

# PK Assets

Währungen:

Leitzinsen, Marktzinsen,  
Inflation & Währungen

[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

USA und Kanada erhöhen die Leitzinsen, andere Länder sind noch tief im QE:

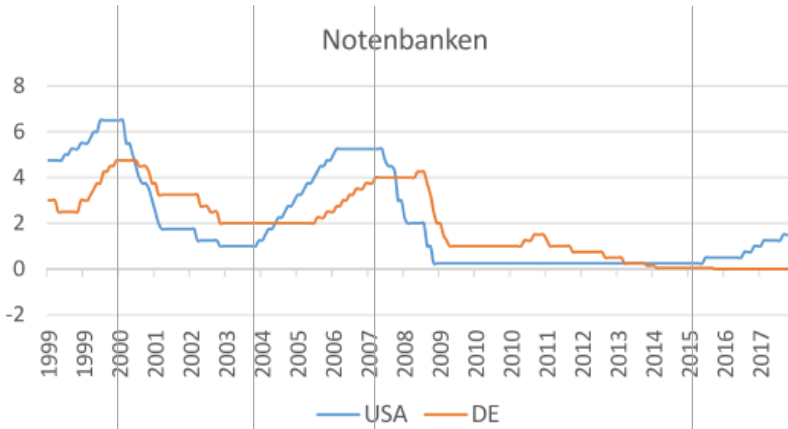
Wie verarbeiten die Devisenmärkte die Zinsdivergenzen?

- *In welchen Währungspaaren sind die Zinsen besonders wichtig, in welchen nicht?*
- *Wie wichtig ist die Inflation?*
- *Reichen Zinsen und Inflation für ein Währungsmodell? Was muss man sonst noch anschauen?*

Wir betrachten zu diesem Zwecke eine Reihe von ausgewählten Währungsmodellen

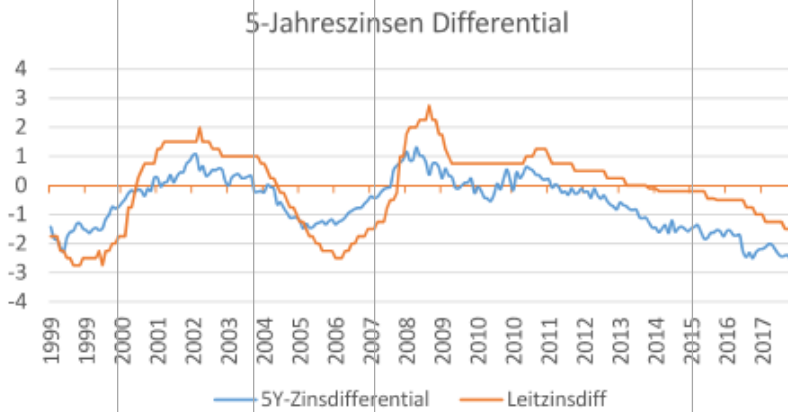
EUR / USD

# Nominalzins-Schere geht weiter auf: Klares plus für USD



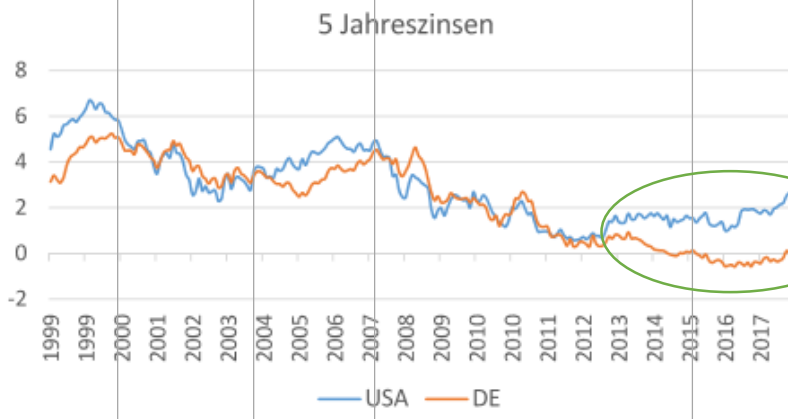
## Die Notenbank-Zyklen sind verschoben

- Die USA eröffnet ihre Zyklen – aufwärts und abwärts – 6-12 Monate früher als die EZB
- Das Fed drückt aufs Gas, die EZB ist im QE
- Der aktuelle Gap ist bereits weit fortgeschritten



## Marktzinsen sehen weiteres Aufgehen der Zinsdifferenz

- Im Beispiel der 5-Jahreszinsen ist die Differenz bei 2.6% bei einer aktuellen Leitzinsdifferenz von 1.75%

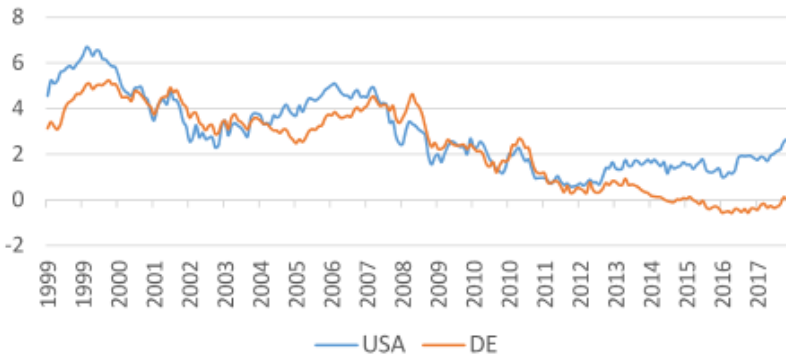


## Zinsdifferenz ungewöhnlich hoch

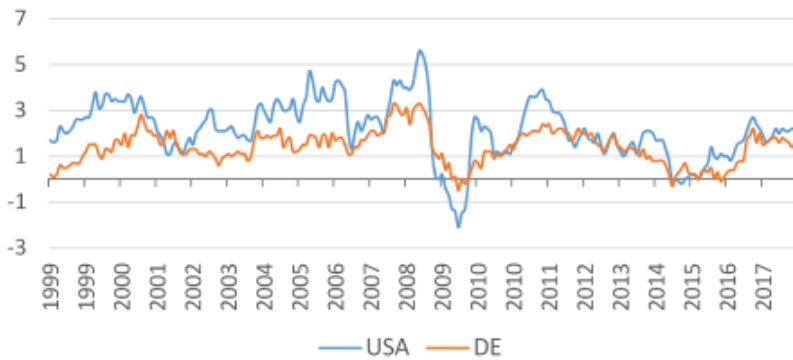
- Der Markt glaubt noch nicht an EMU-Leitzinserhöhungen
- **Der Nominalzins-Gap ist jetzt historisch extrem hoch!**

# Realzinsen: Korrelation beendet, klares Plus für USD

5 Jahreszinsen



Inflationsraten: Total CPI



Realzinsen 5Y (CoreCPI)



## Nominalzinsen: Deutliche Unterschiede

- Es gibt wenig Ähnlichkeit im Verlauf der US- und EMU-Zinsen, hier dargestellt durch deutsche Zinsen
- Addiert man noch Länderrisiko in Europa hinzu, wird der Vergleich noch schwieriger

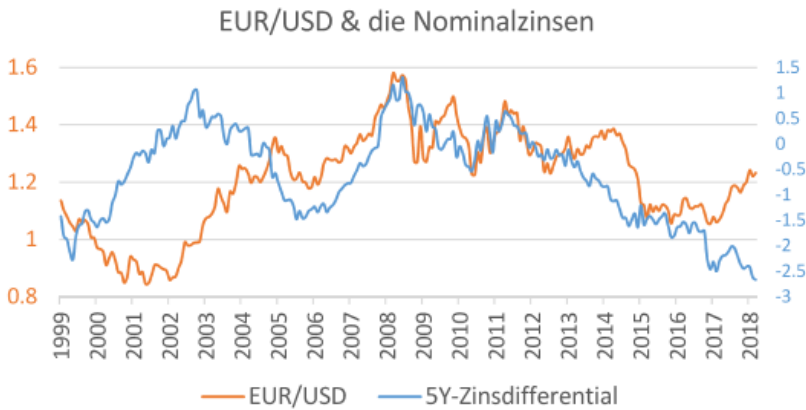
## Teuerung: In aller Regel höhere Inflation in den USA

- Es brauchte schon die Krise von 2009, damit die US-Inflation der USA diejenige der Eurozone unterschoss
- Aktuell ist die Differenz in einem historisch normalen, gemässigten Bereich

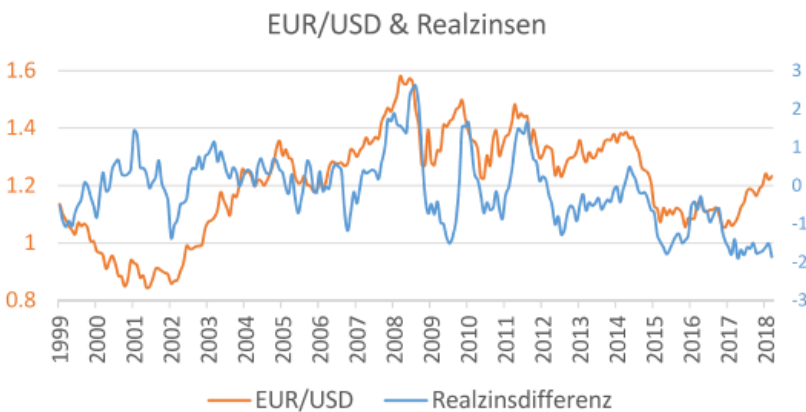
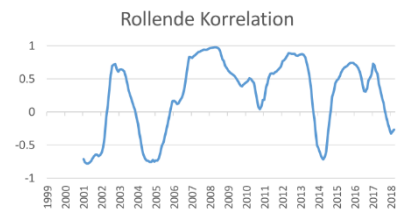
## Realzinsen: Extrem korreliert... bis vor kurzem

- Schaut man die Nominalzinsen und die Inflationsraten an, dann erstaunt doch die hohe Korrelation der Realzinsen
- Die positive Realzinsdifferenz zugunsten der USA ist höher als zu jedem Zeitpunkt in den letzten 18 Jahren

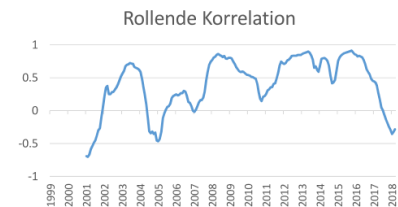
# EUR/USD funktioniert nicht gut mit Zinsdifferenzen



Währung/Nominalzinsen: :  
Holprige Korrelation



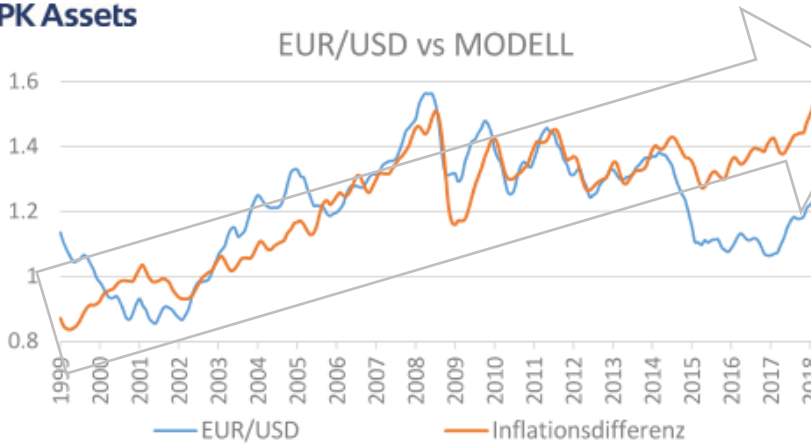
Währung/Realzinsen:  
Positive Korrelation aber  
nicht befriedigend



- Die Korrelation Währung/Realzinsen ist nicht besonders hoch
- Ist die zinsseitige Überbewertung des Wahrungspaares ein non-event?

# Inflation: Strukturelles Plus für den EUR REER: USD Teuer

## PK Assets



Der chronische  
Teuerungsüberschuss der  
USA sorgt für konstanten  
EUR/USD-Aufwärtsdruck

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Nach einer Pause nach der Finanzkrise hat das Teuerungs-Differential wieder Fahrt aufgenommen

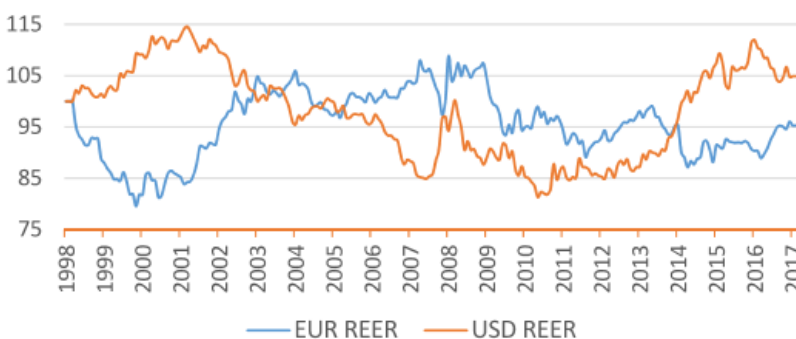
## Nominal Effective Exchange Rate



Wir reden von zwei  
Währungen die nominal  
zugelegt haben in den  
letzten Jahren

- Besonders ausgesprochen der USD, zuletzt aber auch der EUR

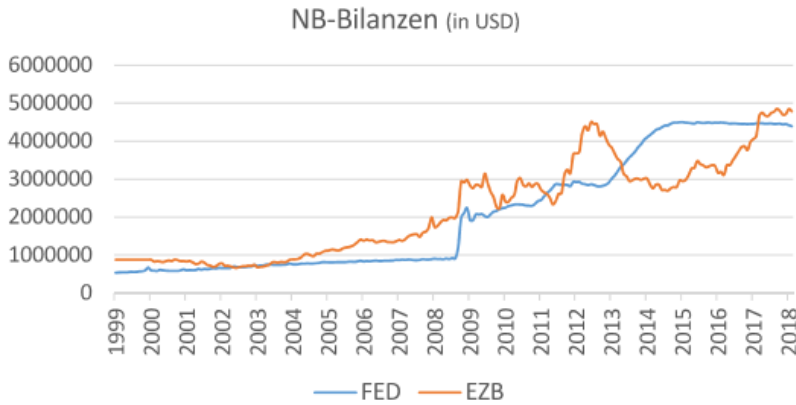
## Real Effective Exchange Rate



Während aber der USD real  
«überbewertet» aussieht,  
sieht der EUR wesentlich  
neutraler aus

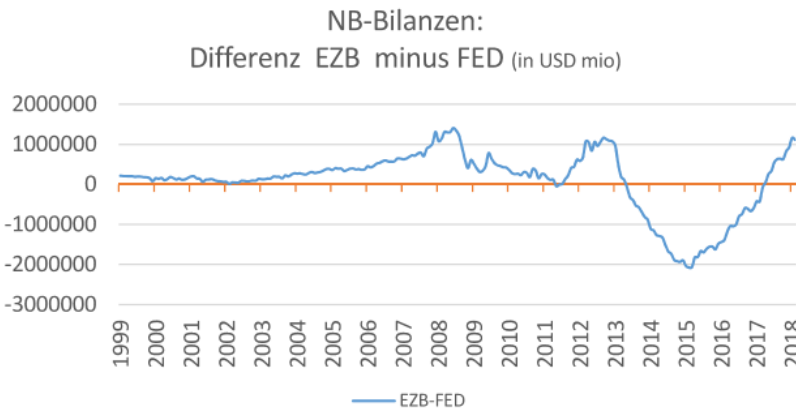
- Der REER der USA ist mit dem Einleiten des Zinszyklus deutlich gestiegen
- Der reale Aussenwert des EUR ist stehen geblieben

# EZB versucht weiterhin den EUR zu schwächen

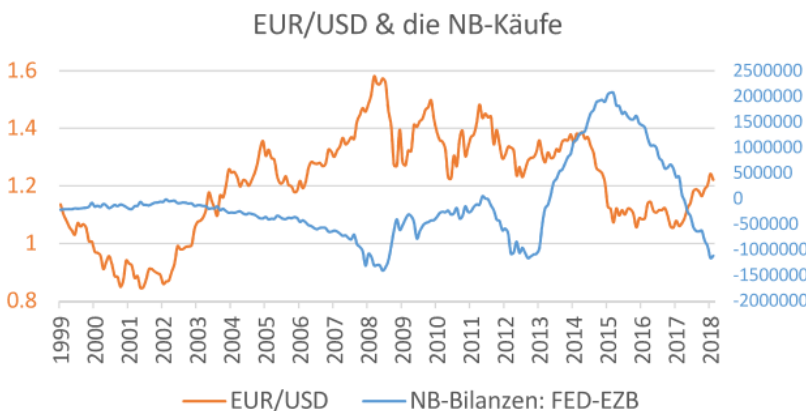


## Notenbanken: EZB überholt das Fed

- Diverse Runden von QE haben das Währungspaar durchgeschüttelt
- Die EZB war ähnlich aktiv wie das Fed, allerdings zu verschiedenen Zeiten



## Aktuell: EZB druckt wie wild, USA reduziert in Zeitlupe

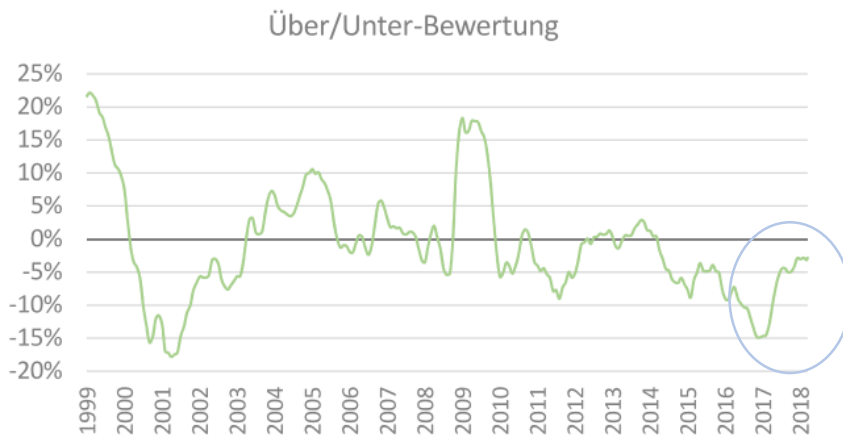
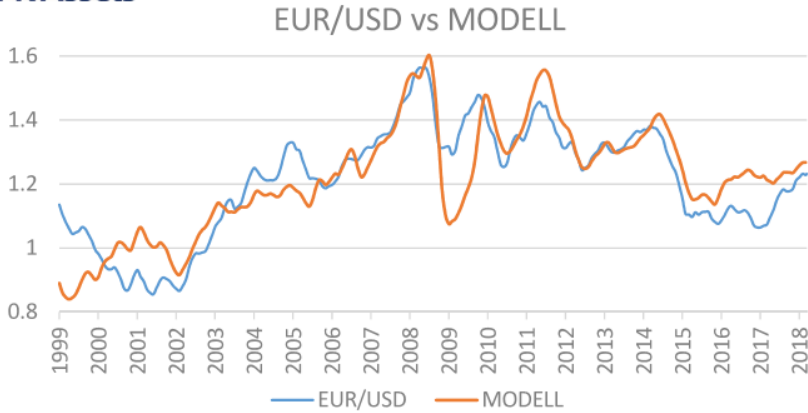


## QE-Einfluss auf Währung komplex

- Man kann wohl davon ausgehen, dass QE die eigene Währung schwächt
- Der Zusammenhang ist allerdings statistisch schwierig nachzuweisen
- Auch zuletzt war der Trend gegenläufig



## PK Assets



## Neutral

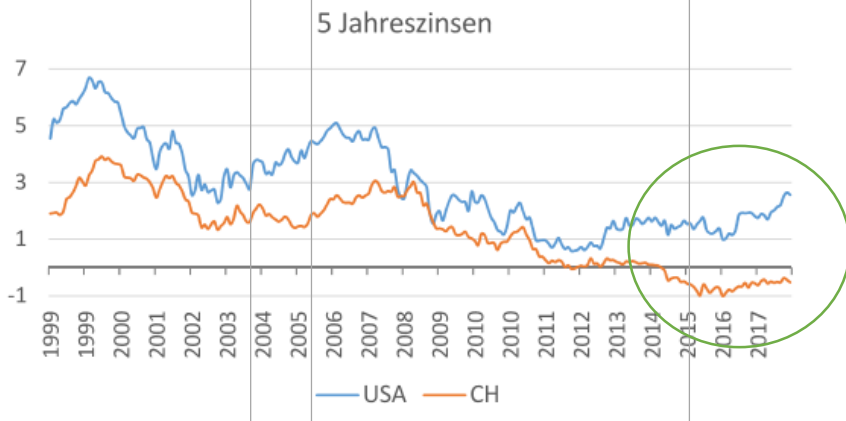
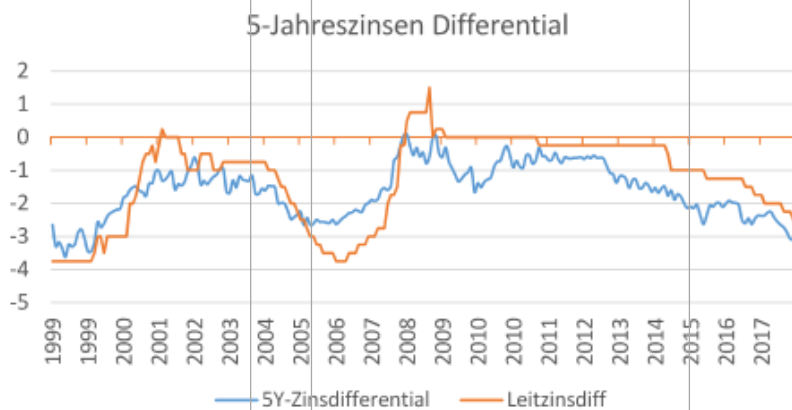
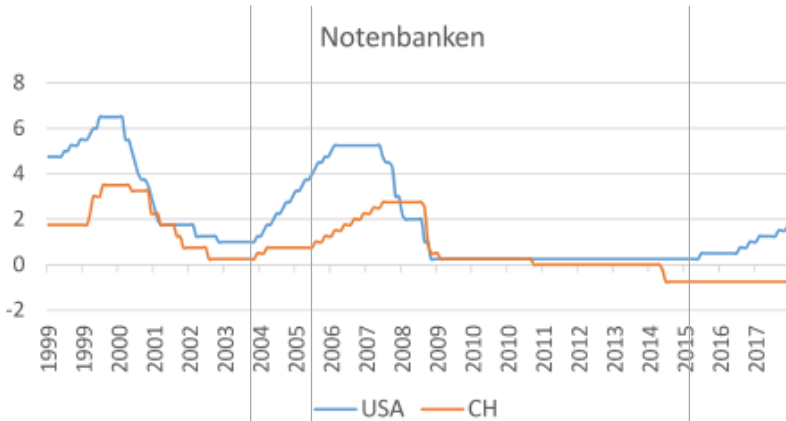
- Trotz wachsender Zinsschere zugunsten des USD tendiert der EUR rauf

- Unser Modell bestätigt diesen Sachverhalt, warum?

1. Die Spreads der Euro-Peripherie sinken, damit das gefühlte Länderrisiko
2. Der relative Verschuldungstrend begünstigt den EUR
3. Als Risk-On-Kandidat des Pärchens profitiert der EUR von stärkeren Commodity-Märkten und von hoher Risiko-Neigung
4. Die Inflationsdifferenz drückt EUR/USD strukturell rauf

USD / CHF

# Zins-Schere: Massives Plus für den USD



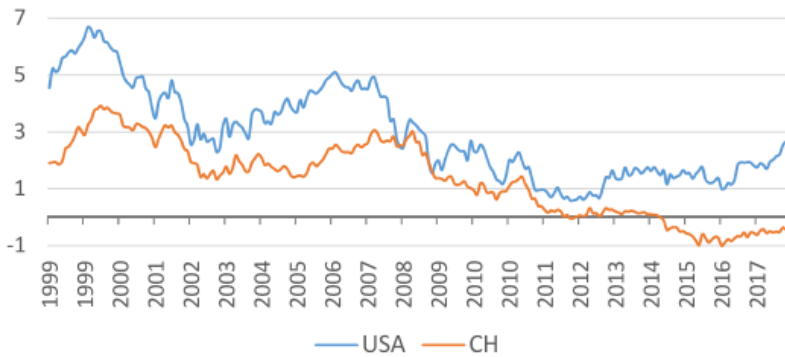
## Massive Unterstützung für den USA von der Nominalzins-Seite

- Die USA eröffnet ihre Zyklen – aufwärts und abwärts – Ca. 12 Monate früher als die SNB, die ihrerseits der EZB folgt
- Das Fed ist im Zinserhöhungs-Modus, die SNB wartet auf die EZB
- Die Notenbanken begrenzen die Expansion der Marktzinsen
- Hier besonders klar: Die Zinsen bewegen sich nicht weit von der Notenbank, die Differentiale sind hochkorreliert
- Die U.S.-Nominal-Zinsen sind stets höher als die CH-Zinsen
- **Die Nominalzins-Differenz ist aktuell ungewöhnlich hoch!**

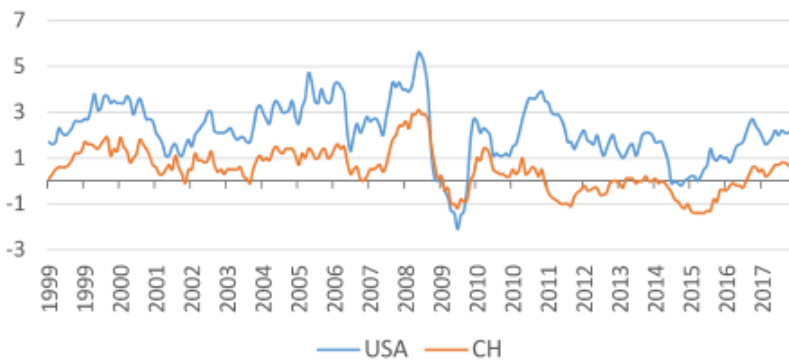
# Schüttelbecher

## Finanzkrise: Massives Realzins-Plus für USD

5 Jahreszinsen



Inflationsraten: Total CPI



Realzinsen 5Y (Total CPI)



### Nominalzinsen: Deutliche Unterschiede

- Die verschiedenen Leitzinszyklen sorgen für erhebliche Unterschiede in den Amplituden...
- Wobei die Bewegungen der Zinsen in der CH auf den Leitmarkt EUR ausgerichtet sind

### Teuerung: In aller Regel höhere Inflation in den USA

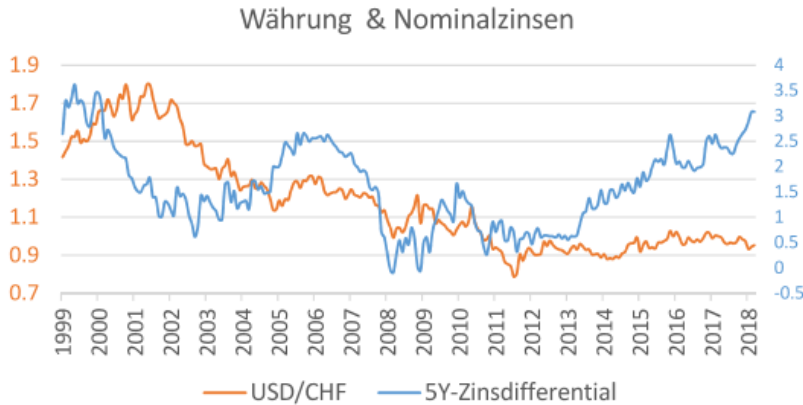
- Es brauchte schon die Krise von 2009, damit die US-Inflation der USA diejenige der Schweiz unterschoss
- Aktuell ist die Differenz in einem historisch normalen Bereich

### Realzinsen: Extreme Korrelation verschwunden

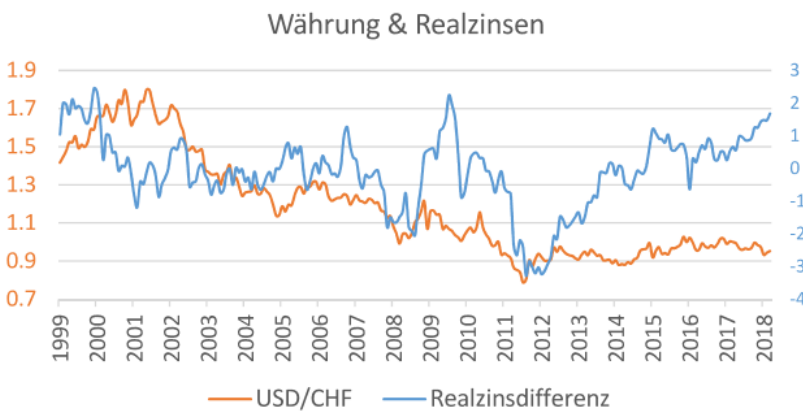
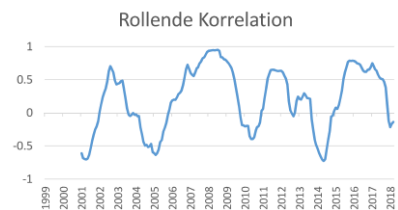
- Wiederum: Vor Lehman sieht man eine erstaunlich hohe Korrelation der Realzinsen!
- Seither: Divergenz, **und nun ist die Realzinsdifferenz zugunsten der USA höher als zu jedem Zeitpunkt in den letzten 18 Jahren!**

## Worauf schaut der Devisenmarkt?

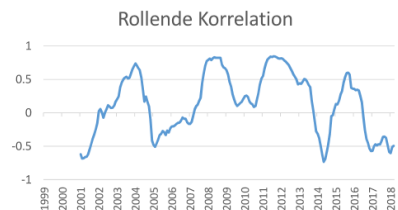
Offensichtlich schaut  
der Devisenmarkt  
aber nur beschränkt  
auf die Zinsen



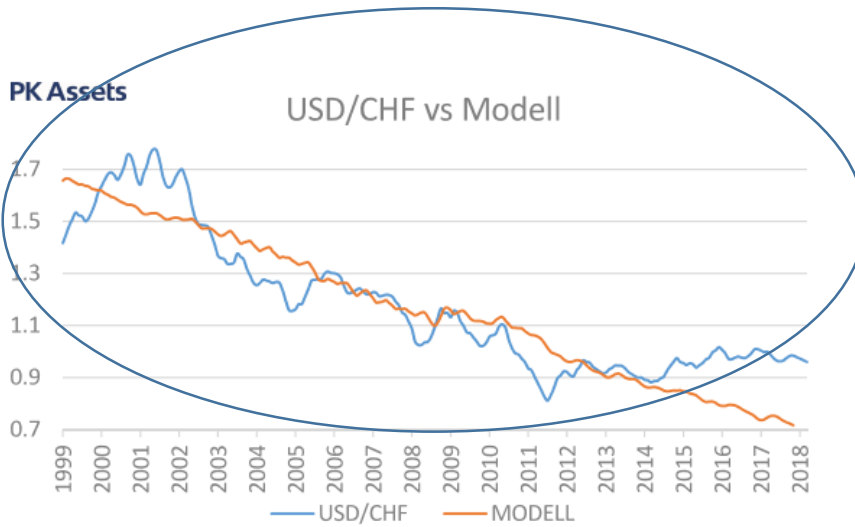
Währung/Nominalzinsen:  
Keine brauchbare Korrelation



Währung/Realzinsen:  
Keine brauchbare Korrelation

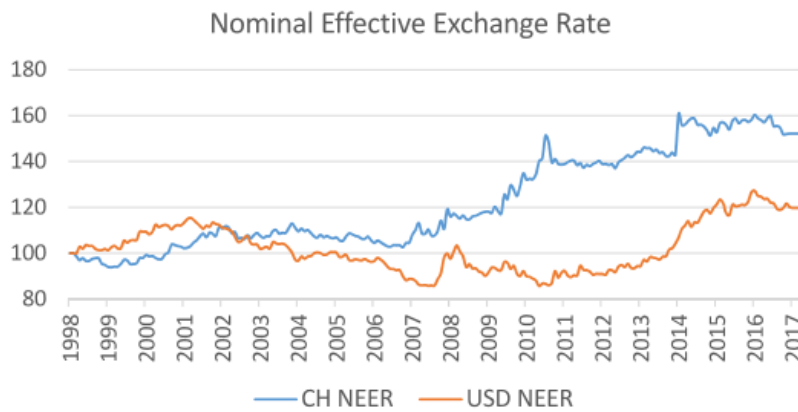


- Die Korrelation Währung/Realzinsen ist nicht besonders hoch
- Ist die zinsseitige Überbewertung des Währungspairs ein non-event?



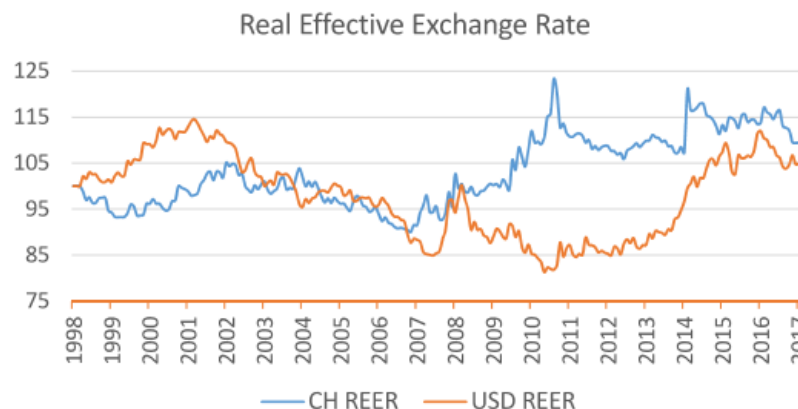
Der chronische Teuerungsüberschuss der USA sorgt für konstanten USD/CHF-Abwärtsdruck

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Das Teuerungs-Differential ist monoton fallend, wurde auch nicht durch die Finanzkrise gestört



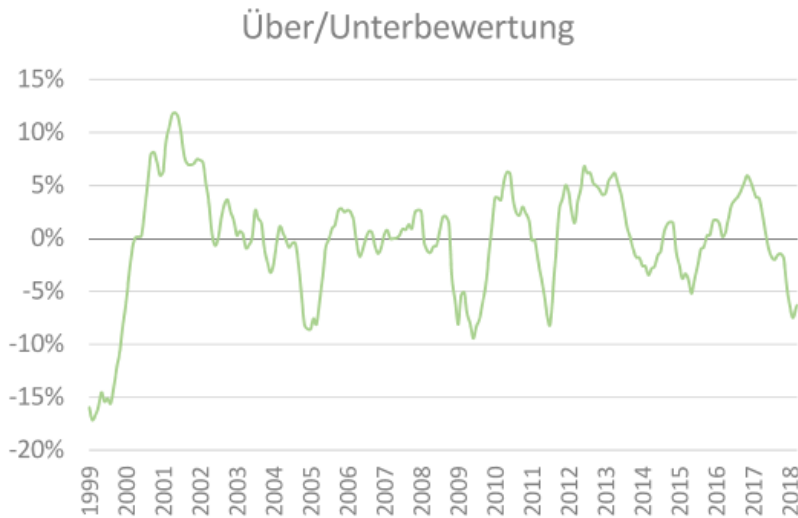
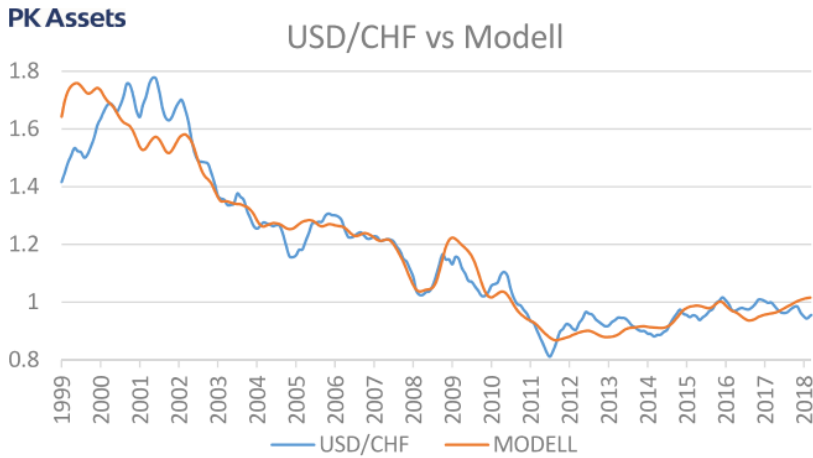
Wir reden von zwei Währungen die nominal zugelegt haben in den letzten Jahren

- Noch signifikanter der CH, aber auch die reale Aufwertung des USD seit der Finanzkrise und dem Tapering/Zinserhöhungs-Zyklus ist beträchtlich



REER-theoretisch sprechen wir von zwei sehr teuren Währungen

- Der REER der USA ist mit dem Einleiten des Zinszyklus deutlich gestiegen
- Der reale Aussenwert des CHF ist besonders seit Lehman gestiegen

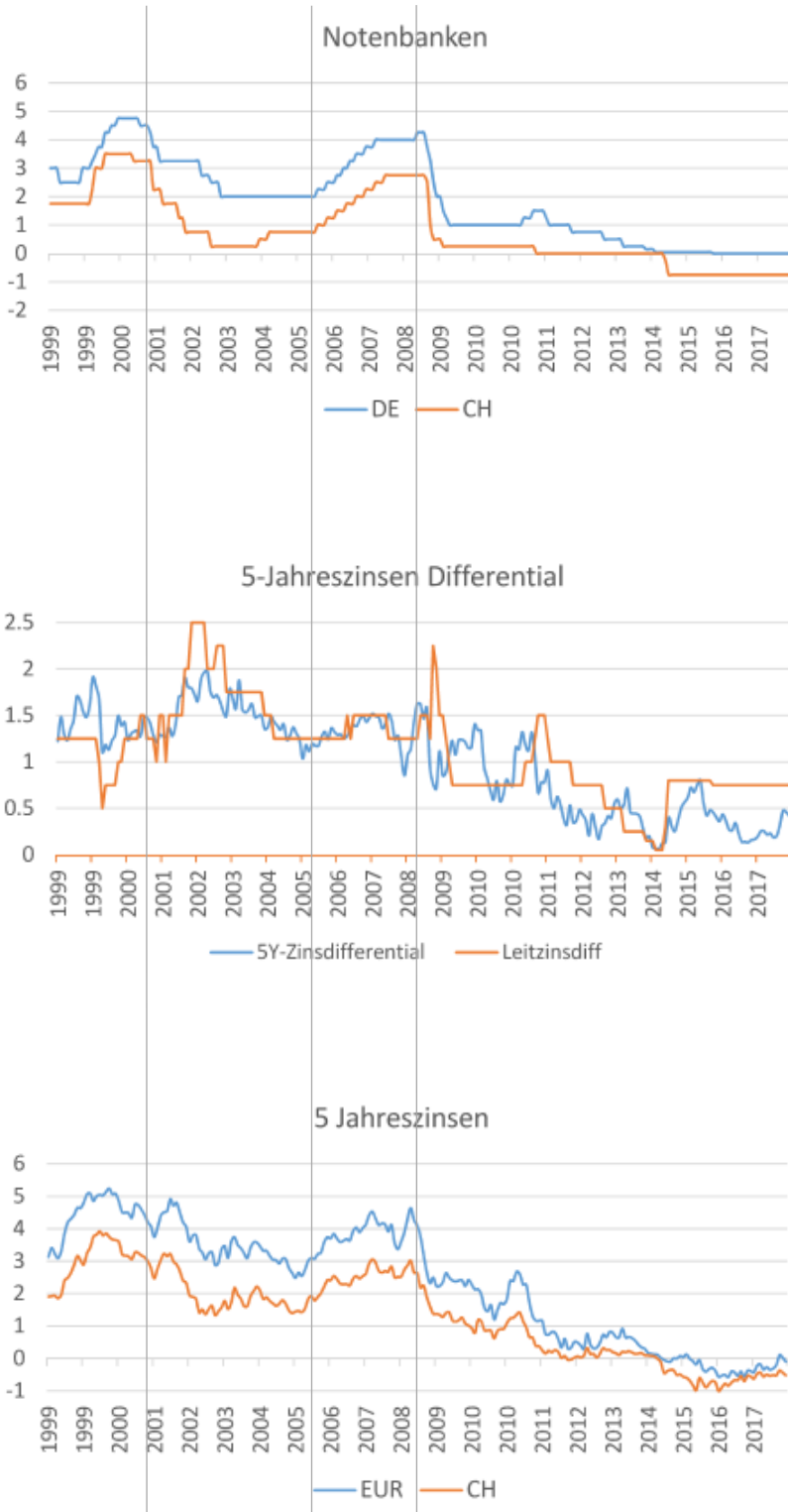


## Konstruktiv für den Dollar gegen CHF

- Das Modell bestätigt die Attraktivität des USD bezogen auf die Zinsschere
  - Aber weit weniger, als die Zinsdifferenzen dies anzeigen, warum?
1. Die Inflationsdifferenz drückt USD/CHF strukturell runter
  2. Verschuldungstrend spricht für CHF
  3. Beide Währungen: sind Risk-Off-Währungen, weshalb hier Commodities, China und Risikoneigung kaum eine Differenz machen

EUR / CHF



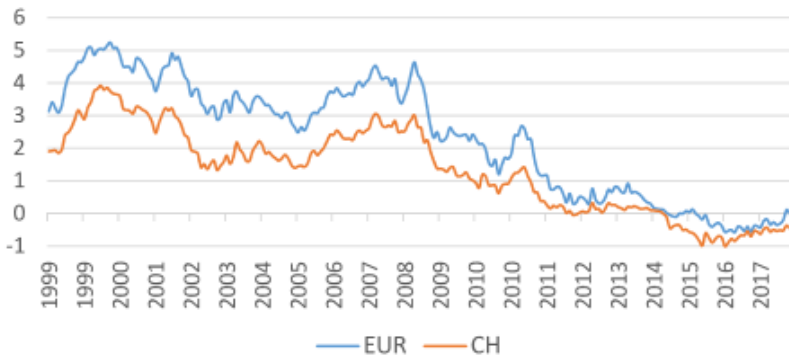


## Fast vollständig konvergiert

- Die Notenbank-Zyklen sind leicht verschoben
- Die SNB folgt oft sofort, mitunter mit wenig Verspätung der EZB
- Die EZB folgt mit einiger Verspätung dem Fed
- Um die Differenz zu wahren ist die SBN in ein neues Territorium gegangen
- Die Notenbanken begrenzen die Expansion der Marktzinsen
- Die Zinsmärkte sind in jeder Hinsicht komplett synchronisiert
- Der europäische Bondmarkt hechelt dem USA-Markt hinterher, der CH-Markt dem europäischen
- Kaum Aufwärtstrends in den Zinsen, damit auch kein Signal für FX

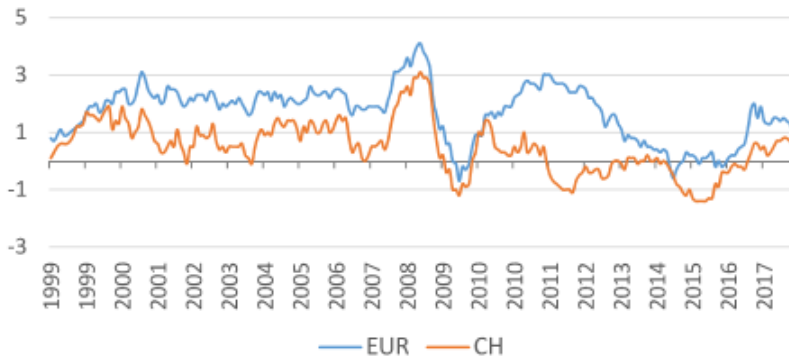
# Auch die Realzins-Differenz ist komplett eingeebnet

5 Jahreszinsen



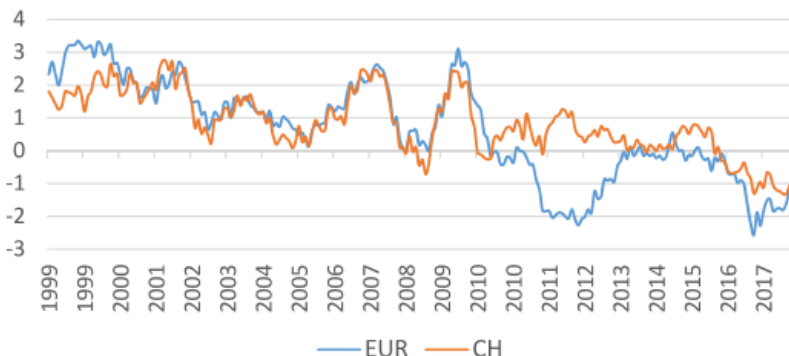
—

Inflationsraten: Total CPI



==

Realzinsen 5Y (Total CPI)



## Nominalzinsen: Hohe Korrelation & Konvergenz!

- Die ähnlichen Leitzinszyklen sorgen für fast identische Amplituden...
- Die Notenbank-Orgie hat zu einer Konvergenz geführt

## Teuerung: Kompression im hist. Teuerungsüberschuss der Eurozone

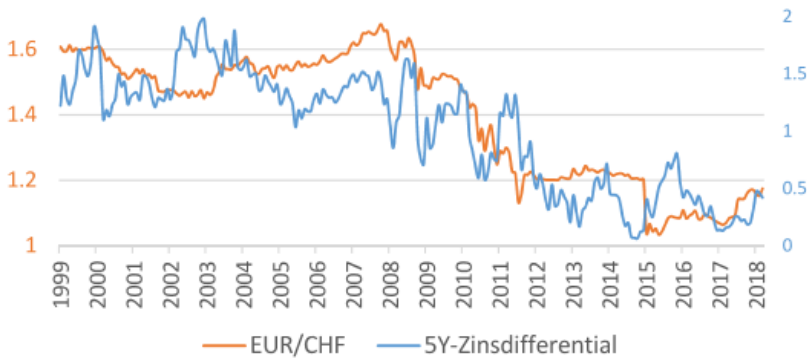
- Daran hat auch die Krise nichts geändert
- Aktuell ist die Differenz in einem historisch tiefen Bereich

## Realzinsen: Rückkehr zur Konvergenz

- Der Schüttelbecher Finanzkrise hat die Realzinsen auseinander geführt
- **Und: Die Realzinsdifferenz zugunsten der CH ist wieder verschwunden**

# FX: EUR/CHF und Realzinsen funktioniert kaum

Währung & Nominalzinsen

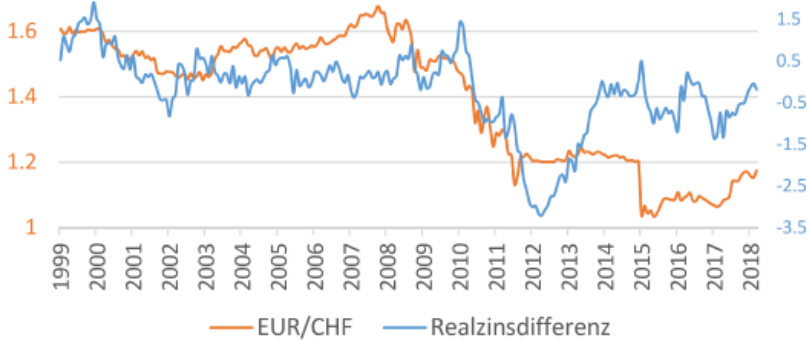


Währung/Nominalzinsen:  
Keine brauchbare Korrelation

Rollende Korrelation

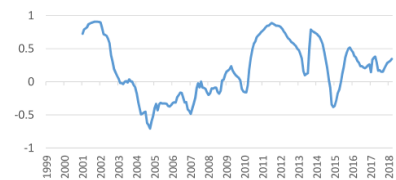


Währung & Realzinsen



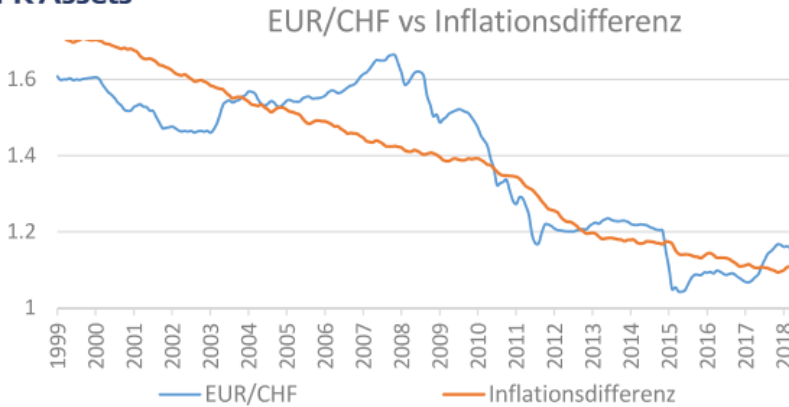
Währung/Realzinsen:  
Keine brauchbare Korrelation

Rollende Korrelation



- Die Korrelation Währung/Realzinsen ist unbrauchbar
- Vor allem realzinsseitig sind wohl starke andere Kräfte am Werk

## PK Assets

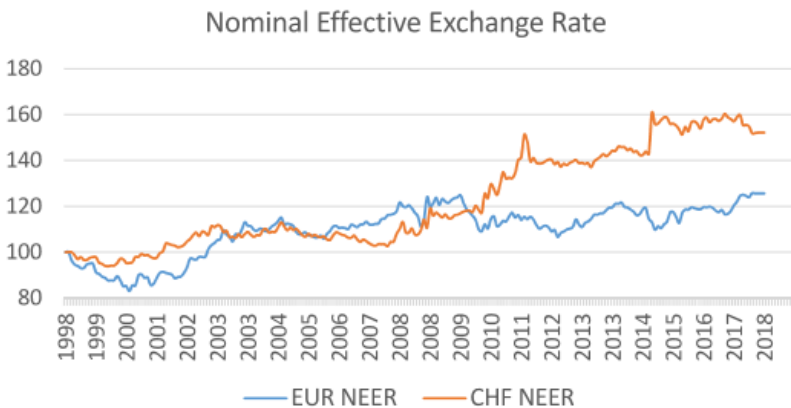


Der chronische Teuerungsüberschuss der Eurozone sorgt für **konstanten EUR/CHF-Abwärtsdruck**

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Das Teuerungs-Differential ist monoton fallend, wurde auch nicht durch die Finanzkrise gestört

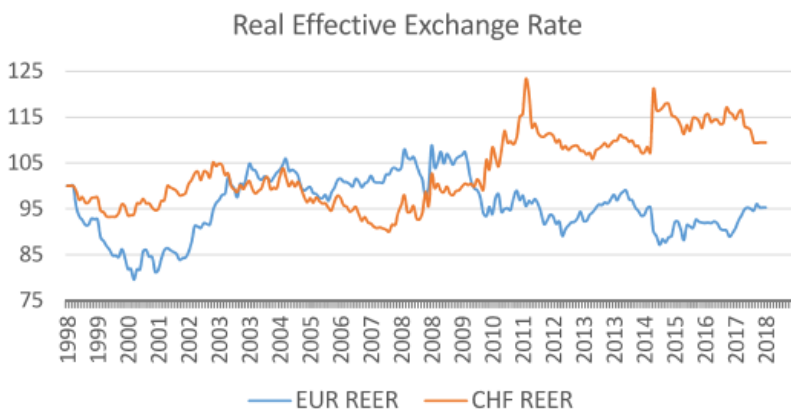
Wir reden von zwei Währungen die nominal zugelegt haben in den letzten Jahren

- Besonders ausgesprochen der CHF, tendenziell aber auch der EUR

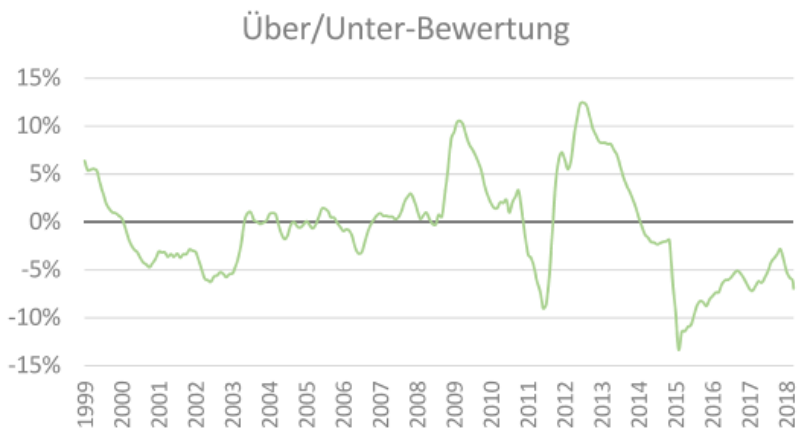
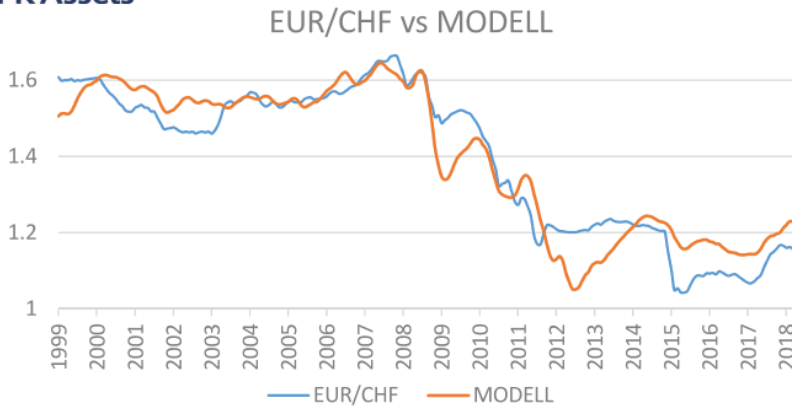


**REER: Während der CHF real «überbewertet» aussieht, sieht der EUR wesentlich günstiger aus**

- Der REER der CH ist mit Lehman deutlich gestiegen
- Der reale Aussenwert des EUR ist stehen geblieben



## PK Assets



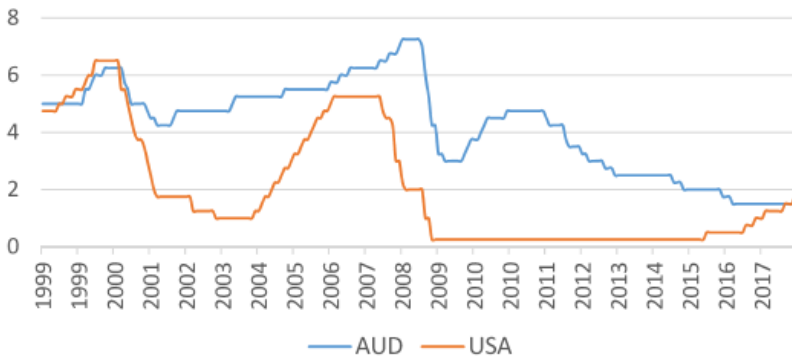
## Konstruktiv für den EUR gegen CHF

- Das Modell sieht einen höheren Euro
- Dies trotz Null Zinsvorteil und einem gegenteiligen Inflations-Bias, warum?
  1. Die Spreads der Euro-Peripherie sinken, damit das gefühlte Länderrisiko
  2. Der Verschuldungstrend in der Eurozone ist verflacht und schadet dem EUR aktuell nicht
  3. Als Risk-On-Kandidat des Pärchens profitiert der EUR von stärkeren Commodity-Märkten und von hoher Risiko-Neigung

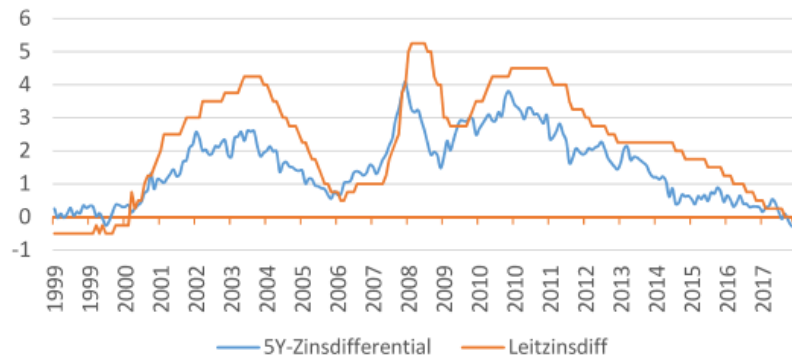
AUD / USD

# Nominalzinstrend spricht gegen den AUD

Notenbanken



5-Jahreszinsen Differential



5 Jahreszinsen

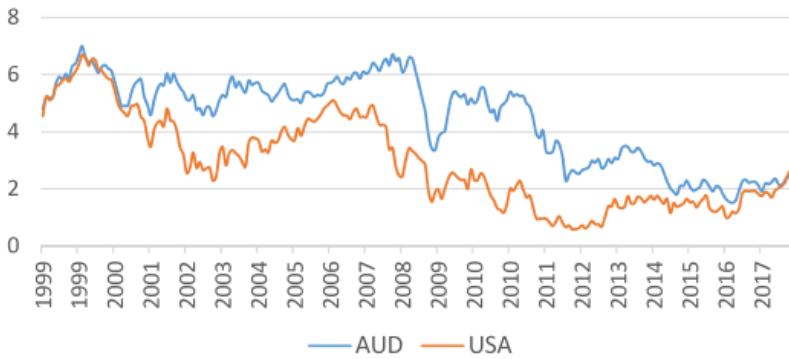


Nach langen Jahren von üppigen Zinsaufschlägen in Australien hat eine Konvergenz stattgefunden

- Die Leitzinspolitik Australiens ist grundlegend verschieden von derjenigen des Fed
- Eine ganze Reihe von Notenbank-Chefs in den USA hat die Zinsen in den letzten Jahrzehnten künstlich runter gedrückt
- Australien hat zwar kein QE gemacht, aber die Leitzinsen auf für Australien unerhört tiefe Niveaus gestellt (aktuell 1.5%, in den 90er waren sie noch weit über 10%)
- Mit dem gegenläufigen Zinszyklus ist der Zinsvorteil des AUD komplett verschwunden
- **Der AUD ist nicht mehr der High Yelder, im Gegenteil, der Treasury rentiert jetzt mehr**

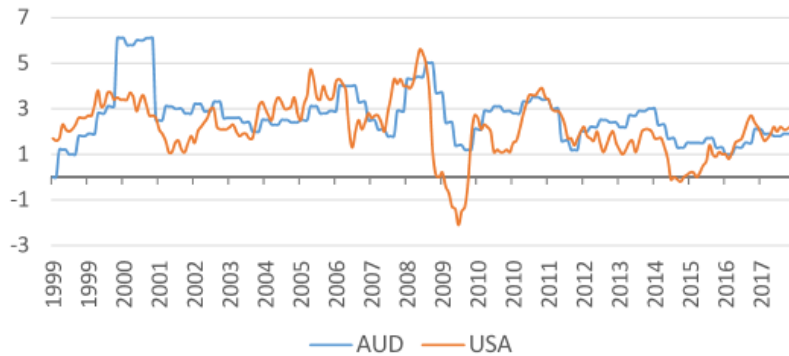
## Auch der Realzinsvorteil Australiens ist weg

### 5 Jahreszinsen



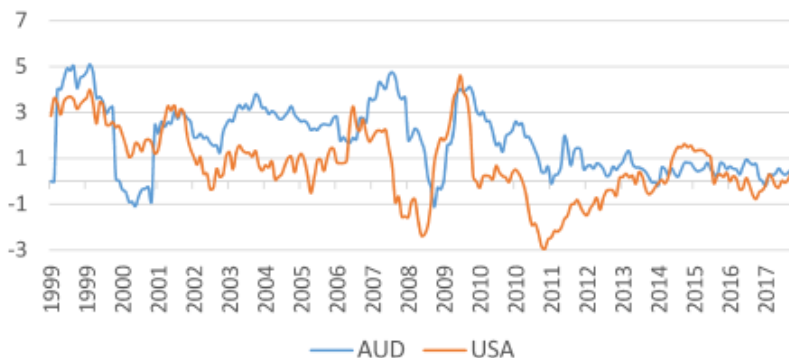
—

### Inflationsraten: Total CPI



==

### Realzinsen 5Y (Total CPI)



### Nominalzinsen: Vorteil Australien verschwunden

- Der entgegenlaufende Leitzinszyklus hat die Differenz ausgeradiert

### Teuerung: Ähnliche Teuerungsraten

- Dafür hat die USA in der Inflation aufgeholt
- Generell sieht hier Australien seit längerem wesentlich stabiler aus

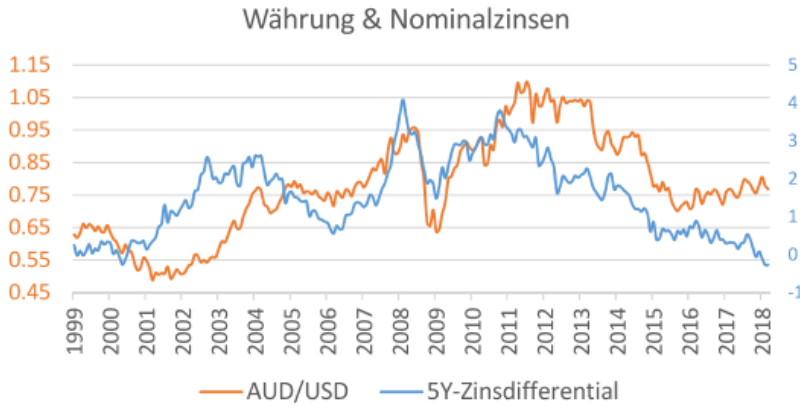
### Realzinsen: Vorteil Australien verschwunden

- Seit 4 Jahren herrscht hier fast komplette Konvergenz
- Australien ist nicht mehr der High Yelder

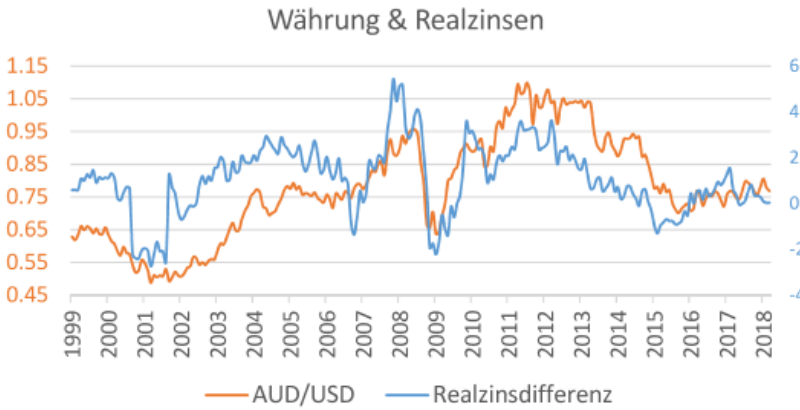
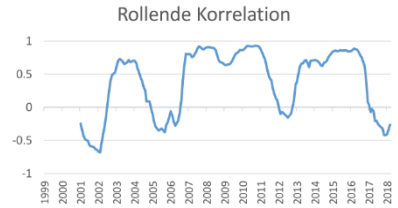


# Worauf schaut der Devisenmarkt?

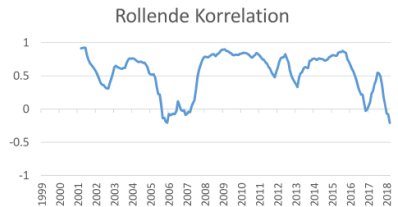
# Der Devisenmarkt schaut genau auf die Zinsdifferenzen...



Währung/Nominalzinsen:  
I.d.R. positiv korreliert

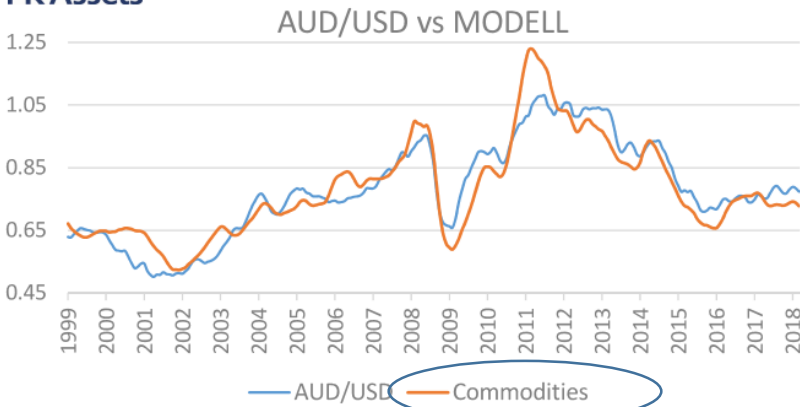


Währung/Realzinsen:  
Positiv korreliert



...aber nicht nur:

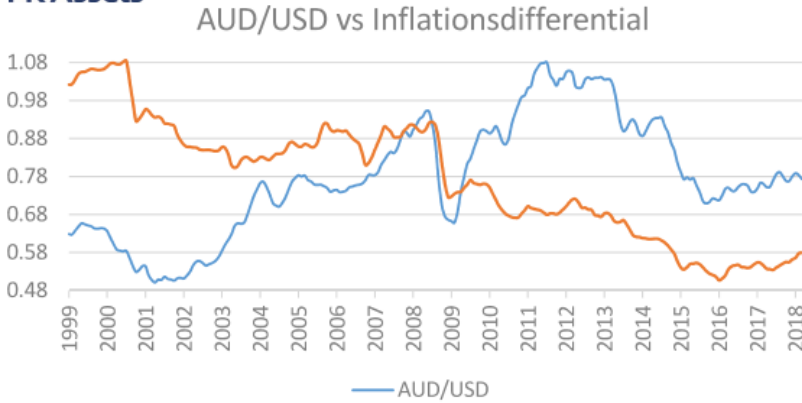
## PK Assets



Währung/Commodities  
AUD ist der Commodity-Play schlechthin. Zusammen mit einer hohen Korrelation zu China ergeben sich schlüssige Inputs für ein Modell.

# Inflation: Kein Gegenwind mehr für den AUD

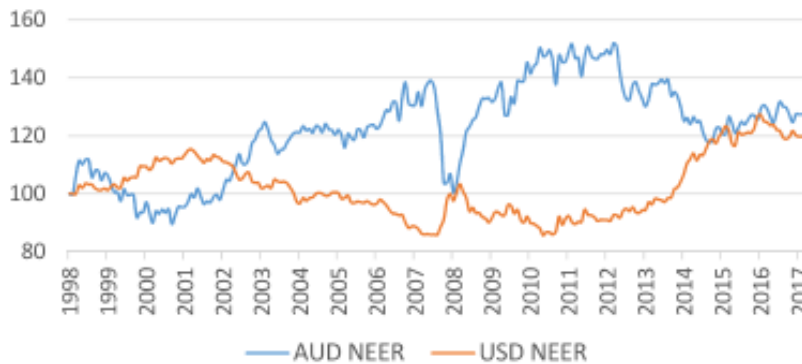
## PK Assets



## Der chronische Teuerungsüberschuss Australiens ist vorerst vorbei

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Immer wenn die Inflation aufgeht überschießt die USA, dies ist auch aktuell der Fall

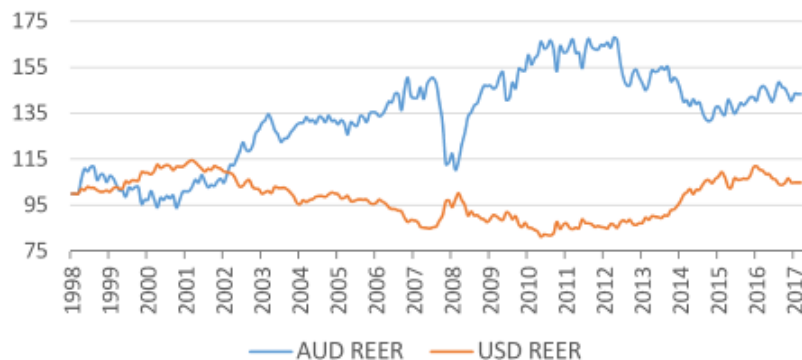
## Nominal Effective Exchange Rate



## Spiegelbildliche Währungen

- Der USD hat eine lange Aufwertungsphase hinter sich, der AUD eine längere Abwertung/Seitwärtsphase
- Aktuell sind beide Währungen im einen Seitwärtstrend

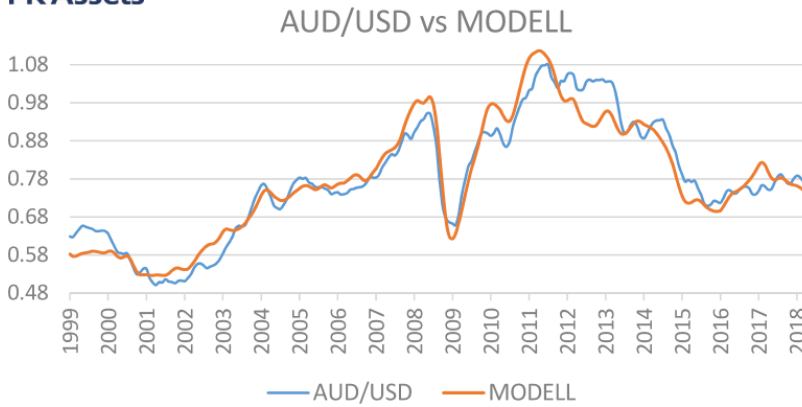
## Real Effective Exchange Rate



## Auch hier: Spiegelbildlich

- Ganz klar: AUD ist eine Commodity-Währung
- USD ist eine Anti-Commodity-Währung
- REER: USD sieht teuer aus, AUD eher neutral

## PK Assets



## Über/Unter-Bewertung



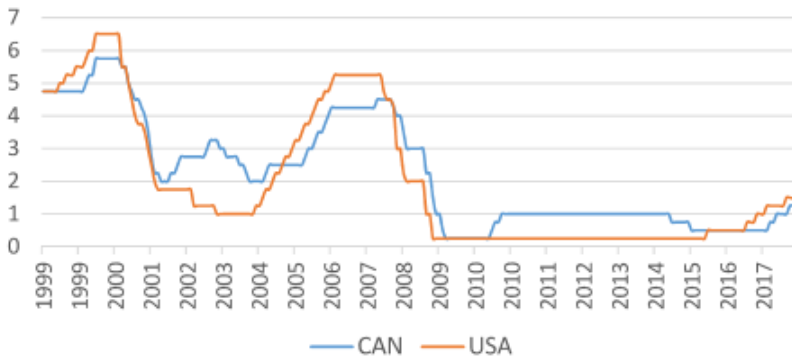
## Der AUD ist leicht überbewertet

- Unser Modell bestätigt den Eindruck von der Zinsseite, das der AUD teuer ist
- Aber nur leicht, warum?
  1. Es gibt noch einen australischen Bonitätsvorsprung, er ist aber nicht mehr am wachsen
  2. Gemäss Terms of Trade und Commodities kann man von einer neutralen Bewertung sprechen
  3. Unsere China-Indikatoren sprechen für einen stabilen AUD
  4. Die nach wie vor hohe Risikoneigung spricht für einen höheren AUD

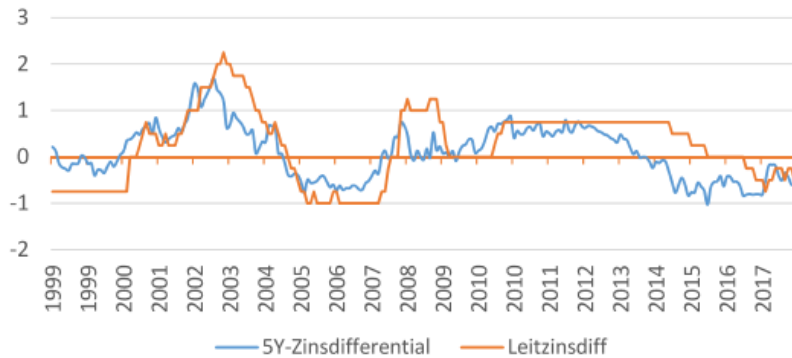
CAD / USD

# Kanada- Nominalzinsvorteil dahin

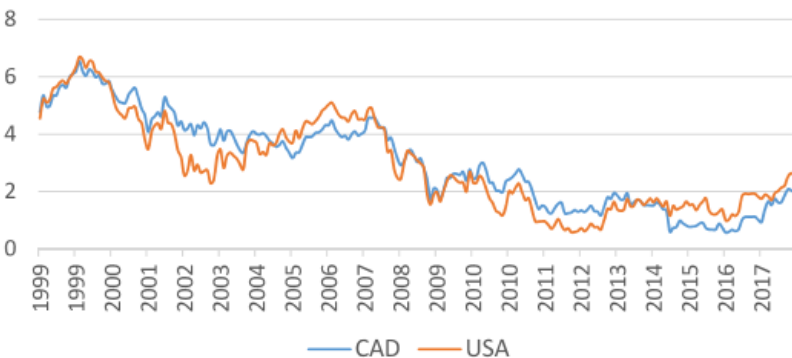
Notenbanken



5-Jahreszinsen Differential



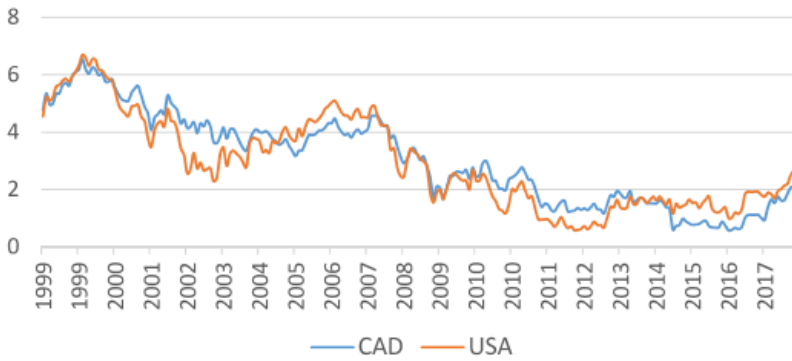
5 Jahreszinsen



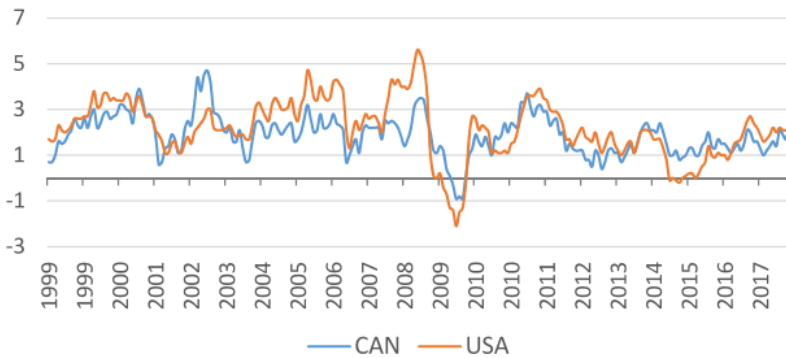
## Zyklische Schere geht auf

- Die BOC folgt mit wenig Verspätung dem Fed
- Eine ganze Reihe von Notenbank-Chefs in den USA hat die Zinsen künstlich runter gedrückt
- Kanada hat kein QE gemacht
- Das sorgte für lange Zeit für einen leichten Zinsüberschuss von Kanada
- Seit 2014 ist das allerdings vorbei
- Kanada hat länger zugewartet auf eine Zinserhöhung als normal und macht jetzt Catch Up
- Es hat sich seit geraumer Zeit, nämlich seit 2015 ein **nominaler Zinsvorteil der USA** herausgebildet

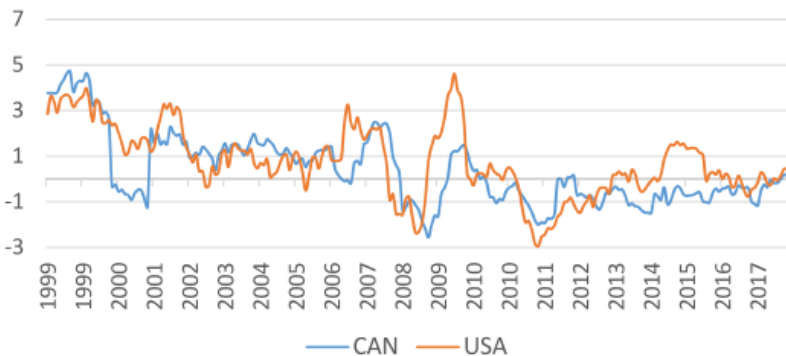
5 Jahreszinsen



Inflationsraten: Total CPI



Realzinsen 5Y (Total CPI)



## Nominalzinsen: USA baut Vorteil auf

- Der kräftigere Leitzinszyklus in den USA sorgt für einen Zinsvorteil
- Generell fluktuiert die USA um das stabilere Kanada

## Teuerung: Ähnlicher Verlauf grosse Unterschiede, aktuell fast identisch

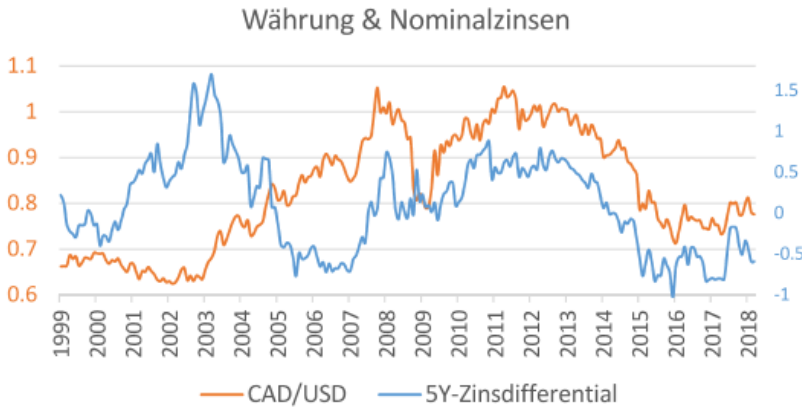
- Obwohl die Teuerungsraten gleichgerichtet sind, überraschen die deutlichen Unterschiede
- USA sieht auch hier deutlich volatil aus

## Realzinsen: Aktuell angeglichen

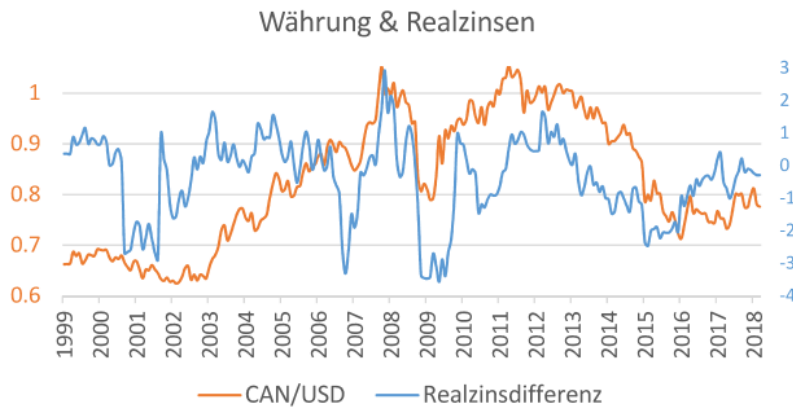
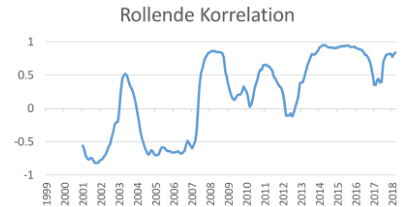
- Die Realzins-Differenzen sind heftigen Turbulenzen ausgeliefert: Bisweilen machen die Unterschiede fast 4 Prozent aus
- **Aktuell gibt es bei den Realzinsen kaum eine Differenz**

# CAD/USD

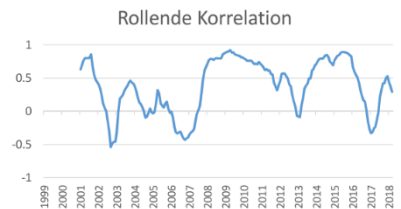
## Funktioniert nicht gut mit Realzinsen



Währung/Nominalzinsen:  
Kein stabiler Korrelations-  
Verlauf



Währung/Realzinsen:  
I.d.R. positiv korreliert

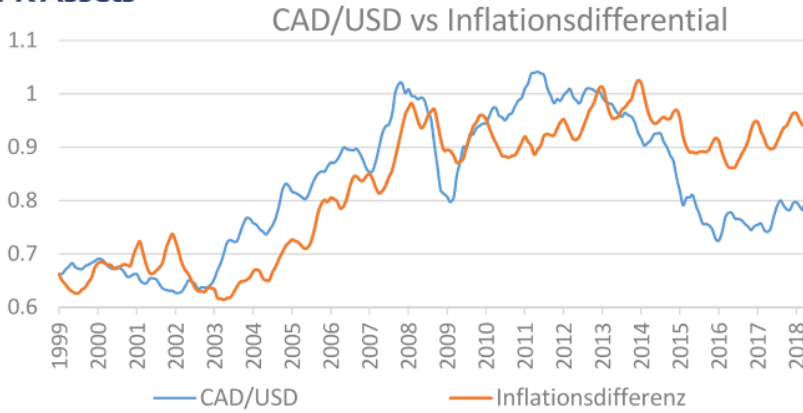


- Die Korrelation Währung/Realzinsen ist positiv aber nicht sonderlich signifikant
- Auch optisch überzeugt der Link Währung/Realzinsen nicht

# Inflation: Seit Jahren pro CAD

## NEER: Billiger CAD!

### PK Assets



Die US-Inflation oszilliert um die Kanadische mit einem strukturellen US-Überschuss

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Seit 2015 macht die US-Inflation Boden gut und hat die CAN-Inflation überholt

### Nominal Effective Exchange Rate



### Spiegelbildliche Währungen

- Der USD hat eine lange Aufwertungsphase hinter sich, der CAD eine längere Abwertung/Seitwärtsphase
- Aktuell sind beide Währungen im einen Seitwärtstrend

### Real Effective Exchange Rate

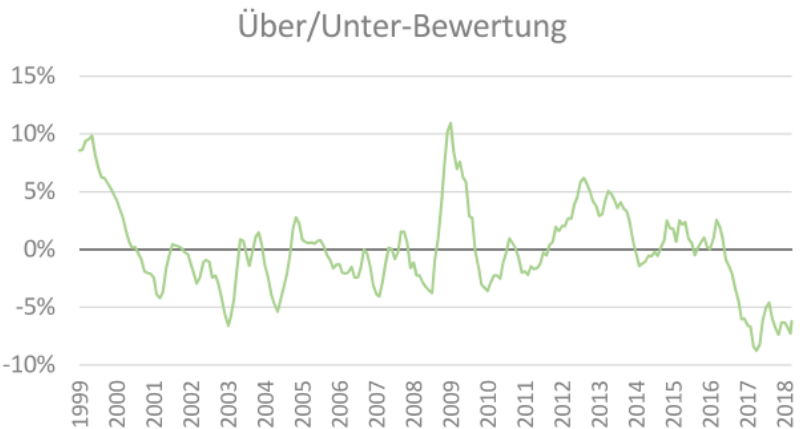
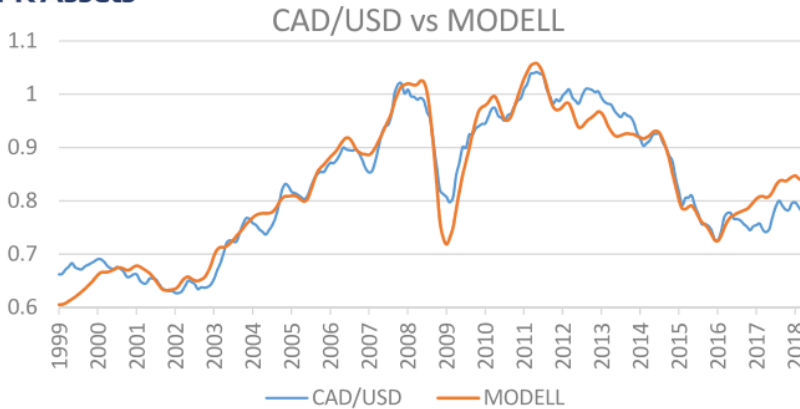


### Auch hier: Spiegelbildlich

- Ganz klar: CAD ist eine Commodity-Währung
- USD ist eine Anti-Commodity-Währung
- REER: USD sieht teuer aus, **CAD günstig**



## PK Assets

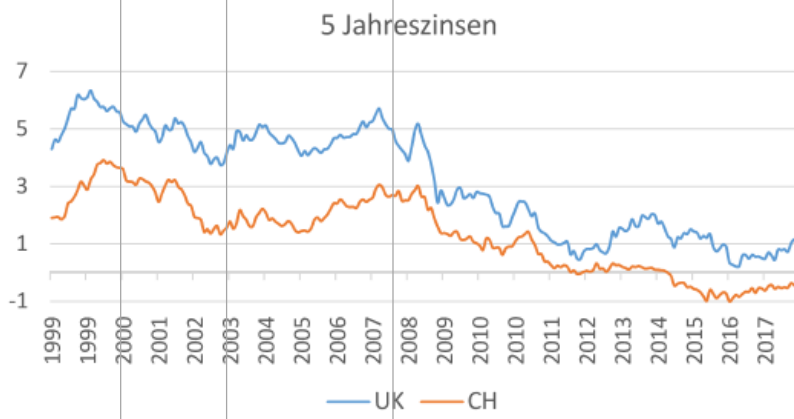
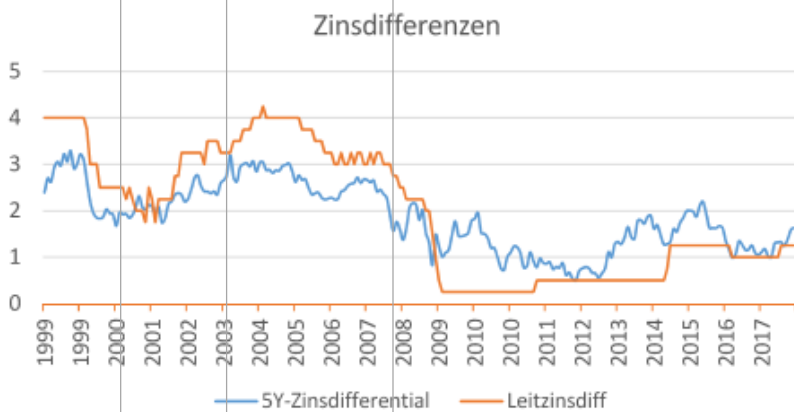
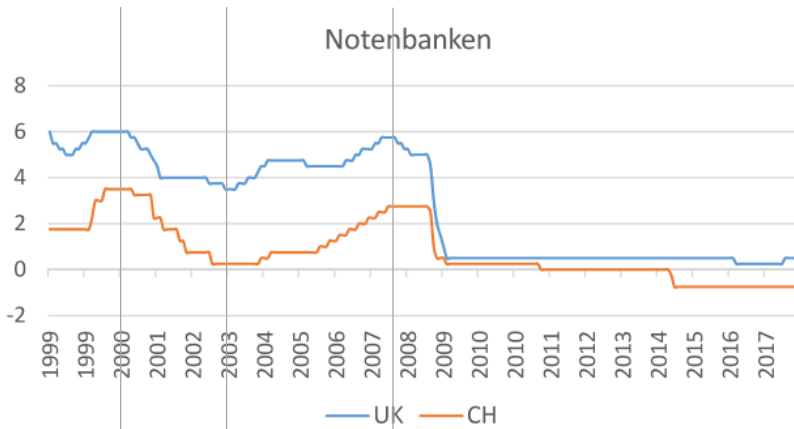


## Der CAD ist unterbewertet

- Damit übersteuert das Modell den Befund fehlender Zinsvorteile des CAD, warum?
1. Wie erwähnt spricht der Teuerungsverlauf für den CAD
  2. Die Terms of Trade Kanadas verbessern sich leicht gegenüber den USA
  3. China bremst den CAD eher
  4. Bonitätsmässig gibt's ein klares Plus für Kanada
  5. Und das Risikosentiment ist weiterhin hoch und stützt die Bewertung für den CAD

GBP / CHF

# Die Zins-Schere geht wieder auf zugunsten des Pfunds



## Die Notenbank-Zyklen sind verschoben

- UK folgt im Zyklus den USA, ist aber noch deutlich der EZB und der SNB vorgeschoben
- UK hat zaghaft begonnen, die Leitzinsen zu erhöhen
- Die Schere könnte jetzt weiter aufgehen

## Der Markt ist nicht bullish für CAD-Leitzinsen

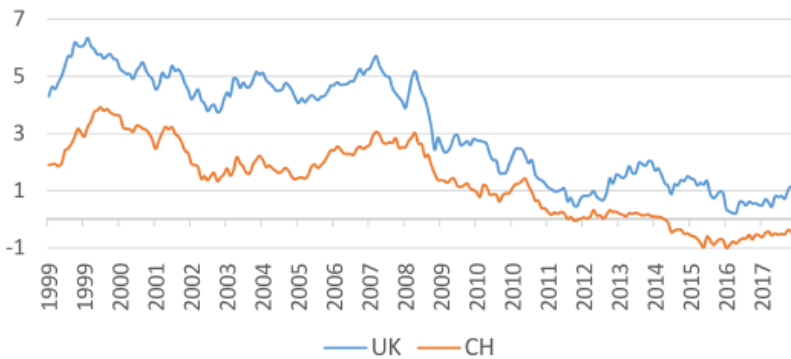
- Die 5Y-Zinsdifferenzen liegt nicht weit über der aktuellen Leitzinsdifferenz...
- ..und ist auch nicht mehr am steigen

## Der Nominalzins-Spread geht etwas auf

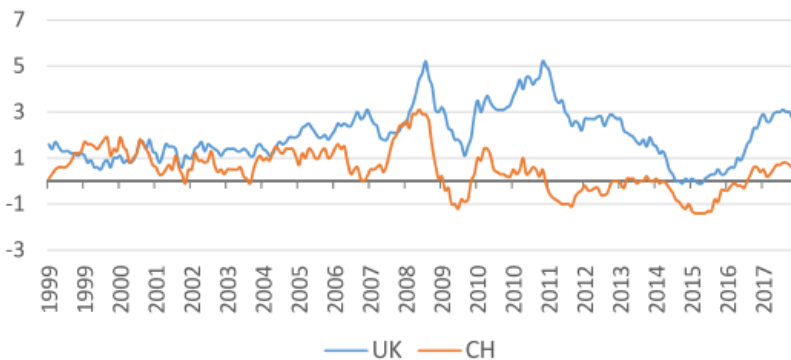
- Noch kein grosser Spread da
- Kein Wunder, da die zwei Notenbanken noch nicht auf einem festen Zinserhöhungspfad eingeschwenkt haben
- Immerhin, die BOE hat schon einmal erhöht

# Realzinsen sprechen deutlich für das Pfund, ohne aber zu glänzen

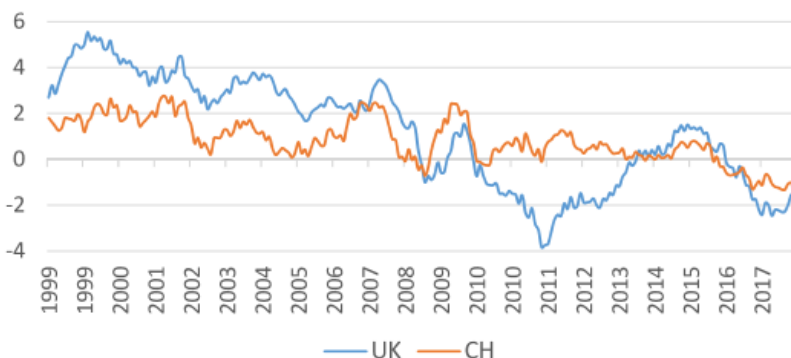
5 Jahreszinsen



Inflationsraten: Total CPI



Realzinsen 5Y (Total CPI)



## Nominalzinsen: Beschränkt synchron

- Die verschiedenen Leitzinszyklen sorgen für erhebliche Unterschiede in den Amplituden...
- Wobei die Bewegungen der Zinsen ebenfalls wenig gemeinsam haben

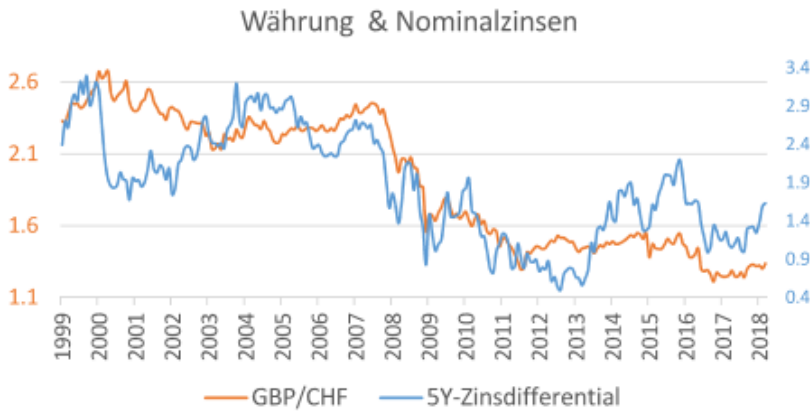
## Teuerung: In aller Regel höhere Inflation in UK

- Früher war der Unterschied geringer
- Aktuell ist die Schere wieder aufgegangen
- UK hat die höchste Inflation weit und breit

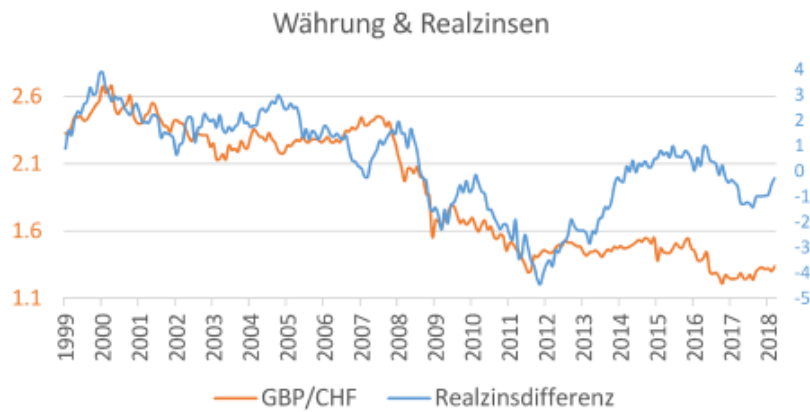
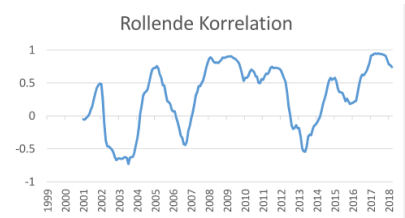
## Realzinsen: Wenig Korrelation

- Schon vor Lehman war die Korrelation gering
- Diese ist seither vollständig verschwunden
- **Realzinsseitig zeigt sich eine Verbesserung seit 2011, wenn auch ohne Momentum**

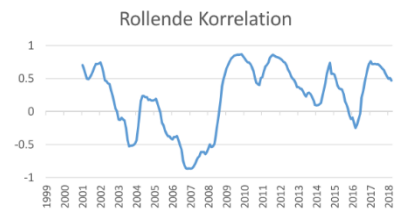
## Funktioniert nicht gut mit Zinsdifferenzen



Währung/Nominalzinsen:  
Leicht positiv korreliert



Währung/Realzinsen:  
Kein brauchbare Korrelation

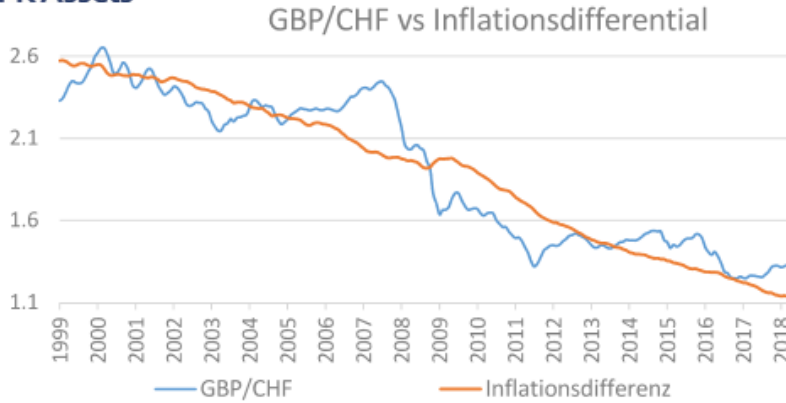


- Die Währung performt nicht so, wie es die Zinsdifferenzen anzeigen
- Es sind somit andere Kräfte am Werk

# Inflation: Strukturelles Plus für den CHF

## REER: GBP interessant

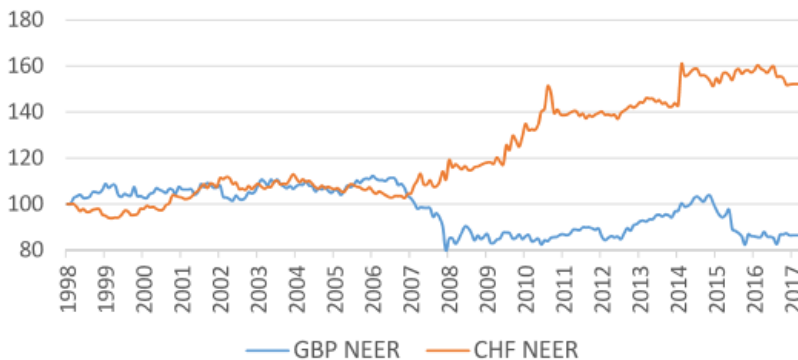
### PK Assets



Der chronische Teuerungsüberschuss der CH sorgt für konstanten GBP/CHF-Abwärtsdruck

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Das Teuerungs-Differential ist monoton fallend, nur kurz durch die Finanzkrise gestört

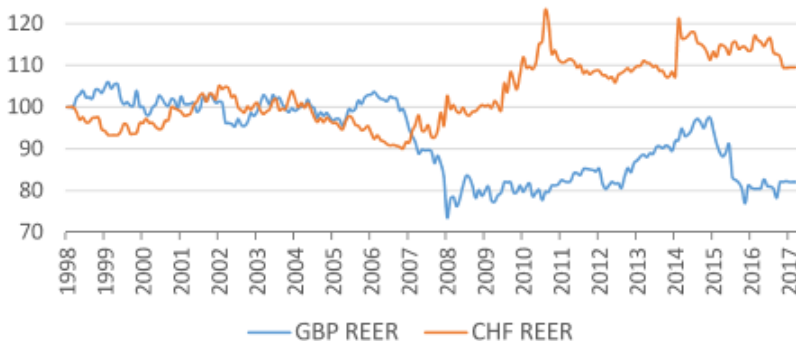
### Nominal Effective Exchange Rate



Wir reden von einer Währung –CHF– die nominal massiv zugelegt hat und einer Schwachwährung

- Die Trends könnten nicht diametraler sein

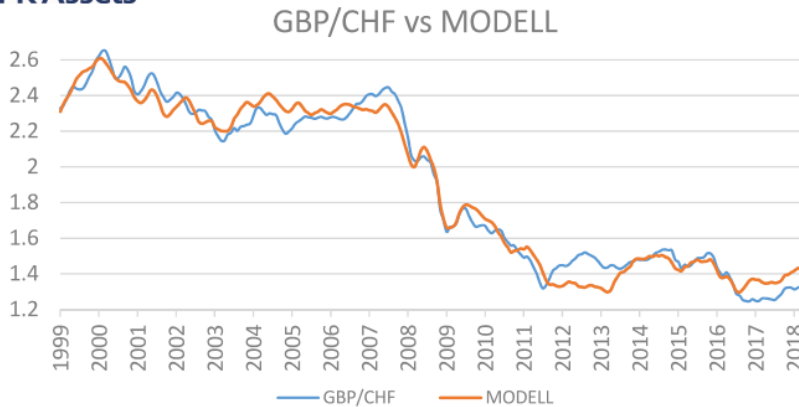
### Real Effective Exchange Rate



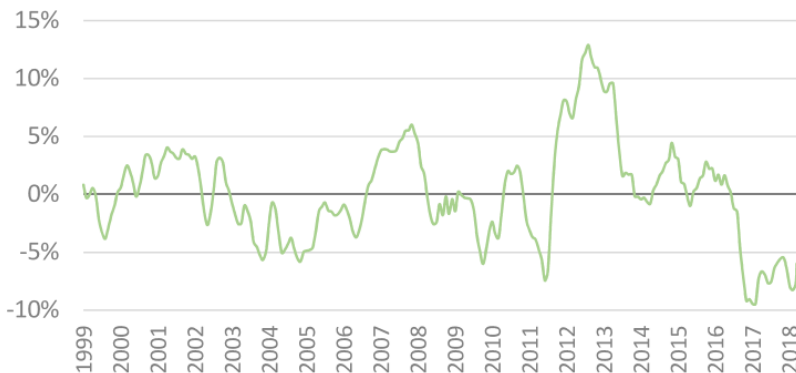
Während der CHF real «überbewertet» aussieht, sieht das GBP real «unterbewertet» aus

- Der REER der CH ist mit Lehman deutlich gestiegen
- Der reale Aussenwert des GBP ist stehen geblieben

## PK Assets



## Über/Unter-Bewertung



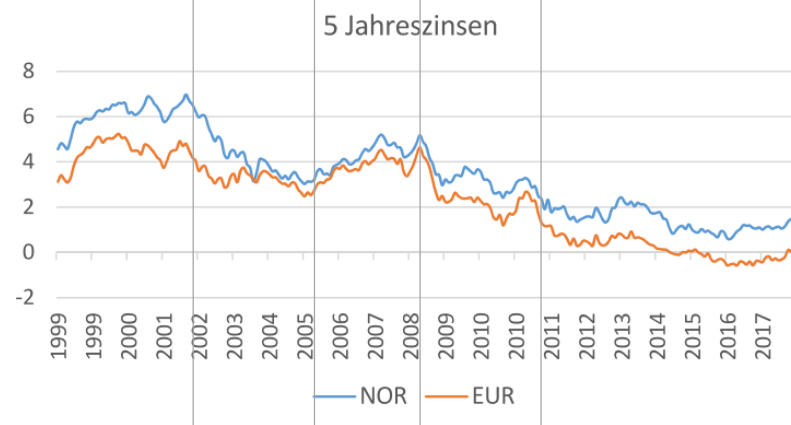
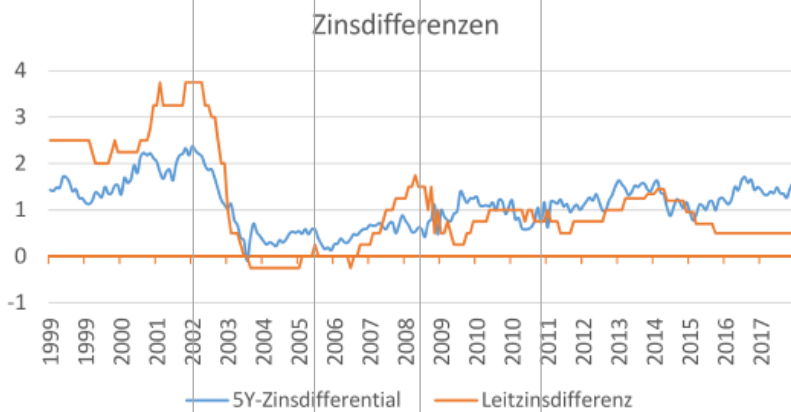
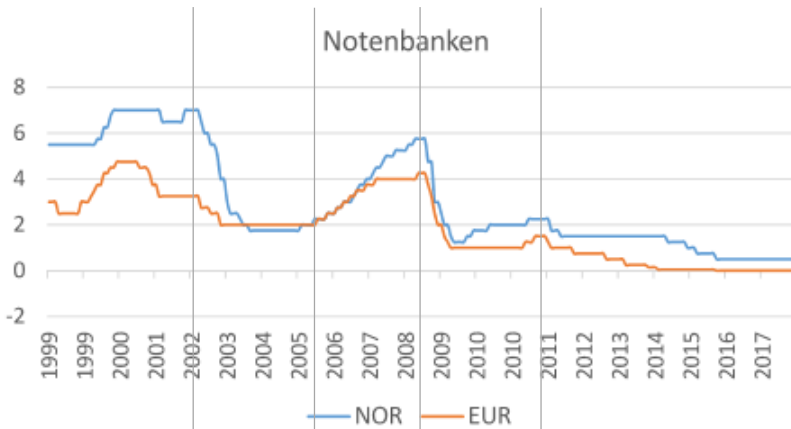
## Das GBP ist leicht unterbewertet

- Damit bestätigt das Modell den Befund der Zinsen
- Die Unterbewertung scheint aber nicht besonders hoch, warum?
- Der Markt schaut v.a. auf die Pfundzinsen, die noch tief in Krisenmodus sind
- Die Bonität verglichen mit der Schweiz ist nach wie vor am Boden
- Als Risk-On-Kandidat in diesem Währungs-pärchen profitiert die Bewertung des Pfund zwar von hoher Risikotoleranz
- Dafür funktioniert die Inflationsdifferenz als Senkblei im GBP/CHF

NOK / EUR



# Norwegen baut Zinsvorteil auf: Bullish für NOK



## Die Notenbank-Zyklen sind ähnlich

- Die Zinszyklen sind graduell verschieden, aber in der Bewegung konsistent
- Beide Länder sind massiv im Währungskrieg unterwegs

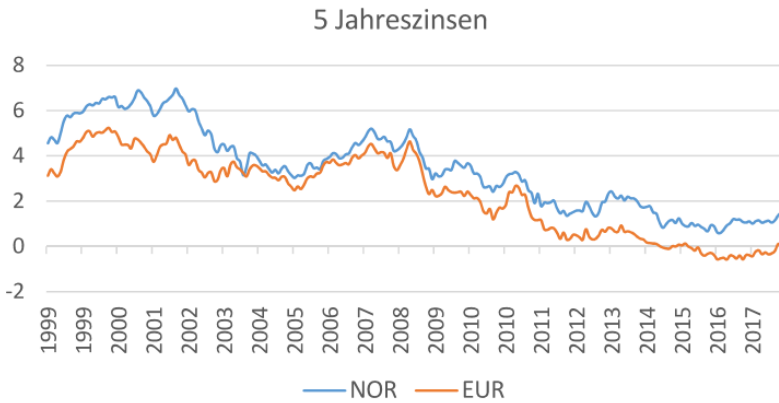
## Der Zinsmarkt sieht eine Norges Bank-Leitzinserhöhung vor der EZB

- Das 5-Jahres-Zinsdifferential steigt wieder deutlich über das Leitzinsdelta

## Zinsenspread steigt

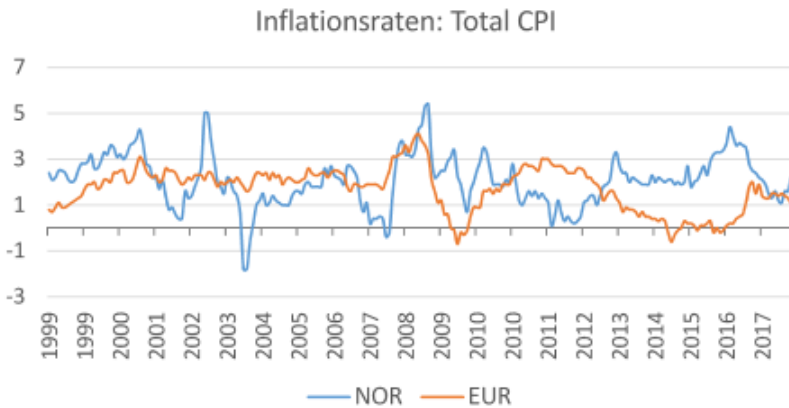
- Noch bevor die Norges Bank die Zinsen erhöht hat, baut sich ein **Nominalzinsspread zugunsten Norwegens** auf
- Ist dies die Wirkung des QE der EZB?

## Realzinsen Norwegens jetzt wieder höher



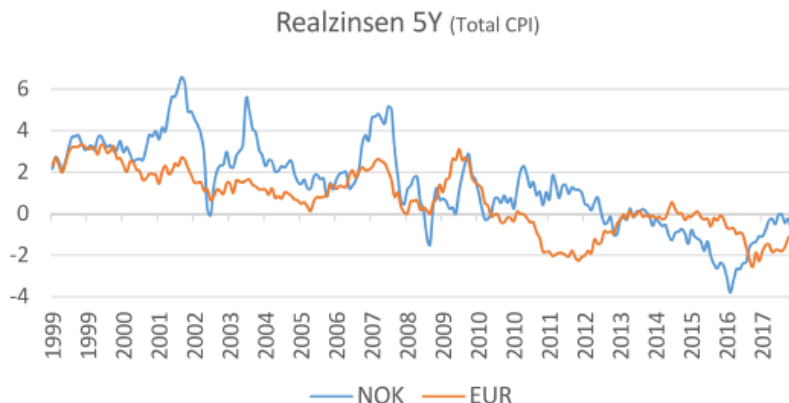
Nominalzinsen: Norwegen baut Value auf

- Hier dürfte das QE-Programm der EZB zuständig sein, haben doch beide Notenbanken mit der Zinsnormalisierung noch nicht begonnen



Teuerung: Unterliegt komplett verschiedenen Gesetzmässigkeiten

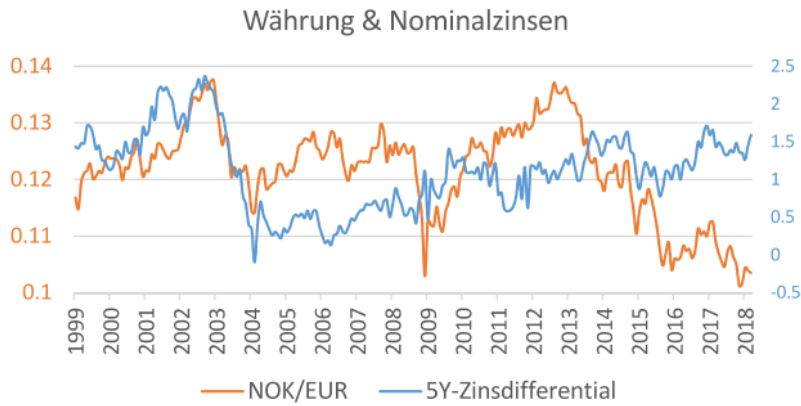
- Die zwei Teuerungsraten haben nichts gemein



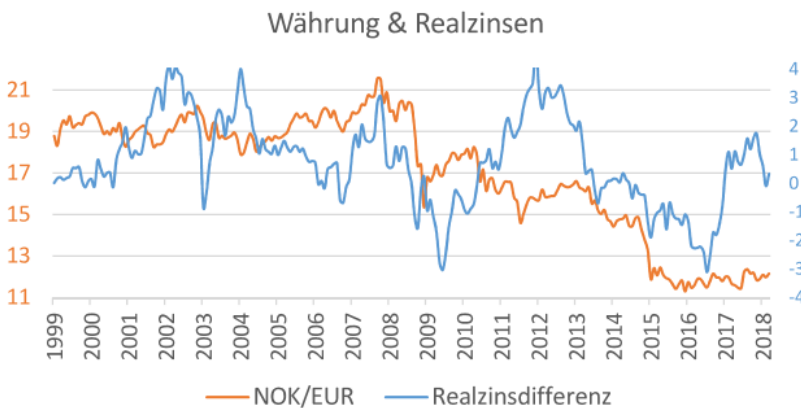
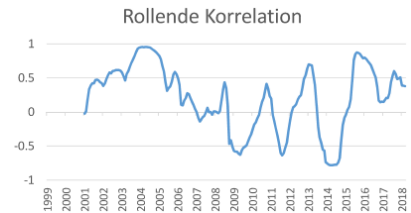
Realzinsen: Keine Korrelation, Norwegen rappelt sich auf

- Nach 4 Jahren mit tieferen Realzinsen hat Norwegen wieder aufgeholt

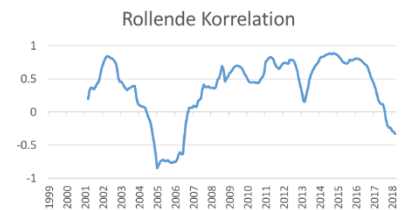
# Worauf schaut der Devisenmarkt? Der Devisenmarkt schaut kaum auf die Zinsdifferenzen



Währung/Nominalzinsen:  
Keine überzeugende  
Korrelation



Währung/Realzinsen:  
Positive Korrelation aber  
nicht über alle Zweifel  
erhaben

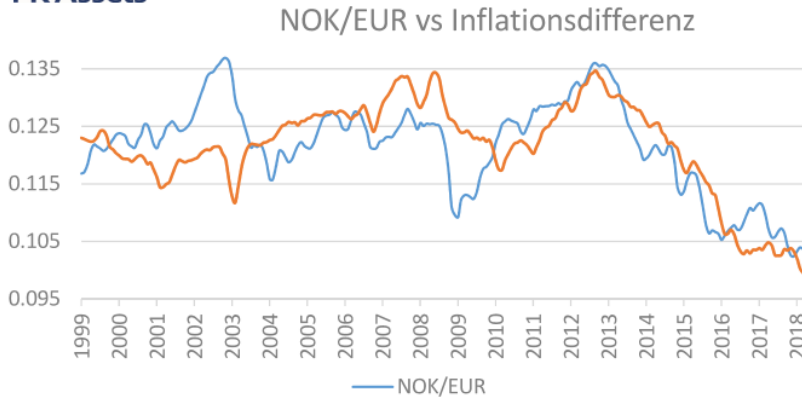


- Die Korrelation zwischen Währung und Realzinsen ist zwar positiv aber nicht überzeugend
- Ist die Kraft, welche die Korrelation stört die Inflation?

# Inflation: Belastend für NOK

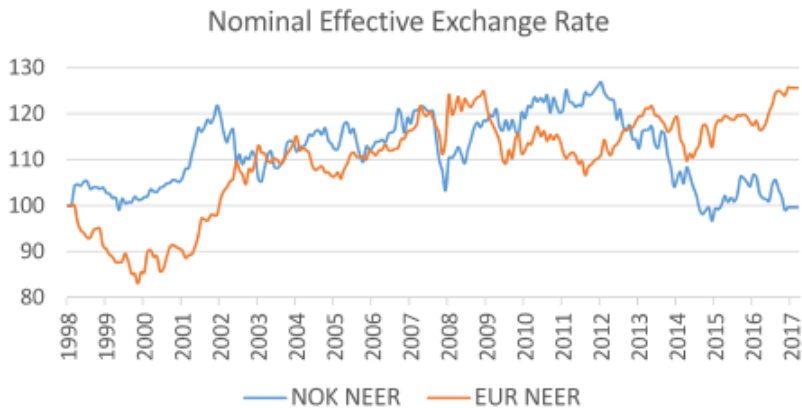
## REER: Unterbewerteter NOK

### PK Assets



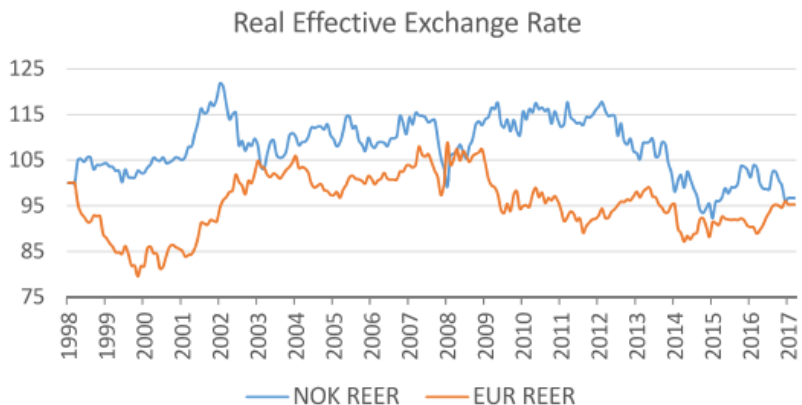
### Die norwegische Inflation gehorcht eigenen Gesetzen

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Seit 2013 hat Norwegen ein viel höheres CPI-Wachstum als die Eurozone
- Nach einer kurzen Konvergenz Ende 2017 driften sie wieder auseinander



### Wir reden von einer Währung –EUR- die nominal massiv zugelegt hat und einer Schwachwährung

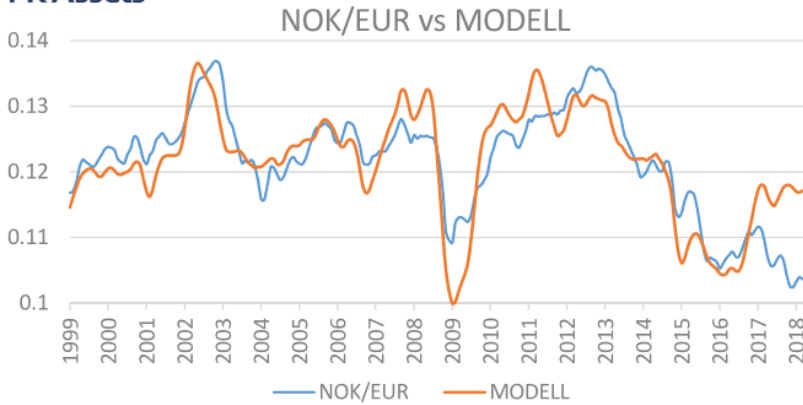
- Die Trends sind komplett verschieden



### Real zwei günstige Währungen

- Der EUR REER seitwärts seit zehn Jahren
- Der **NOK REER** deutlich unterbewertet

## PK Assets



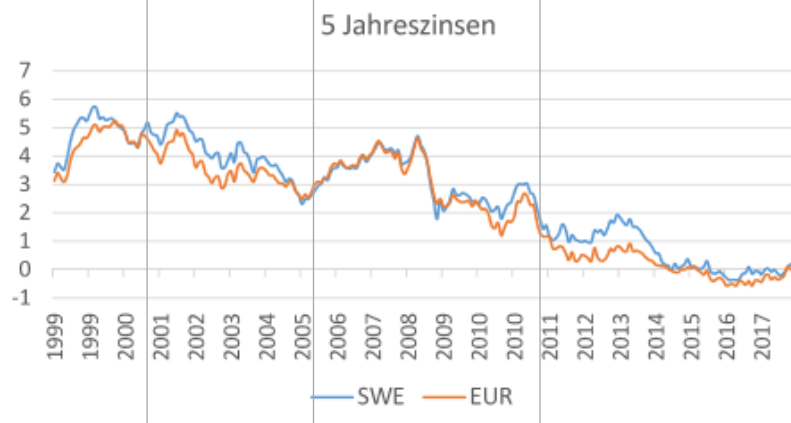
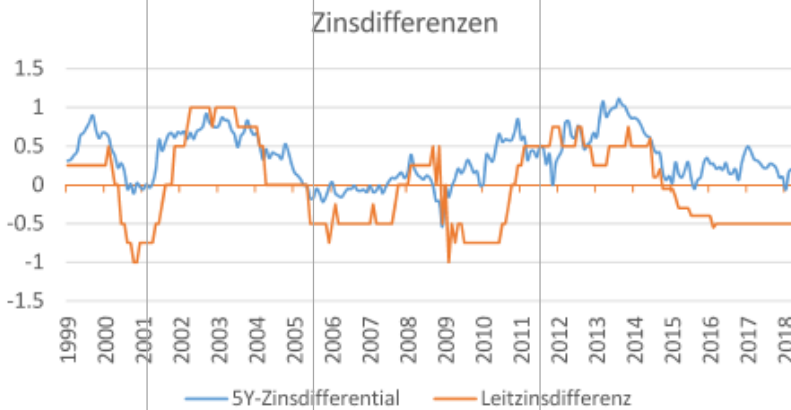
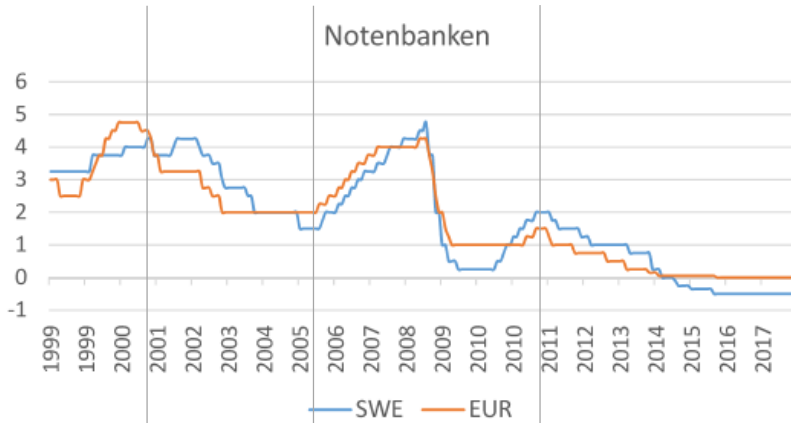
## Über/Unter-Bewertung



Der NOK ist die unterbewertetste Währung weit und breit

- Unser Modell bestätigt den Zinsbefund eines attraktiven NOK
- Es gibt noch weitere wichtige Kräfte:
  1. Fallende Kreditprämien für Euro-Peripherie sprechen für den EUR
  2. Terms Of Trade sprechen klar für den NOK
  3. Immer noch starke Risikopräferenz stützt NOK-Bewertung
  4. PPP spricht für den EUR
  5. Bonität weiterhin pro NOK

SEK / EUR



## Die Notenbank-Zyklen sind ähnlich

- Die Zinszyklen sind graduell verschieden, aber in der Bewegung konsistent
- Schweden ist etwas agiler unterwegs
- Beide Länder sind massiv im Währungskrieg unterwegs

## Stabile Zinsdifferenzen

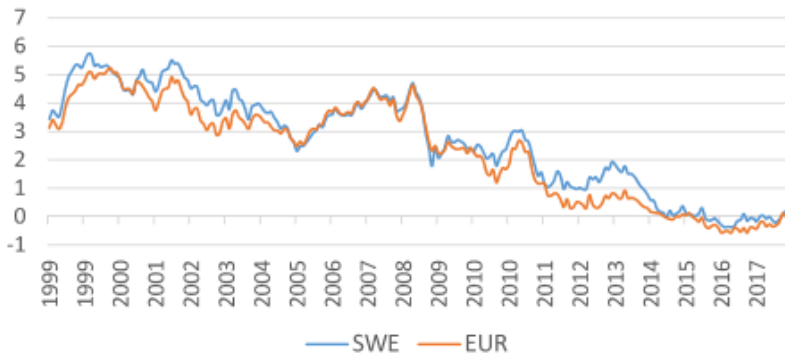
- Der Markt glaubt nicht an einen steileren schwedischen Zinszyklus –so er einmal kommen sollte- als in der Eurozone
- Zuerst müsste das QE – wirksam in Schweden und Eurozone- beendet werden

## Zinsenspread inexistent

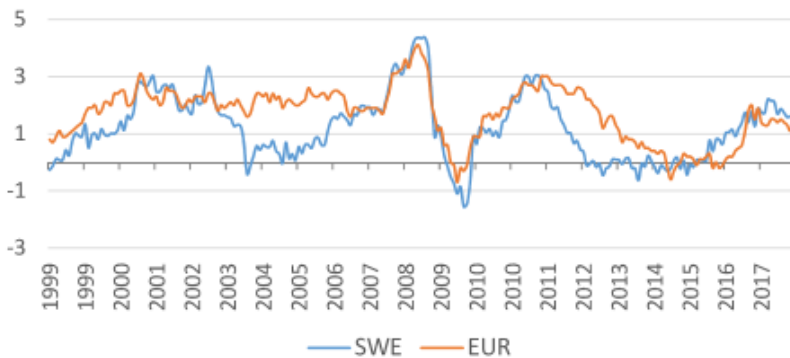
- Schweden, obwohl ein autonomes Notenbankland mit einer viel besseren Makroökonomik als die Eurozone, verfügt über keinerlei Zinsvorteil
- Die Riksbank hat alles getan, um die SEK unattraktiv zu machen

# Real-Zinstechnisch kein Vorteil in Schweden

5 Jahreszinsen



Inflationsraten: Total CPI



Realzinsen 5Y (Total CPI)



## Nominalzinsen: Fast identische Zinsen

- Null Zinsphantasie
- Keinerlei Differenzierung
- Die Notenbanken haben den Zinsmarkt im Würgegriff

## Teuerung: Ähnlich, die EMU-Inflation ist «stickier»

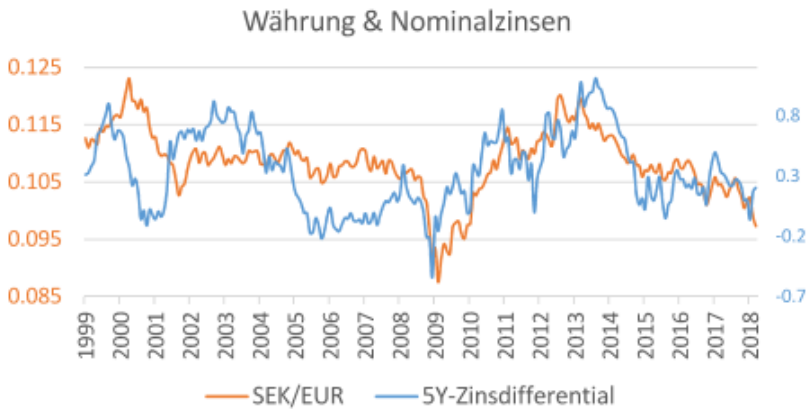
- Über weite Zeiten ist die EMU-Inflation höher als in Schweden
- Aktuell ist Gleichstand

## Realzinsen: Kein Zinsvorteil in Schweden

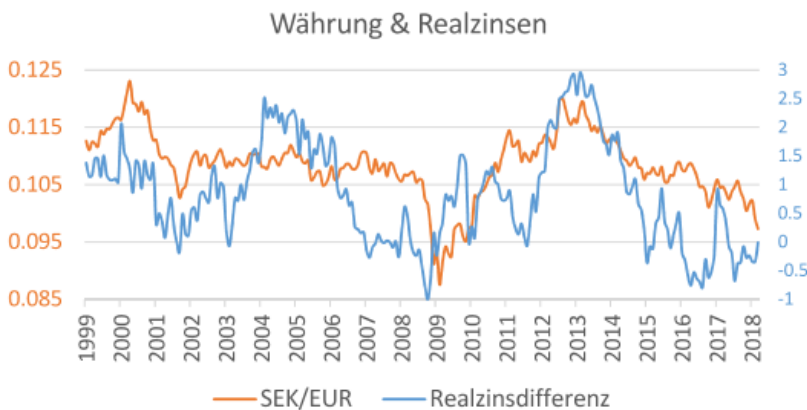
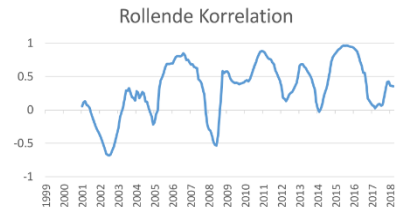
- Fast identische Nominalzinsen und Inflationsraten bedeuten gleiche Realzinsen
- **Das bedeutet einen massiven Malus für Schweden**



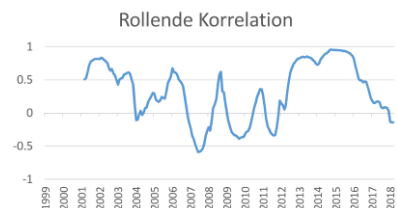
# Eher Abwärtsdruck für den SEK von den Realzinsen



Währung/Nominalzinsen:  
Positive aber nicht überzeugende Korrelation



Währung/Realzinsen:  
Positive Korrelation aber nicht über alle Zweifel erhaben

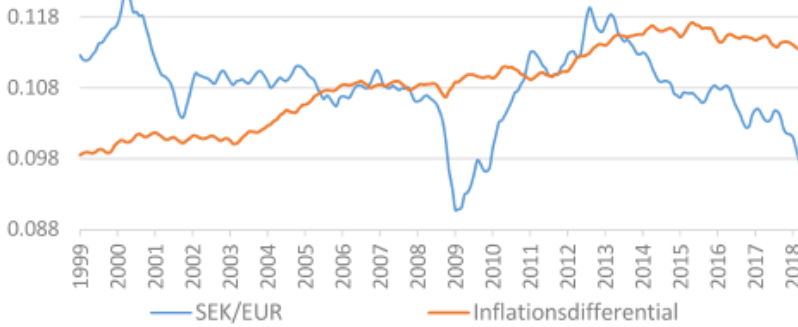


- Kein Wunder ist die Korrelation von Währung und Zinsen zwar positiv aber nicht überzeugend
- Die Zinsen sind komplett konvergiert, da spielen andere Faktoren eine wichtigere Rolle

# Inflation: Ebenfalls Abwärts- Druck auf den SEK, beide Währungen moderat bewertet

**PK Assets**

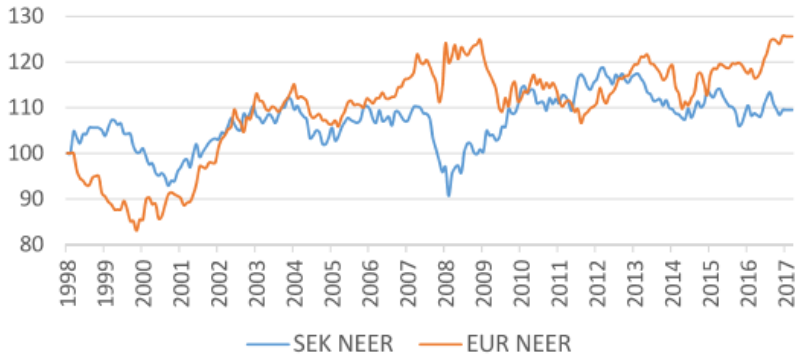
SEK/EUR vs Inflation



Die schwedische Teuerung hat wieder aufgeholt und die Eurozone überholt

- Die Inflationsdifferenz ist im Chart invers aufgeführt
- Die Verläufe der Teuerungsraten sind ziemlich verschieden
- Der strukturelle Teuerungsüberschuss der Eurozone ist weg

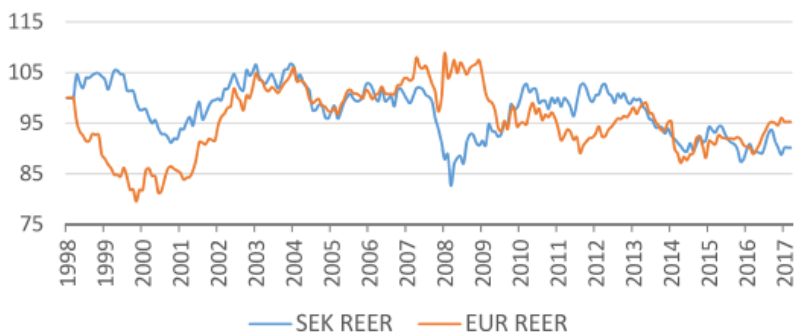
Nominal Effective Exchange Rate



Wir reden von einer Währung –EUR- die nominal deutlich zugelegt hat und einer Währung –SEK- die komplett stehen geblieben ist

- Eine massive Outperformance des EUR ist augenscheinlich

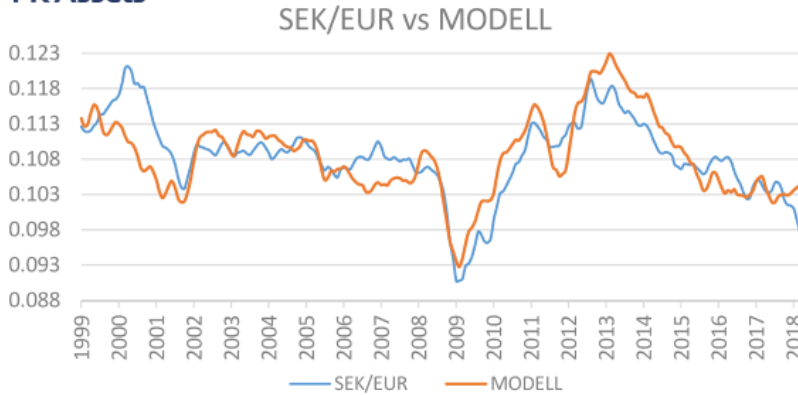
Real Effective Exchange Rate



Real sehen beide Währungen eher unterbewertet aus

- Beide REER sind am unteren Ende der historischen Skala

## PK Assets



## Über/Unter-Bewertung



## SEK trotz allem unterbewertet

- Die schwedische Riksbank hat alles gemacht um den SEK hässlich aussehen zu lassen und die Inflation ist über die europäische gestiegen, das gibt Abwärtsdruck auf den SEK

- Trotzdem sieht das Modell eine Unterbewertung des SEK, warum?

1. Die Korrektur in der Währung im 2018 scheint zinsseitig übertrieben
2. In diesem Währungs-Pärchen ist der SEK die Risk-On-Währung, die immer noch hohe Risikotoleranz spricht für den SEK
3. Was äusserst klar für den SEK spricht ist die Konjunktur in Schweden, insbesondere der Arbeitsmarkt

## Realzinsen und Inflation bleiben wichtig

- Diese beiden Grössen machen zwischen 20 und 55% der Gewichtung in den besprochenen Modellen aus

## Realzinsdifferenzen sind z.T. hoch, aber die Währungsmodelle sind moderater

- Oft werden diese Realzinsdifferenzen durch andere wichtige Punkte kompensiert

## USA als Leitzins-Avangarde mit einem hohen Realzins-Plus ist ein spezieller Fall:

- USA ist eine Anti-Risiko, Anti-Commodity-Währung und das aktuelle Risk-On-Umfeld mit guten Commodity-Märkten kompensiert einiges an Zinsnachteilen von Risk-On-Währungen wie CAD, NOK, AUD
- USA hat einen relativ ungünstigen Inflationstrend zu vielen anderen Währungen, was einiges vom Realzinsvorteil kaputt macht
- USA hat auch einen ungünstigen Bonitätstrend, was einiges kompensiert

## EUR hat zwei strukturelle Stärken, die einen Teil des Zinsnachteils aufwiegen

- Die Renditeaufschläge der Peripherie fallen
- Die Verschuldungsspirale konnte gestoppt werden

## Erstaunliche Übereinstimmung von Modellen und REER

- Von Seiten des REER teuer und modellmässig überbewertet erscheinen USD, CH und AUD
- Von Seiten des REER günstig und modellmässig unterbewertet erscheinen vor allem NOK und CAD, aber auch etwas reduzierter SEK
- Eher neutral sehen aus: EUR und GBP

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