

PK Assets

Währungen

Zinszyklus abgesagt?

Was bedeutet das für die Währungen?

3/2019

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

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

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

«There do not seem to be any hawks left out there. The Fed, ECB, Bank of Japan and People's Bank of China are now all on the dovish side»

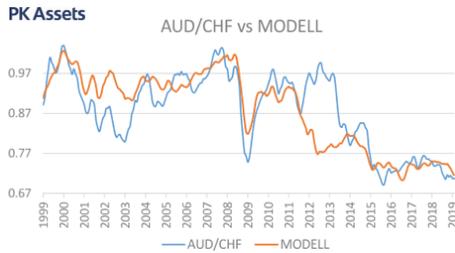
Avalon Advisors 3/2019

Teil 1:

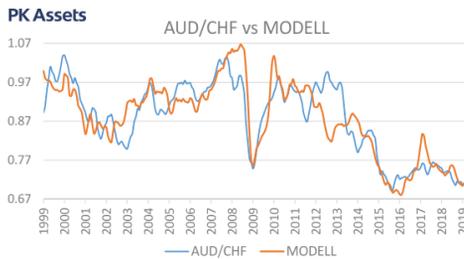
Was sagen unsere
Währungsmodelle?

- Der AUD schaut gemäss REER etwas unterbewertet aus..

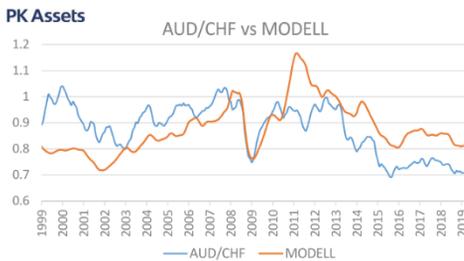
AUD Nominalzinsen



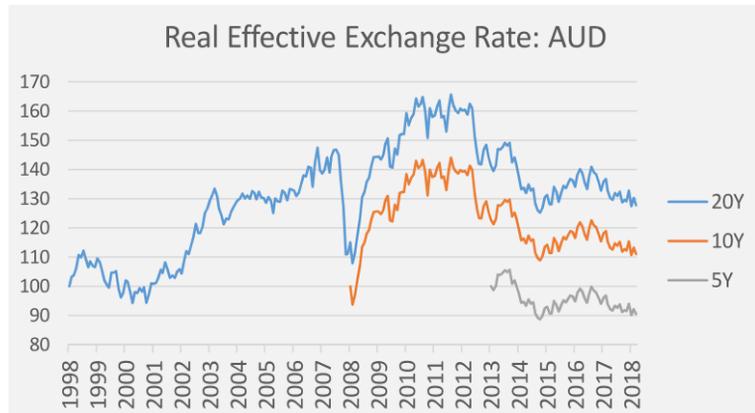
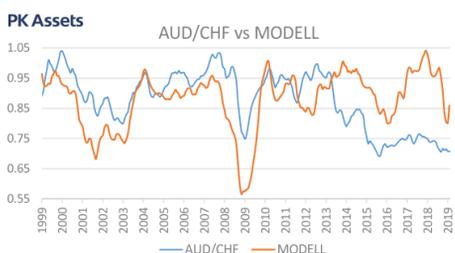
China



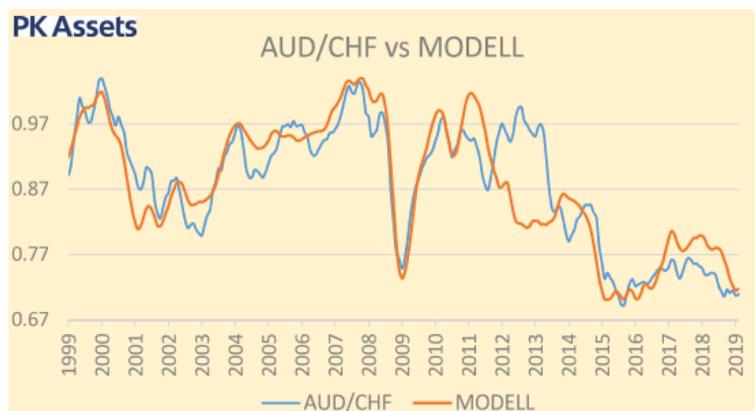
Commodities



Aktien

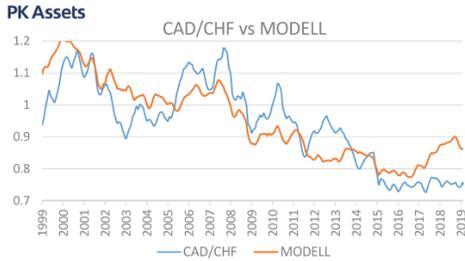


- ...aber es gibt gute Gründe für Zurückhaltung, als erstes die Nominalzinsdifferenz, die kontinuierlich gesunken ist
- Dann die Reduktion der Dynamik des chinesischen Wachstums...
- ...die Abnahme des Momentums in den Commodities
- Der AUD hat seinen gesamten Bewertungs-Goodwill preisgegeben
- So tief er auch ist, per Saldo scheint der AUD gegen CHF aktuell **korrekt bewertet**

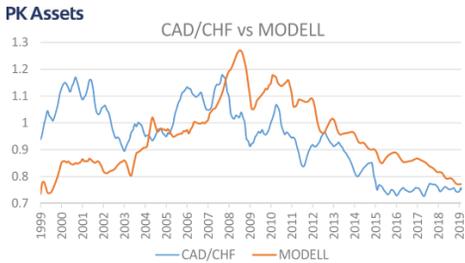


- Der CAD sieht unterbewertet aus, egal welche Periodizität man anschaut im REER

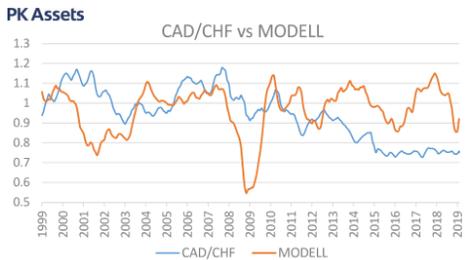
Nominalzinsen



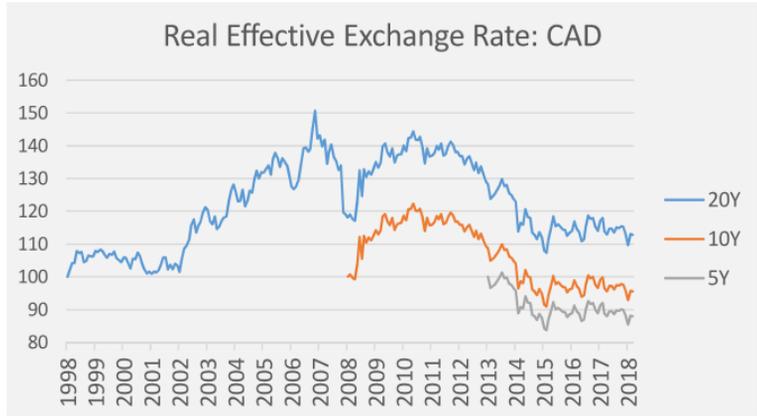
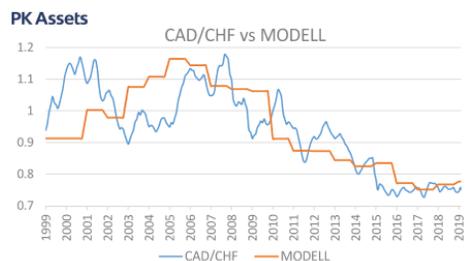
China



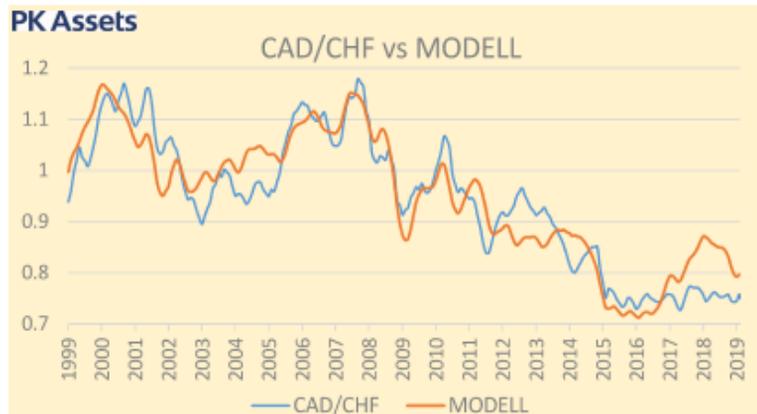
Aktien



Relative Verschuldung

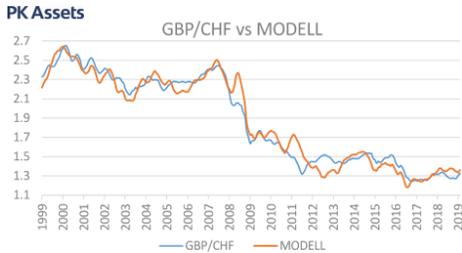


- 2017-2018 hat Canada in 5 Schritten die Leitzinsen erhöht, auch wenn zuletzt die Marktzinsen stark fielen, hilft der Zins-Aspekt in der Bewertung
- Der CAD als eine Risk-On-Währung ist auch von der Wirtschaftsdynamik in China abhängig (strukturell bearish) und von den Renditen in den Aktien-Märkten, mit den entsprechenden Auf- und Abs
- Schliesslich spielt auch die relative Länderbonität eine Rolle, ist doch seit der Finanzkrise die Verschuldung Canadas gestiegen, wenn auch nicht auf die Höchst der 90er Jahre
- CAD nur noch leicht unterbewertet

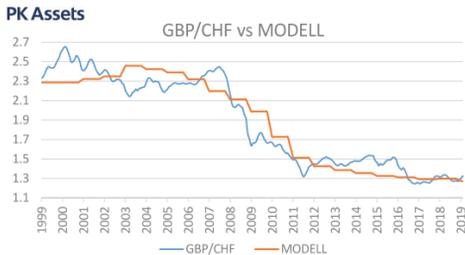


- Der Brexit hat das Pfund abgestraft: Das Pfund sieht unterbewertet aus, egal welche Periodizität man anschaut im REER

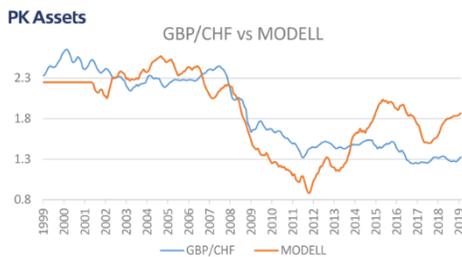
Nominalzinsen



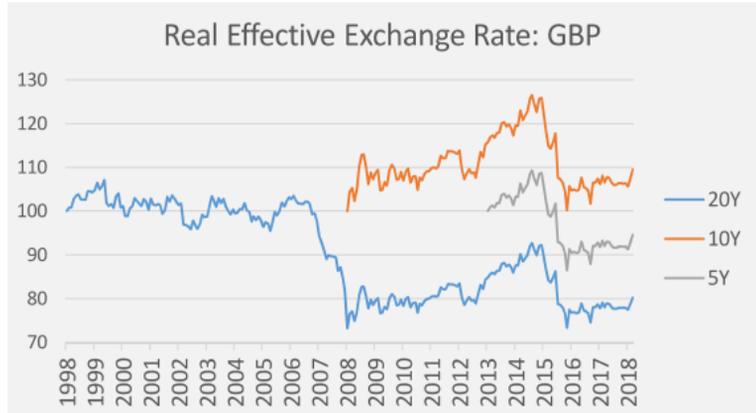
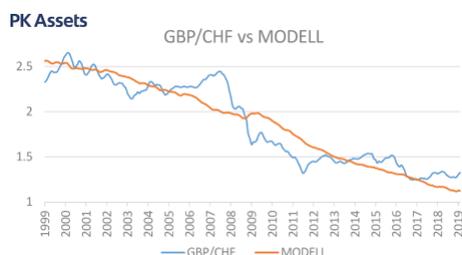
Bonität



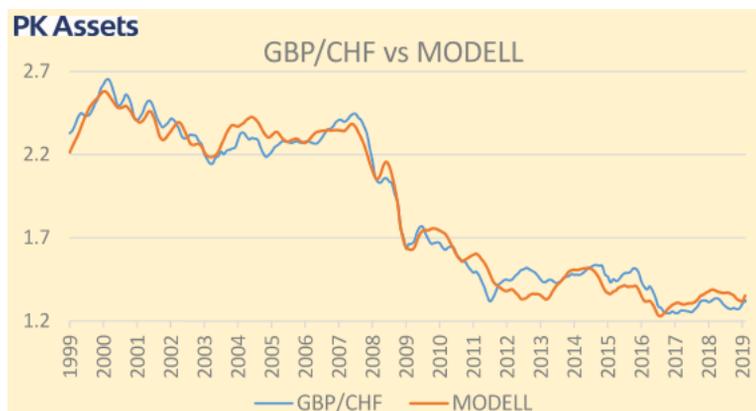
Realzinsen



PPP



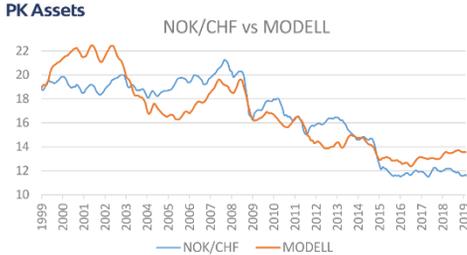
- Zwar hat die BOE zaghaft die Zinsen erhöht, aber die Kapitalmarktzinsen sind kaum gestiegen
- Die Verschuldung der UK hat sich im Gefolge der Finanzkrise scharf erhöht, ist aber seit 2015 stabil
- Realzinsdifferenz: Schwankt wie eine Nusschale, aktuell sehr interessant
- Der konstante Inflationsüberschuss von UK vs. CH sorgt für einen stabilen Abwertungsdruck über das PPP
- Korrekt bewertet bedeutet **zünftiges Reaktionspotential bei jedem Ausgang des Brexit**



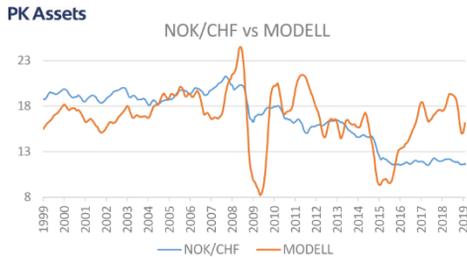
Zinsen und Risk-On, am meisten mit China korreliert

- Der NOK ist unterbewertet nach REER

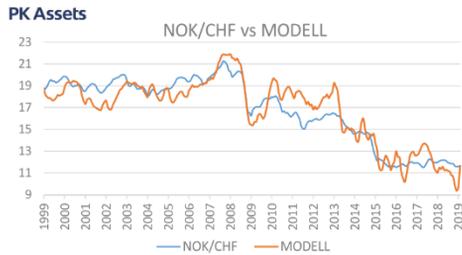
Nominalzinsen



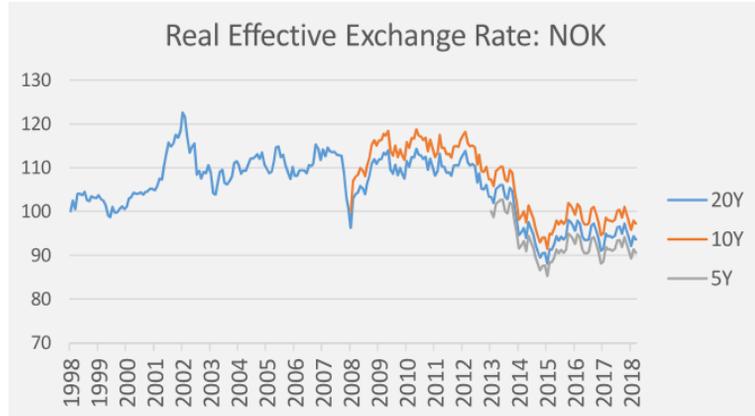
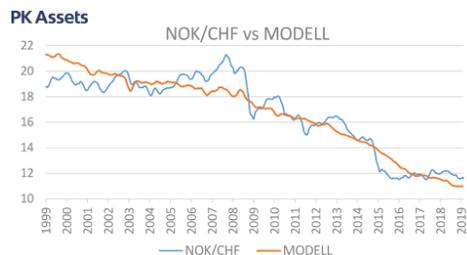
Commodities & Terms of Trade



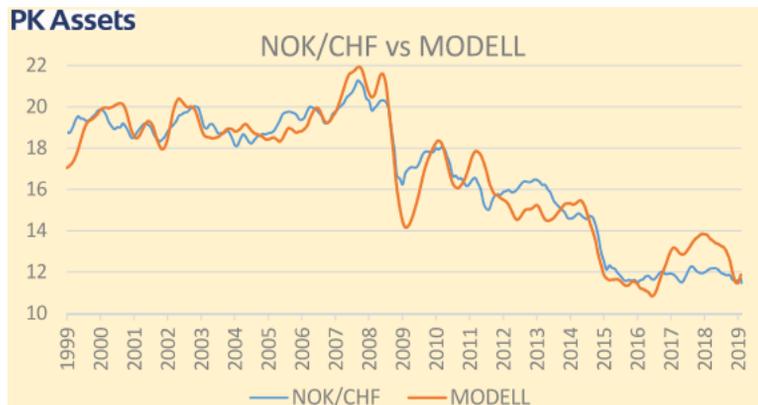
China



PPP

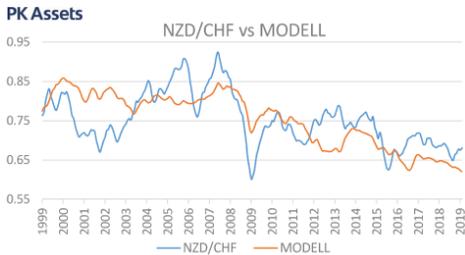


- Die norwegischen Zinsen haben sich deutlich besser gehalten als die CH/DE-Zinsen und sprechen weiterhin für einen höheren NOK
- Auch das Öl und die Terms of Trade sind nicht so katastrophal, wie es der FX impliziert
- Auf den Kurs drückt insbesondere die abnehmende Wirtschaftsdynamik in China
- Die strukturell höhere Inflation in Norwegen übt einen konstanten Druck auf das Währungspaar aus
- Per Saldo hat sich in kurzer Zeit ein guter Teil der Aufwertungsphantasie in Luft aufgelöst

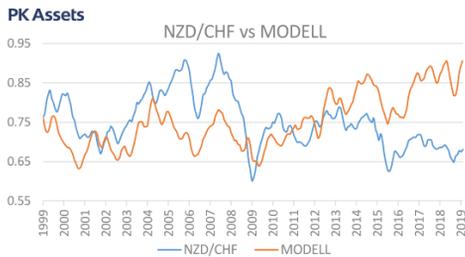


- Ob der NZD über- oder fair bewertet ist nach REER, hängt ab von der gewählten Laufzeit der Betrachtung

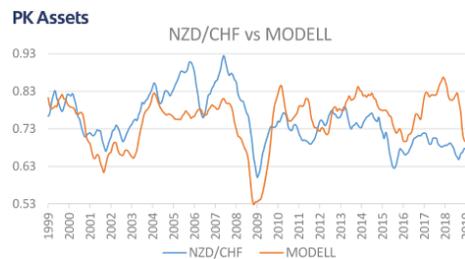
Nominalzinsen



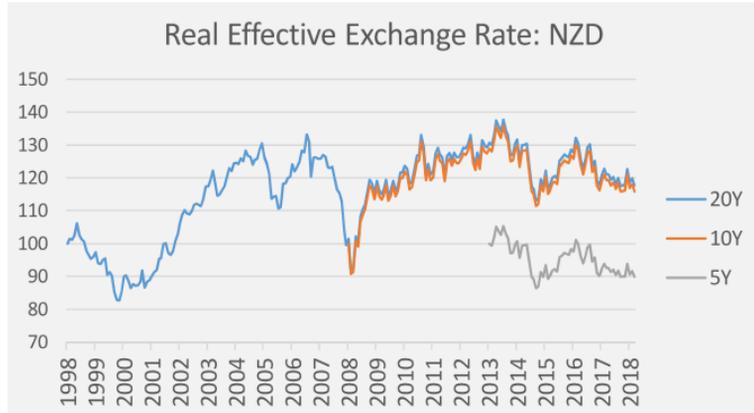
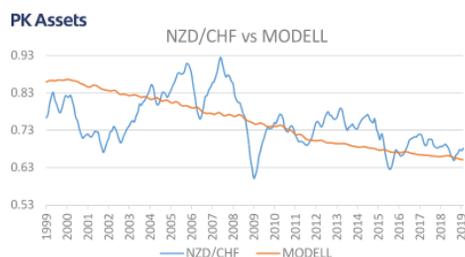
Terms of Trade



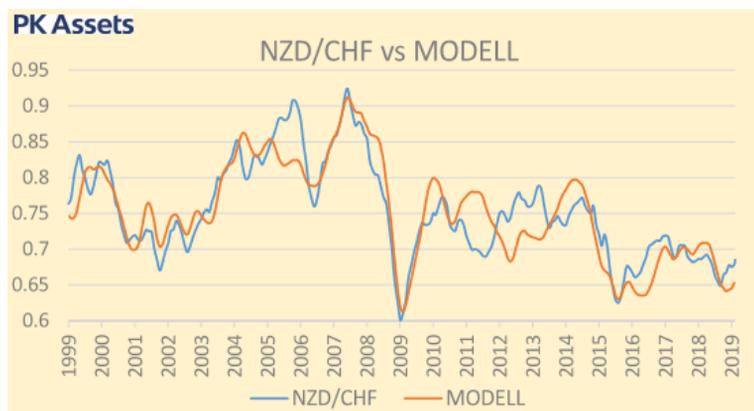
Aktien



PPP

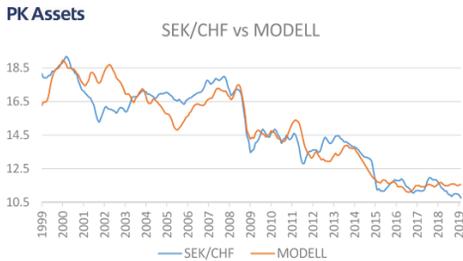


- Einst ein high-yielder hat die Rendite-Erosion kräftig auf das Währungspaar gedrückt
- Die Terms of Trade bewegen sich seit geraumer Zeit in die richtige Richtung und wirken stützend für die Währung
- Als Risk-On-Währung hat die Bewertung durch die Aktienkorrektur zuletzt deutlich gelitten
- Der konstante Inflationsüberschuss von Neuseeland vs. CH sorgt für einen stabilen Abwertungsdruck über das PPP
- Sieht sogar teuer gegen den CHF aus

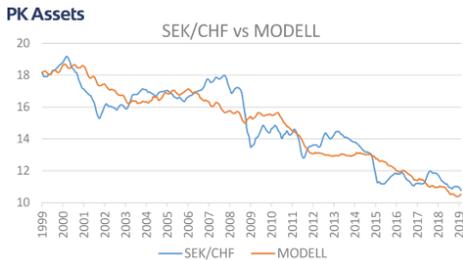


- Gemäss REER sieht die SEK deutlich unterbewertet aus

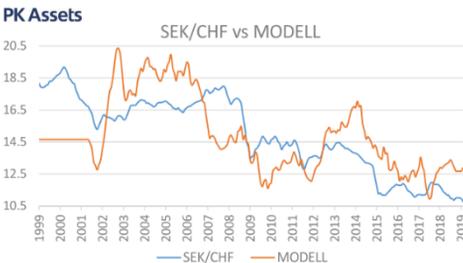
Nominalzinsen



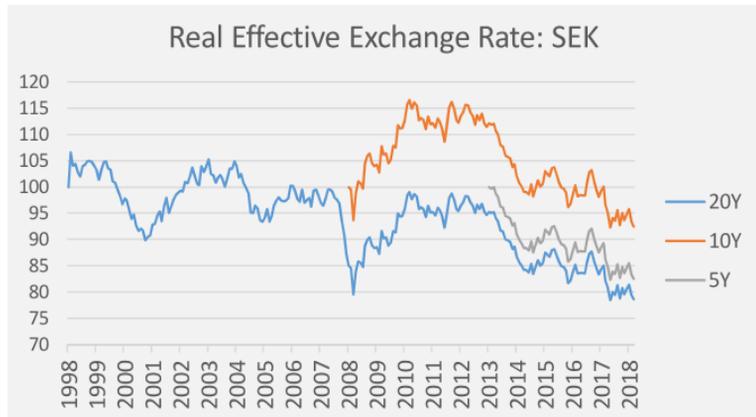
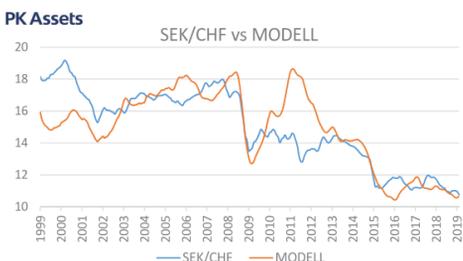
PPP



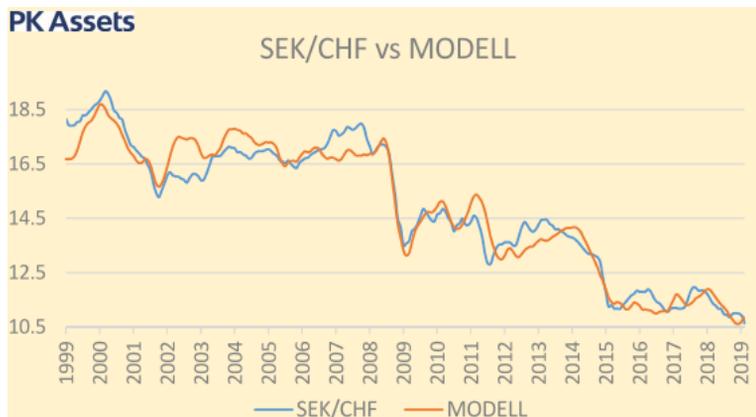
Realzinsen



Commodities & China

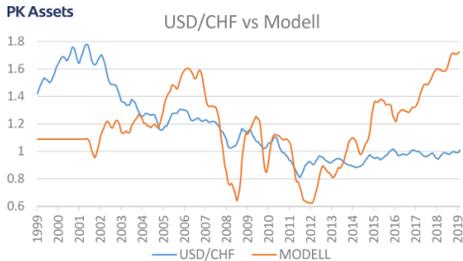


- Die Erosion der schwedischen Zinsen hat lange auf die Bewertung gedrückt, allerdings hat sich dies seit ein paar Jahren beruhigt, ohne dass dies den Ausverkauf der Krone beendet hätte
- Der konstante leichte Inflationsüberhang sorgt für ständigen Druck auf die Krone
- Per Saldo lässt sich aus Sicht der Realzinsen der fortgesetzte Ausverkauf der Krone nicht erklären
- Die Krone ist nicht die klarste Risk-On-Währung aber gegen den CHF ist ein gewisser Einfluss von Commodities, China, Aktien und Terms of Trade nicht abzuspüren
- Die Notenbank hat die Krone erfolgreich runtergeprügelt

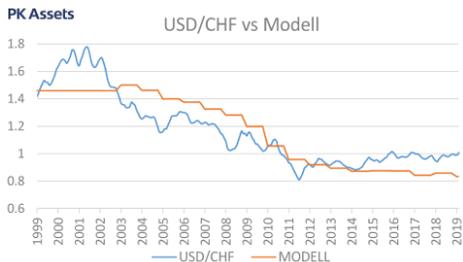


- Basierend auf REER schaut der USD zwar überbewertet aus

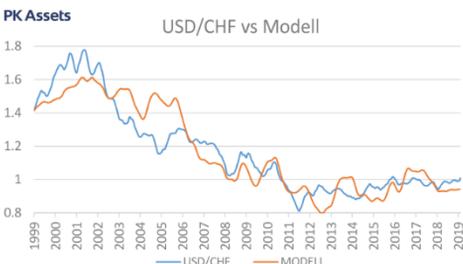
Realzinsen



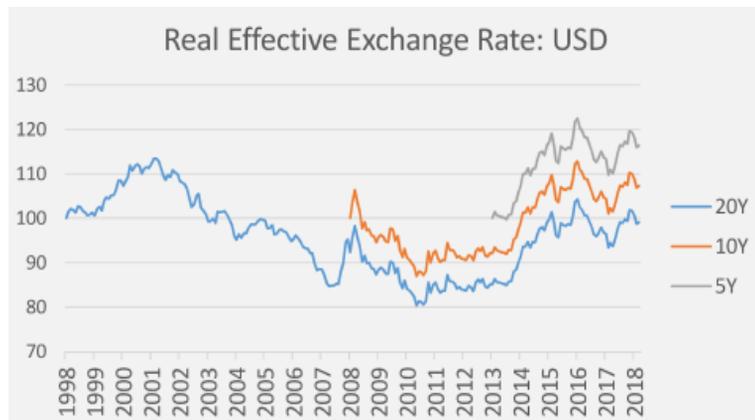
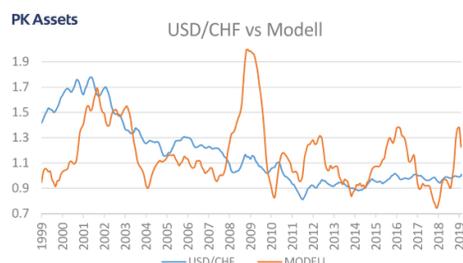
Bonität



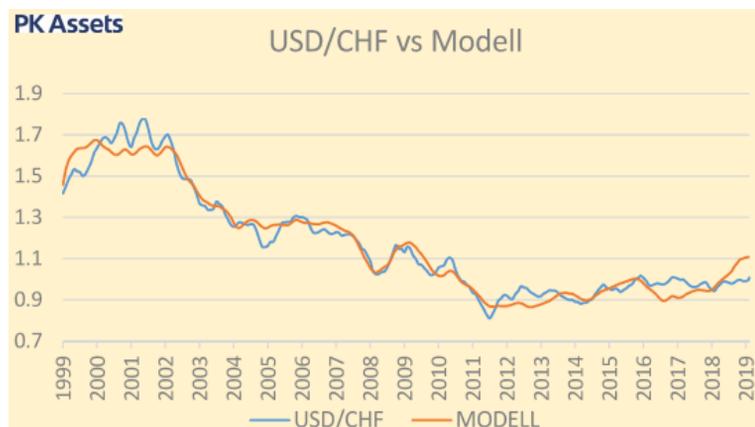
Commodities



Risk on/off



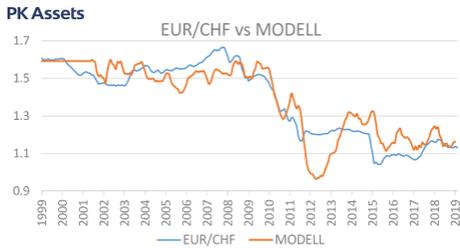
- Klarerweise haben aber die relativen Realzinsen den USD nach oben getrieben
- Die Verschuldungstendenz spricht nicht für den USD, jedoch hat die USA als Lender of last Resort wohl einen gewissen Vorteil
- Die USA ist die ultimative Anti-Commodity-Währung aber auch der CH ist keine Risk-On-Währung, sodass der Impuls hier eher kleiner ist als bei anderen Währungspaaren
- Sowohl USD wie CHF sind Risk-Off-Währungen, per saldo ergibt sich eine relativ eindeutige negative Korrelation von Aktienmarkt und USD/CHF, d.h. der USD ist der ultimative anti-Commodity-Safe Haven



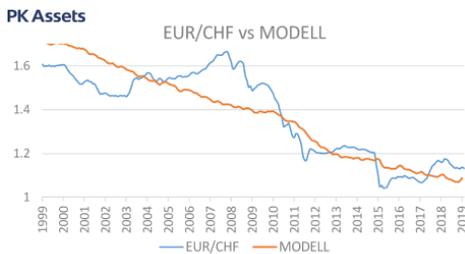
PPP laugt das Währungspaar aus

- Der EUR erscheint eher, aber nicht überzeugend, unterbewertet, basierend auf REER

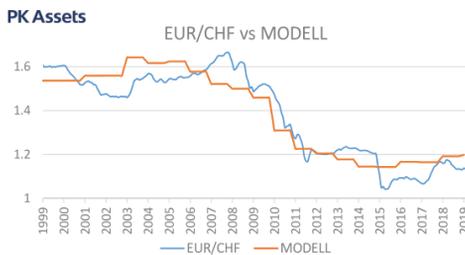
Realzinsen



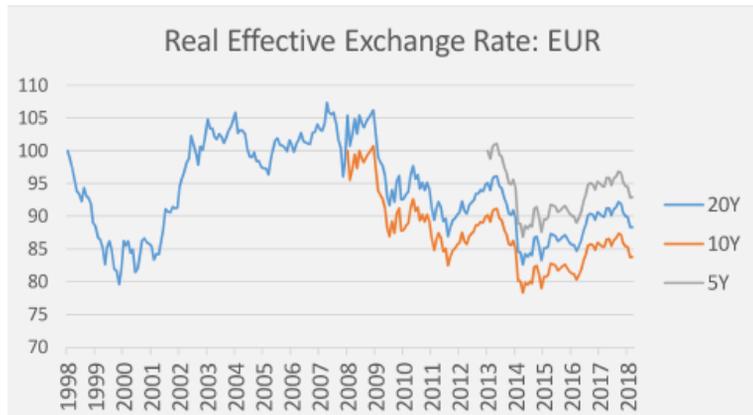
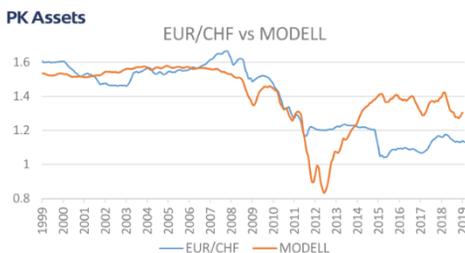
PPP



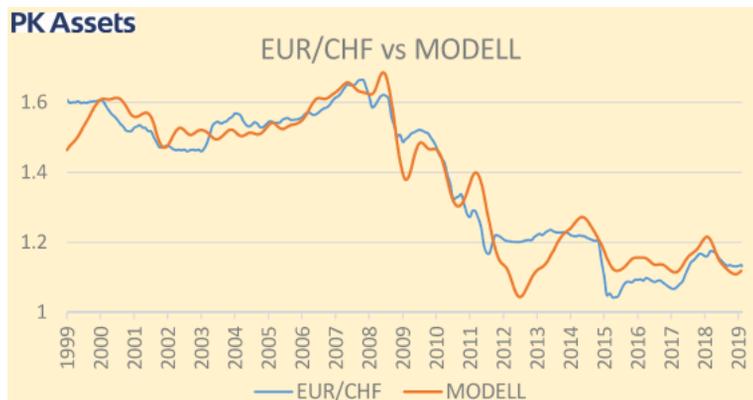
Verschuldung



Länderrisiko



- Die Realzinsen – wir nehmen DE als Proxy- sind beiderseits auf erbärmlich tiefem Niveau, kein starkes Signal
- Der konstante leichte Inflationsüberhang sorgt für ständigen Druck auf das Währungspaar
- Die Eurozone hat die Verschuldung auf prekärem Level stabilisiert, aktuell kein Abwärtsdruck von dieser Seite
- Das italienische Länderrisiko ist das Zünglein an der Waage
- Die Zeit spielt gewissermassen für den CHF

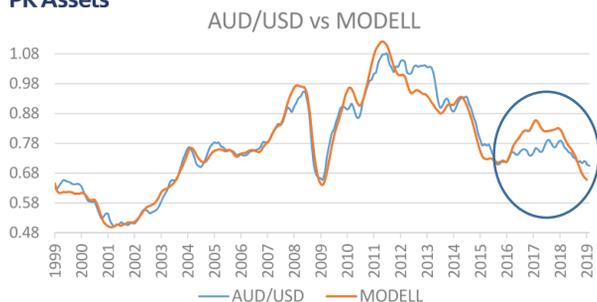


Teil 2:

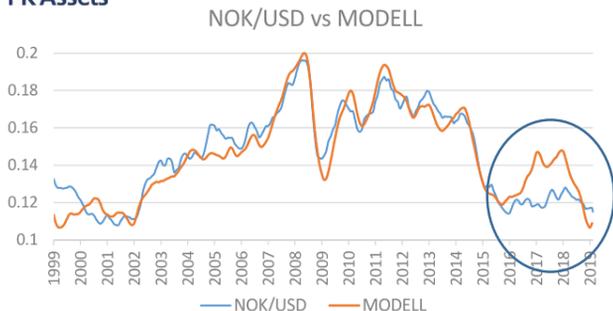
Die Währungen im Quervergleich

7 Thesen

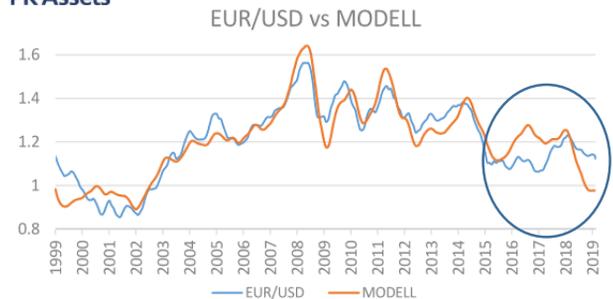
PK Assets



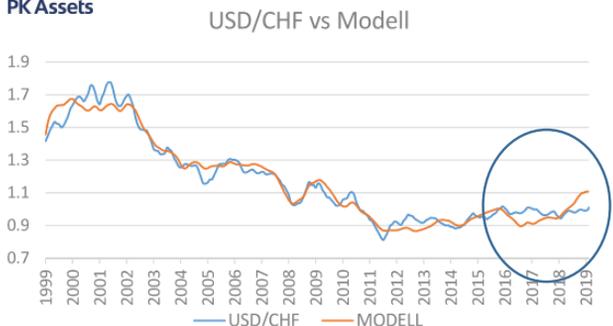
PK Assets



PK Assets



PK Assets



...Risk-On ist der Verlierer Zwei Gründe:

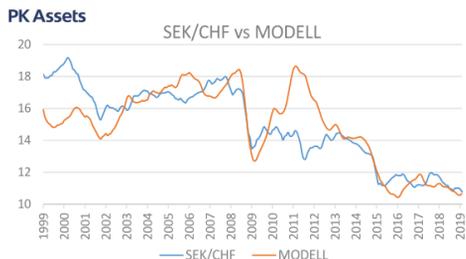
- **Risk-Off:** Die Reduktion der Dynamik der chinesischen Wirtschaft, schwächere Commodity-Märkte und tiefere Aktienrenditen führen zu einem seismischen Risk-Off
- **Dramatische Verbesserung der relativen US-Zinsen:** Dort, wo der Risk-on/off-Gegensatz nicht vorherrscht sorgen die relativ üppigen US-Nominal- und Realzinsen für ein Bewertungsplus des US Dollars
- Der Shift ist so schnell und signifikant erfolgt, dass eine klare Bewertungskorrektur stattgefunden hat, die die bisherigen Bewegungen im FX noch nicht vollständig absorbiert haben, d.h.:
- **Der USD bleibt unterbewertet, auch gegen den CHF gemäss unseren Modellen...**
- ...nicht aber gemäss REER



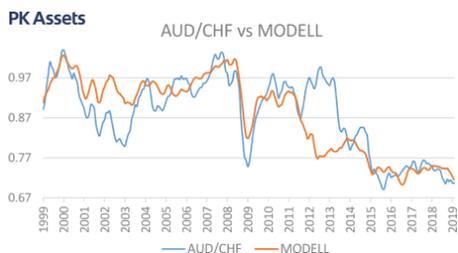
These II:

Auch der CHF hat bewertungs- mässig profitiert

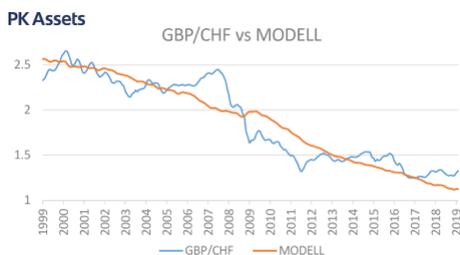
Commodities & China: Beispiel SEK/CHF



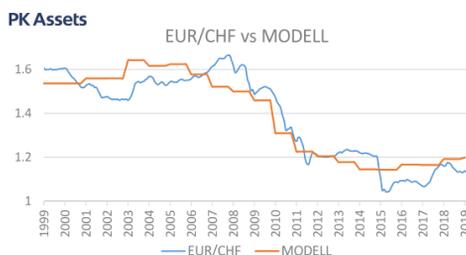
Nominalzinsen: Beispiel AUD/CHF



PPP: Beispiel GBP/CHF



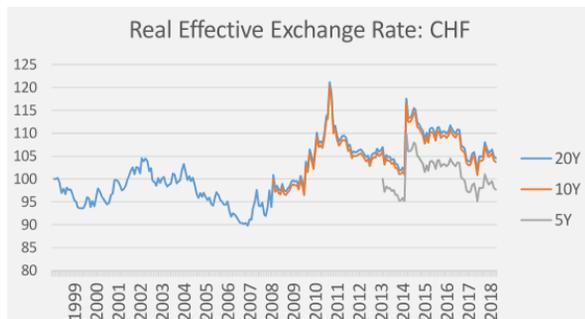
Verschuldung: Beispiel EUR/CHF



Der CHF ist nicht mehr die teuerste Währung weit und breit

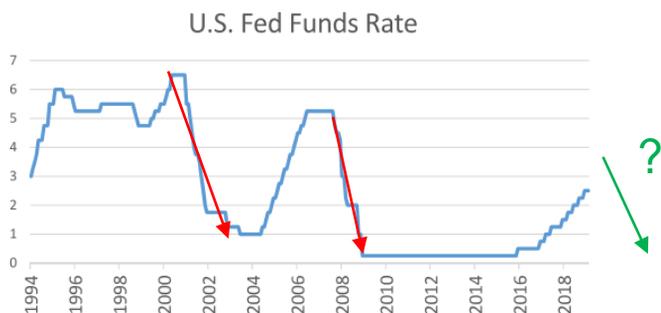
Auch hier mehrere Gründe

- **Risk-Off:** Der CHF ist zusammen mit dem JPY der ultimative Risk-Off-Haven
- **Ausgefallene Zinswende:** Ohne eine deutliche globale (nominale) Zinswende sorgt die chronische negative Inflations-Differenz der CH zum Ausland über das PPP für eine säkulare Bewertungskorrektur zugunsten des CHF
- **Und:** Verschuldungsprobleme stabilisiert, nicht gelöst: Wie der untere Chart zeigt, würde ein Wiederansteigen der Verschuldung in Europa zu einem stärkeren CHF führen
- Auch punkto REER ist kaum eine Überbewertung des CHF mehr zu beobachten:



These III:

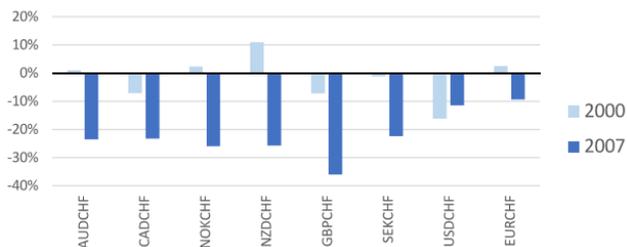
Gibt's Probleme,
dürfte CHF und
USD profitieren



Zinssenkungen?
Spricht v.a. für den
CHF
V.a. Hochzinsländer/Risk-On verliert

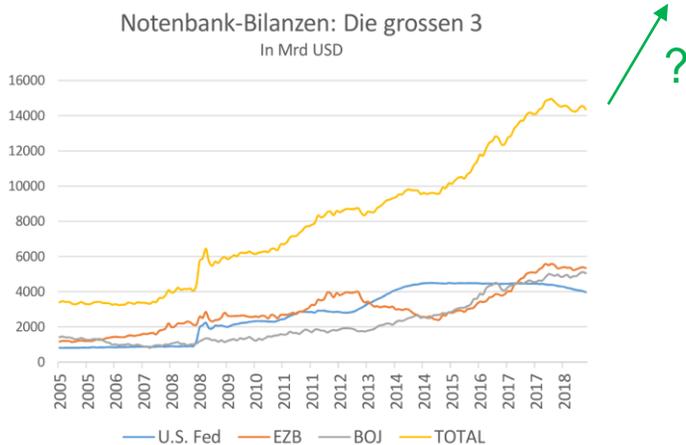
- Der CHF hat in den letzten Jahren nicht aufgewertet, v.a. wohl deshalb, weil der Finanzmarkt mit einer globalen Zinswende gerechnet hat
- Kommt es zu einem Zinssenkungszyklus der USA (und damit aller relevanten Länder) dann ist der CHF König
- Speziell die historischen Hoch-Zins-Länder wie z.B. Australien, Neuseeland aber auch UK etc. kommen dann über eine Kompression des Pick-Ups unter Druck
- Im Rahmen der beiden letzten Zins-Reduktionszyklen kamen zum Teil happige negative Performances heraus
- Auch der USD leidet dann gegen den CHF
- Allerdings: Dieses mal könnte der USD auf unterbewertetem Terrain in eine Zinssenkung starten

Währungsperformance bei:
Zinssenkungszyklen



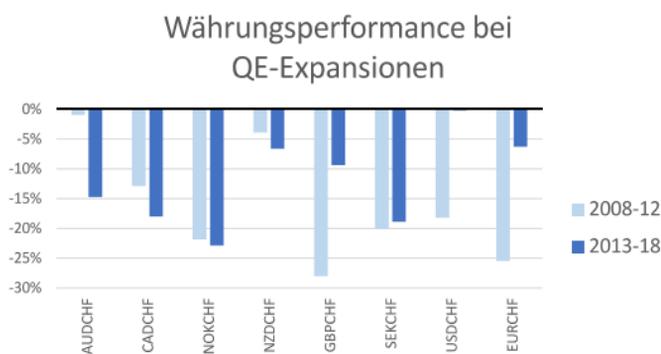
These IV:

Die Notenbank-Freak Show spielt dem CHF in die Karten



Wieder Quantitative Easing? Spricht v.a. für den CHF

Nicht nur die Länder der am QE beteiligten Notenbanken leiden gegen den CHF



- «Stimulus is fungible»: Dem Finanzmarkt ist es egal, woher die Liquidität kommt, Hauptsache sie kommt, und sie wirkt global
- Nur so ist zu erklären, dass alle Währungen in relativ homogener Weise gegen den CHF absaufen...
- ...egal wer das QE macht...
- ...Ja sogar egal, dass die CH selbst massgeblich am Notenbank-Wahnsinn teil nimmt
- Viele Akteure verfügen gar nicht über ein Zins-Puffer für konventionelle Geldpolitik, sie haben nur noch den QE-Wahnsinn als Politik-Variante
- **Mehr QE nur eine Frage der Zeit**: Es ist u.E. klar, dass sich die Notenbanken in eine ausweglose Lage manövriert haben, die bald einen nächsten QE-Wahnsinn «notwendig» machen
- Das Terrain wird gegenwärtig mit dem Irrsinn der «**modern monetary theory**» vorbereitet

These V:

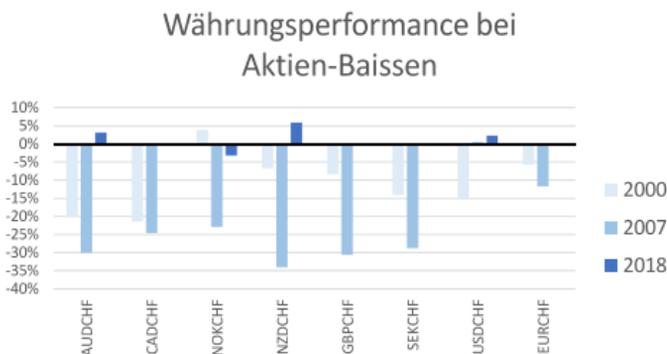
Der Safe-Haven Status des CHF bleibt bestehen



Aktien-Baisse? Spricht v.a. für den CHF

Weniger homogen

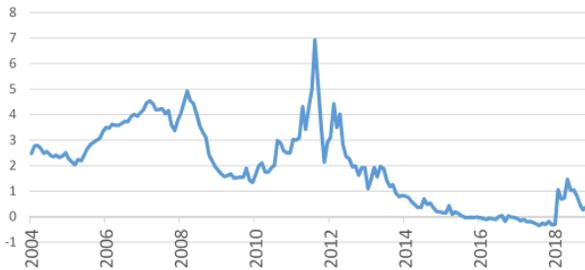
- Auch hier haben alle Währungen einen schweren Stand gegen den CHF
- Aber es gibt Ausnahmen, z.B. ist hier der USD dem CHF nur geringfügig unterlegen
- Während der kleineren Korrektur 2018 kam es nicht zu einer Aufwertung des CHF, v.a. wohl deshalb, weil Teile des Marktes noch an einen Zinszyklus nach oben geglaubt haben



These VI:

Steigt das Länderrisiko in Europa, dann sieht die Sache kompliziert aus

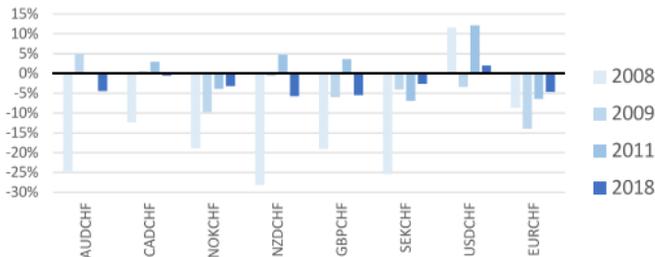
Italien 2Y-Zins



Steigen die CDS in Italien, dann leidet zuverlässig v.a. Europa

Alles oder Nichts-Situationen sprechen für den Lender of Last Resort: USA

Währungsperformance bei Euro-Länderrisiko-Problemen



- Wenn die Eurozone brennt, dann wird's auch ungemütlich für den NOK, SEK und GBP
- Der CHF macht dann eine Outperformance gegen diese Währungen, nicht aber notwendigerweise gegen die anderen Währungen wie NZD, AUD und v.a. nicht gegen den USD

Was braucht es für einen stärkeren Euro?

Viel! Aber es ist nicht unmöglich

Wie lautet Ihr Szenario?

Dass der Dollar schwächer wird und der Euro stärker

Was wäre der Auslöser?

Eine Abschwächung des US-Wachstums und eine Beschleunigung in Europa. Der Grund dafür ist der Export. Europa ist der Hauptprofiteur, wenn es im Handelsstreit zwischen den USA und China zu einer Einigung kommt, neben China, wo die Regierung alles unternimmt, um der Konjunktur wieder Schwung zu verleihen.

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