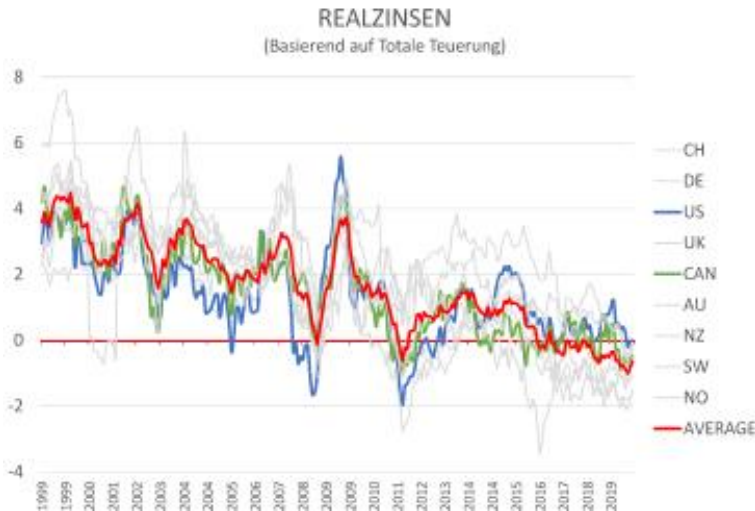
- Canada und USA verfügen über eine ähnlich hohe Inflation mit ähnlichen Schwankungen, wobei die kanadische Teuerung 0.3% tiefer ist im Schnitt, also eine leichte strukturelle Inflationsprämie der USA
- Die Schwankungsbreite ist ungewöhnlich klein
- Im Schnitt besteht somit ein leichter Aufwärts-Bias aus Sicht der Teuerung für den CAD, wobei aktuell die Teuerungsdifferenz eher gering ist, mit wenig Impulsen für das Währungspaar

TEUERUNGSDIFFERENZ: CA vs US





# Realzinsen: In engen Bahnen



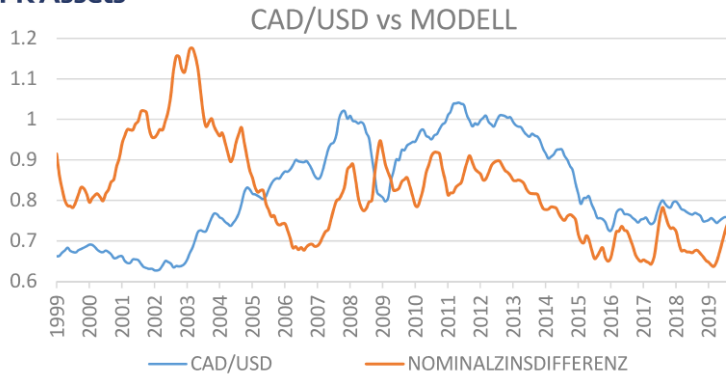
## Realzinsdifferenz schwankt um den Nullpunkt, kaum Impulse

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Kanada bot historisch eine leichte Realzinsprämie gegenüber USA
- Im Gefolge von 2008 kam es zu massiven Verwerfungen der Realzinsdifferenz
- Kanada hat seit der Krise seine Realzinsprämie gegen den USD verloren
- Seit 2008 oszilliert die Realzinsdifferenz um den Nullpunkt, bietet aktuell aber kaum Richtungshinweise



## FX & Nominalzinsdifferenzen

### PK Assets



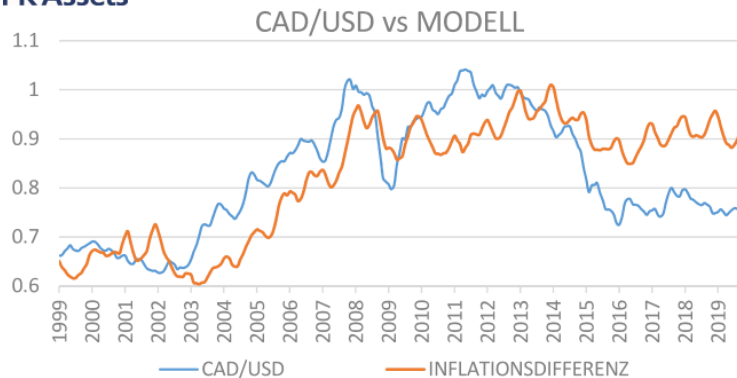
**Impuls von der Zinsseite:  
Positiv für CAD/USD wegen  
Zinswende in USA**

CAD-USD:

- Aufstieg bis 2011
- Abstieg bis 2016
- **Seit 3 Jahren seitwärts**
- Nominalzinsdifferenz verlangt höheren CAD seit die Leitzinszyklen von CA und USA wieder auseinander gegangen sind
- Inflationsdifferenz zeigt eher seitwärts für das Währungspaar
- **Signal Realzins: Währung müsste jetzt anspringen**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

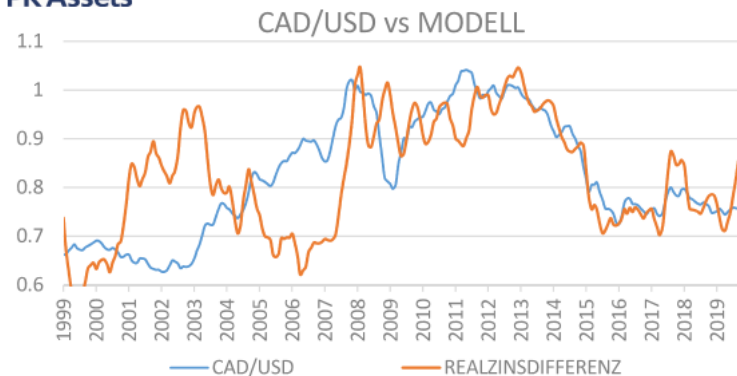
## FX & Teuerungsdifferenz

### PK Assets



## FX & Realzinsdifferenzen

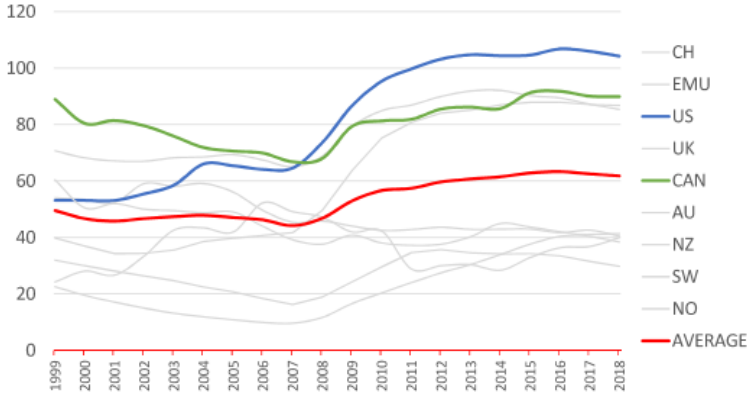
### PK Assets





# Bonitäts-Signal: Beide sündigen

VERSCHULDUNG / BIP



## Beides Länder mit der höchsten Verschuldung, konsolidiert auf prekärer Höhe

- Weder Kanada noch die USA sind Musterknaben, aber die USA ist dann doch der grössere Sünder, weil der Anstieg der Verschuldung deutlicher erfolgt und zwar so, dass Canada nach 2008 mit Leichtigkeit überholt wurde
- Hatte Kanada mal eine höhere Verschuldung als die USA, so ist die Lage aktuell umgekehrt, aber bei beiden Ländern muss man sich Sorgen machen, auch wenn zuletzt das Nominalwachstum gross genug war, um die Verschuldung zum BIP zu vergrössern
- Es ist nun in den USA ein weiterer massiver Anstieg der Verschuldung zu erwarten, da die Budgetdisziplin komplett verschwunden ist
- Von der Bonitätsseite besteht somit ein gewisser Aufwärtsdruck auf den CAD/USD-Kurs

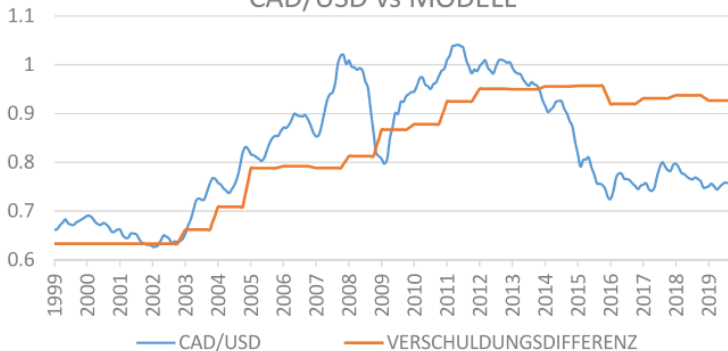
VERSCHULDUNGSDIFFERENZ: CAN vs US



## FX & Verschuldungsdifferenzen

### PK Assets

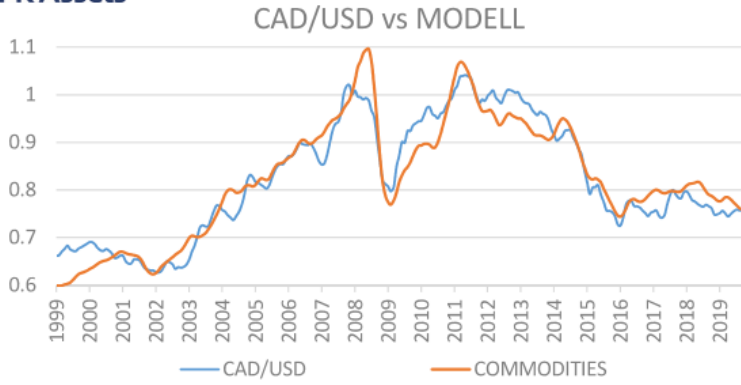
CAD/USD vs MODELL





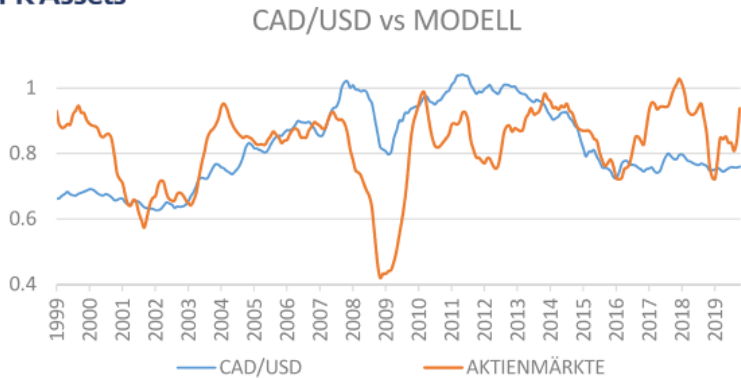
FX & Commodities

PK Assets



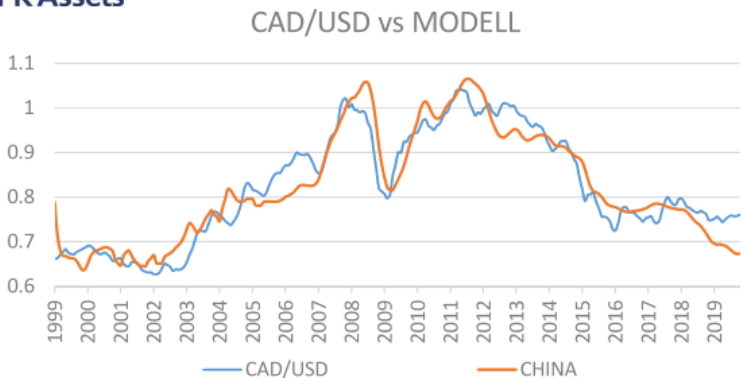
FX & Aktienmarkt

PK Assets



FX & China

PK Assets



Gemischtes Signal

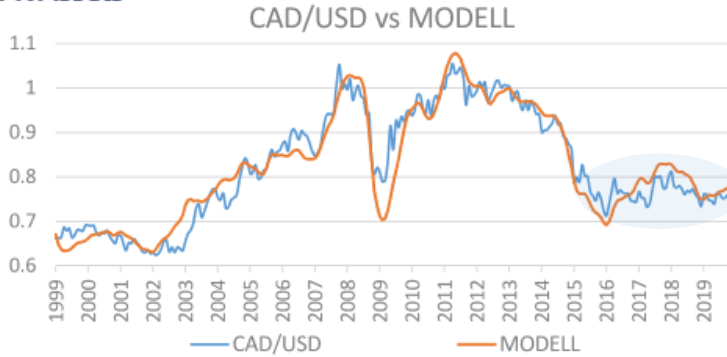
- Korrelation zu Commodities: Hoch
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Klar positiv
- Korrelation zu Chinas Leitzinsen und Industrieproduktion: Klar positiv
- Kein eindeutiges Signal:
- Wir sehen wenig Upside von der Commodity-Seite, angesichts der mehrjährigen Seitwärtsbewegung in den Rohwaren, das gute Sentiment in Aktien gibt dem Wechselkurs Auftrieb, die abnehmende Dynamik China's Konjunktur sorgt für Abwärtsdruck für den Wechselkurs



# Reiner Risk-On/Off-Play

## Taktisches Modell

### PK Assets



### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Zinsen spielen eine untergeordnete Rolle hier, eher noch die Inflationspremie, die strukturell für den CAD läuft, da dort i.d.R. tiefere Teuerung herrscht als in den USA
- Auch die Verschuldung ist hier weniger wichtig, da beide Länder Sünder sind und ihre Verschuldung in den letzten Jahren auf prekär hohem Niveau stabilisiert haben
- Das Währungspaar ist hoch korreliert zu Commodities, Konjunktur in China und die relativen Terms of Trade

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Der CAD/USD **ist geringfügig unterbewertet**, v.a. wegen den relativen Terms of Trade und den guten Aktienmärkten

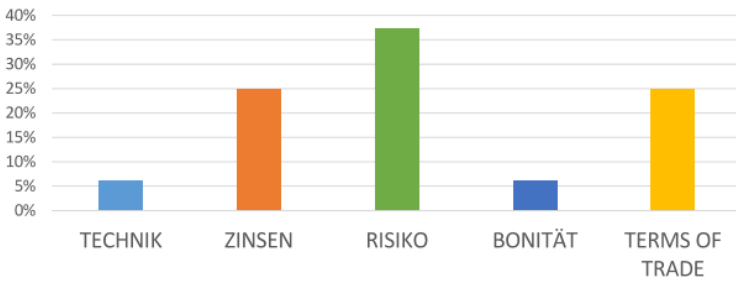
### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Ohne klare Signale von der Zinsfront fluktuiert der Kurs mit Risk-On/Off
- Der REER-Gap ist jetzt massiv

### Unser Base Case: Konstruktiv

- Es sieht nicht so aus, als ob die Notenbanken die Risk-On-Phase beenden würden und der REER-Gap ist aussergewöhnlich hoch

### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen



Langfristige Charts

# AUD vs. CHF

Was fällt auf?

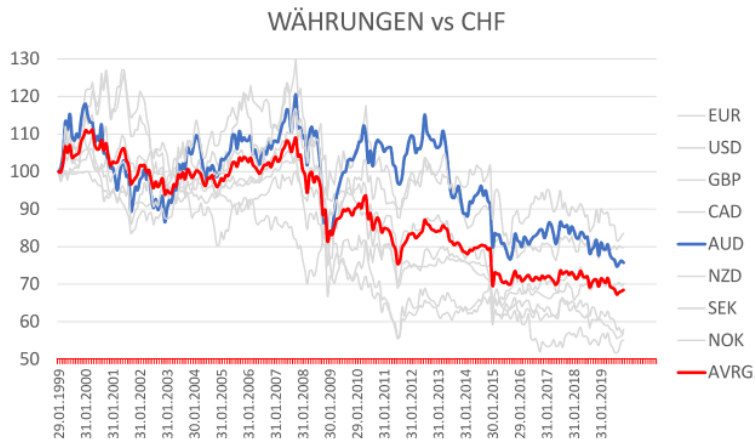


# AUD leidet



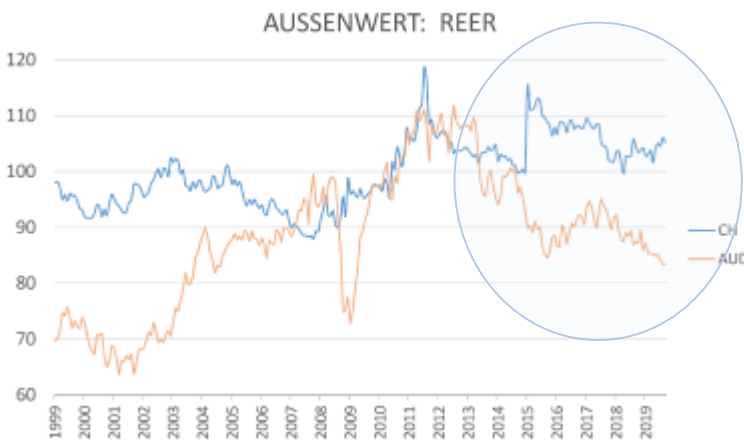
Die AU Notenbank hat aus einem Highyielder einen Zinszwerg gemacht und muss bereits QE dementieren

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der AUD hat gegen den CHF seit Lehman nur geringfügig weniger als der Durchschnitt der gewählten Währungen an Wert verloren (-28%)



- Der AUD konnte sich seit Jahren nicht nachhaltig erholen und notiert aktuell nahe des absoluten Lows
- Kein Wunder: Die australischen Leitzinsen sind auf einem absoluten Tiefpunkt und könnten noch weiter fallen, so hat die Leitzinsdifferenz zum CHF hat soeben das Tief nach unten durchbrochen

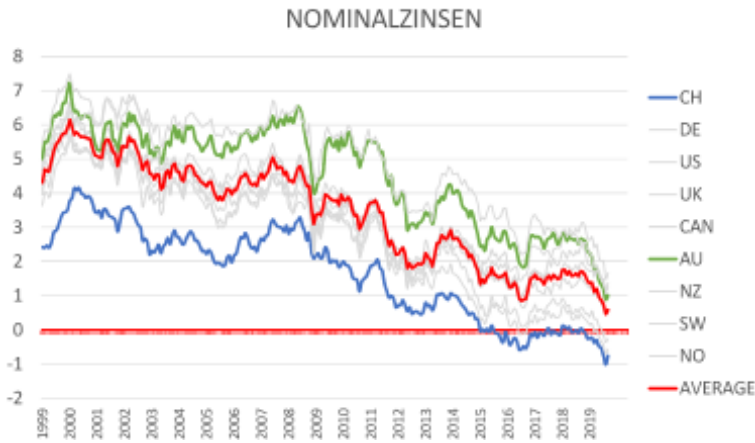
## REER



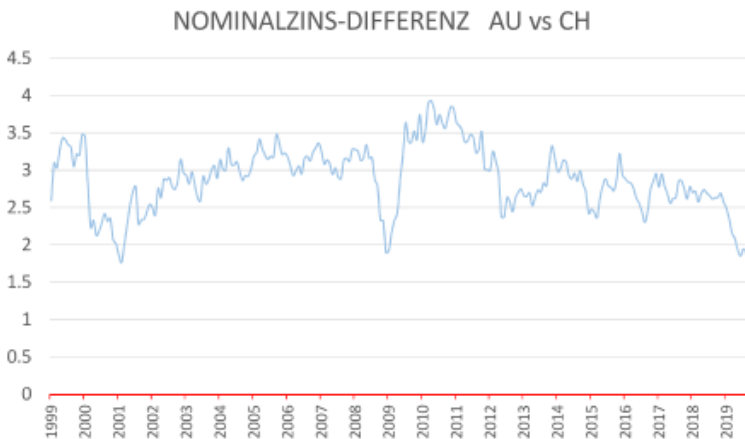
- Hilfe von China?: Australiens Wirtschaft verdankt vieles seiner Robustheit dem Aufstieg Chinas. Wie verdaut Australien tiefere, normalere Wachstumsraten in China?
- REER spricht für AUD: Der AUD ist jetzt unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der CH eher überbewertet, die Schere ist deutlich aufgegangen



# Nominalzinsen: Australisches Zinsmassaker



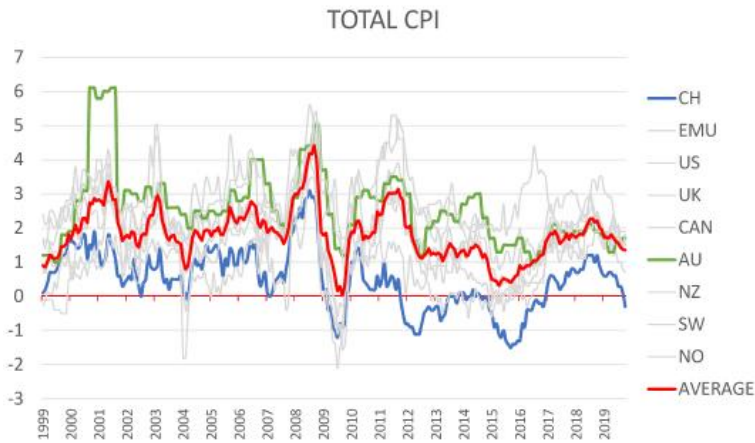
10-Jahres Zinsen



## Australische Zinsen crashen noch mehr als die CH-Zinsen

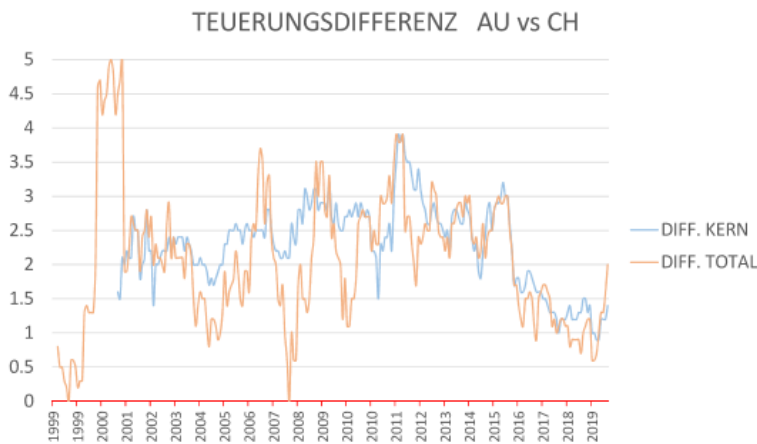
- Australien ist der Prototyp der Verzerrung eines High Yielders
- *Leitzinsen: AU ist im Zinssenkungsmodus und aktuell nur noch 1.5% über der CH*
- Zwar sind die australischen Nominalzinsen nach wie vor leicht höher als der Durchschnitt aber so bodenlos tief, wie man es sich früher nicht vorstellen konnte
- Die australischen Zinsen sind wie die CH-Zinsen in einem extremen Abwärtstrend
- Ist der Niedergang der CH-Zinsen schon schockierend, so lässt einen die Talfahrt der AUD-Zinsen fassungslos
- Die Nominalzinsdifferenz des AUD gegen den CHF testet die Tiefstände von 2001 und 2009
- Die Nominalzinsentwicklung ist denn auch symptomatisch für die Währungsentwicklung mit einem Aufstieg des AUD/CHF ab 2003 und einem Niedergang im 2009 und ab 2013
- Wie weit können die AU-Zinsen fallen? Die Notenbank dementiert bereits QE

# Tiefe Inflations-Differenz



## Inflationsdifferenz AU/CH deutlich gesunken und zuletzt konsolidiert

- Australien hat weiterhin eine strukturell deutlich höhere Teuerung als die CH
- Die australische Teuerung bewegt sich seit 4 Jahren bei 1-2%, tief für Australien
- Die Inflationsdifferenz ist gering, droht aber wieder zu steigen, denn die CH ist über die Jahre aus einer hartnäckigen Deflation gekommen, drifft jetzt aber wieder massiv nach unten
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- Der Trend steht auf Konsolidierung, aber das nach wie vor deutliche Inflations-Differenzial sorgt weiterhin für eine laufende –nominale- Abwertung des AUD/CHF



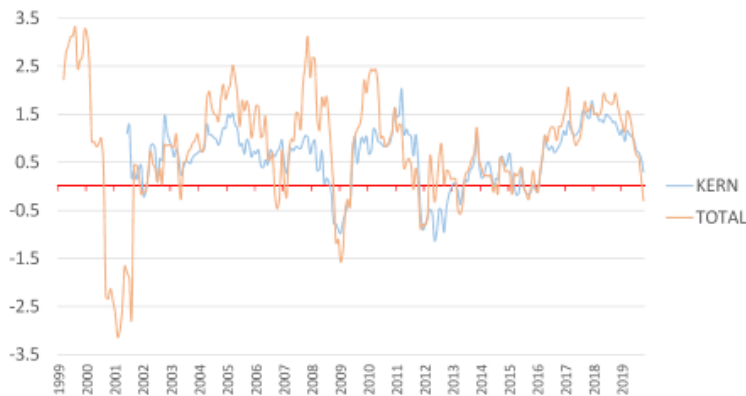


# Kein AUD-Realzins-Bonus mehr

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZ: AU vs CH

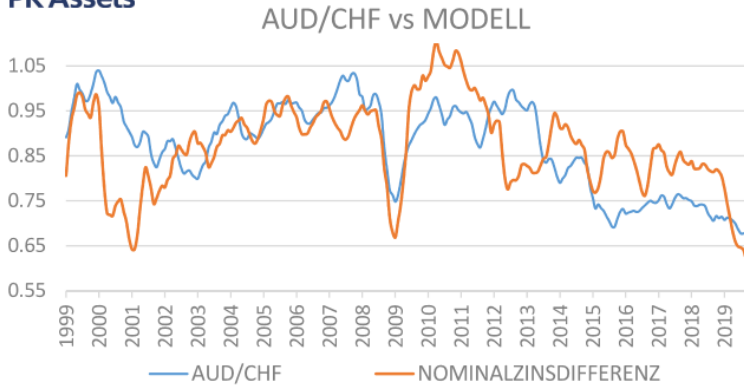


## Australisches Zinsmassaker beseitigt AUD-Realzinsvorteil

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Australien bietet historisch höhere Realzinsen als die CH
- Aktuell ist die Realzinsdifferenz allerdings auf Null geschmolzen, verantwortlich ist das australische Zinsmassaker und eine tiefere, wenn auch positive Inflationsdifferenz
- Die Null bei der Realzinsdifferenz ist nicht aussergewöhnlich aber –aktuell bei Null- historisch sehr tief
- Aber das bedeutet auch: Australien hat deutlich negative Realzinsen, noch einmal deutlich tiefer als im 2008, fast auf dem kümmerlichen Stand der CH-Realzinsen

FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



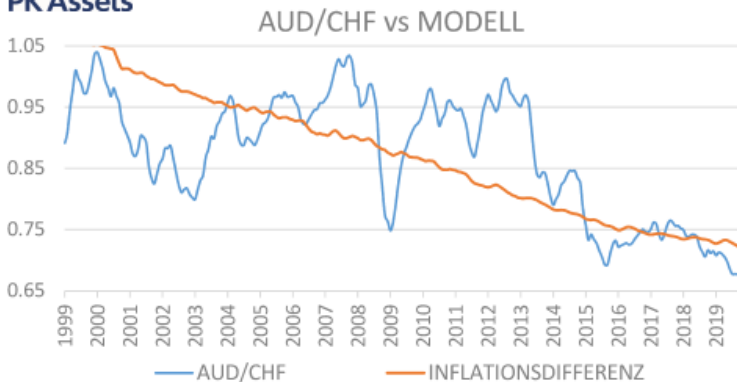
Realzins-Massaker in  
Australien: Zins-Impuls:  
Weiter runter!

AUD/CHF:

- Abstieg seit 2012
- Nominalzinsdifferenz verlangt tieferen AUD und zwar eindeutig
- Inflationsdifferenz verlangt konstant eine Abwärtsbewegung im AUD/CHF
- **Signal Realzins: AUD müsste weiter leiden**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

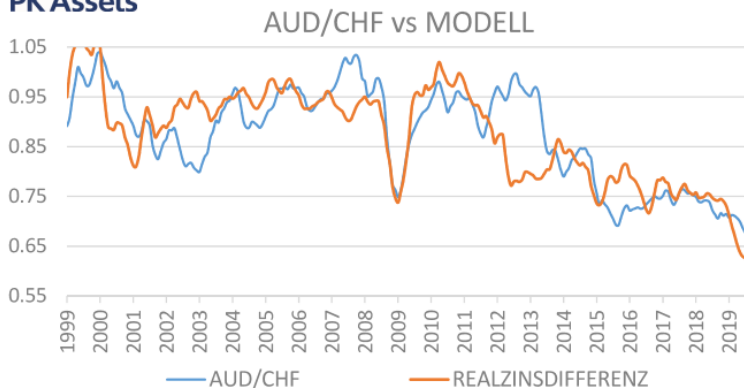
FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



FX & Realzinsdifferenzen

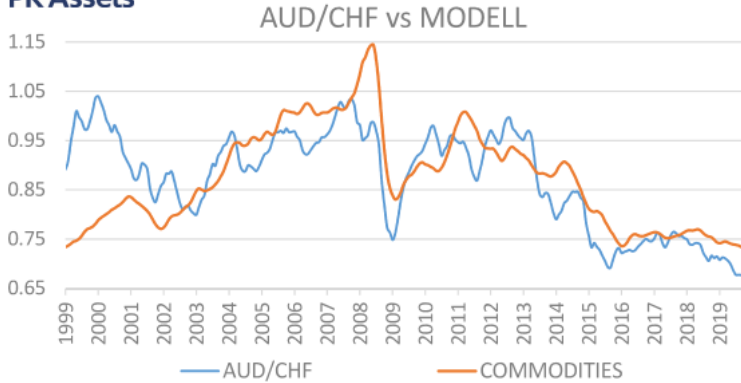
PK Assets





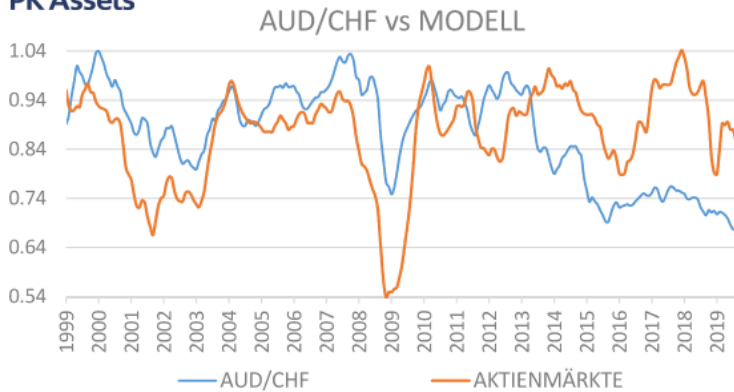
FX & Commodities

PK Assets



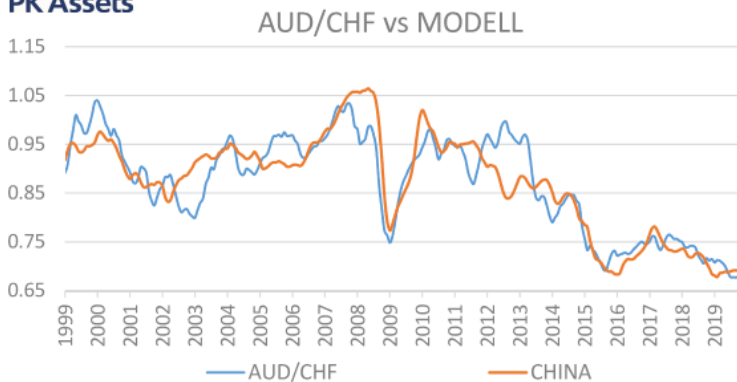
FX & Aktienmarkt

PK Assets



FX & China

PK Assets



Kein klares Signal rauf oder runter:

- Korrelation zu Commodities: Hoch
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Klar positiv
- Korrelation zu Chinas Leitzinsen und Industrieproduktion: Hoch
- Es gibt etwas Upside von der Aktienseite, der Rest scheint Neutral

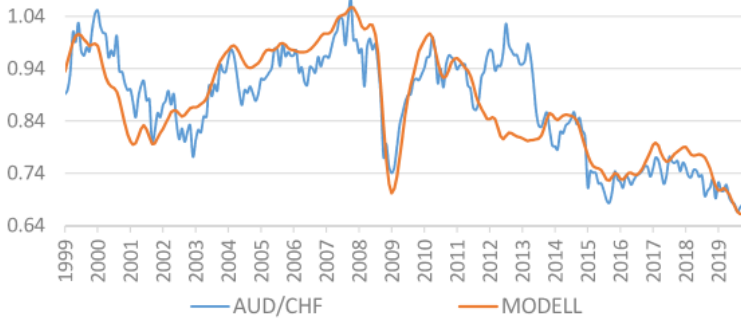


## Keine Marge für Risk-Off vorhanden

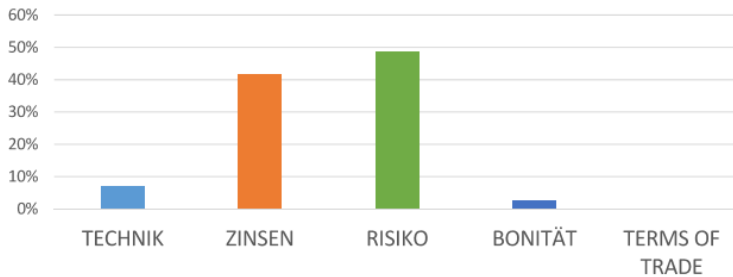
### Taktisches Modell

#### PK Assets

AUD/CHF vs MODELL



Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Australisches Zinssmassaker: Nominalzinsdifferenz auf 20-J-Tief, CPI strukturell höher in Australien, d.h. der Realzinsvorteil (aktuell bei Null!) ist verspielt, das Zinssignal weiterhin stark negativ
- Das Leitzins-Delta ist bei unglaublich tiefen 1.5%
- Das Währungspaar wird stabil gehalten vom Seitwartsmarkt in Commodities und gestützt von den guten Aktienmärkten
- Bonität spielt eine untergeordnete Rolle, hat doch AU wie die CH eine geringe (wenn auch steigende!) Verschuldung

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Es gibt gute Gründe für einen tiefen AUD
- Die Modellparameter bestätigen den Niedergang des Wahrungspaares, das **aktuell korrekt geprice**d aussieht, die Bewertung folgt dem effektiven Wechselkurs seit Jahren

### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Die RBA ist im Zinssenkungsmodus und muss bereits QE dementieren

### Unser Base Case: Weiter Abwärts

- Zwar sieht die Währung nicht überbewertet aus, aber die Inflationspremie bleibt wirksam, die Notenbank ist im Zinssenkungsmodus und die Währung ist schlecht auf ein Risk-Off vorbereitet

### Aufwartspantasia:

- Erholung in China
- Commodity-Hausse



Langfristige Charts

# AUD vs. USD

Was fällt auf?

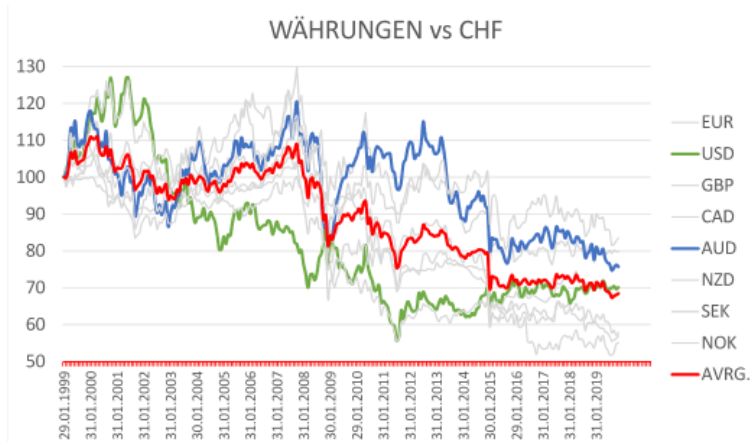


# Technisch kein Ende der Baisse abzusehen

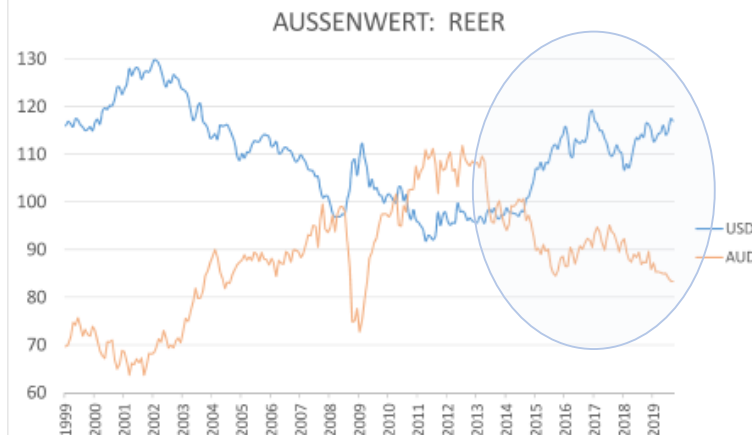


Umkehr des Fed verlangsamt AUD-Zerfall; ist Korrektur zu weit gegangen (>REER)?

- Die RBA hat aus Australien einen Renditezweig gemacht
- Seit 2011 fällt die Leitzinsdifferenz gegen USA, ebenfalls seit 2011 fällt der AUD zum USD mit gelegentlichen längeren Gegenbewegungen
- Die Leitzinsdifferenz vom AUD ggü. dem USD ist seit 2011 fast linear am Abstürzen von einst mal 4.5% auf unter Null gefallen
- Kein Wunder hat der AUD auch heute Mühe gegen den USD: Aktuell droht der AUD durch das Low von 2015 zu fallen, nächster Support bei 0.65
- Zinserhöhungsphantasien auch in den USA weg: Mit der Kehrtwende des Fed im Zinszyklus dieses Jahr ist einiges an Kursphantasie draussen, der USD profitiert aber weiter von den im Quervergleich hohen Nominalzinsen, speziell auch gegen den ehemaligen High Yielder Australien
- REER spricht gegen den USD: Der USD ist jetzt überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der AUD sieht unterbewertet aus, die Differenz ist wieder sehr gross



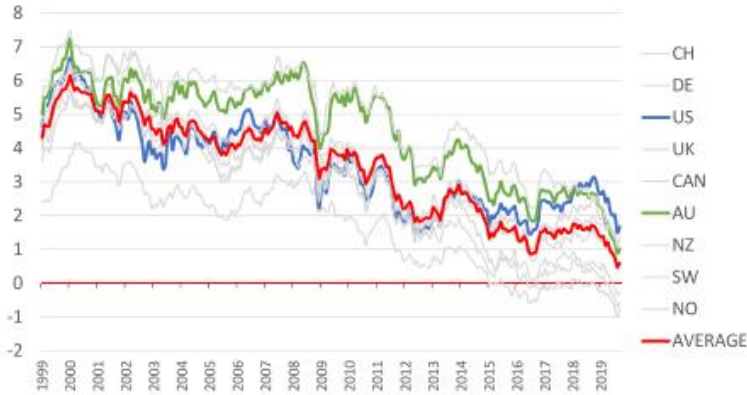
## REER





# Nominalzinsen: Paradigma-Wechsel

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ: AU vs US



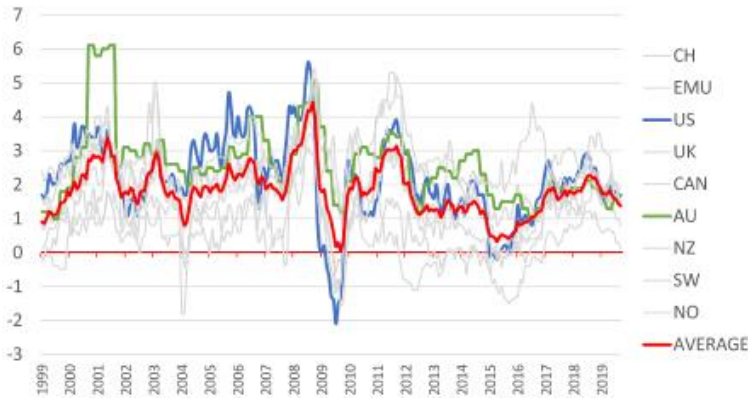
## Australisches Zinsmassaker auch geg. USD: Zinsmalus Australiens vs. USA!

- Speziell gegenüber dem USD gilt, dass aus einem klassischen High Yielder ein Zinszwerg geworden ist (AUD)...
- ..und aus einem Durchschnittsverzinsler ein High Yielder geworden ist (USD) ohne allerdings einen hohen Zins zu bieten
- *Leitzinsen: AU ist im Zinssenkungsmodus und aktuell 1% tiefer als die USA*
- Nicht nur wurde der australische Zinsvorteil ausgeradiert, er ist sogar in einen signifikanten Malus verkehrt worden
- Hat AU historisch deutlich höhere Nominalzinsen geliefert als die USA so ist es jetzt umgekehrt
- Vom Top zu heute haben die 10-jährigen AUD-Zinsen 3% eingebüsst gegen USD
- Der Trend in der Nominalzinsdifferenz ist weiterhin abwärts
- Selbstredend hat dies dem AUD kräftig geschadet

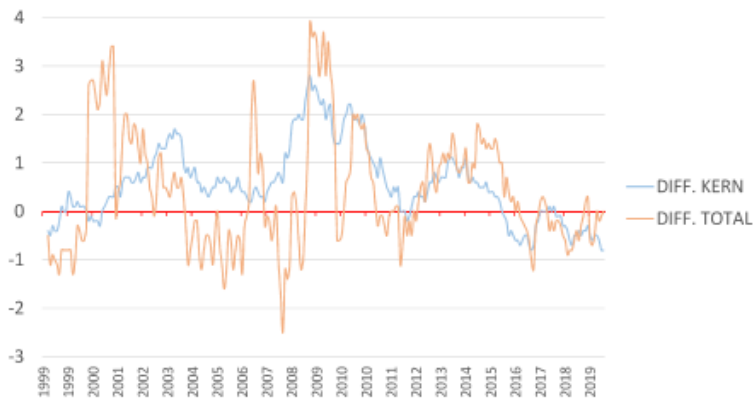


# Teuerung: Teuerungs- Differenz pulverisiert

TOTAL CPI



TEUERUNGSDIFFERENZ: AU vs USA



## Australische Inflation jetzt stabil unter der amerikanischen

- Einst figurierten die AU- wie auch die US-Inflation über dem Durchschnitt der hier gewählten Länder, aber seit einigen Jahren haben sich beide CPIs eingemittelt in den Durchschnitt
- Dementsprechend ist die Teuerungsdifferenz eingeschlafen
- Die Teuerungsdifferenz zwischen AU und USA ist volatil und aktuell sowohl negativ, wie auch am unteren Rande des historischen Ranges
- Australien hatte eine deutlich strukturell höhere Kernteuerung, dies ist Vergangenheit, Australien ist heute weder ein High Yields noch ein Hochinflationsland
- Diese negative Inflationsdifferenz aus der Sicht Australiens spielt isoliert dem AUD in die Karten, verbessert dies doch die relativen Relativzinsen vs. den USA

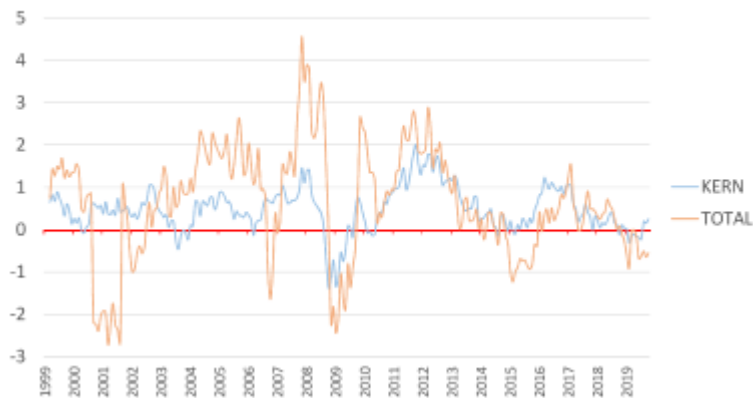


# Australien bietet keine höheren Realzinsen

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN: AU vs US



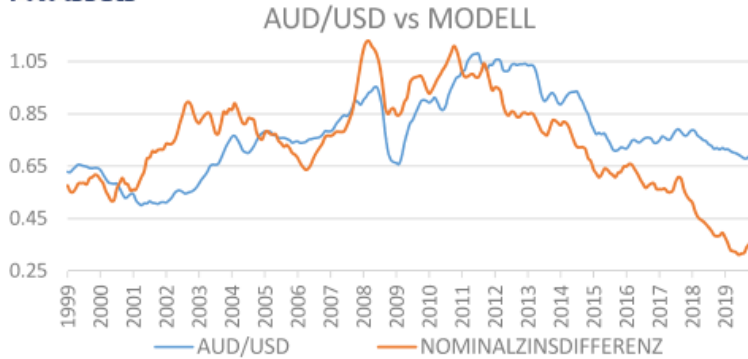
## Unattraktives Australien

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Die Realzinsen sind beiderorts gefallen, wenn auch über dem (negativen!) Durchschnitt
- Australien bot historisch im Schnitt höhere Realzinsen als die USA
- Aktuell ist die Realzinsdifferenz allerdings auf unter Null gefallen, verantwortlich ist das australische Zinsmassaker
- Die Null ist nicht aussergewöhnlich aber –aktuell bei Null- historisch sehr tief



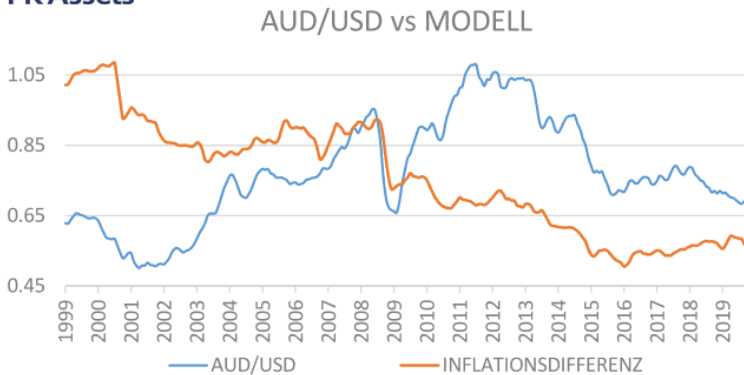
## FX & Nominalzinsdifferenzen

### PK Assets



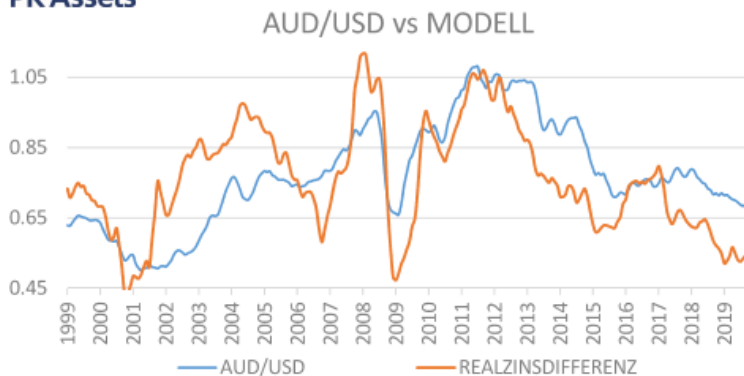
## FX & Teuerungsdifferenz

### PK Assets



## FX & Realzinsdifferenzen

### PK Assets



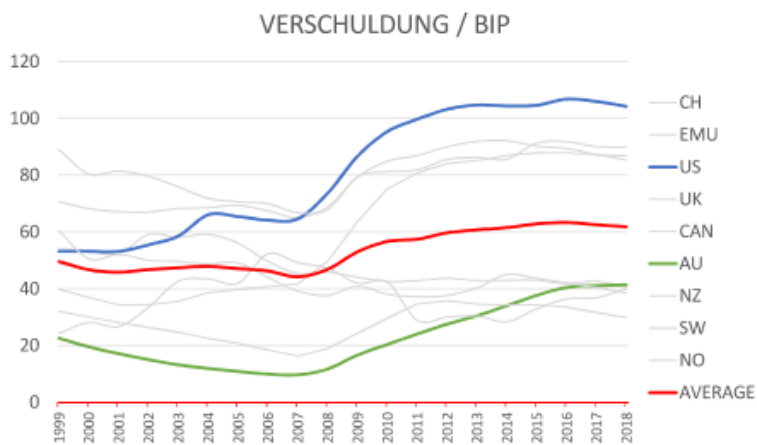
**Australisches Zinssmassaker bleibt wirksam: Impuls von der Zinsseite: Weiter runter!**

AUD/USD:

- **Abstieg seit 2012**
- Nominalzinsdifferenz verlangt tieferen AUD und zwar eindeutig
- Inflationsdifferenz wirkt seit 3 Jahren zugunsten des AUD
- **Signal Realzins: AUD müsste weiter etwas leiden**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen



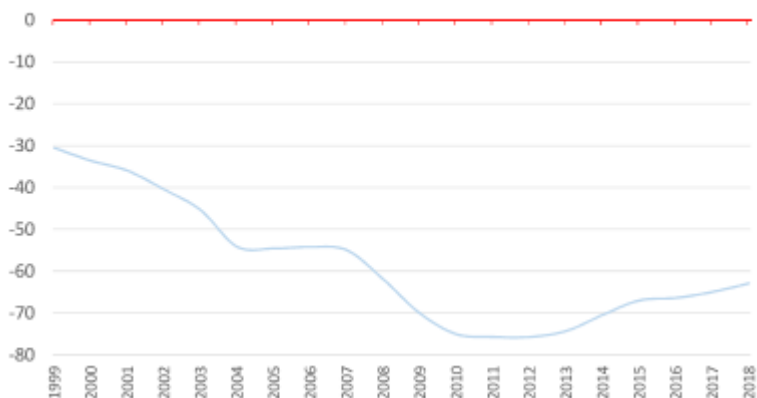
# Bonitäts-Signal: Hilft AUD kaum



## Australien hat in den letzten Jahren nicht von der tieferen Verschuldung profitieren können

- Aus verschiedenen Gründen:
- Erstens weil Australien in der Verschuldung kräftig aufholt...
- Auch wenn das Land verglichen mit den USA ein Leichtgewicht punkto Verschuldung bleibt
- Dann aber auch darum, weil die Verschuldung in den USA konsolidiert werden konnte, wenn auch auf prekärer Höhe
- Der Vorteil Australiens erodiert langsam, aber das könnte sich bald ändern, erwarten wir doch in den USA weit höhere Verschuldungsraten

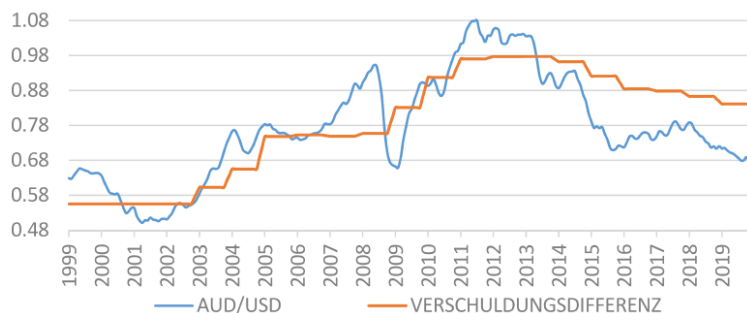
VERSCHULDUNGSDIFFERENZ: AU vs US



## FX & Verschuldung USA

### PK Assets

AUD/USD vs MODELL

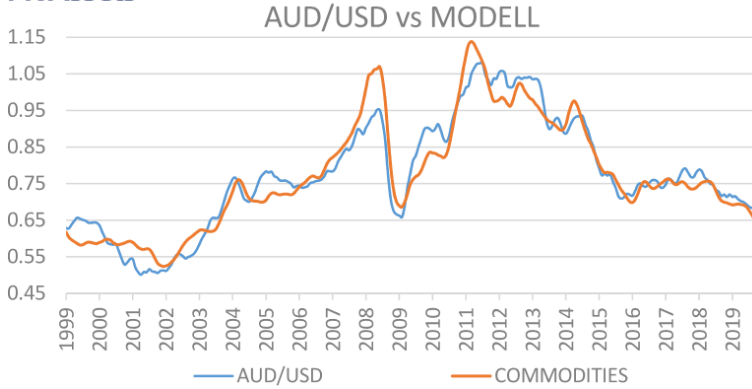




# Gemischtes Signal

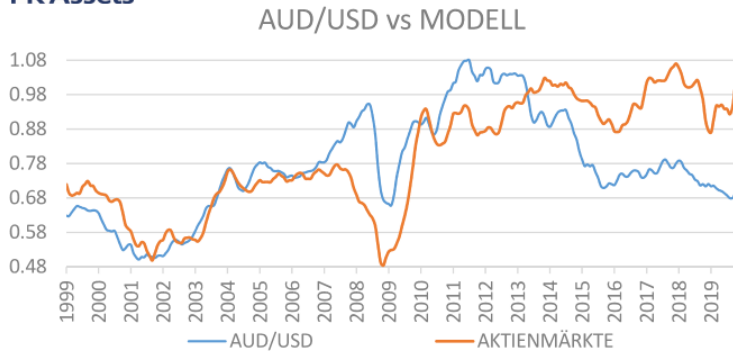
## FX & Commodities

### PK Assets



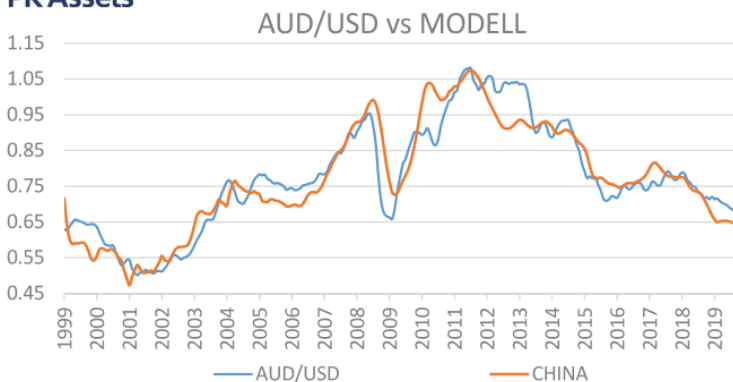
## FX & Aktienmarkt

### PK Assets



## FX & China

### PK Assets



## Kaum Auftrieb erkennbar:

- Korrelation zu Commodities: Hoch
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Klar positiv
- Korrelation zu Chinas Leitzinsen und Industrieproduktion: Hoch
- Es gibt Upside von der Aktienseite, Commodities und China helfen der Währung nicht



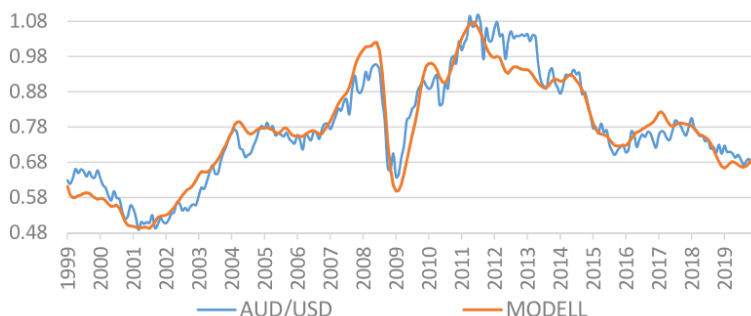


## Profitiert vom intakten Risikoumfeld

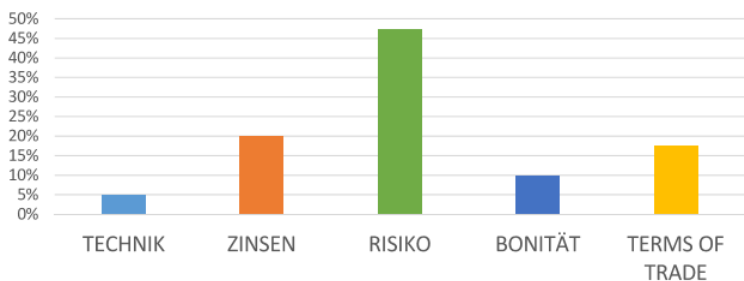
### Taktisches Modell

#### PK Assets

AUD/USD vs MODELL



Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Australisches Zinssmassaker: Seit 2012 hat AU die Leitzinsdifferenz zu den USA von +4.5% auf -1% herunter crashen lassen
- Somit ist aktuell ebenfalls die Nominalzinsdifferenz im Kapitalmarkt negativ geworden, ein Novum!
- Zwar hat sich auch die Inflationsdifferenz AU's zu den USA pulverisiert, aber per Saldo bietet der AUD keinen Realzinsbonus mehr gegen den USD
- Und das Zinssignal bleibt negativ
- Der Schuldenverlauf ist neutral, zwar hat die USA eine höhere Verschuldung, dafür ist der Trend in AU schlechter
- Das positive Risikoumfeld scheint dem AUD nicht zu helfen

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Die Modellparameter bestätigen den Niedergang des Wahrungspaares, das **aktuell korrekt geprice** aussieht

### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Beide Notenbanken sind im Zinssenkungsmodus, womit sich die Performance auf die wichtige «Risiko»-Komponente stützen wird: Commodities, China und Aktien
- Andererseits besteht ein massiver REER-Gap, der den AUD billig aussehen lässt

### Unser Base Case: Seitwärts

- Hierfür muss aber das Risikoumfeld positiv bleiben, denn das Zinssignal ist negativ
- Jede negative Überraschung in China dürfte sofort auf die Währung drücken und umgekehrt

Langfristige Charts

NZD vs. CHF

Was fällt auf?

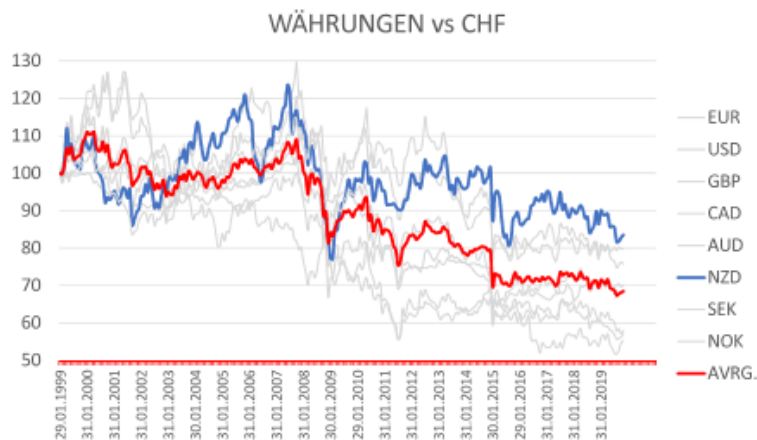


# RBNZ drückt runter

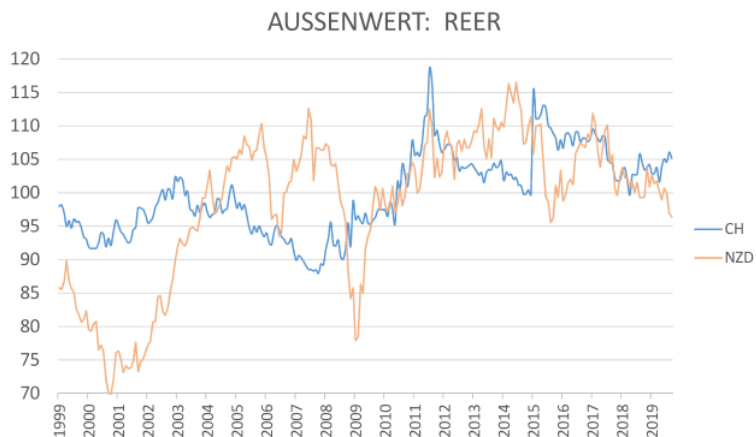


## Notenbank tut alles, um den NZD zu schwächen

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der NZD hat gegen den CHF seit Lehman am zweitwenigsten der gewählten Währungen Wert verloren (-17%)
- NZ hat lange ein signifikantes Leitzinsdifferenzial gegen CH bewahrt, aber in letzter Zeit ist es von deutlich über 3% auf unter 2% gefallen, und die australischen Leitzinsen sind auf einem früher undenkbar tiefen Niveau angekommen
- Kein Wunder hat der NZD Mühe gegen CHF; das Währungspaar ist jetzt in einer interessanten Chart-Formation
- REER ist eher für den NZD: Der CH ist jetzt eher überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der NZD sieht je nach Horizont neutral oder unterbewertet aus, das REER-Differential ist aber noch gering



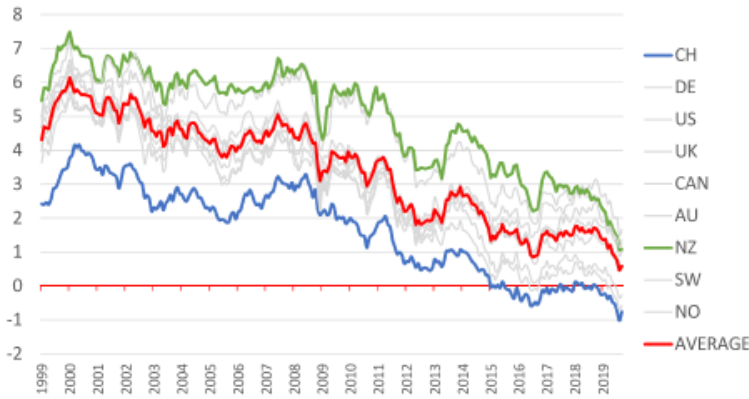
## REER





# NZ: Pulverisierung eines High Yielders

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ: NZ vs CH



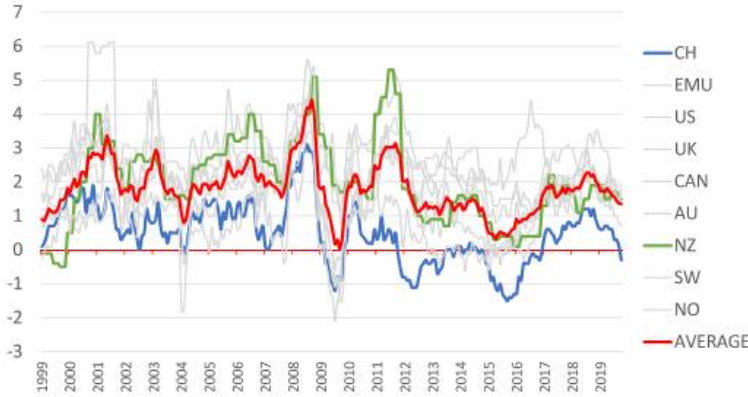
## Brutalo-Crash der NZ-Zinsen

- Auch Neuseeland ist ein Prototyp der Verzweigung eines High Yielders
- *Leitzinsen: NZ ist im Zinssenkungsmodus und aktuell nur noch 1.75% höher als CH, so tief wie noch nie*
- Zwar sind die neuseeländischen Zinsen weiterhin höher als der Durchschnitt aber so bodenlos tief, wie man es sich früher nicht vorstellen konnte
- Die neuseeländischen Zinsen sind wie die CH-Zinsen in einem extremen Abwärtstrend aber nicht nur die Zinsen selbst, sondern auch das Zinsdifferenzial gegen den CHF
- Ist der Niedergang der CH-Zinsen schon schockierend, so lässt einen auch die Talfahrt der NZD-Zinsen fassungslos
- Die Nominalzinsdifferenz des NZD gegen den CHF ist durch die Tiefstände von 2001 und 2009 gecrasht
- Und ein Abebben der Zinsrally ist nicht ersichtlich



# Stabile Teuerungsdifferenz

TOTAL CPI



TEUERUNGSDIFFERENZ: NZ vs CH



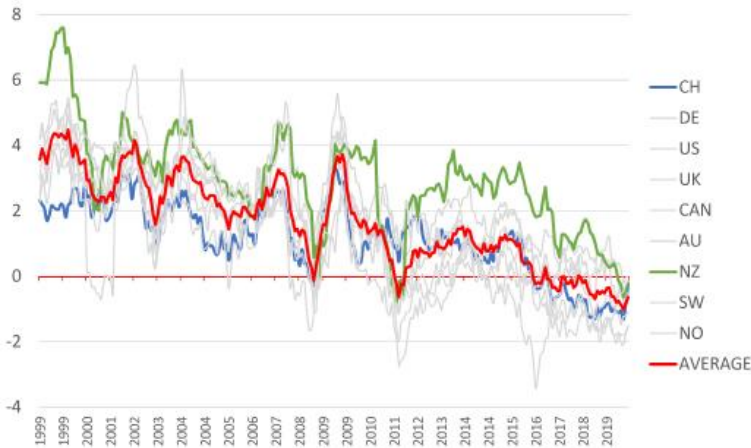
## Höhere Teuerung in NZ, relativ stabile Differenz

- Neuseeland hat weiterhin eine strukturell deutlich höhere Teuerung als die CH
- Die neuseeländische Teuerung bewegt sich in normalen Gefilden, seit Jahren eher seitwärts
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- Damit bewegt sich die Teuerungsdifferenz auf historisch ansprechenden Niveaus
- Die Teuerungsdifferenz ist relativ konstant und wurde lediglich um 2008 durcheinander geschüttelt
- Damit resultiert ein konstanter Druck auf das Währungspaar



# NZD-Realzins-Crash

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN



## Der happige Realzinsvorteil Neuseelands ist weg

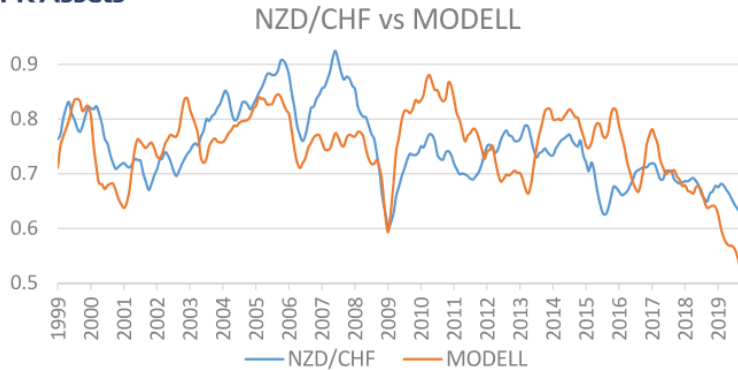
- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Neuseeland bot historisch höhere Realzinsen als die CH
- Aktuell ist die Realzinsdifferenz allerdings auf Null geschmolzen, verantwortlich ist das neuseeländische Zinsmassaker & und eine mittlere, zuletzt wieder gestiegene Inflationsdifferenz
- Die Null in der Realzinsdifferenz ist nicht aussergewöhnlich, aber historisch sehr tief, denn der Durchschnitt ist bei 1.75%
- Neuseeland hat damit wie die Schweiz negative Realzinsen, etwas das ungewöhnlich ist für diese Währung



## Korrektur geht weiter

### FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



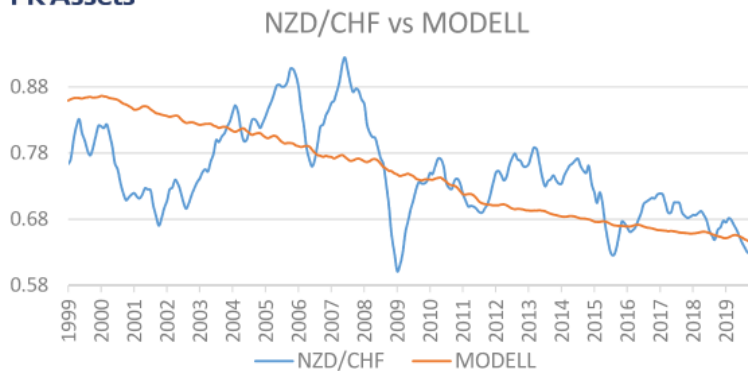
**Neuseeländisches Zinssmassaker bleibt wirksam: Impuls von der Zinsseite: Weiter runter**

NZD/CHF:

- Testet die Untergrenze seit der Aufgabe der Euroungrenze seitens der SNB
- Nominalzinsdifferenz verlangt tieferen NZD und zwar eindeutig
- Inflationsdifferenz wirkt konstant abwertend für den NZD
- **Signal Realzins:** NZD müsste weiter leiden
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

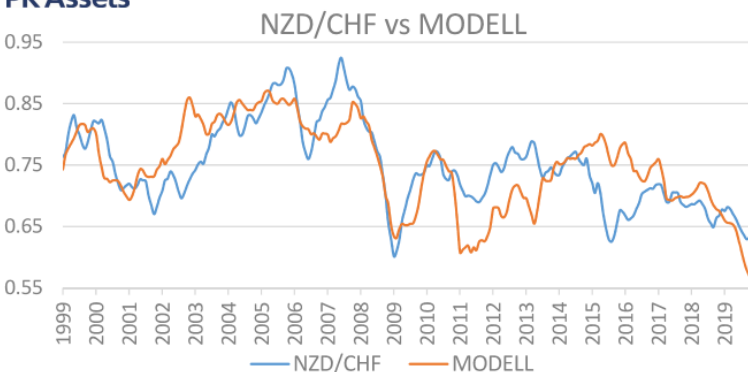
### FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



### FX & Realzinsdifferenzen

PK Assets

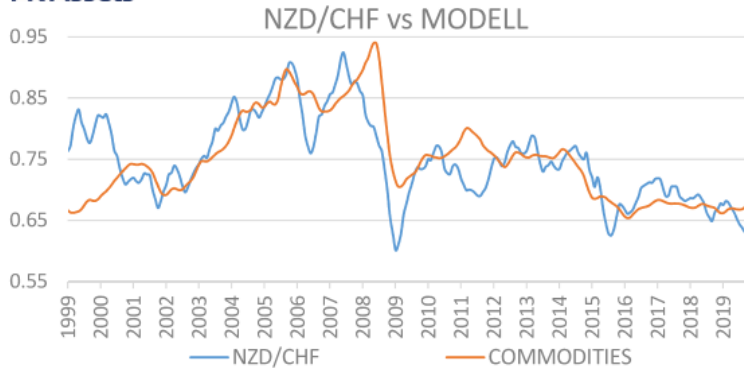




# Gemischtes Signal von der Risiko-Seite

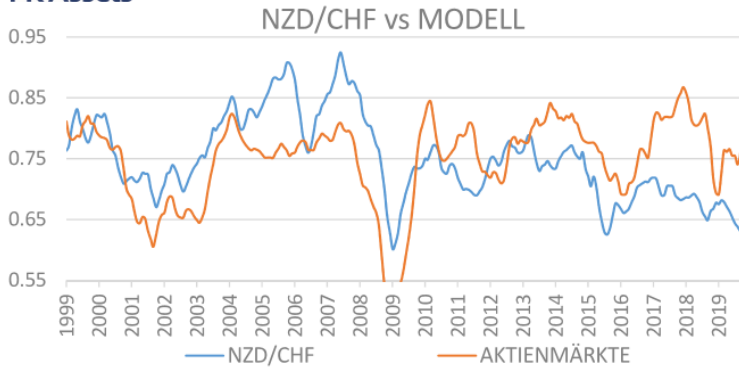
## FX & Commodities

### PK Assets



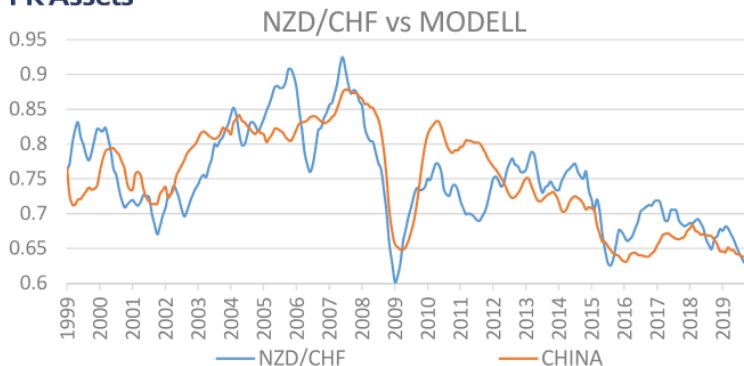
## FX & Aktienmarkt

### PK Assets



## FX & China

### PK Assets



### Nur Aktien sind positiv:

- Korrelation zu Commodities: Gering
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Positiv
- Korrelation zu Chinas Leitzinsen und Industrieproduktion: Positiv
- Es gibt etwas Upside von der Aktienseite, China und Commodities sind nicht bullish

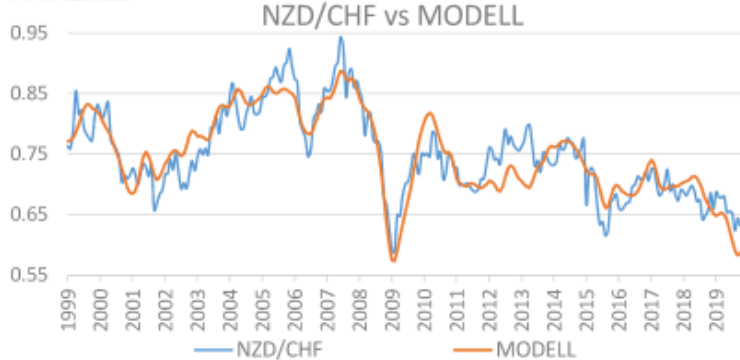




## Unattraktiver NZD

### Taktisches Modell

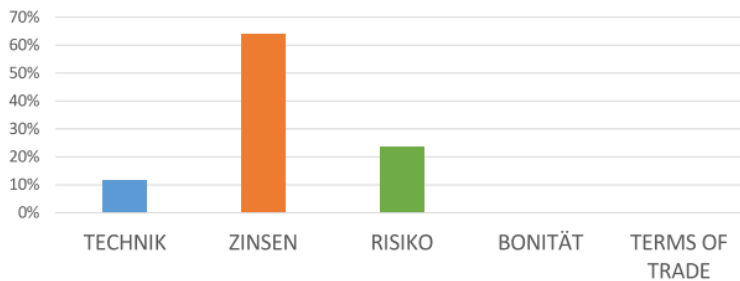
#### PK Assets



### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Neuseeländisches Zinsmassaker: Die Realzinsdifferenz NZ zu CH hat ganze Arbeit geleistet, und gibt immer noch ein negatives Signal
- Die Nominalzinsdifferenz ist auf 20-Jahres-Tief, die Teuerungspremie hingegen hat sich gehalten
- Damit ist die Realzinspremie des NZ verschwunden, auf Null!
- Das intakte Risikoumfeld spricht noch für den NZD, allerdings nicht in jeder Kategorie
- Bonität spielt keine Rolle, beide Länder sind Musterknaben

### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Gemäss dem Modell ist NZD/CHF **aktuell überbewertet**, auch das Momentum zeigt nach **unten**

### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Die RBNZ hat die Leitzinsen auf 1% gesetzt, extrem tief, weil die Teuerung stabil zwischen 1-2% fluktuiert, extrem unattraktiv aus Sicht CHF
- Gemäss REER sieht der NZD nicht besonders fehlbewertet aus

### Unser Base Case: Abwärts

- Das Inflationsdifferential dürfte aktiv bleiben

### Aufwartsphantasie:

- Erholung in China
- Commodity-Hausse

Langfristige Charts

NZD vs. USD

Was fällt auf?

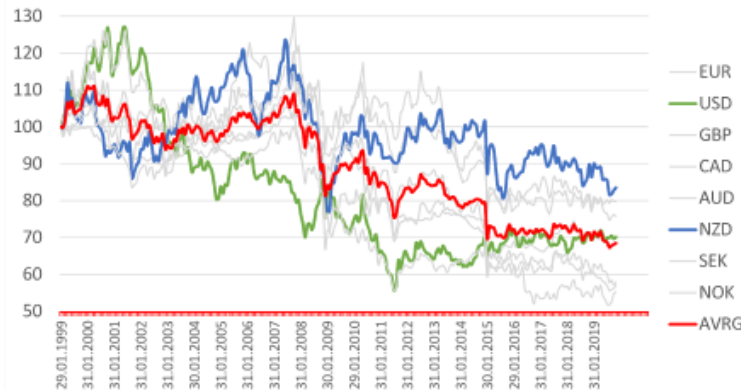


## Auf prekärem Niveau

NZD/USD

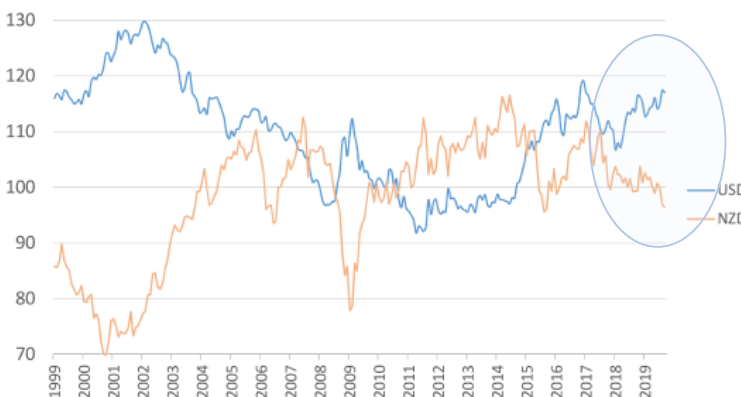


WÄHRUNGEN vs CHF



### REER

AUSSENWERT: REER



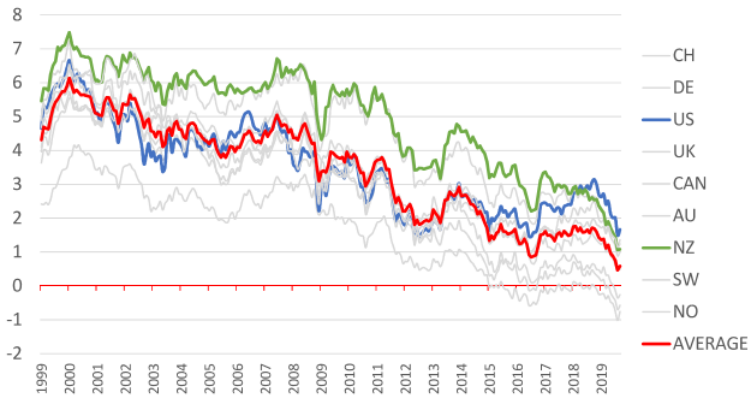
### Wer senkt die Leitzinsen schneller?

- Der NZD hat sich besser als die anderen Währungen gegen den CHF gehalten, wenn man auf die lange Frist abstützt
- Seit einiger Zeit jedoch verliert er insbesondere gegen USD deutlich an Wert, und er ist auf einem heiklen Niveau, dem Low von 2015
- Der NZD hat gegen den CHF seit Lehman am zweitwenigsten der gewählten Währungen an Wert verloren (-17%)
- NZ hat die Leitzinsen so stark gesenkt, dass sich das historische Leitzinsplus in ein Minus verwandelt hat, mit einem für NZ unerhört tiefen Niveau von zuletzt 1% hat die RBNZ alles getan um die Währung zu schwächen
- Kein Wunder hat der NZD Mühe gegen den USD
- Die Frage ist nun: Wer ist schneller bei den Leitzinsen im Rennen auf die Null?
- REER ist für den NZD: Der USD ist jetzt überbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der NZD sieht je nach Horizont neutral oder unterbewertet aus, das REER-Differential ist wieder deutlich gewachsen



# Auch hier: Paradigma-Wechsel

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ NZ vs US

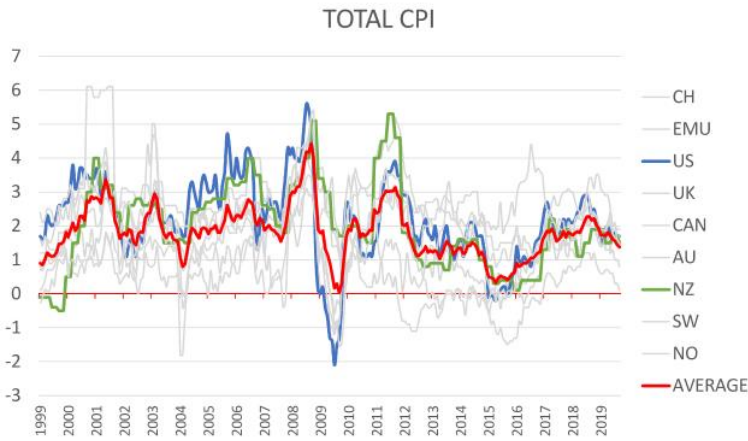


## Neuseeländische Zinsen fallen massiv mehr als USA-Zinsen: Zinsdifferenz pulverisiert

- Auch Neuseeland ist ein Prototyp der Verzerrung eines High Yielders, speziell gegenüber dem USD
- *Leitzinsen: NZ ist im Zinssenkungsmodus und aktuell deutlich tiefer als die USA (im 2008 noch zeitweise 6% über den USA!)*
- Zwar sind die neuseeländischen Zinsen weiterhin höher als der Durchschnitt aber so bodenlos tief, wie man es sich früher nicht vorstellen konnte
- Die neuseeländischen Zinsen sind in einem extremen Abwärtstrend, die Tiefststände werden tiefer, die Zwischenhöchst ebenfalls
- Die Nominalzinsdifferenz des NZD gegen den USD ist durch die Tiefstände von 2001 und 2009 gecrasht
- Unglaublich aber wahr, ein Nominalzinsmalus des NZD gegen den USD hat sich etabliert
- Und ein Abebben der Zinsrally ist nicht ersichtlich

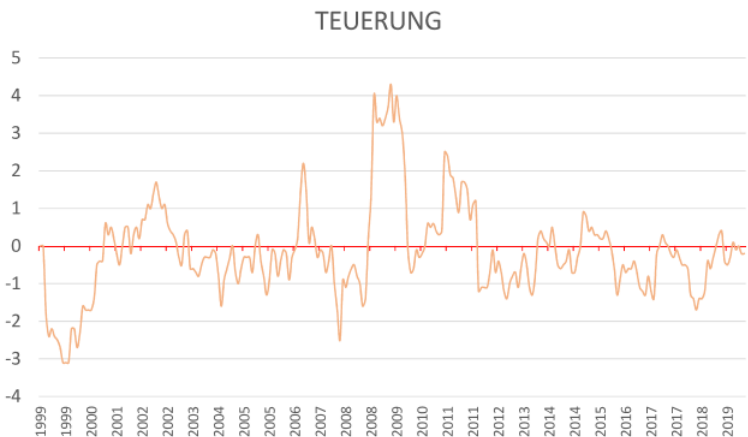


# Inflation hilft dem NZD nicht mehr



## Neuseeland hat aktuell fast die identische Teuerung wie USA

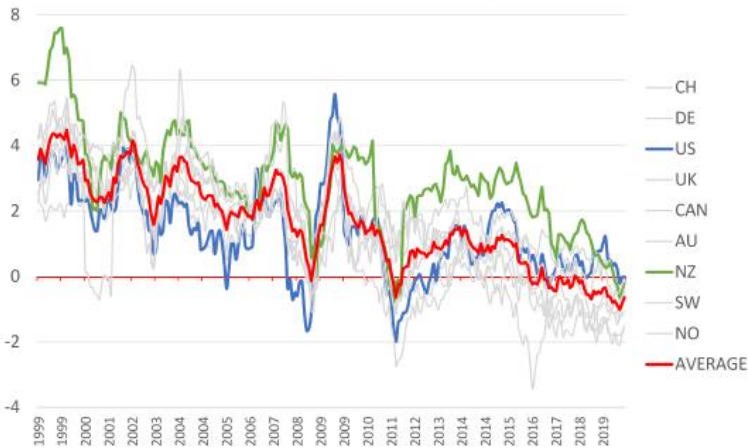
- Historisch hat Neuseeland eine tiefere Inflation als die USA, aktuell ist die Zinsdifferenz –zwar negativ- so klein, dass sie kaum ins Gewicht fällt, und schon gar nicht den Nominalzinsabsturz kompensiert
- Somit: Neuseeland kann die Zinsmisere nicht mit einem Teuerungsbonus (tiefere Inflation) kompensieren





## Im Zeichen des NZD-Zinscrashes

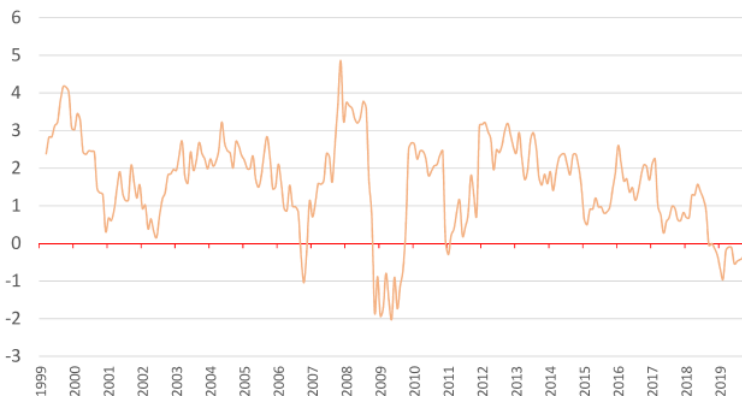
REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



### Der einst happige Realzinsvorteil Neuseelands ist weg

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- Neuseeland hat negative Realzinsen, neu für diese Währung
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Neuseeland bot historisch höhere Realzinsen als die USA, aktuell ist die Realzinsdifferenz allerdings auf unter Null geschmolzen, verantwortlich ist das neuseeländische Zinsmassaker und eine geringe Inflationsdifferenz
- Diese negative Realzinsdifferenz ist absolut aussergewöhnlich, nur gesehen im 2009 und kurz im 2006, der Durchschnitt ist denn auch bei positiven 1.6%,

REALZINS-DIFFERENZEN: NZ vs US

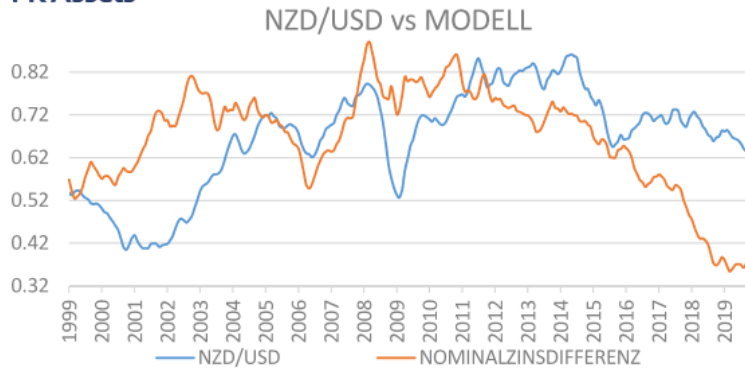




# Kein Support für NZD

## FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



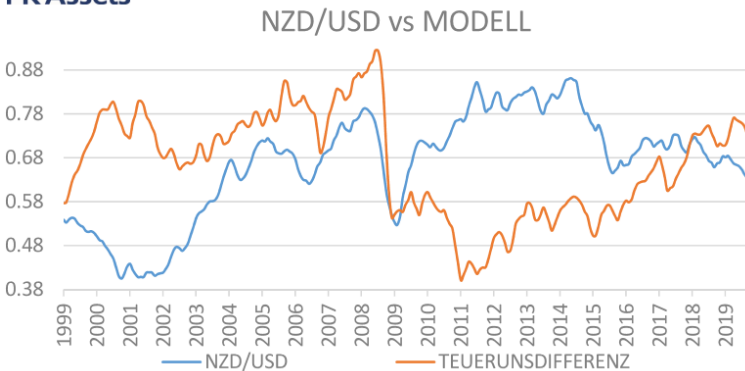
**Neuseeländisches Zinssmassaker bleibt wirksam: Impuls von der Zinsseite: Weiter runter**

NZD/USD:

- Fluktuiert, seit zwei Jahren abwärts
- Nominalzinsdifferenz verlangt tieferen NZD und zwar eindeutig
- Inflationsdifferenz wirkt seit 8 Jahren eher aufwertend für den NZD, seit NZ einen Inflationsmalus aufweist gegen USA
- **Signal Realzins:** Kein Rebound im NZD
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

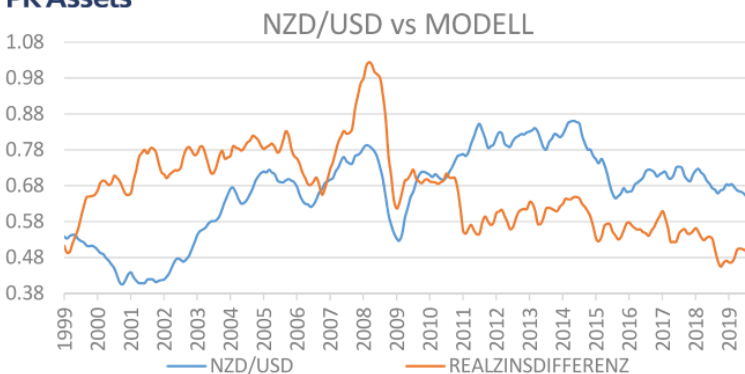
## FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



## FX & Realzinsdifferenzen

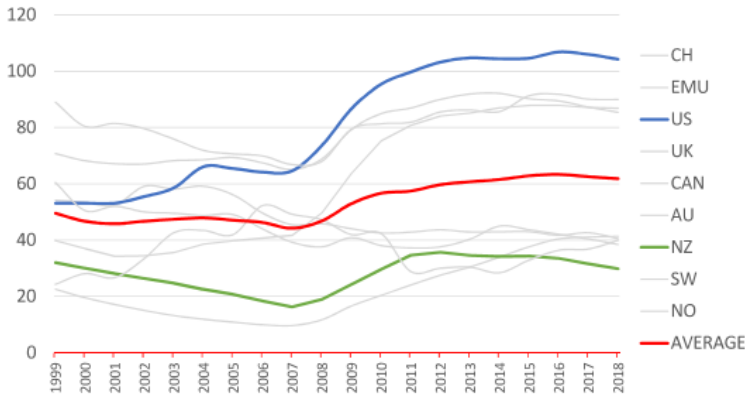
PK Assets





# Klares Plus für den NZD

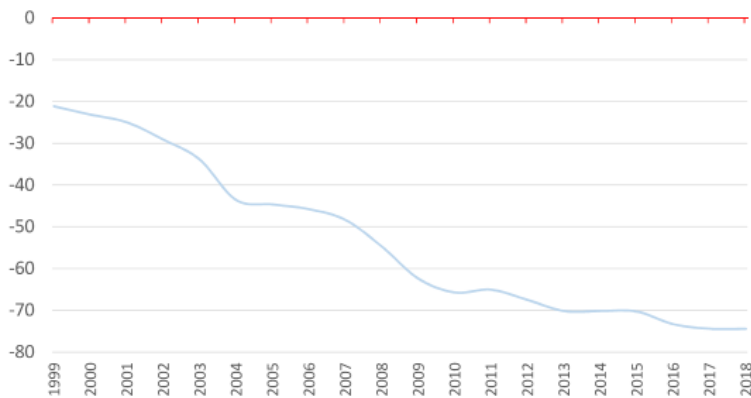
VERSCHULDUNG / BIP



## Laufende Verschlechterung der US-Position: Potentielles Problem für den Dollar, aktuell kein Thema im Markt

- Die US-Schuldenlast stagniert nur wegen dem guten Konjunkturverlauf, eigentlich müsste die Verschuldung in diesen guten Jahren fallen
- Aus einer 20% höheren Schuldenlast (pro BIP) der USA ist eine über 70% höhere Verschuldung geworden, eine fast lineare, massive Verschlechterung der USA gegenüber Neuseeland
- Es ist nun in den USA ein weiterer massiver Anstieg der Verschuldung zu erwarten, da die Budgetdisziplin komplett verschwunden ist und das Wirtschaftswachstum abnehmen könnte

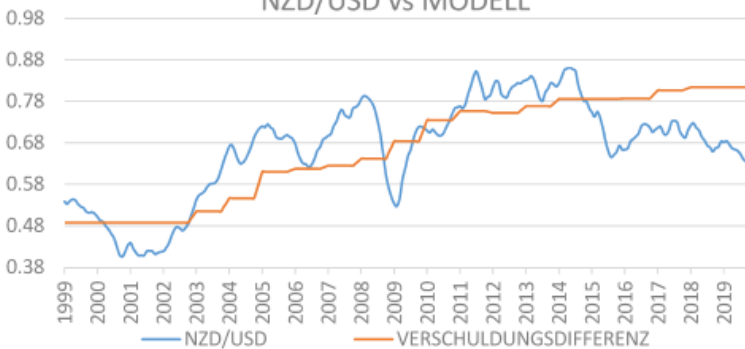
VERSCHULDUNGSDIFFERENZ: NZ vs US



## FX & Verschuldungsdifferenzen

### PK Assets

NZD/USD vs MODELL



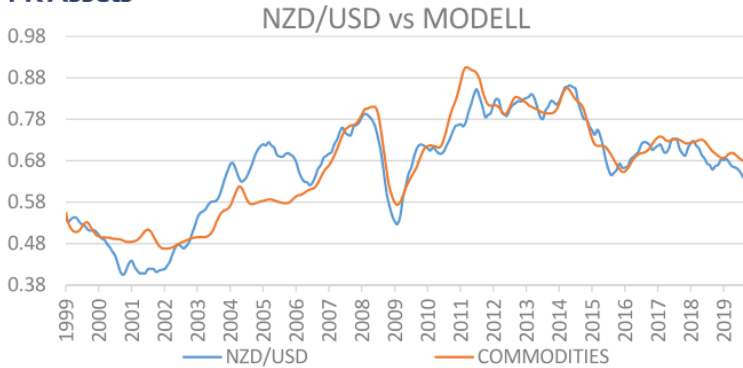




# Kein NZD-Absturz dank den Aktien

## FX & Commodities

### PK Assets

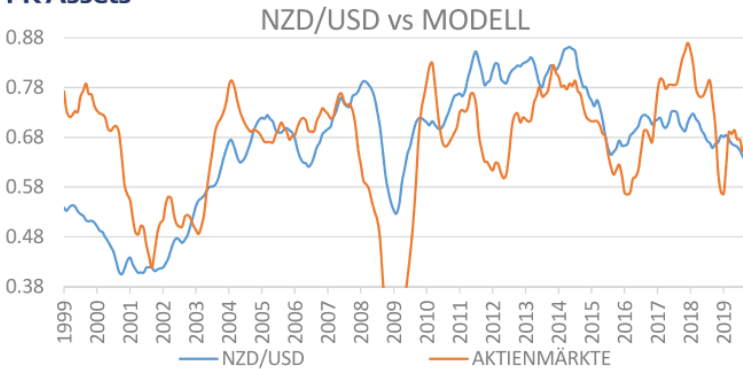


## Leicht positives Signal für den NZD:

- Korrelation zu Commodities: Hoch
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Klar positiv
- Korrelation zu Chinas Leitzinsen und Industrieproduktion: Hoch
- Es gibt per Saldo etwas Auftrieb, v.a. von der Aktienseite

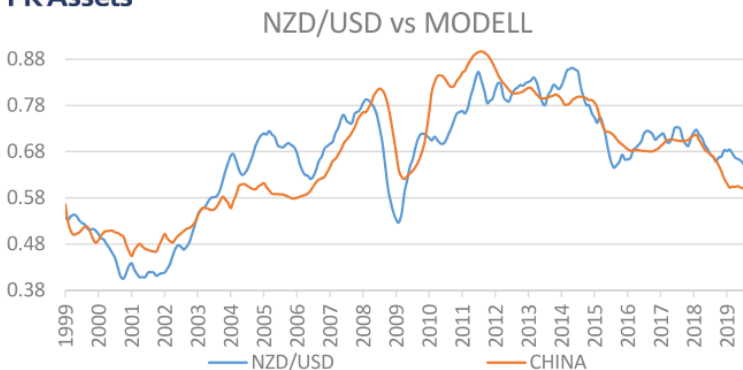
## FX & Aktienmarkt

### PK Assets



## FX & China

### PK Assets

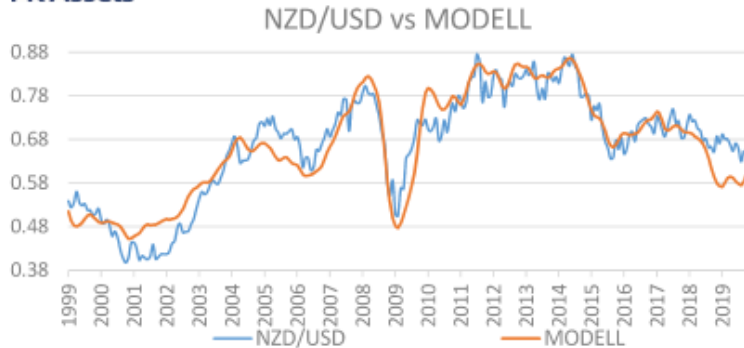




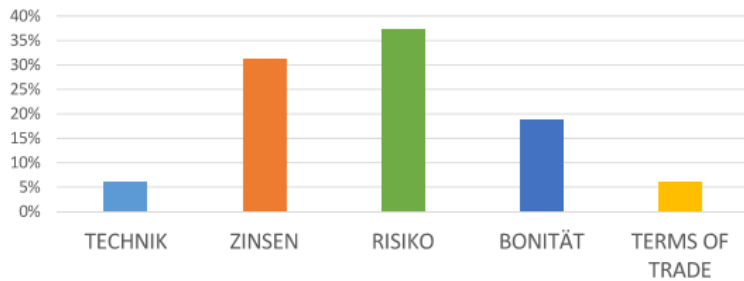
# Zinsen vs. Risiko

## Taktisches Modell

### PK Assets



### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

## Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Neuseeländisches Zinssmassaker: Seit 2012 hat NZ die Leitzinsdifferenz zu den USA von +2% auf -1% fallen lassen
- So ist die Nominalzinsdifferenz im Kapitalmarkt negativ geworden, ein Novum!
- Gleichzeitig hat sich die Teuerungsdifferenz gehalten (arbeitet pro NZD), so dass die Realzinsdifferenz stetig gefallen ist von ursprünglich 2% auf Null
- Und das Zinssignal bleibt so, dass nicht mit einem Rebound gerechnet werden kann
- Der Schuldenverlauf arbeitet zugunsten des NZD, da sich das Verschuldungsdifferenzial der USA vs. NZ laufend erhöht
- Stark pro NZD wirken sich die relativen Terms of Trade aus, die sich deutlich verbessert haben für NZ, sowie das intakte Risikoumfeld

## Gibt es eine Fehlbewertung?

- Das Modell lässt den NZD/USD noch **aktuell überbewertet** aussehen, **aber** die Bewertungslücke scheint sich zu schliessen

## Wovon hängt die Zukunft des Währungspaars ab?

- Beide Notenbanken sind im Zinssenkungsmodus, womit sich die Performance auf die wichtige «Risiko»-Komponente stützen wird: Commodities, China und Aktien
- Andererseits besteht ein massiver REER-Gap, der den NZD billig aussehen lässt

## Unser Base Case: Seitwärts

- Hierfür muss aber das Risikoumfeld positiv bleiben

Langfristige Charts

SEK vs. CHF

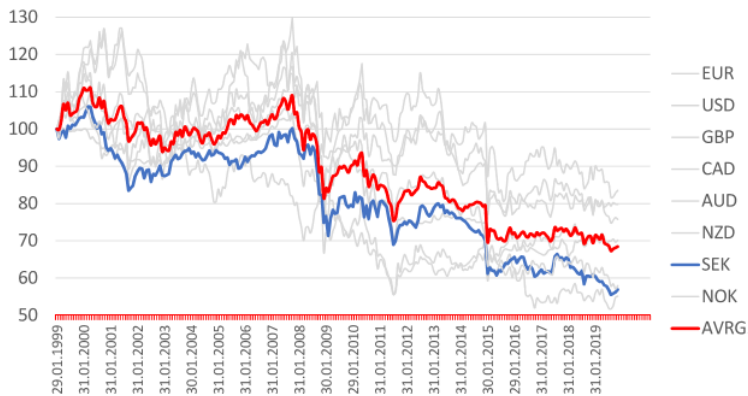
Was fällt auf?



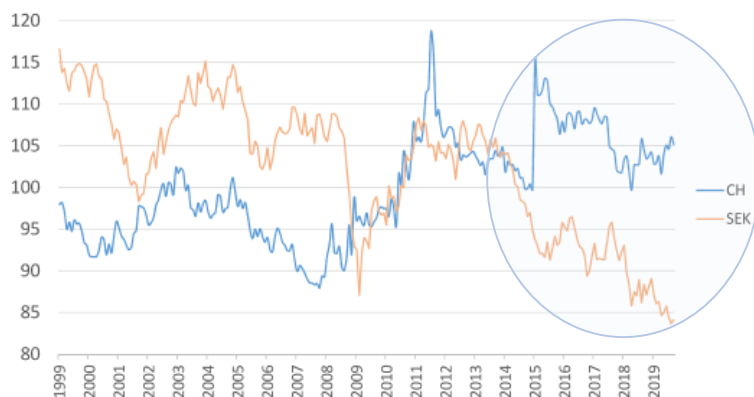
SEK/CHF



WÄHRUNGEN vs CHF



AUSSENWERT: REER



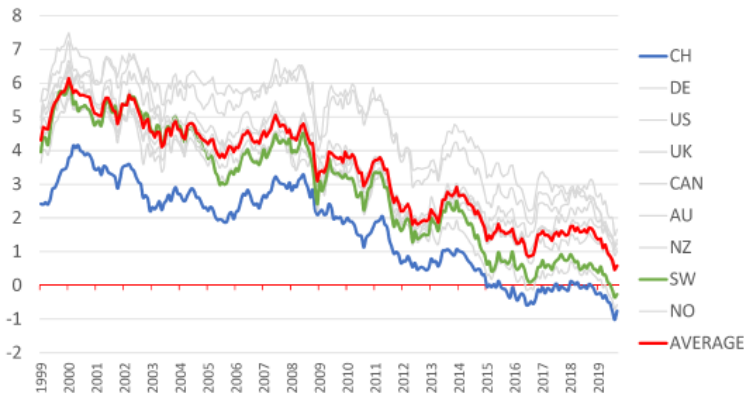
Absturz auf absurde Niveaus?

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der SEK hat gegen den CHF seit Lehman am zweitmeisten der gewählten Währungen an Wert verloren (-39%)
- Seit der Aufgabe der Untergrenze gehört der SEK zu den 3 schlechtesten Währungen
- Trend nach unten ist ungebrochen: Der SEK hat alle Chartpunkte durchbrochen und handelt in «uncharted territory»
- Negativzinsen haben gewirkt: Mit Negativzinsen und QE hat die Riksbank den SEK runter geprügelt
- REER spricht für den SEK: Der SEK ist jetzt unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, der CH eher überbewertet, die REER-Differenz sehr hoch



# Von der Riksbank herunter geprägt

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

NOMINALZINSDIFFERENZ: SEK vs CH

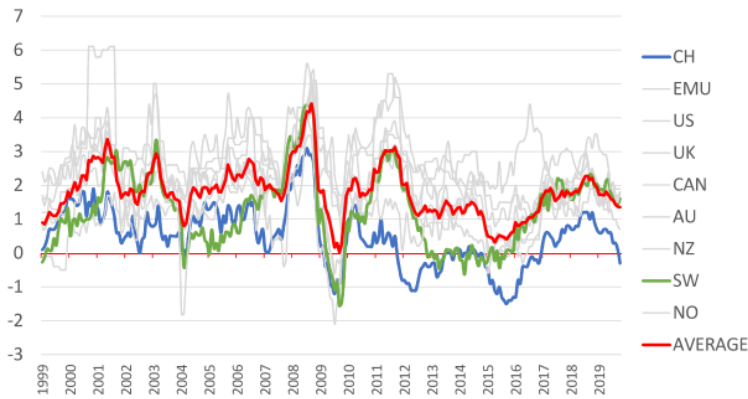


## SEK bietet extrem wenig Zins-Pickup gegen CHF

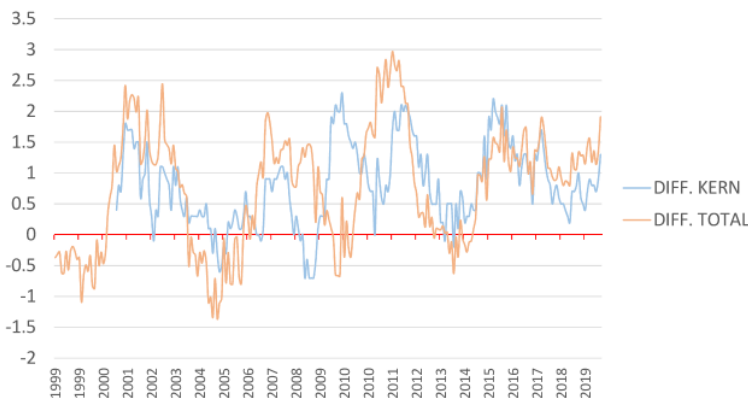
- *Leitzinsen: Die schwedische Leitzinsdifferenz zum CH ist minim bei 0.5%*
- Schweden hatte stets etwas tiefere Zinsen als der Durchschnitt der betrachteten Länder gehabt, hat aber diesen Malus noch einmal kräftig vergrößert
- Und zwar so extrem, dass die schwedischen Zinsen tief in den Minusbereich gewandert sind, trotz ansprechender Konjunktur
- Schwedens BIP ist extrem Handelsabhängig weshalb die Notenbank extrem aktivistisch ist
- Entsprechend kleiner ist die SEK-Zinsdifferenz geworden gegen den CHF; mit knapp einem halben Prozent ist sie so gering wie nur während der grossen Krise,

# Die zweite grosse Hypothek des SEK: Höhere Inflation

TOTAL CPI



TEUERUNGSDIFFERENZ: SEK vs CH



## Signifikanter Inflationsbonus Schwedens

- Schweden hat eine strukturell höhere Inflation, aktuell ist die Differenz SWEs zu CH deutlich höher als im Durchschnitt der letzten 20 Jahre
- Das schwedische CPI ist bisher nur geringfügig gefallen, während das CH-CPI droht, die Nulllinie von oben nach unten zu durchstossen
- Die Inflationsdifferenz sorgt für eine stetige nominale Abwertung des SEK gegen CHF

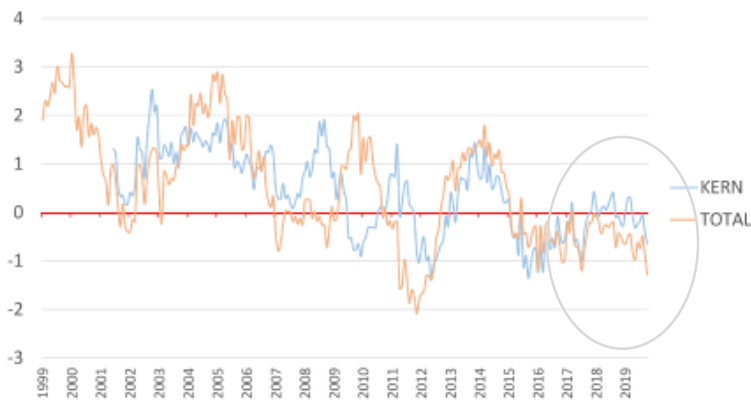


# Unattraktives Schweden, selbst gegen CH

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN



## Realzinsmisere in Schweden, Differenz jetzt deutlich negativ

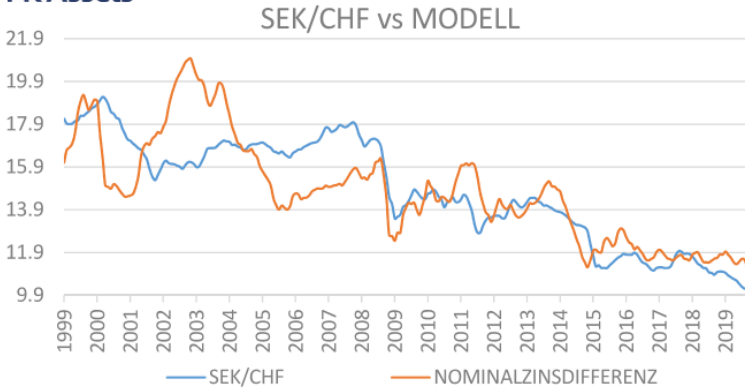
- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat, speziell und massiv in SW
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Schweden hatte einst deutlich höhere Realzinsen als die CH und auch höhere als der Durchschnitt der hier betrachteten Ländern
- Dies hat sich ins Gegenteil verkehrt, Schweden hat heute tiefere Realzinsen als die CH und der Durchschnitt
- Höhere Inflation und tiefere Nominalverzinsung als in der CH ergibt in Schweden unattraktive Realzinsen
- Schweden bietet heute extrem wenig Kompensation an für das Währungsrisiko, was sich auf den Kurs deutlich ausgewirkt hat



# Abwärtstrend des SEK bestätigt

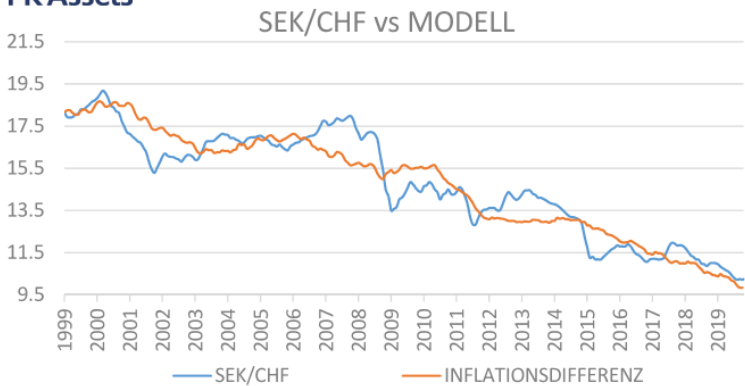
## FX & Nominalzinsdifferenzen

### PK Assets



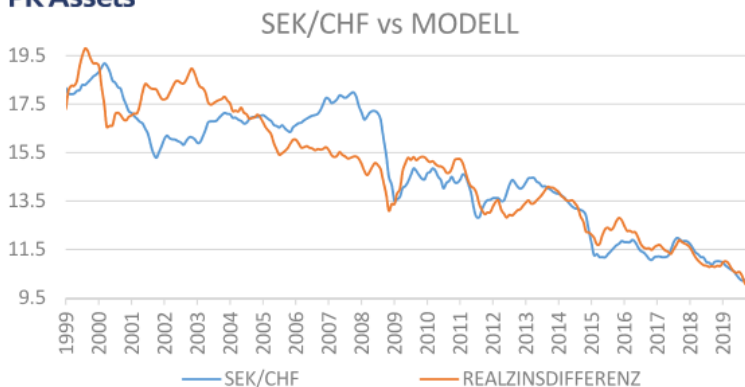
## FX & Teuerungsdifferenz

### PK Assets



## FX & Realzinsdifferenzen

### PK Assets



**Realzinsen bestätigen die schlechte Form des SEK**  
**Impuls von der Zinsseite: Kein Ende des Abwärtstrends**

SEK/CHF:

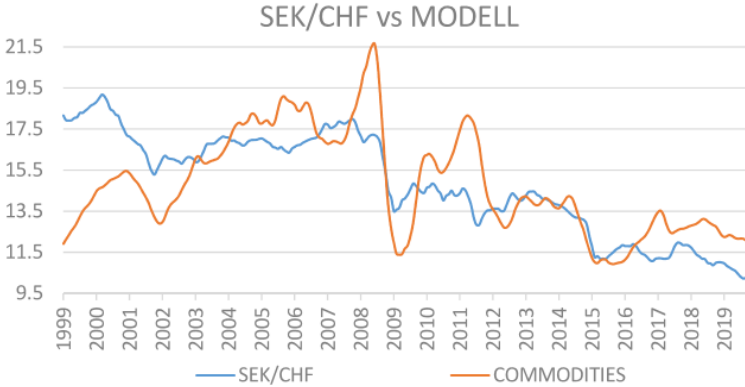
- Seit vielen Jahren mit Unterbrüchen abwärts
- Nominalzinsdifferenz bestätigt Abwärtstrend der letzten Jahre nicht
- Inflationsdifferenz wirkt konstant abwertend für den SEK
- **Signal Realzins: SEK im Abwärtstrend verhaftet**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen





FX & Commodities

PK Assets

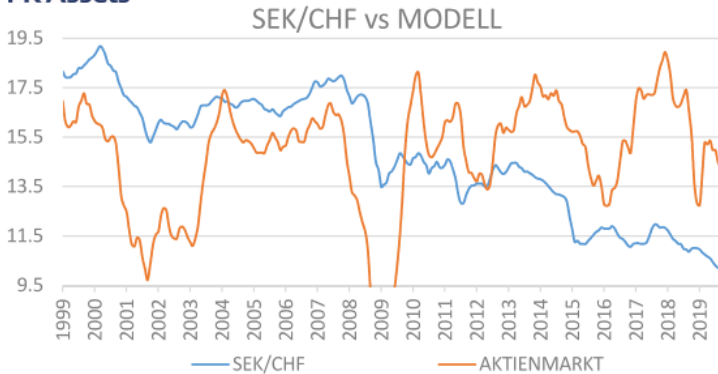


Commodities bestätigen den Ausverkauf des SEK nicht:

- Korrelation zu Commodities: Leicht positiv
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Klar positiv
- Korrelation zu China's Leitzinsen und Industrieproduktion: Leicht positiv
- Per Saldo: Risikoneigung stützt den SEK

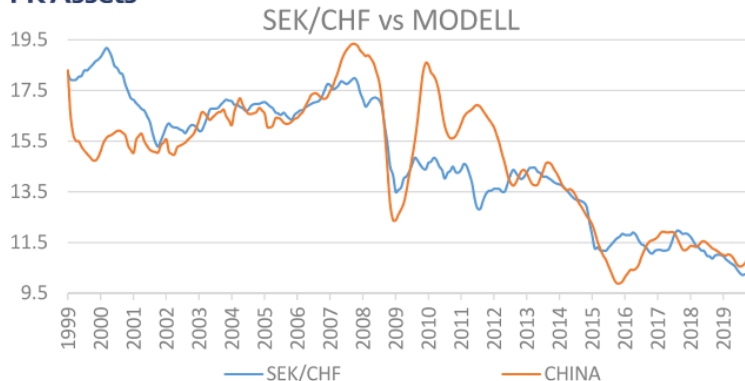
FX & Aktienmarkt

PK Assets



FX & China

PK Assets

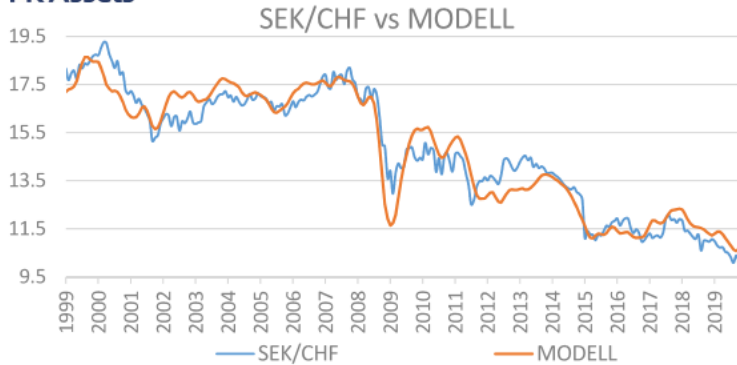




# Die Riksbank hat alles getan, was sie kann; denkt sie jetzt um?

## Taktisches Modell

### PK Assets



### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Die Realzinsen bestätigen den Zerfall des SEK/CHF
- Nicht nur sind die relativen Realzinsen im SEK tief, sie sind auch mittlerweile tiefer als im CHF
- Zum einen ist das Nominalzinsdifferential jetzt minimal, zum anderen hat Schweden ein Inflationsvorteil (weniger Teuerung) in einen Inflationsnachteil verwandelt
- Was den SEK stützt ist das intakte Risiko-Umfeld

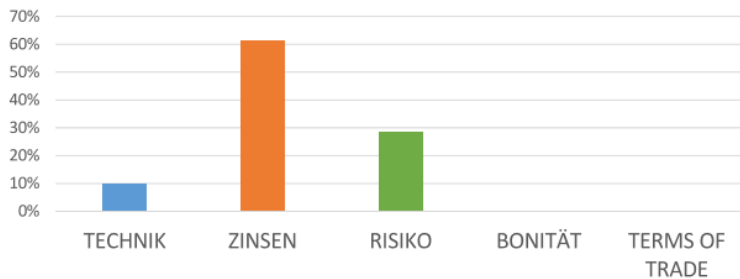
### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Der **SEK ist jetzt** gemäss unserem Modell **zu billig**, aber es sieht **nicht** so aus, als ob das Bewertungsmomentum **dreht**

### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Schweden will die Leitzinsen wieder auf Null setzen
- Der REER-Gap lässt den SEK enorm billig aussehen
- Der SEK ist jetzt auch gemäss unserem Modell zu billig, allerdings nicht basierend auf die Zinsen, sondern auf das Risikoumfeld, das wechseln kann

### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

### Unser Base Case: Leichte Erholung

- Es gibt Anzeichen, dass die Riksbank etwas Gas vom Pedal nimmt, das dürfte den SEK vorerst unterstützen

### Abwärtsrisiko:

- Risk-Off würde die Bewertungsdifferenz komplett vom Tisch nehmen

Langfristige Charts

SEK vs. EUR

Was fällt auf?

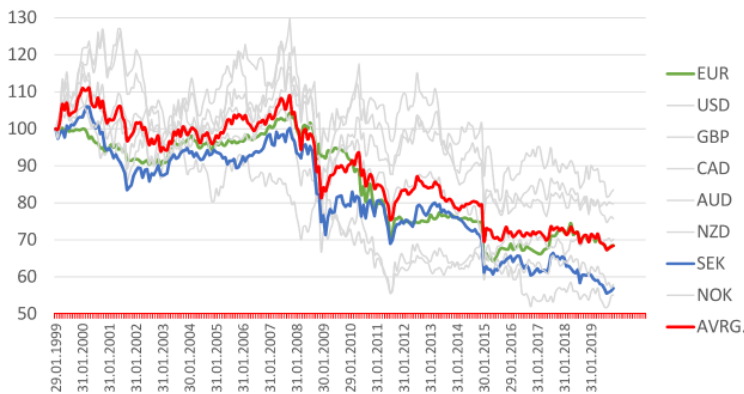


## Ungebrochen abwärts

SEK/EUR



WÄHRUNGEN vs CHF



AUSSENWERT: REER



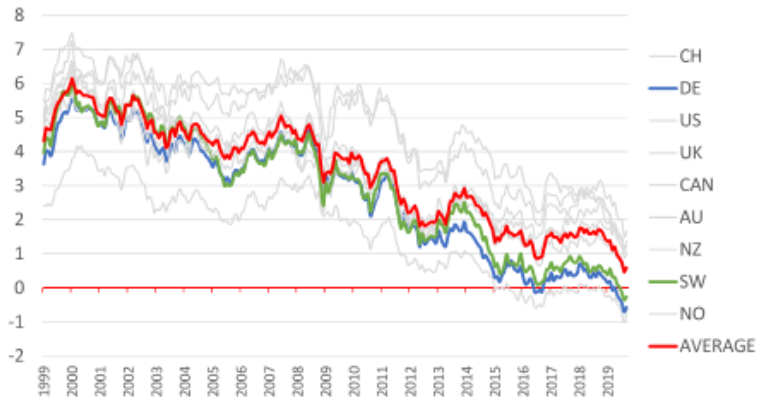
### Schwedische Negativzinsen wirken auch hier

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der SEK hat gegen den CHF seit Lehman am zweitmeisten der gewählten Währungen an Wert verloren (-39%)
- Seit der Aufgabe der Untergrenze gehört der SEK zu den 3 schlechtesten Währungen, insbesondere schlechter als der Euro
- Die Entwicklung des SEK/EUR ist seit nunmehr 7 Jahren abwärts
- Trend ungebrochen: Bisher ist keine Konsolidierung auszumachen
- Negativzinsen haben gewirkt: Mit Negativzinsen und QE hat die Riksbank den SEK runter geprügelt
- REER spricht eher für den SEK: Der SEK ist jetzt deutlicher unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate als der EUR, der REER-Gap ist jetzt wieder deutlich



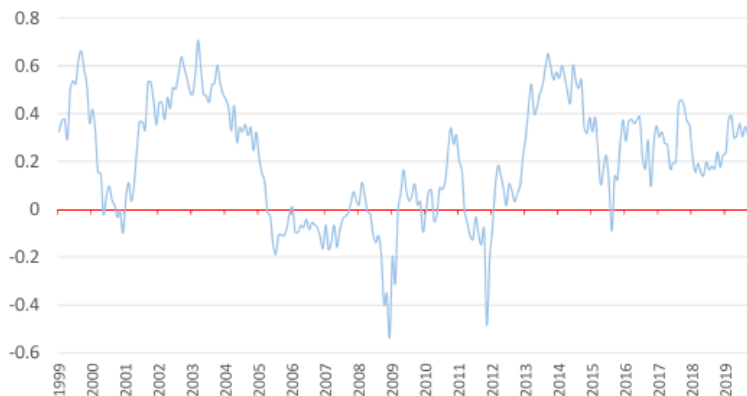
# Kellerduell bei den Zinsen

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

ZINSDIFFERENZ SEK vs DE



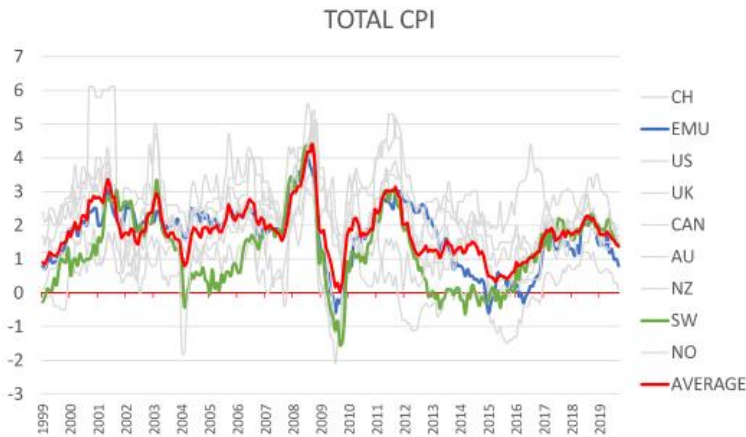
## 2x Negativzinsen: SEK-Zinsplus

Wir wählen hier für die Argumentation die deutschen Zinsen als Basis der europäischen Zinsen, um die Diskussion der Zinsen von derjenigen der Bonität zu trennen

- *Leitzinsen: Die schwedische Leitzinsdifferenz zu DE ist minim bei -0.25% eher tief*
- SWE und DE haben historisch fast identische Kapitalmarktzinsen mit wenig Fluktuationen in der Zinsdifferenz
- Auffällig die Entwicklung beider Länder zu Low-Yielder, der Abstand zum Durchschnitt wird immer grösser
- Aktuell besteht eine leichte Nominalzinsdifferenz zugunsten SWE
- So gesehen sind beide Länder Nominalzinsmässig unattraktiv, wobei in relativer Betrachtung Schweden leicht interessanter aussieht, der Spread ist ein paar Basispunkte über dem Durchschnitt der Historie

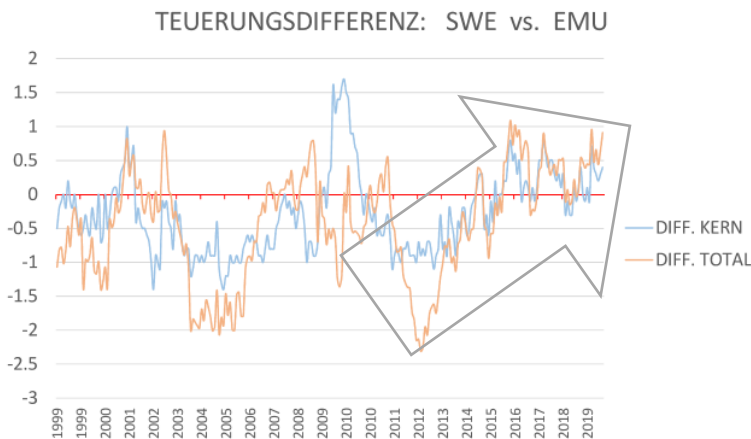


# Paradigmawechsel, höhere Teuerung in SWE



## Schweden hat eine Inflationsprämie gegen DE aufgebaut

*Wir nehmen bei den Teuerungszahlen die Inflation für den gesamten Euroraum, denn diese ist repräsentativer und nicht durch Bonitätseffekte verzerrt*



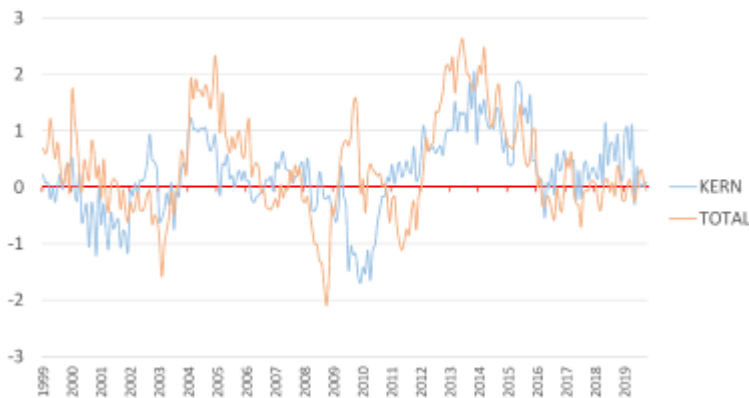
- Schweden hatte historisch eine strukturell tiefere Inflation als der Euroraum, nicht aber in den letzten Jahren, seit 2016 ist die Teuerung in Schweden höher als im Euroraum
- Die Zinsdifferenz schwankt stark, das aktuelle Niveau der Inflationsdifferenz ist somit hoch, mit einem eher ungewöhnlichen positiven Vorzeichen
- Das seit bald 10 Jahren steigende Inflations-Differenzial gegen den Euroraum wiegt wie Blei auf der Währung



REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN: SWE vs. DE



## Unergiebige Realzinsen, beide Notenbanken hoch aktivistisch: Ähnliche Realzinsen

Wir wählen hier die deutschen Realzinsen als Basis, um diese Diskussion von derjenigen der Bonität zu trennen

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat, speziell und massiv in beiden Ländern
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Historisch hat weder Schweden noch der Euroraum strukturell höhere oder tiefere Realzinsen
- Auch jetzt nicht in Zeiten tief roter Realzinsen in beiden Ländern, aktuell sind die Realzinsen exakt auf gleichem Level
- Die Realzinsdifferenz zwischen SWE und DE schwankt beträchtlich

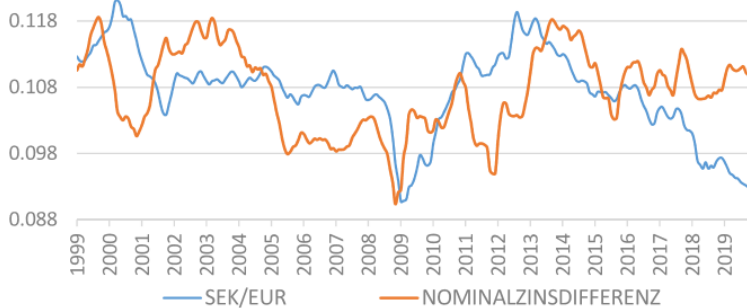


# SEK-Ausverkauf ging zu weit

## FX & Nominalzinsdifferenzen

### PK Assets

SEK/EUR vs MODELL



**Kein Realzins-Nachteil Schwedens zu sehen, warum dieser Absturz? Impuls von der Zinsseite: Höher**

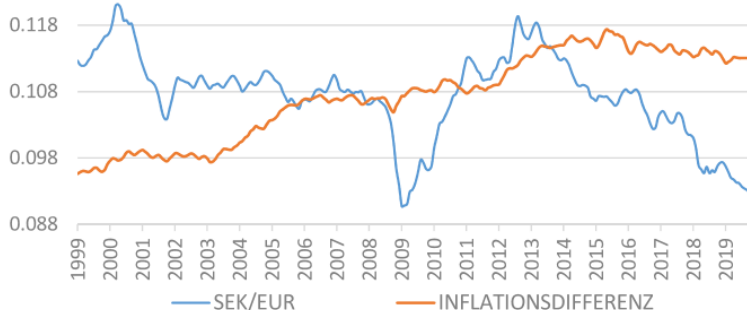
SEK/EUR:

- Seit 7 Jahren mit Unterbrüchen abwärts
- Nominalzinsdifferenz bestätigt Abwärtstrend der letzten Jahre nicht, eher im Gegenteil
- Inflationsdifferenz wirkt seit ein paar Jahren leicht abwertend für den SEK
- **Signal Realzins:** SEK müsste höher sein gegen EUR
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

## FX & Teuerungsdifferenz

### PK Assets

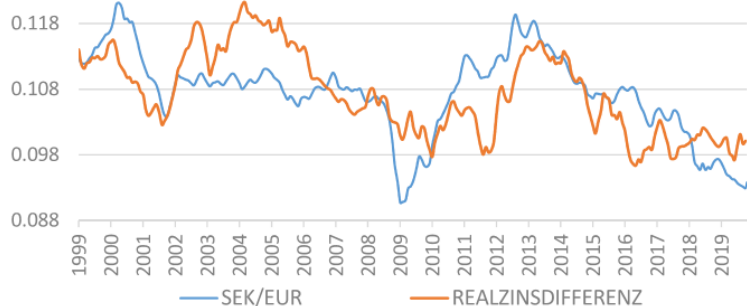
SEK/EUR vs MODELL



## FX & Realzinsdifferenzen

### PK Assets

SEK/EUR vs MODELL

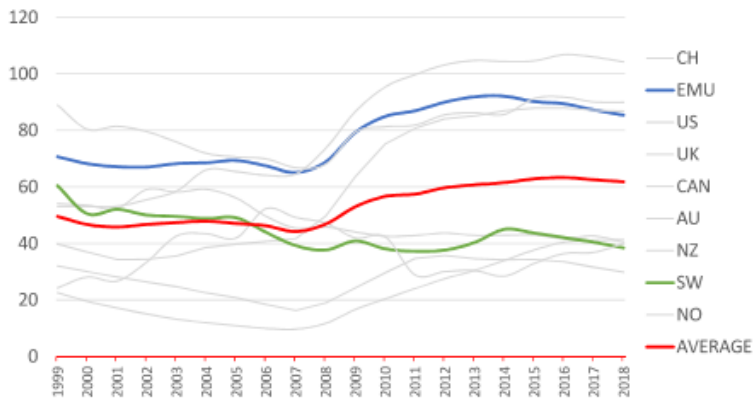






## Interessiert aktuell keinen

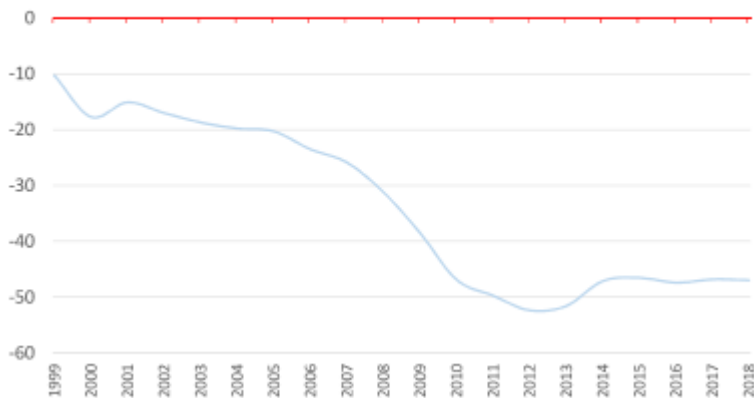
### VERSCHULDUNG / BIP



**Eurozone macht gewisse Fortschritte: SEK profitiert nicht von seiner massiv tieferen Staatsverschuldung**

- Schweden zählt zu den Musterknaben im Bereich Verschuldung
- Die Eurozone nicht, aber sie hat eine Plafonierung der Verschuldung erreicht, durch Finanzrepression und verbessertes Wachstum, so dass sich die Schuldenlast auf hohem Niveau langsam zurückbildet
- Damit ist die Verschuldung in den beiden Regionen im Gleichschritt etwas runter gekommen
- Deshalb hat der SEK gegen EUR von der besseren Bonität in den letzten Jahren nicht profitiert
- Trotz einer halb so grossen Verschuldung wie die Eurozone konnte der SEK seinen Vorteil nicht ausspielen

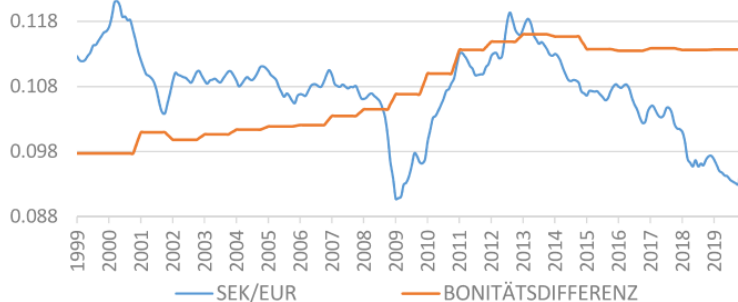
### VERSCHULDUNG SE vs EMU



### FX & Verschuldungsdifferenzen

#### PK Assets

### SEK/EUR vs MODELL

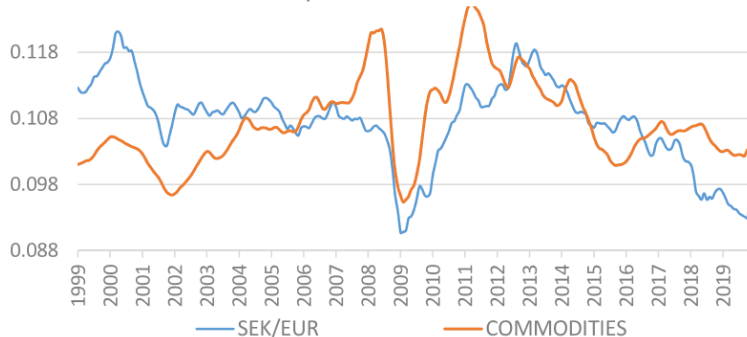




FX & Commodities

PK Assets

SEK/EUR vs MODELL



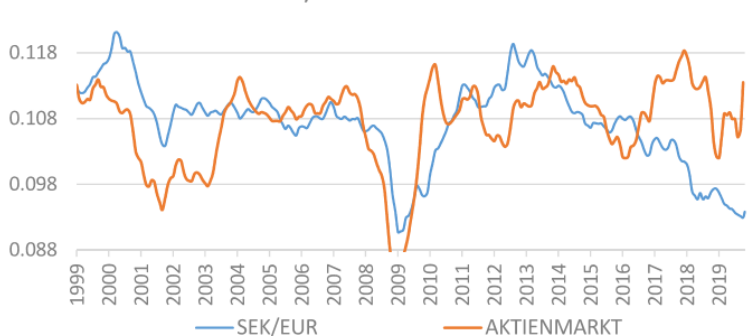
Risikoneigung spricht klar für den SEK:

- Korrelation zu Commodities: Positiv
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Leicht positiv
- Korrelation zu China's Leitzinsen und Industrieproduktion: Positiv
- Per Saldo Upside klar ersichtlich

FX & Aktienmarkt

PK Assets

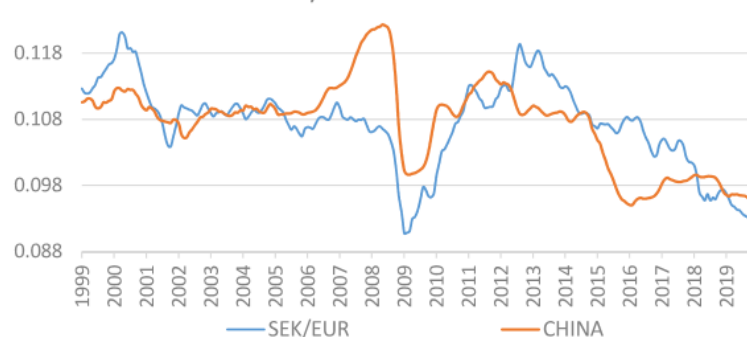
SEK/EUR vs MODELL



FX & China

PK Assets

SEK/EUR vs MODELL

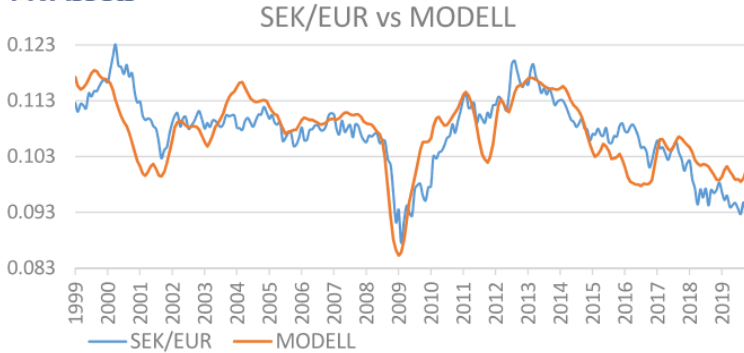




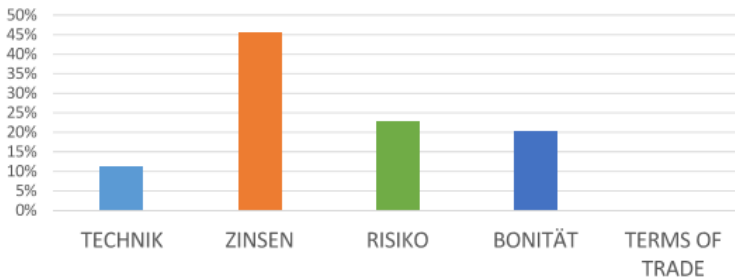
## Sell-Off zu weit gegangen

### Taktisches Modell

#### PK Assets



#### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

#### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Die Zinsdifferenzen SWE/DE sind minimal, umso wichtiger ist die Inflationsposition
- In den letzten Jahren hat sich der Inflationsvorteil SWEs in einen Nachteil (höhere Teuerung) entwickelt, allerdings auch hier in engen Grenzen
- Die Realzinsdifferenz ist Null, und damit im längeren Durchschnitt
- Die wesentlich bessere Bonität SWEs verglichen mit der Eurozone hat der SEK kaum etwas gebracht, da die Verschuldung im Euroraum in den letzten Jahren verflachte
- SEK ist klar Risk-On gegen den Euro, im heutigen guten Risikoumfeld sollte dies dem SEK helfen

#### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Der **SEK ist jetzt zu billig**, die Fehlbewertung steigt

#### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaars ab?

- Schweden will die Leitzinsen wieder auf Null setzen
- Der REER-Gap lässt den SEK billig aussehen
- Der SEK ist jetzt auch gemäss unserem Modell zu billig, v.a. aufgrund des Risikoumfelds, das wechseln kann

#### Unser Base Case: Erholung

- Es gibt Anzeichen, dass die Riksbank etwas Gas vom Pedal nimmt, das dürfte den SEK vorerst unterstützen

#### Abwärtsrisiko:

- Risk-Off würde die Bewertungsdifferenz vom Tisch nehmen

Langfristige Charts

NOK vs. CHF

Was fällt auf?



### Absturz des NOK auf absurde Niveaus?

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der NOK hat gegen den CHF seit Lehman am meisten der gewählten Währungen an Wert verloren (-46%)

- Seit der Aufgabe der Untergrenze ist der NOK ebenso die schlechteste Währung

- Die Unterperformance hat sich in den letzten Monaten akzentuiert

- Trend geht weiter nach unten: Der NOK hat alle Chartpunkte durchbrochen und handelt in «uncharted territory»

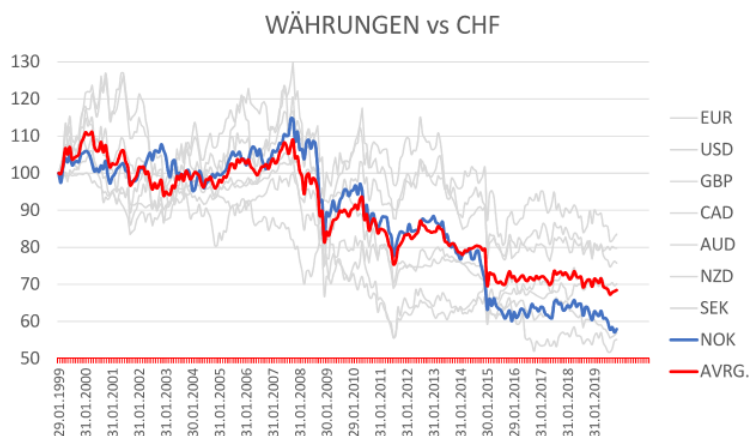
- Warum?

- Die Norges Bank war eine der einzigen Notenbanken, welche die Zinsen erhöht hat

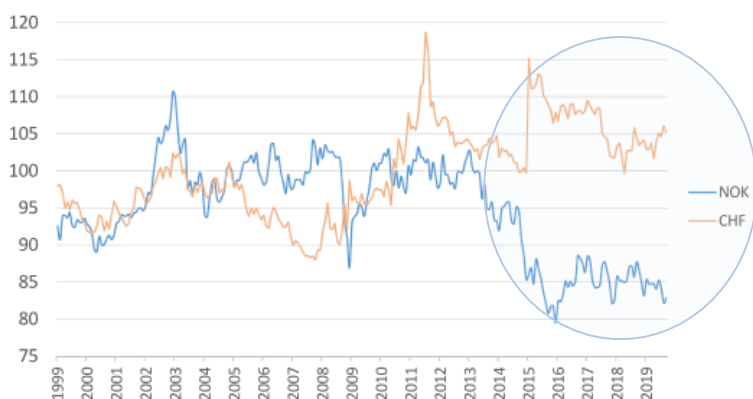
- So ist aktuell die Leitzinsdifferenz gegen CH bei über 2%, auf dem Top der letzten 10 Jahre

- Die Norges Bank macht weder QE, noch bietet sie Negativzinsen

- REER spricht für den NOK: Der NOK ist jetzt deutlich unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate, die REER-Differenz zum CHF auf Rekordhöhe



### AUSSENWERT: REER





# NOK-Zinsen interessant vs. CH

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

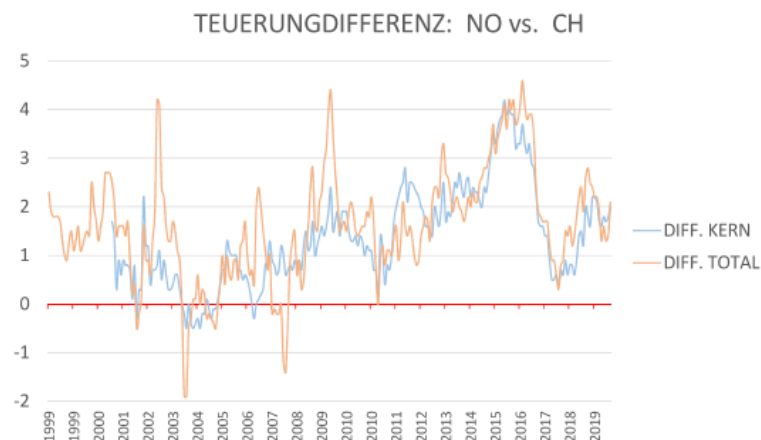
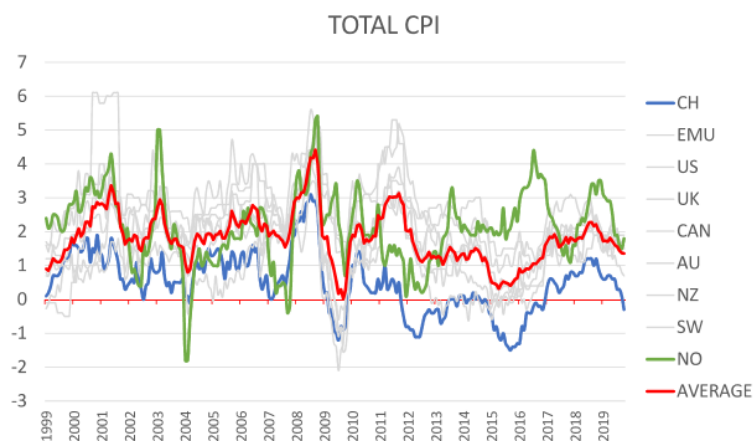
NOMINALZINSDIFFERENZ NOK vs CH



## Norwegen konnte Nominalzins-Plus gegen CH halten und zuletzt sogar ausbauen

- *Leitzinsen: NO ist im Zinserhöhungsmodus und hat wieder eine mittlere Leitzinsdifferenz von doch über 2% geschaffen*
- Historisch ist der NOK ein Mid-Yielder
- Auch die norwegischen Kapitalmarktzinsen haben eine Talfahrt gemacht, analog zu den globalen Zinsen, aber sie haben einen gewissen Nimbus höherer relativer Zinsen aufbauen können
- So bietet Norwegen heute höhere Nominalzinsen als der Durchschnitt der Länder und die Zinsdifferenz zur CH ist eher noch gestiegen, so gesehen sehen die NOK-Zinsen attraktiv aus

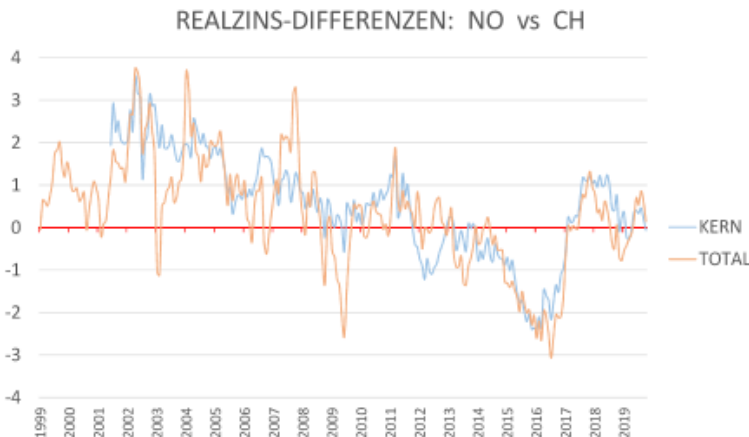
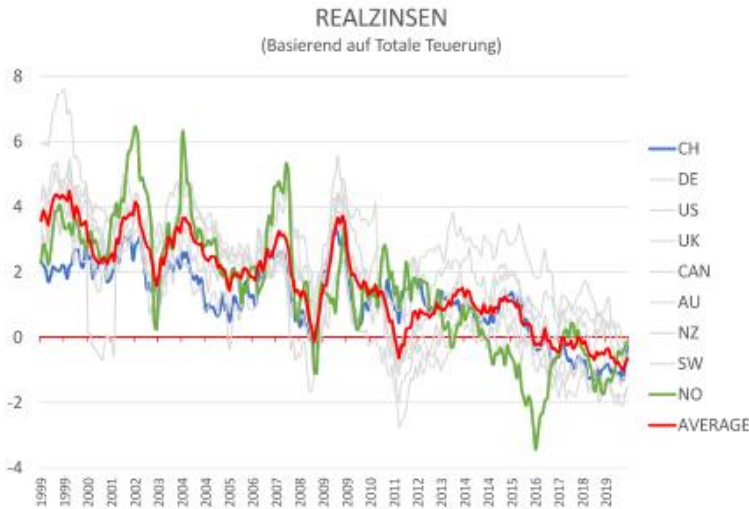
## NOK-Teuerungs-Diff. zum CH auf mittlerem Niveau



### Brutal volatile NOK-Teuerung: Norwegen baut wieder Inflationsprämie geg. CHF auf

- Norwegen hat historisch eine höhere Inflation als die CH und auch eine hohe Volatilität, beides belastet sie Währung
- Die norwegische Inflation ist zuletzt deutlich gefallen als der Durchschnitt der Währungen der betrachteten Länder
- Das CH-CPI fällt wieder dramatisch und ist jetzt unter Null, auch die Kernteuerung belebt sich nicht
- Die Inflationsdifferenz ist aktuell über dem historischen Durchschnitt und wird vom CH-CPI-Absturz gestützt

# Realzinsen: Identische Realzinsen



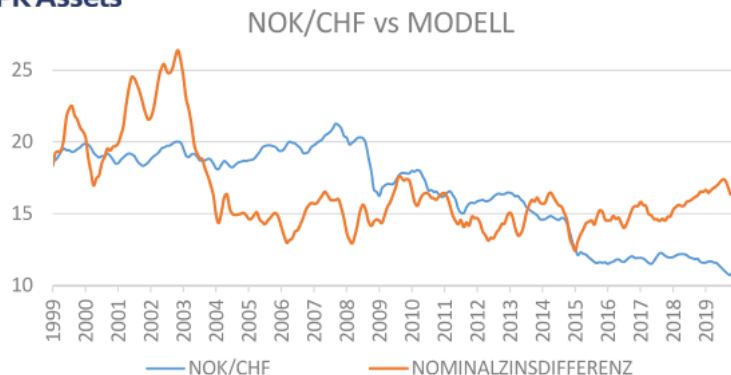
## Norwegen bietet keine Realzinsprämie vs. CH

- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Historisch bot Norwegen deutlich höhere Realzinsen als die CH
- Mit 2008 und den Verwerfungen der relativen Realzinsen hat sich das Bild geändert
- Die Realzinsen Norwegens sind deutlich volatil als die der CH und aktuell ziemlich genau auf der Höhe derjenigen der CH
- 2014-2016: Der Crash der Realzinsen Norwegens durch einen Inflations-Spike bei tiefen Nominalzinsen ist aufgefangen
- Norwegen hat als einziges europäisches Land die Leitzinsen dieses Jahr erhöht
- So ist die Realzinsdifferenz aktuell ziemlich genau bei Null, deutlich niedriger als im Durchschnitt der Historie aber weit weg von den brutal tiefen 2015-16-Jahren



FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



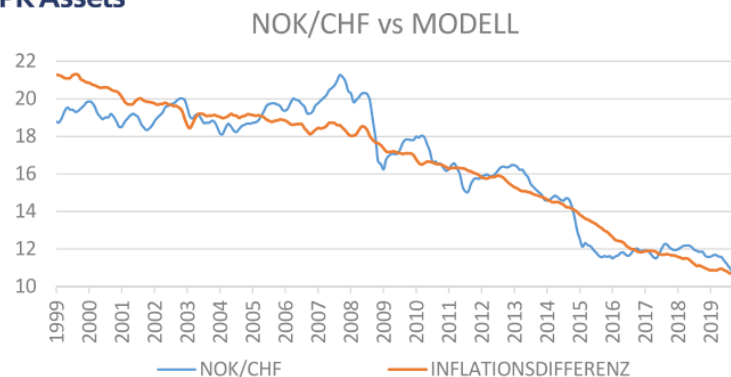
Kein Realzins-Nachteil Norwegens zu sehen, warum dieser Absturz? Impuls von der Zinsseite: Höher

NOK/CHF:

- Seit vielen Jahren mit Unterbrüchen abwärts
- Nominalzinsdifferenz bestätigt Abwärtstrend der letzten Jahre nicht, im Gegenteil
- Inflationsdifferenz wirkt seit jeher abwertend für den NOK
- **Signal Realzins:** NOK müsste höher sein gegen CHF
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

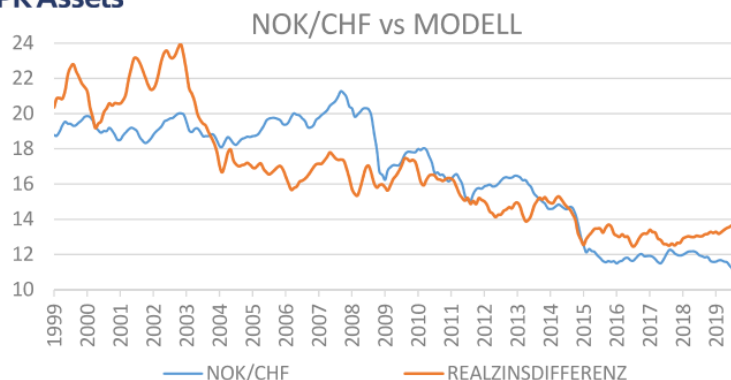
FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



FX & Realzinsdifferenzen

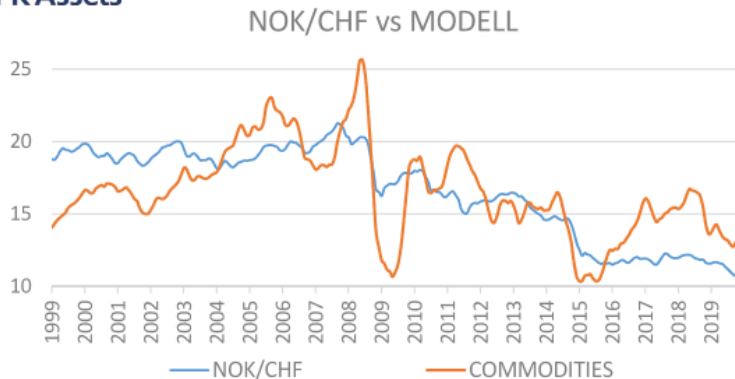
PK Assets





FX & Commodities

PK Assets

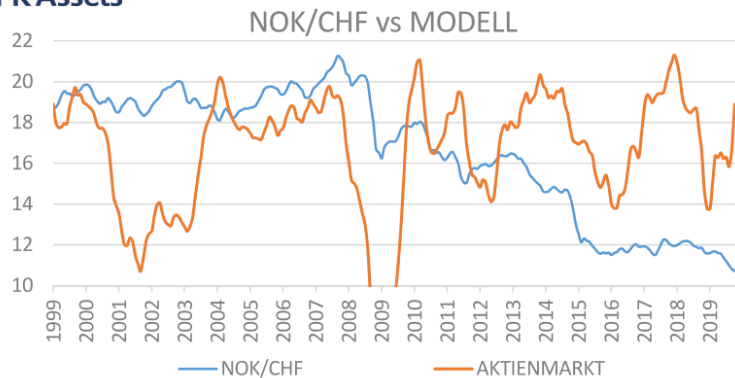


Commodities bestätigen NOK-Ausverkauf nicht:

- Korrelation zu Commodities: Gering
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Gering
- Korrelation zu Chinas Leitzinsen und Industrieproduktion: Gering
- Per Saldo Upside

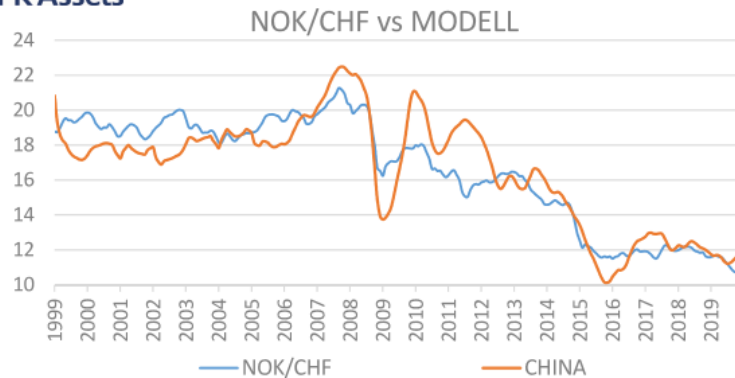
FX & Aktienmarkt

PK Assets



FX & China

PK Assets

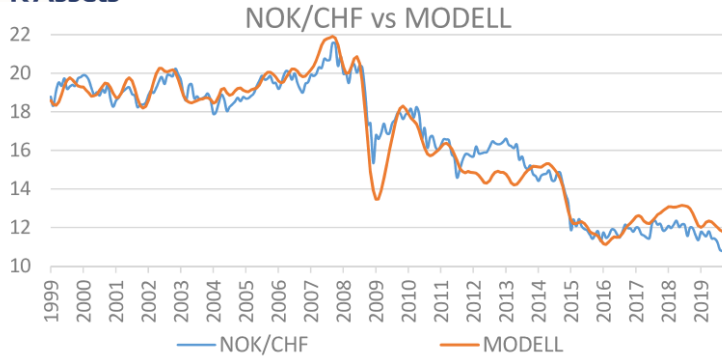




## Zu tief abgestürzt

### Taktisches Modell

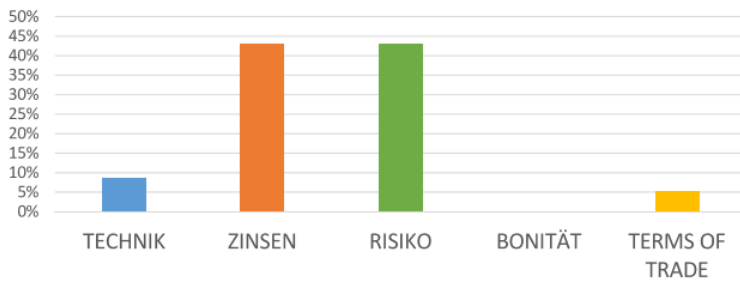
#### PK Assets



#### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Die Zinsen rationalisieren den Absturz seit der Aufgabe der Euro-Untergrenze seitens der SNB nicht:
- Zwar war das Inflationsdelta strukturell hoch zuungunsten des NOK
- Aber die Nominalzinsdifferenz zugunsten des NOK wurde gehalten und ausgebaut
- Das Realzinsdelta ist aktuell bei Null, zugegeben tief, aber nicht so tief wie es der Wahrungskurs impliziert
- Das intakte Risikoumfeld sollte den NOK stützen

#### Modell-Bausteine



#### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Der **NOK ist deutlich zu billig**

#### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Norwegen hat die Leitzinsen 4x erhöhet seit dem Tief von 2016-18, die Währung hat nicht reagiert
- Auch der Ölpreis ist nicht in einer Baisse
- Der REER-Gap zeigt einen extrem billigen NOK an

- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

#### Unser Base Case: Erholung

- Wir können den Ausverkauf im 2019 nicht nachvollziehen
- Mit den Bausteinen, die wir benützen, ist der NOK deutlich unterbewertet
- Es gibt auch keine Probleme mit Verschuldung, NO ist ein Musterknabe

#### Abwärtsrisiko:

- Risk-Off würde die Bewertungsdifferenz komplett vom Tisch nehmen

Langfristige Charts

# NOK vs. EUR

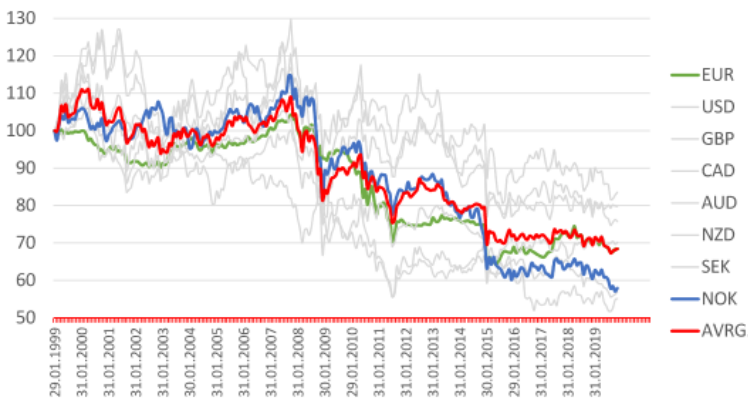
Was fällt auf?



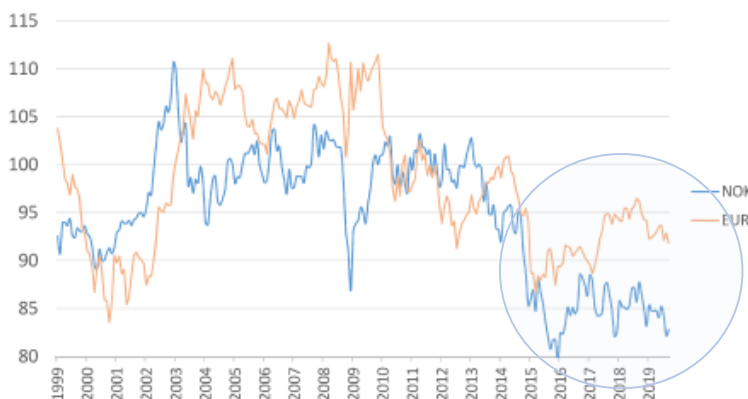
NOK/EUR



WÄHRUNGEN vs CHF



AUSSENWERT: REER



### Norges Bank erhöht Zinsen, Währung geht runter

- Seit Lehman (11 Jahre) haben alle beobachteten Währungen gegen den CHF deutlich an Wert verloren
- Der NOK hat gegen den CHF seit Lehman am meisten der gewählten Währungen an Wert verloren (-46%)
- Seit der Aufgabe der Untergrenze ist der NOK ebenso die schlechteste Währung
- Somit hat der NOK auch gegen den Euro gelitten, die Entwicklung des NOK/EUR ist seit nunmehr 7 Jahren abwärts
- Der Trend geht weiter nach unten: Bisher ist keine Konsolidierung auszumachen
- Besonders augenscheinlich ist die Unterperformance in den letzten Monaten
- Dies obwohl die Norges Bank die einzige Bank ist in Europa, die die Zinsen nach oben genommen hat, so ist das Leitzinsdifferenzial gegen den EUR bei nunmehr 1.5%, am Höchst der letzten 10 Jahre
- REER spricht eher für den NOK: Der NOK ist jetzt deutlicher unterbewertet gemäss Real Effective Exchange Rate als der EUR, der REER-Gap ist jetzt wieder hoch



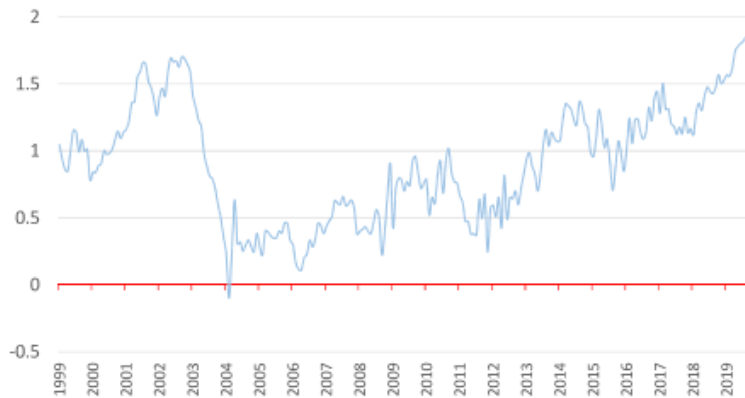
# Zinsbonus des NOK am Maximum

NOMINALZINSEN



10-Jahres Zinsen

ZINSDIFFERENZ NOK vs DE



## Brutal steigendes Nominalzins-Plus Norwegens vs. DE

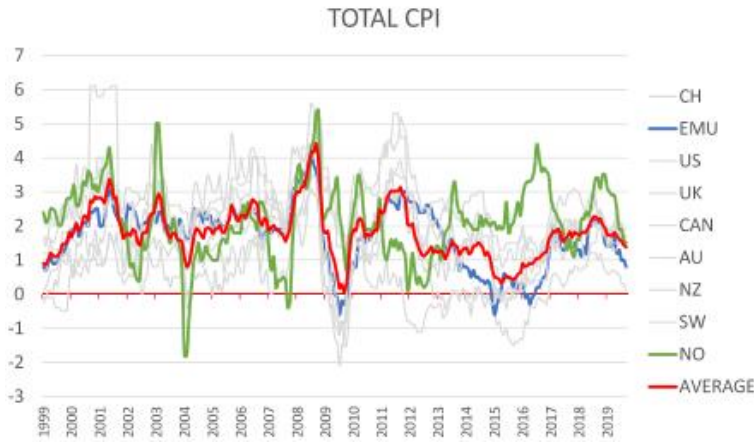
Wir wählen hier für die Argumentation die deutschen Zinsen als Basis der europäischen Zinsen, um die Diskussion der Zinsen von derjenigen der Bonität zu trennen

- Leitzinsen: NO ist im Zinserhöhungsmodus und hat wieder eine mittlere Leitzinsdifferenz von doch 1.5% geschaffen

- Einst ähnlich verzinst wie DE, bietet der NOK heute attraktive Zinsen
- Auch die norwegischen Zinsen haben eine Talfahrt gemacht, analog zu den globalen Zinsen, aber sie haben einen leichten Nimbus höherer relativer Zinsen aufbauen können
- So bietet Norwegen höhere Nominalzinsen als der Durchschnitt der Länder und die Zinsdifferenz zu DE ist deutlich gestiegen, so gesehen sehen die norwegischen Zinsen attraktiv aus

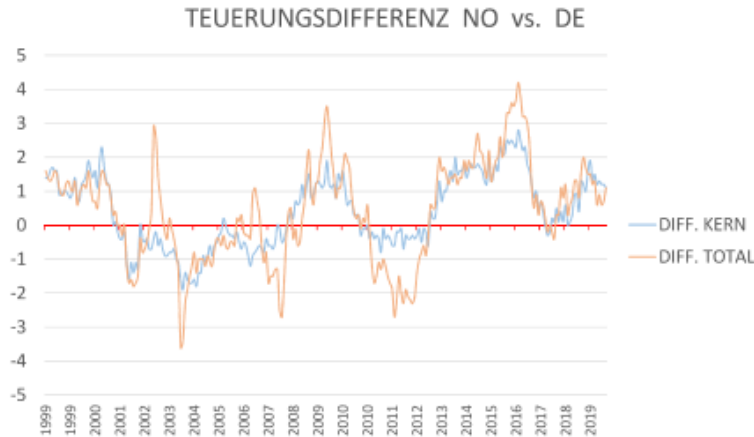


# Höhere Teuerung des NOK wiegt schwer



## Eher hohe Inflationsdifferenz des NOK zum EUR

*Wir nehmen bei den Teuerungszahlen die Inflation für den gesamten Euroraum, denn diese ist repräsentativer und nicht durch Bonitätseffekte verzerrt*

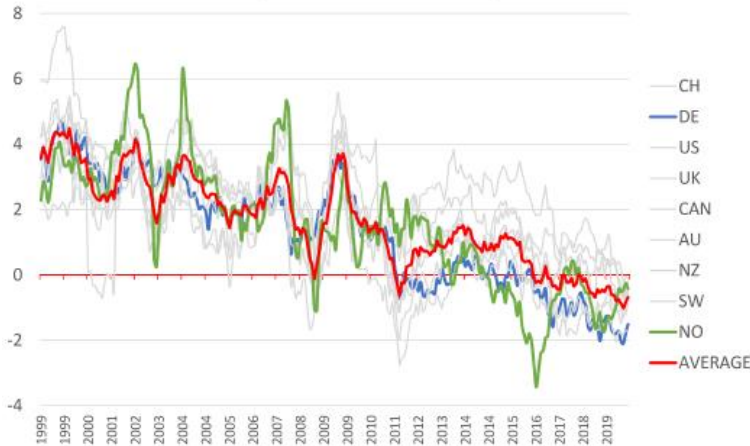


- Norwegen hat eine hohe Vola in der Inflation und damit auch ein volatiles Teuerungsdifferential gegenüber dem EUR
- Die Teuerungsdifferenz schwankt um den Nullpunkt, ist aber seit 7 Jahren Positiv, so kann man seit einiger Zeit von einer strukturellen Teuerungsprämie des NOK sprechen
- Die Inflationsdifferenz ist aktuell deutlich über dem historischen Durchschnitt, aktuell 1.1%, deutlich über dem historischen Durchschnitt von 0.4%

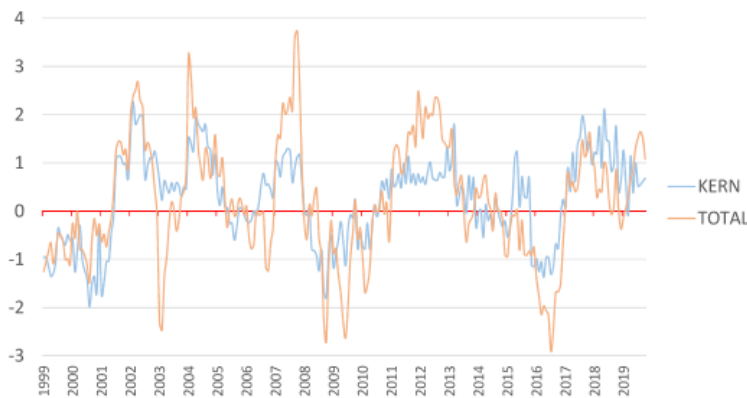


# Norwegen: Volatil aber attraktiv

REALZINSEN  
(Basierend auf Totale Teuerung)



REALZINS-DIFFERENZEN: NO vs. DE



## Realzinsvorteil NOK

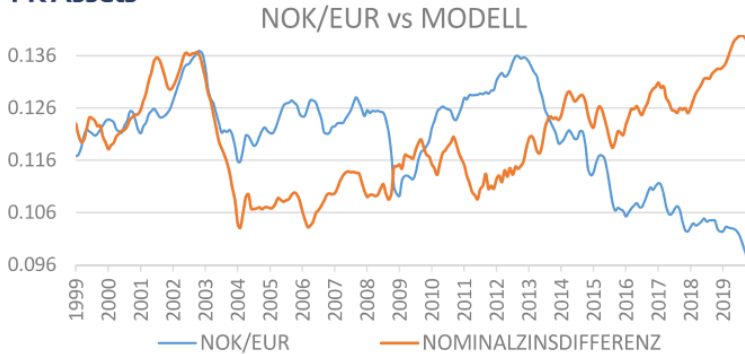
- Wir wählen hier die deutschen Realzinsen als Basis, um diese Diskussion von derjenigen der Bonität zu trennen
- Bei beiden Währungen ist ein säkularer Abstieg bei den Zinsen zu beobachten, der zu Minus-Realzinsen geführt hat, speziell und massiv in DE
- In beiden Ländern wurde der Nominalzinszerfall nicht von einer Reduktion der Inflation kompensiert
- Es gibt kein struktureller Realzinsüberschuss in der einen oder anderen Währung
- Aktuell ist die Realzinsdifferenz von NO vs. DE positiv und höher als der Durchschnitt, durchaus attraktiv
- Aber: Die Realzinsen Norwegens sind deutlich volatiler als die von DE





## FX & Nominalzinsdifferenzen

PK Assets



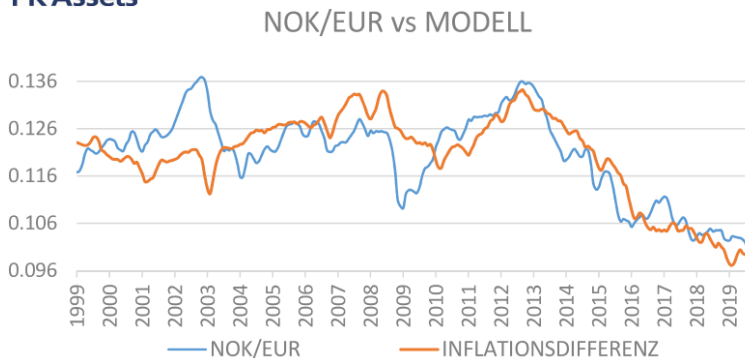
**Kein Realzins-Nachteil Norwegens zu sehen, warum dieser Absturz? Impuls von der Zinsseite: Höher**

NOK/EUR:

- Seit vielen Jahren mit Unterbrüchen abwärts
- Nominalzinsdifferenz bestätigt Gegenteil: Aufwärtstrend
- Inflationsdifferenz wirkt seit Jahren abwertend für den NOK
- **Signal Realzins: NOK müsste deutlich höher sein gegen EUR**
- Die Korrelation der Zinsen zur Währungsentwicklung ist zwar positiv, aber nicht allzu überzeugend, weshalb noch andere wichtige Faktoren am Werk sein müssen

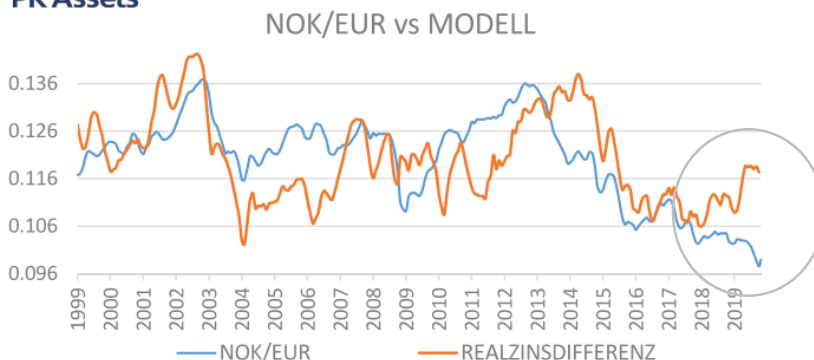
## FX & Teuerungsdifferenz

PK Assets



## FX & Realzinsdifferenzen

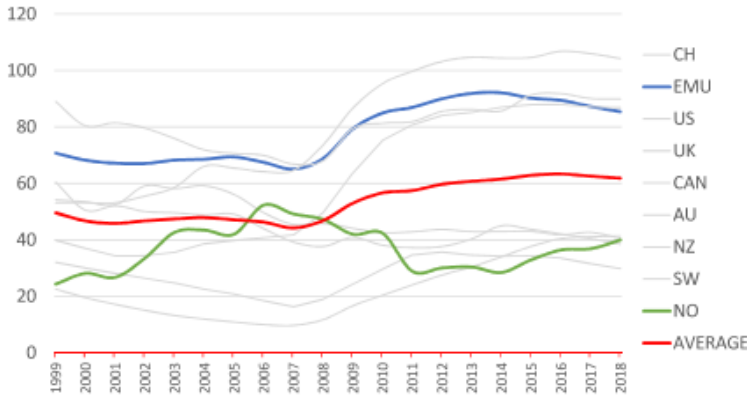
PK Assets





# Bessere Bonität von NOK hilft nicht

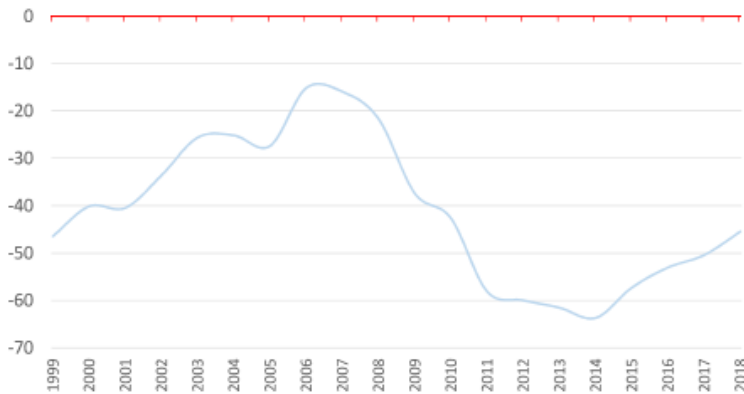
VERSCHULDUNG / BIP



## Eurozone macht gewisse Fortschritte: Norwegen profitiert nicht von seiner viel besseren Bonität

- Norwegen zählt zu den Musterknaben im Bereich Verschuldung, eigentlich hat das Land netto gar keine Schulden, da das Land über einen massiv grossen Staatsfonds verfügt
- Die Eurozone ist kein Musterknabe, aber sie hat eine Plafonierung der Verschuldung erreicht, durch Finanzrepression und verbessertes Wachstum, so dass sich die Schuldenlast auf hohem Niveau langsam zurückbildet
- Deshalb hat der NOK gegen EUR von der besseren Bonität in den letzten Jahren nicht profitiert
- Aktuell ist die Schuldenmisere – Finanzrepression hin oder her- im Währungsmarkt kein Thema
- Trotz einem unglaublich hohen faktischen Verschuldungs-Gap konnte der NOK seinen Vorteil nicht ausspielen

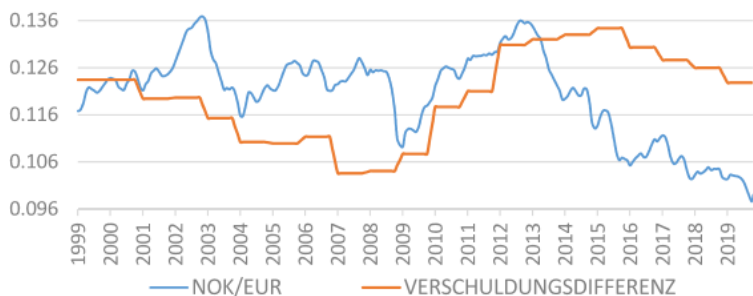
VERSCHULDUNGSDIFFERENZ NO vs EMU



## FX & Verschuldungsdifferenzen

### PK Assets

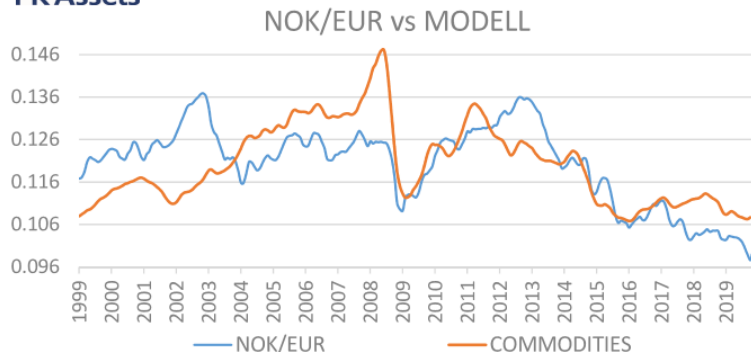
NOK/EUR vs MODELL





FX & Commodities

PK Assets

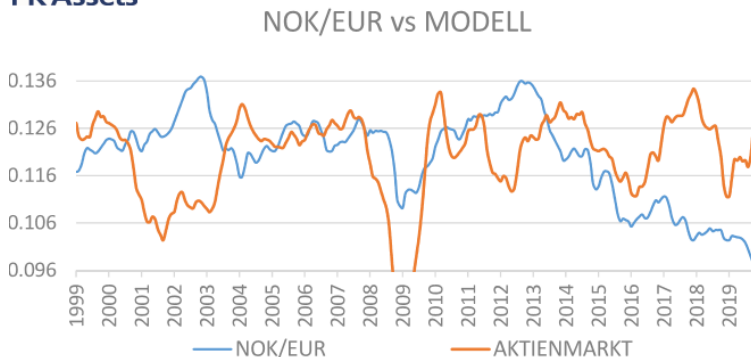


Risikosignal bestätigt NOK-Ausverkauf nicht:

- Korrelation zu Commodities: Positiv
- Korrelation zu Aktien-Renditen: Gering
- Korrelation zu China's Leitzinsen und Industrieproduktion: Gering
- Per Saldo Upside

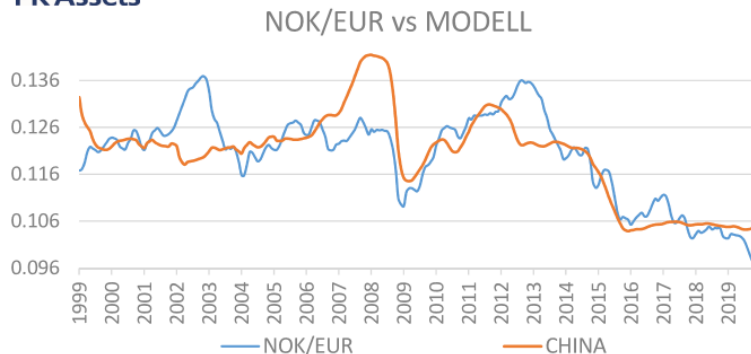
FX & Aktienmarkt

PK Assets



FX & China

PK Assets

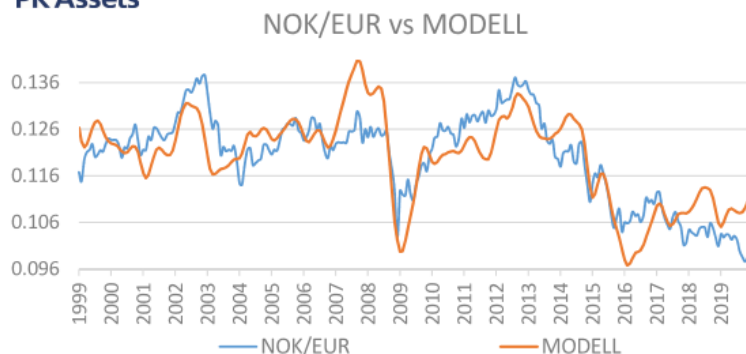




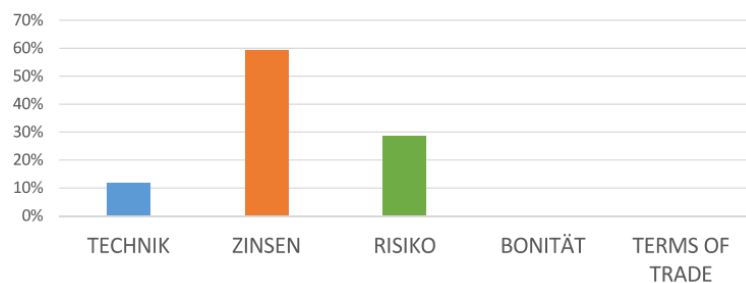
## Deutlich unterbewertet

### Taktisches Modell

#### PK Assets



#### Modell-Bausteine



- Risiko:
- Commodities
  - Aktienmärkte
  - China Konjunktur + Zinsen

«For a long time the NOK has been decoupled from fundamental driving forces. Despite a strong economy, rising oil-related investments and 4 key interest hikes since summer 2018, the krone has fallen by nearly 10% against the euro during the same period. Worries about global growth and contagious effects from Sweden's currency are explanations that seem less convincing. Apparently the krone is being weighed down by some form of structural outflows»

BNP Paribas 11/2019

### Warum ist die Währung dort wo sie ist?

- Die Realzinsdifferenz ist hoch, zugunsten des NOK
- Die Nominalzinsdifferenz ist jetzt am Höchst, während die Inflationsdifferenz zwar positiv ist, aber nicht exorbitant
- Das Zinnsignal ist uneingeschränkt positiv für den NOK, zumal auch die Norges Bank die Leitzinsen deutlich erhöhet hat
- Trotzdem ist der NOK der Unterperformer im 2019, wir fragen uns warum
- Zudem das gute Risikoumfeld den NOK stützen müsste
- NO hat faktisch null Schulden, aber diese Thematik hat in den letzten Jahren nicht gespielt, weil die Eurozone die Verschuldung konsolidieren konnte

### Gibt es eine Fehlbewertung?

- Der **NOK ist jetzt deutlich zu billig**

### Wovon hängt die Zukunft des Wahrungspaares ab?

- Norwegen dürfte die Leitzinsen mittelfristig kaum senken, sollte nicht eine Krise kommen, der Nominalzinsuberschuss des NOK sieht entsprechend lukrativ aus
- Der REER-Gap lässt den NOK billig aussehen

### Unser Base Case: Erholung

- Wir denken der Ausverkauf ging zu weit

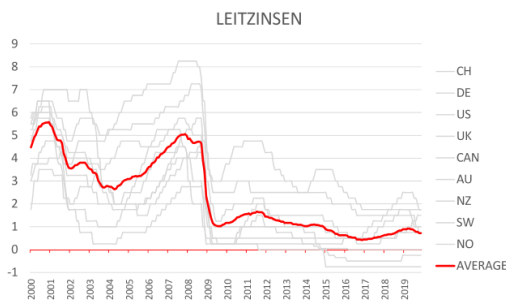
### Abwärtsrisiko:

- Risk-Off würde die Bewertungsdifferenz beeinträchtigen

Langfristige Charts

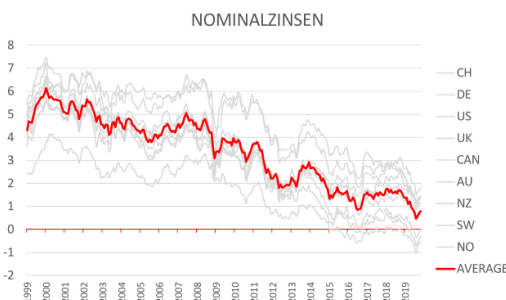
# Fazit

Was fällt auf?



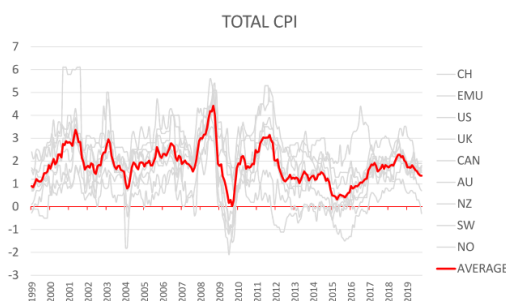
## Leitzinsen: Der Zinszyklus scheint bereits wieder vorbei: Senkungen überwiegen wieder

1. Es hat eine [gewisse Konvergenz der Leitzinsen auf tiefem Niveau](#) stattgefunden
2. Der zaghafte [Zinserhöhungsprozess](#) von anfangs 2019 scheint [gestoppt](#) bzw. ins [Gegenteil](#) verkehrt und hat faktisch für viele Währungen gar [nicht stattgefunden](#)
3. Mit dem Ende des Zinszyklus in den USA ist die [globale Zinsphantasie](#) gegen oben weitgehend [verschwunden](#)
4. Der Durchschnitt der Leitzinsen der hier gewählten 9 Länder zeigt wieder [nach unten](#)



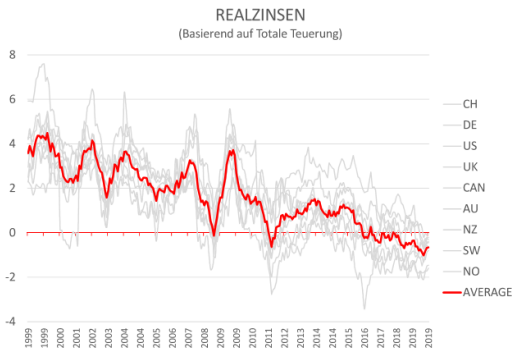
## Nominalzinsen: Globaler Crash abgeschlossen?

1. Die Nominalzinsen sind geradezu [gecrasht](#)
2. [Es gibt keine High Yields mehr](#): Währungen wie AUD, NZD haben ihren Nimbus verloren
3. [Lange Zinsen nahe bei Null](#): Der Durchschnitt der 10-Jahreszinses des Samples ist bei 0.8%: [Wie tief können die Zinsen überhaupt noch fallen? Ist das Potential ausgeschöpft?](#)
4. Der [Abwärtstrend](#) ist noch [nicht definitiv gebrochen](#), trotz [Gegenbewegung im aktuellen Quartal](#)



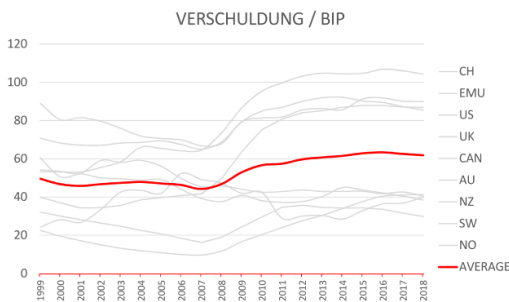
## Teuerung: Teuerungsdifferential werden immer wichtiger in einer Welt tiefer, harmonisierter Zinsen; keine Deflation sichtbar

1. [Total-Teuerung](#) schwankt seit Lehman um 1.5% im Durchschnitt, [weit weg von Deflation](#), nahe der fast universellen Zielgrösse von 2%
2. Die [Kernteuerung](#) ist seit 9 Jahren bockstabil bei 1.5% (Durchschnitt der 9 Länder): [Keine Spur von Disinflation/Deflation](#), mit Ausnahme der CH
3. Aktuell ist die [Teuerung nicht am steigen](#), sondern im Durchschnitt bewegt sich die Teuerung [eher](#) weg von 2% [nach unten](#)



## Realzinsen überall negativ und z.T. massiv tiefer als in CH, Trend abwärts

1. Überall: Negative Realzinsen!! Historisch boten längere Bonds in den gewählten Währungen zw. 1-3% Realzins
2. Die Crashes in den Nominalzinsen wurden nicht durch fallende Inflationsraten aufgefangen
3. Der Trend in den Realzinsen ist weiterhin nach unten ungebrochen
4. **CH hat jetzt mit USA und NZ die «höchsten» Realzinsen**, vielerorts sind sie wesentlich tiefer
5. USD der grosse Gewinner seit Lehman, DE der grösste Verlierer



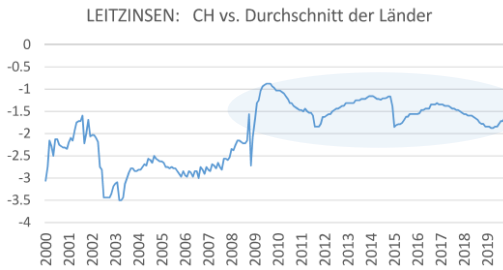
## Verschuldung kein Faktor, Solidität zahlt sich nicht aus (wie lange noch?)

1. Mit USA, EMU, UK und Kanada haben alle Problemfälle mit Finanzrepression ihre Verschuldung stabilisiert, wenn auch auf hohen Niveaus, damit ergibt sich aus der Bonitätsperspektive weder ein Aufwärts- noch Abwärtsimpuls
2. Damit profitieren die Währungen solider Länder seit Jahren nicht mehr von ihrer besseren Bonität, aber dies könnte sich drastisch ändern, Fiskal-Experimente sind nur eine Frage der Zeit

## Risk on/off Gemischtes Signal ohne klare Tendenzen

1. Wir berücksichtigen bei «Risk On/Off» 3 Komponenten: Aktien/Commodities/China
2. Ausgezeichnete Aktienmärkte
3. Längere Seitwärtsphase in den Commodities
4. Baisse in der China-Konjunktur
5. Zusammen ergibt dies ein gemischtes Bild ohne klare Tendenz

## Aus Sicht des CH-Investors:



### Erkenntnis 1:

**Leitzinsen der SNB werden so tief wie nötig gehalten um das Differenzial zur EZB zu halten**

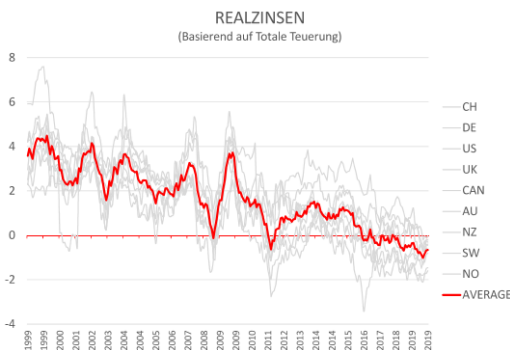
1. CH hat die tiefsten Leitzinsen der Welt
2. Die SNB konnte durch diese Politik das Leitzinsdifferential gegen das Ausland seit 10 Jahren konstant halten



### Erkenntnis 2:

**Nominalzins-Differenz der CH zum Ausland schmilzt, die SNB hat ein erstes Problem**

1. Die SNB hat es geschafft, die Nominalzinsen fast im gleichen Ausmasse wie das Ausland herunter zu prügeln, sollte die Zinsrally aber weiter gehen, hat sie ein Problem
2. Die Nominalzinsdifferenz des CH zum Durchschnitt der betrachteten Länder ist seit 7 Jahren stabil, schmilzt aber seit ein paar Monaten mit entsprechenden Problemen für die SNB
3. Es gibt grosse Unterschiede in den Bewegungen bei den Zinsdifferenzen vs. CHF: Es gab seismische Shifts in den Zinsdifferenzen etwa zu EUR und USD



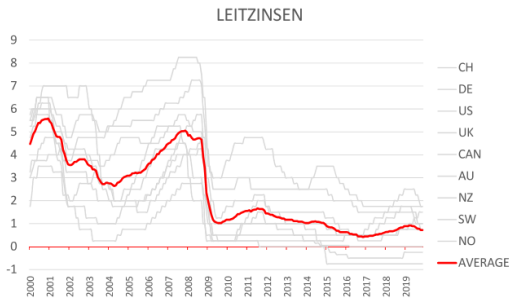
### Erkenntnis 3:

**Teuerung wird ein dominanter FX-Treiber im 2020**

1. Die Realzinsen sind in allen Ländern negativ
2. Die Inflation ist im Ausland weit weg von Deflation
3. Die Realzinsen werden von den Teuerungsraten dominiert
4. Damit werden auch die FX-Kurse vom jeweiligen Inflations-Delta dominiert

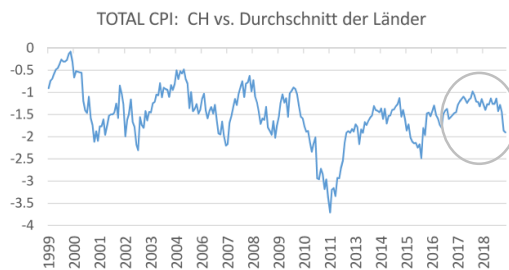


## Aus Sicht des CH-Investors:



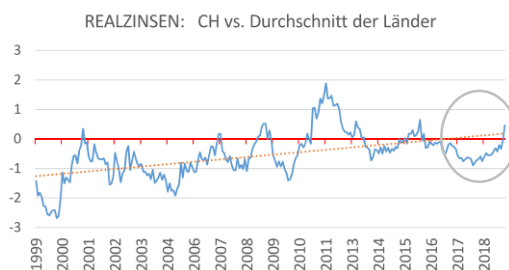
### Erkenntnis 4: Tiefere Teuerung ist bullish: Realzinseffekt vs. Leitzinseffekt

1. Tiefere Teuerung wird oft mit Leitzinssenkungen assoziiert, die dann den Wechselkurs schwächen
2. Tiefere Teuerung erhöht aber ceteris paribus die Realzinsen, eine wichtige Komponente in unseren Währungsmodellen
3. Die Leitzinsen sind so tief, dass wir glauben, der Realzinseffekt wird den Leitzinseffekt überkompensieren
4. D.h. tiefere Teuerung ist bullish für die entsprechende Währung



### Erkenntnis 5: Teuerung: Tiefere Teuerung in der CH akzentuiert sich wieder, zweites Problem für die SNB

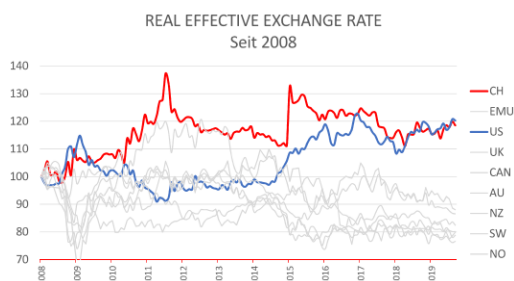
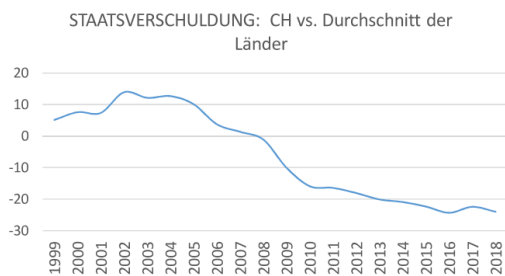
1. Die CH hat mit Abstand die tiefste Inflation, dies drückt den CHF konstant nach oben
2. Die Teuerung der CH fällt zuletzt schneller als der Durchschnitt der anderen Länder
3. Das Inflationsmanko akzentuiert sich wieder, das ist bullish für den CHF



### Erkenntnis 6: Realzinsen: Es ist sogar ein dreifaches Problem für die SNB

1. Nominalzins-Differenz der CH zum Ausland schmilzt, Teuerungsmanko der CH zum Ausland akzentuiert sich: Doppeltes Problem für die SNB
2. Unglaublich: CH hat die «höchsten» Realzinsen, vielerorts sind sie wesentlich tiefer, d.h. noch negativer
3. Gerade der wichtigste Handelspartner DE hat heute die unattraktivsten Realzinsen weit und breit: Drittes Problem für die SNB

## Aus Sicht des CH-Investors:



### Erkenntnis 7:

#### Bonität: Immerhin: Kaum zusätzlicher Aufwärtsdruck für den CHF von dieser Warte

1. Gut für die SNB: Staatsschulden spielen aktuell keine Rolle im Währungsmarkt, da die Verschuldungsraten durch Finanzrepression konsolidieren
2. Entsprechend verflacht hat sich das Momentum in der Verschuldungsproblematik

### Erkenntnis 8:

#### REER: Zum Teil massive Divergenzen: FW-Ausverkauf zu weit gegangen?

1. Aus REER-Sicht ausserordentlich günstig: NOK, SEK, NZD, AUD, CAN, GBP, EUR
2. Aus REER-Sicht teuer: USD, CHF
3. Das REER-Konzept ist fragwürdig, aber der Markt schaut drauf: Ist die CHF-Stärke zu weit gegangen?
4. Ist der USD massiv überbewertet?
5. Unsere Modelle bestätigen solche brutalen Unter/Überbewertungen, wie sie durch REER impliziert werden nicht
6. Aber der gemäss REER überbewertete USD könnte tatsächlich drehen

### Erkenntnis 9:

#### Risk on/off wird immer wichtiger

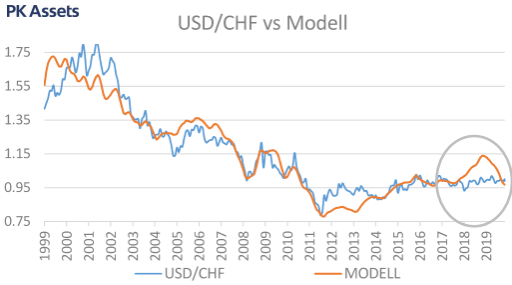
1. Wir berücksichtigen bei «Risk On/Off» 3 Komponenten: Aktien/Commodities/China
2. Angesichts tiefer, konvergierender Zinsen werden Signale aus diesen Bereichen immer wichtiger
3. Ehemalige High Yielder bewegen sich v.a. über Signale aus dieser Region
4. Auch über den Effekt auf die Inflation, die ein wichtiger Treiber in FX darstellt
5. China ist nicht nur für den AUD wichtig

# Aus Sicht des CH-Investors:

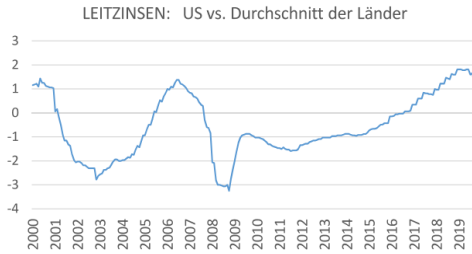
## Erkenntnis 10:

### US Dollar: Dreht er? Es gibt Anhaltspunkte, aber es ist noch nicht entschieden

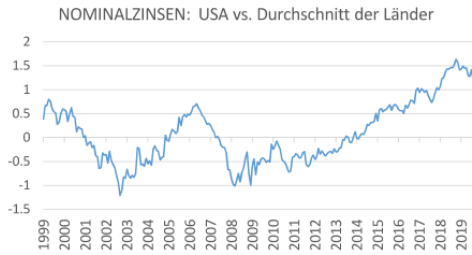
1. Mit der Zinswende in den USA scheint der Leitzins-Bonus der USA getoppt zu haben



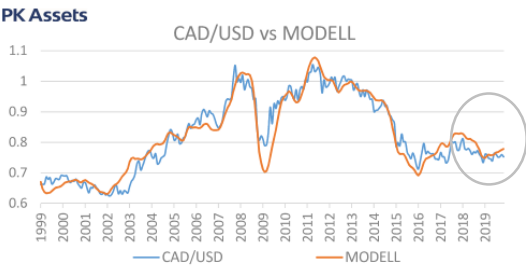
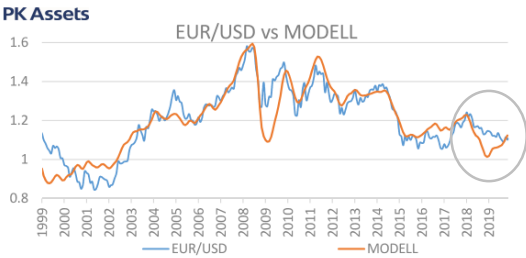
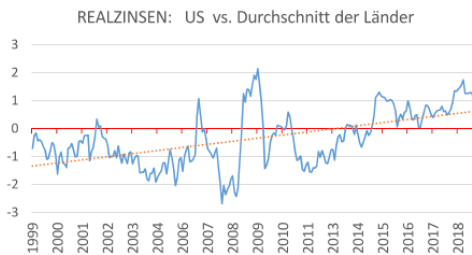
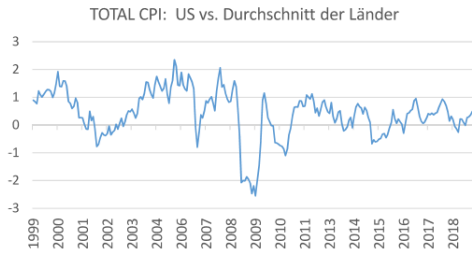
2. Auch der Bondmarkt sieht ein Topping-Out des US-Zins-Pickups



3. Der USD hat sich ein gewisser struktureller Teuerungsüberhang bewahrt, der laufend dem USD schadet, aber die Differenz ist minimal



4. Dementsprechend herausgefordert ist der Realzins-Vorteil der USA gegen den Durchschnitt des Länder-Sample



**Erkenntnis 11:**  
**Attraktivste/unattraktivste Währung:**  
**Insgesamt wenig «Fehlbewertungen»**

1. Attraktivste Währung gemäss unseren Modellen: **NOK**
2. Unattraktivste Währung gemäss unseren Modellen: **NZD**
3. Der wichtigste Cross: **EUR/CHF korrekt bewertet** mit wenig Momentum in der Bewertung

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)