

PK Assets

Währungen

5/2019

www.pkassets.ch/marktanalysen

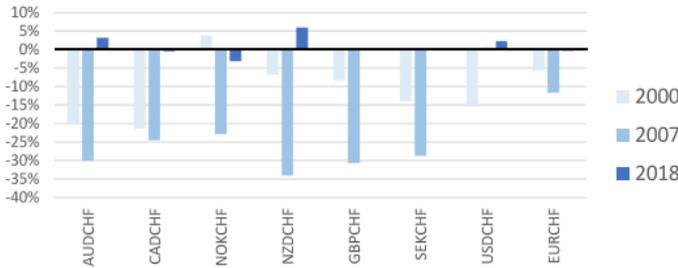
PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

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

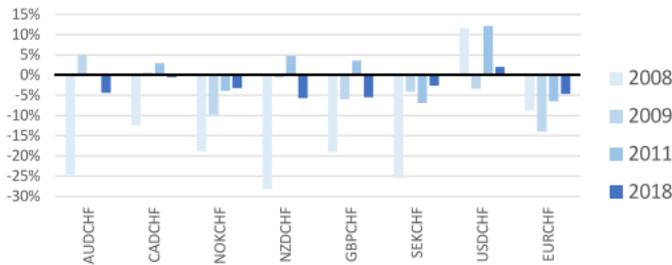
CHF

CHF ist eine Risk-Off-Währung

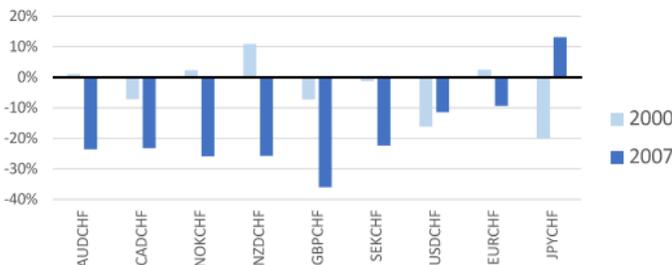
Währungsperformance bei Aktien-Baissen



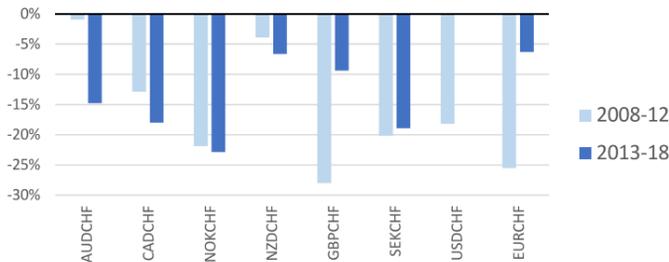
Währungsperformance bei Euro-Länderrisiko-Problemen



Währungsperformance bei Zinssenkungszyklen



Währungsperformance bei QE-Expansionen



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaissen (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

Fazit:

- Der CHF ist bockstark wenn's rumpelt**
- Der CHF reagiert positiv auf Aktien-Baissen und ebenfalls positiv auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Die Mehrheit der Währungen verliert deutlich gegen den CHF, wenn das Fed einen Zinszyklus nach unten macht und noch mehr, wenn QE intensiviert wird



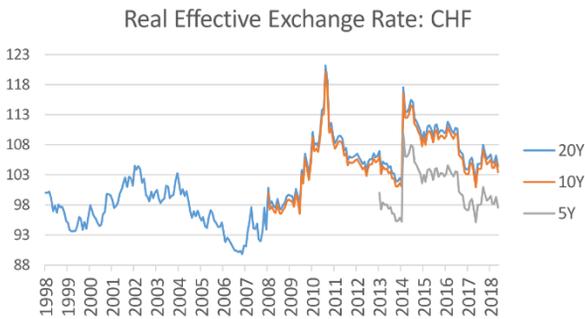
Dem CHF steht strategisch nichts im Weg?

Leistungsbilanz & Netto-Gläubiger/Schuldner int.



- Die Schweiz ist eine Gläubigernation mit stabilem Leistungsbilanzüberschuss
- 2008 – 2015 ist der Aussenwert des CHF um fast 50% gestiegen (auf NEER-Basis), dieser seismische Schock hat das Wachstum der NIIP beträchtlich abgeschwächt, bis schliesslich der Aufwertungsdruck versiegt – oder in Schach gehalten wurde – und durch den Zinseszinsseffekt der grossen NIIP das Wachstum wieder eingesetzt hat

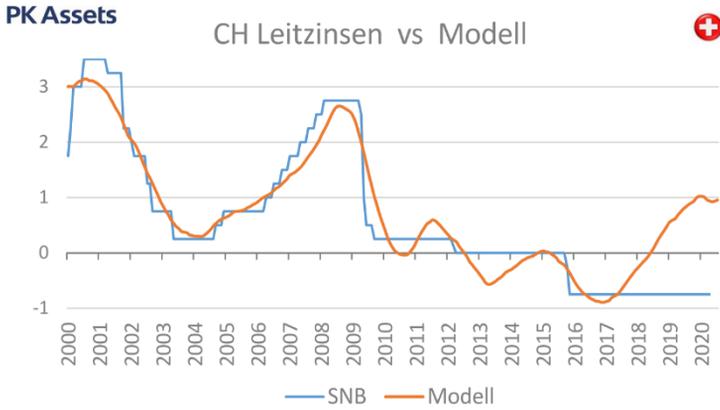
Real Effective Exchange Rate (REER)



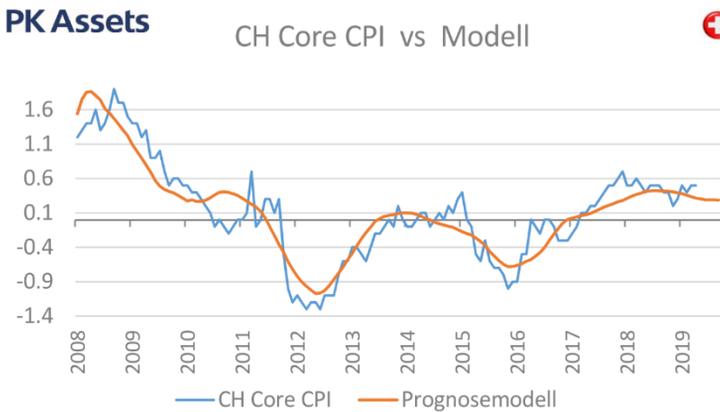
- Gemäss den PPP ist der CHF weder übermässig überbewertet noch unterbewertet
- Schaut man auf die letzten 5 Jahre im REER, dann sieht der CHF eher unterbewertet aus, nimmt man längere Horizonte, dann relativiert sich das Bild
- Fazit: Dem CHF steht strukturell kaum etwas im Weg

Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** müsste die Schweiz dringend die Zinsen erhöhen
- Das **Kernteuerungs-Modell** zeigt keinerlei Aufwärtsdruck an
- Bekanntermassen richtet sich die SNB wegen Währungsüberlegungen auf die EZB
- Ein Zinsschritt auf Null würde einigen Druck von den Banken und Pensionskassen nehmen und es wäre denkbar, dass sich die SNB dazu entschliessen könnte, aber:

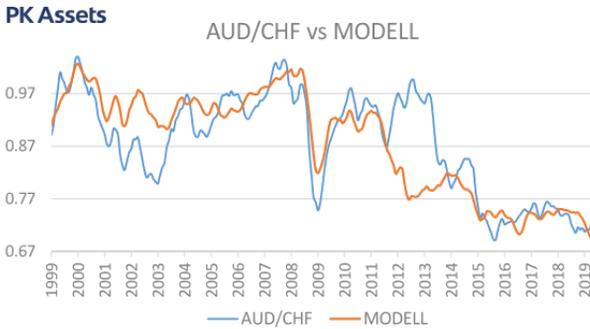


- Die Chance ist **gering**, weil wir glauben, dass der nächste Schritt der EZB hin zu mehr Stimulus deutet

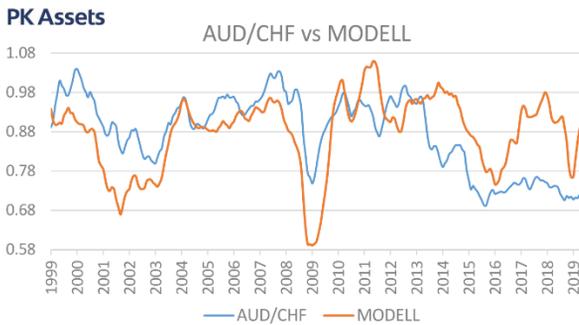
AUD

Währungsmodell: AUD gegen CHF geringfügig unterbewertet

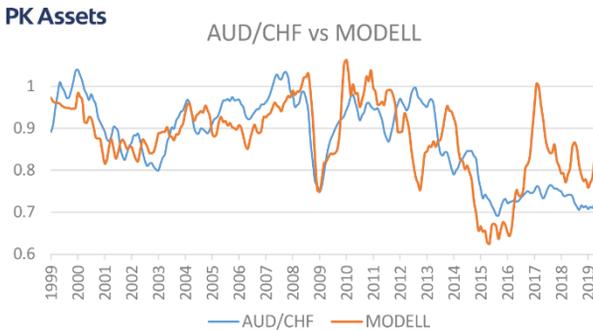
Top 3: Zinsen Australien



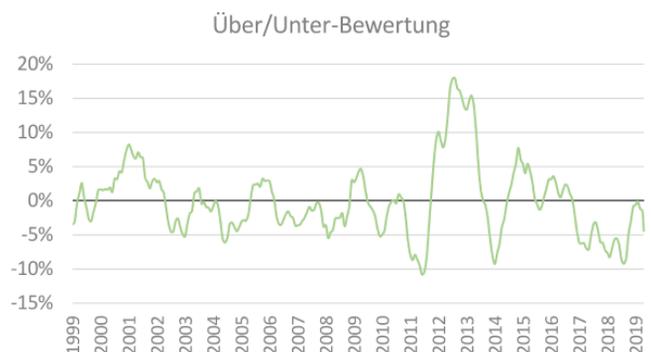
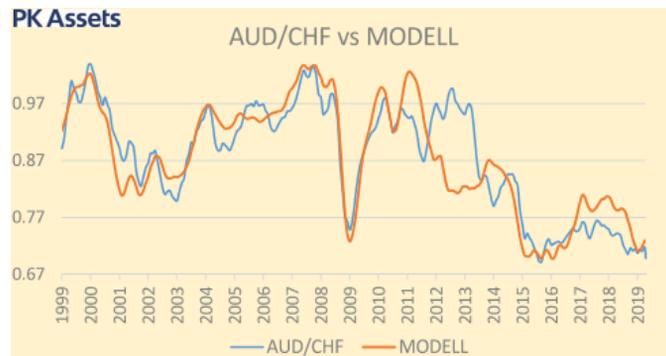
Top 3: Aktien & Commodities



Top 3: China

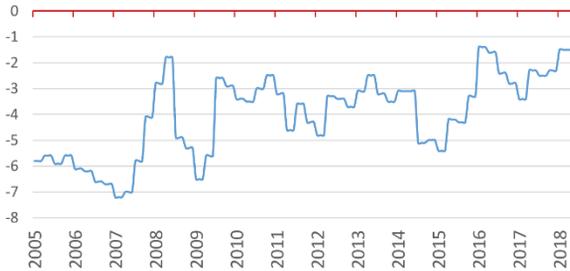


- Der grösste Treiber von AUD/CHF dürften die **australischen Nominalzinsen** sein, die einen präzedenzlosen Niedergang hinter sich haben
- Der AUD ist eine **risk-on-Währung** dementsprechend schwankt die mit Aktien, als Commodity-Währung auch mit den **Commodities**
- Australien exportiert viel nach **China** und damit fluktuiert die Währung mit den Exporten, v.a. Eisenerz und der chinesischen Konjunktur im allgemeinen

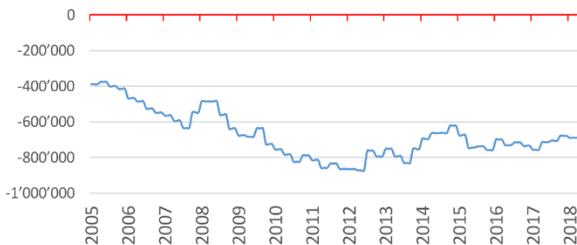


Strategisch: Optisch günstig vs. negative NIIP

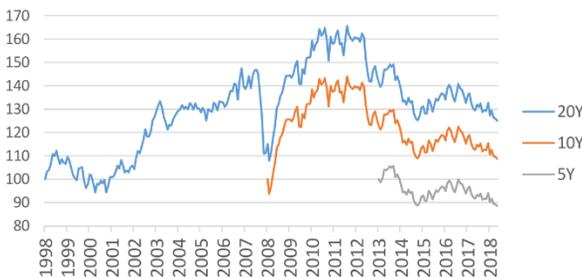
Leistungsbilanz: Australia



Net International Investment Position: Australia



Real Effective Exchange Rate: AUD



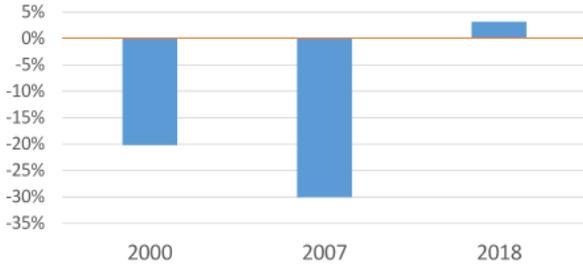
Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung

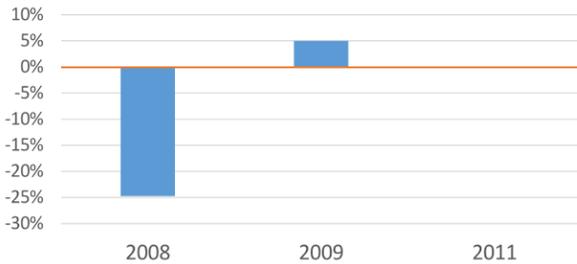
- Australien hat ein chronisches Leistungsbilanzdefizit, das sich allerdings verringert
- Australien ist ein klarer internationaler Nettoschuldner
- Die NIIP ist stabil, u.E. kein drängendes Problem für die Währung
- Die Währung sieht unterbewertet aus, basierend auf PPP
- Fazit: Per Saldo steht dem AUD strategisch aus dieser Warte wenig im Weg

AUD ist risk-on, aber China dominiert

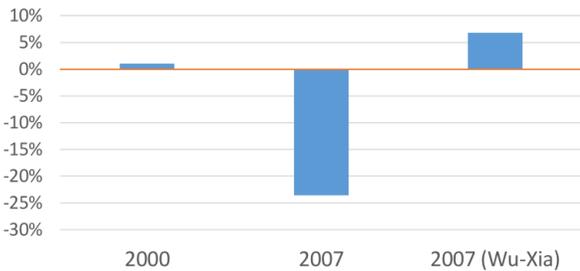
AKTIENBAISSE VS CHF



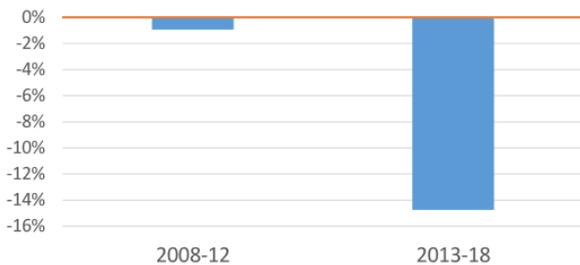
EURO LÄNDERRISIKO VS CHF



FED ZINSENKUNG VS CHF



QE BESCHLEUNIGUNG VS CHF



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

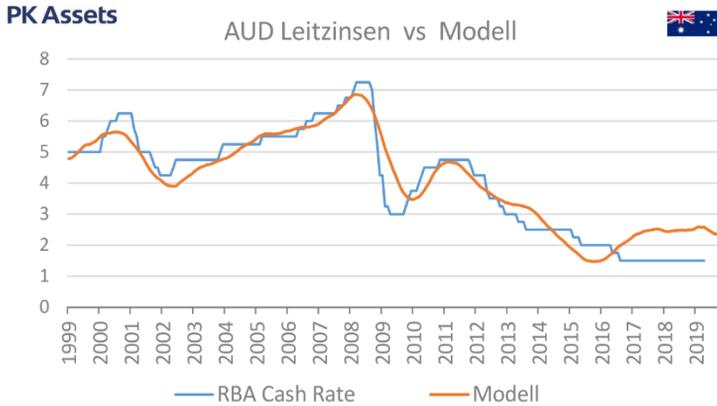
Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

- **Der AUD reagiert gegen den CHF heftig auf Risk-off aber vor allem wenn auch China rumpelt**
- Der AUD reagiert am stärksten negativ auf Aktien-Baissen und ebenfalls stark negativ auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen und/oder intensivieren die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der AUD gegen CHF stark



Chancen für Zinserhöhungen gering, Kandidat für Zinsreduktionen?



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** besteht wenig Druck für die RBA, die Zinsen zu erhöhen

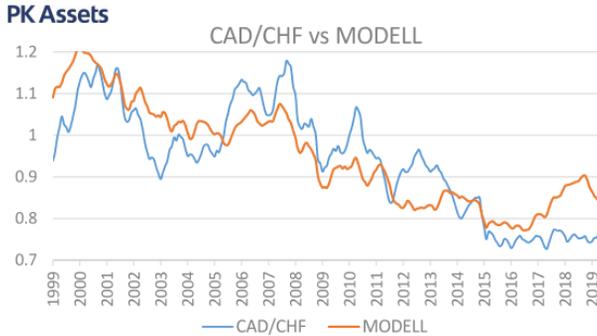
Taktisch und strategisch sieht der AUD/CHF nicht teuer aus.
Entscheiden wird China.
Chancen für Zinserhöhungen extrem gering, Kandidat für Zinsreduktionen

Vorsicht

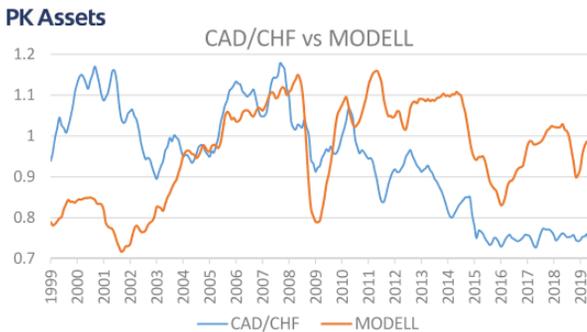
CAD

Währungsmodell: Der CAD/CHF ist nur noch leicht unterbewertet

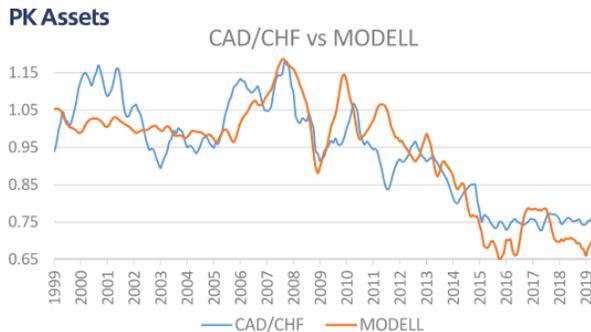
Top 3: Zinsen Canada



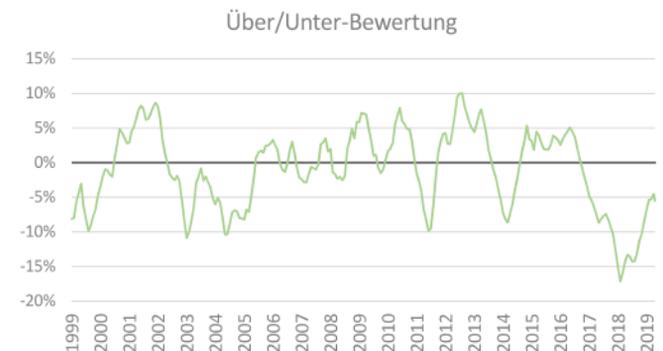
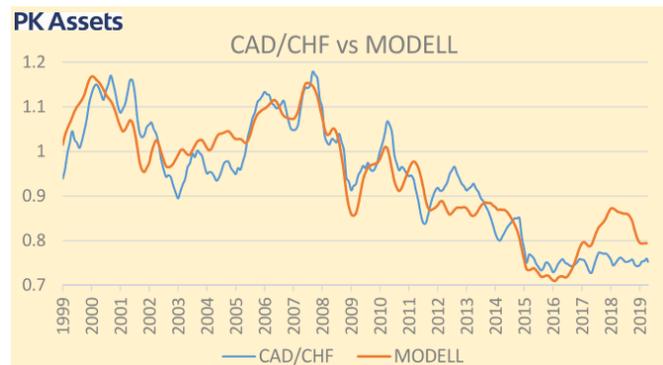
Top 3: Aktien & Commodities



Top 3: China

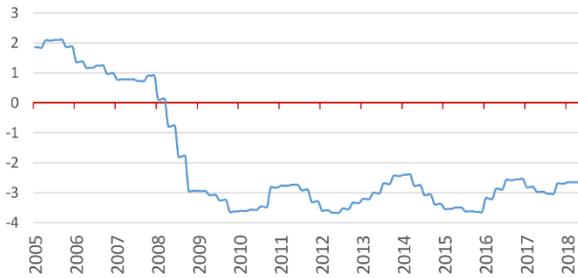


- Der grösste Treiber von CAD/CHF dürften die **kanadischen Nominalzinsen** sein, die ab 2017 nach oben gedreht haben, im laufenden Jahr aber wieder nachgegeben haben
- Der CAD ist eine ausgesprochene **risk-on-Währung** dementsprechend schwankt die mit Aktien, als Commodity-Währung auch mit den **Commodities**, im aktuellen Risiko-On-Modus erscheint der CAD deutlich zu schwach
- Canada exportiert nicht so viel wie Australien nach China, trotzdem ist die Konjunktur von **China** wichtig für den Wechselkurs CAD/CHF, denn sie bestimmt die Commodity- und Risikomärkte mit

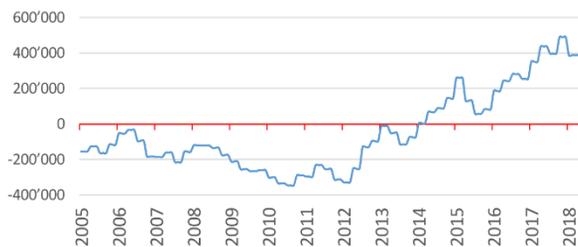


Sieht optisch günstig aus ist aber strategisch gemischt

Leistungsbilanz: Canada



Net International Investment Position: Canada



Real Effective Exchange Rate: CAD

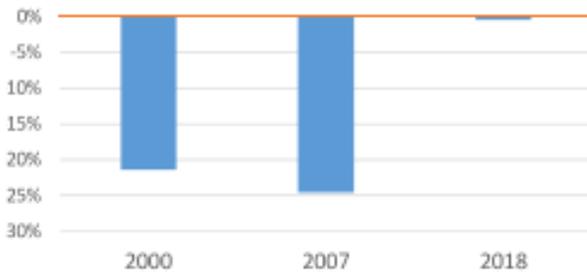


Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

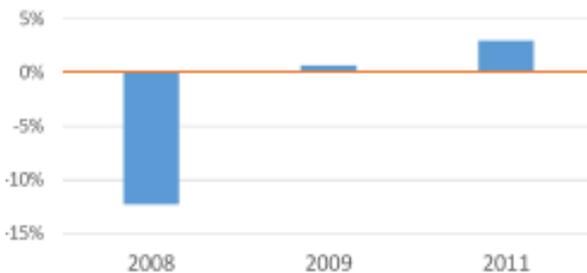
Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish ist für eine Währung

- Canada hat ein stabiles, relativ hohes Leistungsbilanzdefizit und trotzdem wurde aus einer netto Schuldernation eine Gläubigernation
- Grund ist der Umstand, dass die Pensionskassen seit der Krise ausländische Wertpapiere kaufen dürfen, also stark gestiegene Portfolio-Investitionen; hinzu kommt dass Canada viel in das boomende China exportieren konnte
- Hinzu kommt der Ausverkauf des CAD von 2012-2015, der die Verbindlichkeiten reduziert hat
- Gemäss PPP sieht der CAD unterbewertet aus
- Fazit: Gemischtes Bild mit Widersprüchen

AKTIENBAISSE VS CHF



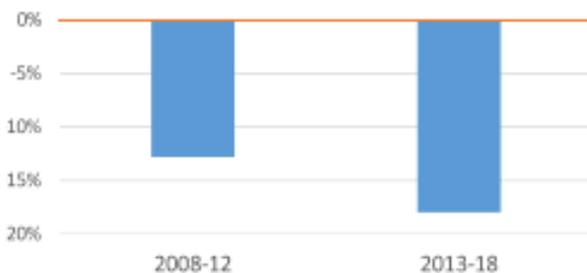
EURO LÄNDERRISIKO VS CHF



FED ZINSENKUNG VS CHF



QE BESCHLEUNIGUNG VS CHF



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

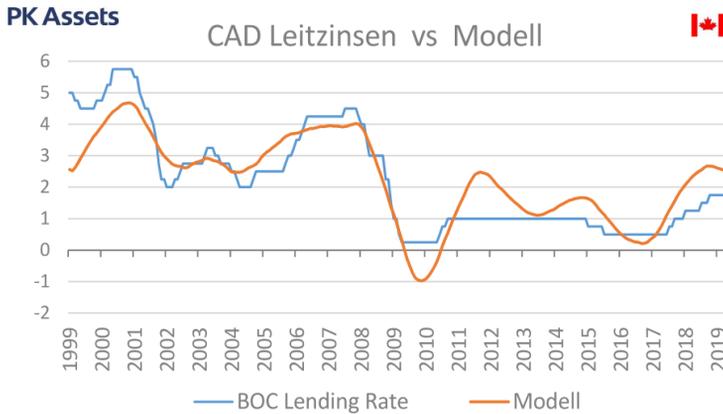
Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

- Der CAD reagiert gegen den CHF heftig auf Risk-Off
- Der CAD reagiert stark negativ auf Aktien-Baissen aber viel weniger negativ auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen und/oder intensivieren die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der CAD gegen CHF stark



Chancen für Zinserhöhungen? Kaum, wenn die USA nichts mehr macht



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** besteht noch etwas Luft für höhere Leitzinsen
- Aber insbesondere die Inflationserwartungen drücken
- Sollte die USA nichts mehr machen, dann darf man wohl auch von der BOC nichts mehr erwarten

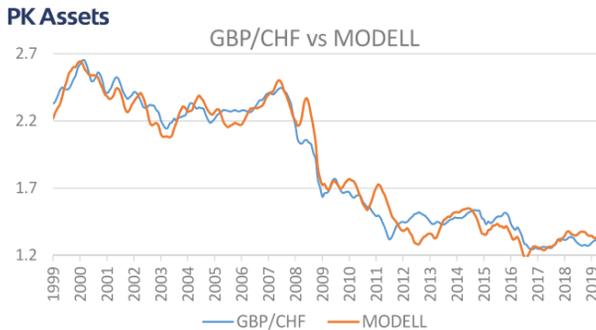
Der CAD ist taktisch unterbewertet, wenn auch nur leicht
Zinsen sehen relativ attraktiv aus
Sieht gemäss PPP günstig aus, ist aber strategisch gemischt
CAD ist eine klare Risk-On-Währung
Der CAD reagiert gegen den CHF heftig auf Risk-Off

Neutral

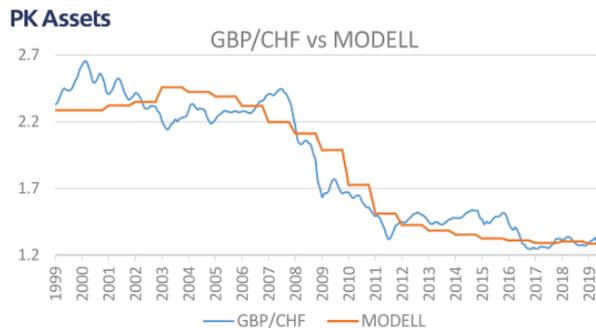
GBP

Das Pfund ist gegen CHF geringfügig unterbewertet

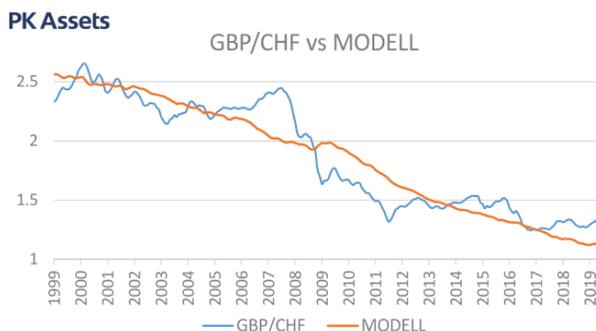
Top 3: Zinsen UK



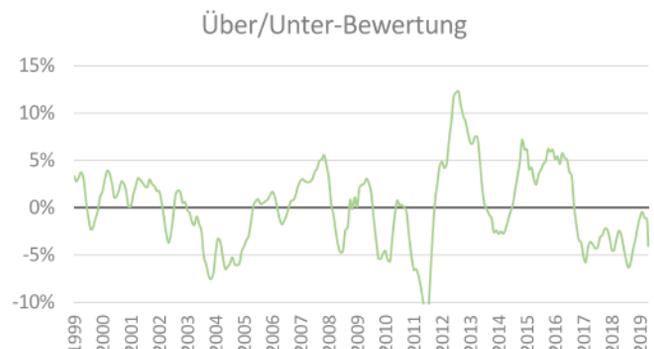
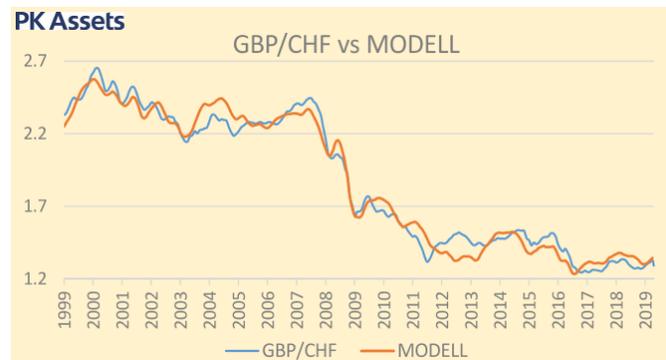
Top 3: Bonität



Top 3: PPP

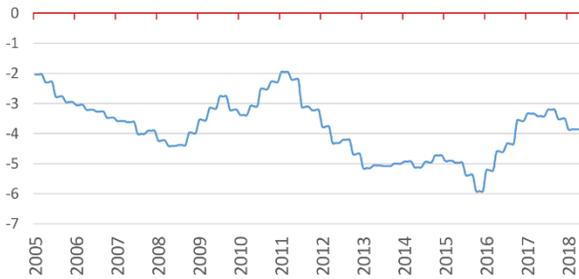


- Der grösste Treiber von GBP/CHF dürften die **britischen Nominalzinsen** sein, die nicht nachhaltig gedreht haben, und auf tiefem Niveau verharren
- Ein weiterer Klotz am Bein des Pfunds ist die angespannte Bonität infolge hoher Verschuldung
- Auch das PPP zieht infolge stetigem Inflationsüberschuss gegenüber der Schweiz den Wechselkurs mächtig nach unten



Strategisch: Gemäss PPP billig, aber Brexit dominiert

Leistungsbilanz: Uk



Net International Investment Position: UK



Real Effective Exchange Rate: GBP



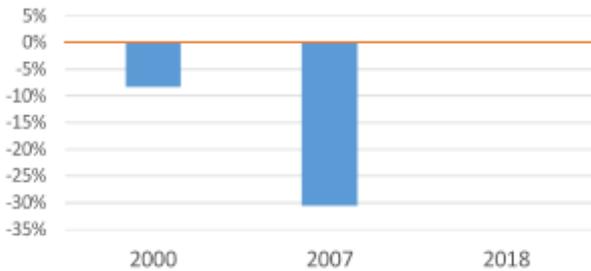
Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung

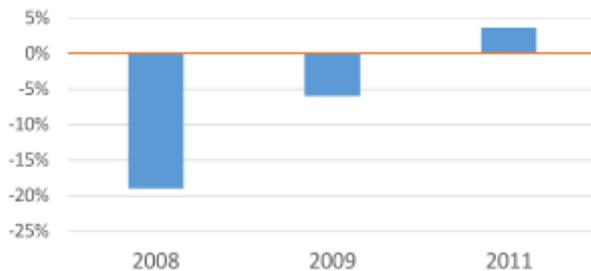
- UK hat ein strukturelles Defizit in der Leistungsbilanz
- Kein starker Trend in der NIIP
- Punkto PPP sieht das GBP unterbewertet aus, egal welchen Horizont man nimmt
- Fazit: Alle wissen, dass das Pfund von der Brexit-Ausgestaltung dominiert wird

War seit 2000 der grösste Verlierer gegen CHF bei Risk-Off

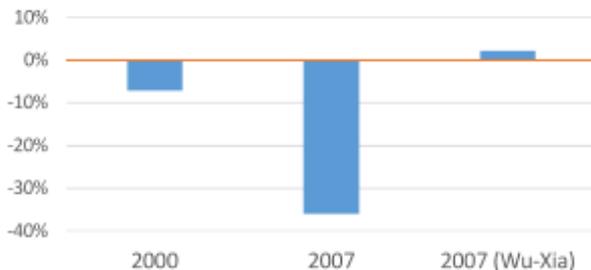
AKTIENBAISSE VS CHF



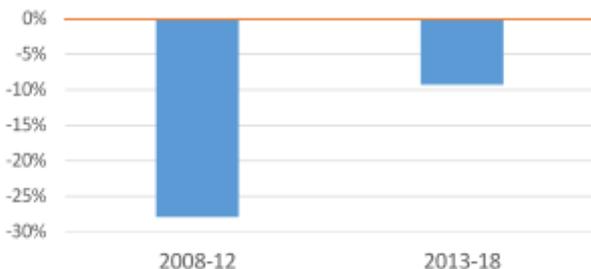
EURO LÄNDERRISIKO VS CHF



FED ZINSENKUNG VS CHF



QE BESCHLEUNIGUNG VS CHF



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

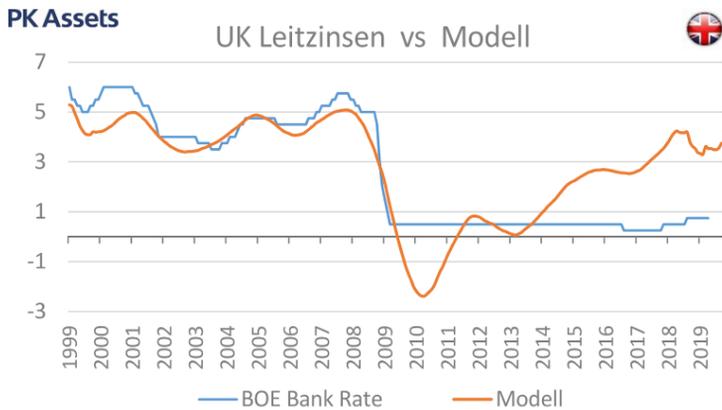
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

- **Der GBP reagierte gegen den CHF in den letzten 20 Jahren am heftigsten auf Risk-Off**
- Das GBP reagiert stark negativ auf Aktien-Baissen und ebenfalls stark negativ auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen und/oder intensivieren die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der GBP gegen CHF am stärksten aller Währungen





- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** besteht erhebliches Potential nach oben
- Die BOE wartet aber das Brexit-Gewitter ab

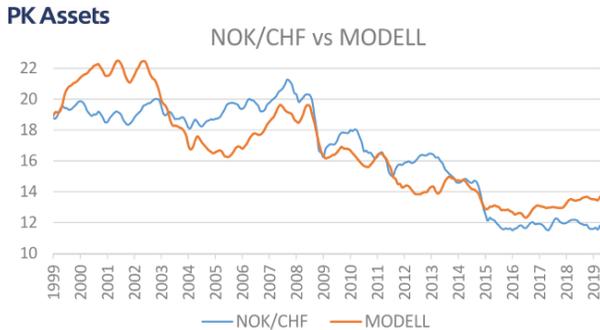
Das Pfund ist taktisch geringfügig unterbewertet
 Strategisch sieht das Pfund gemäss PPP billig aus, aber Brexit dominiert
 War seit 2000 der grösste Verlierer gegen CHF bei Risk-Off

Je nach Brexit-View

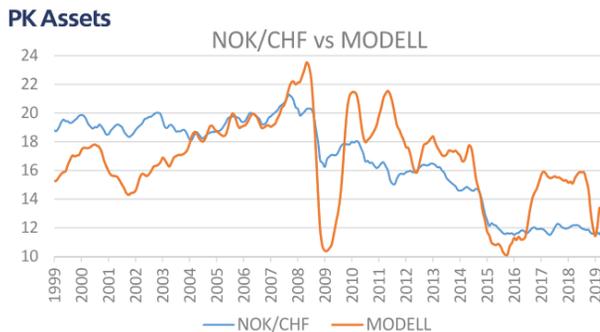
NOK

Währungsmodell: Die NOK hat gegen CHF einiges von ihrer Unterbewertung eingebüsst

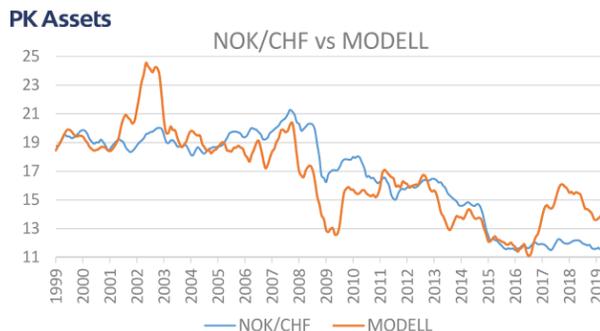
Top 3: Zinsen Norwegen



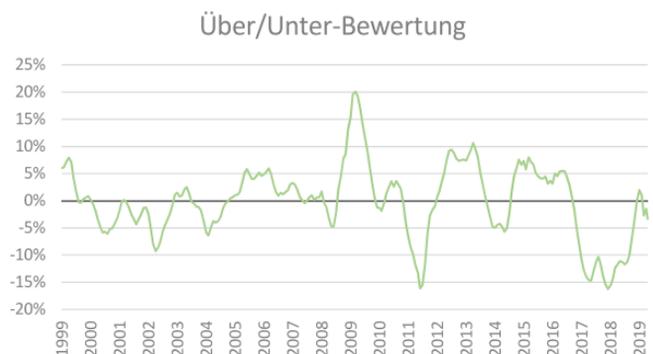
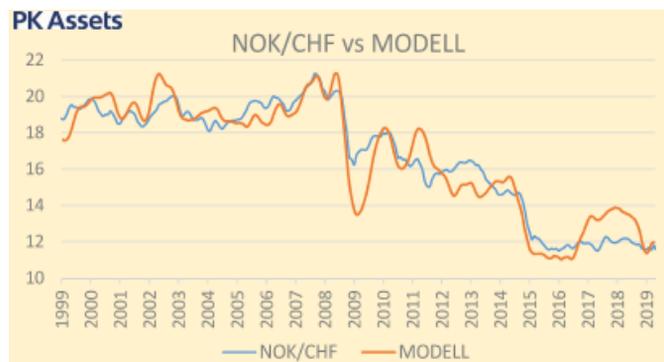
Top 3: Aktien & Commodities & China



Top 3: Realzinsen

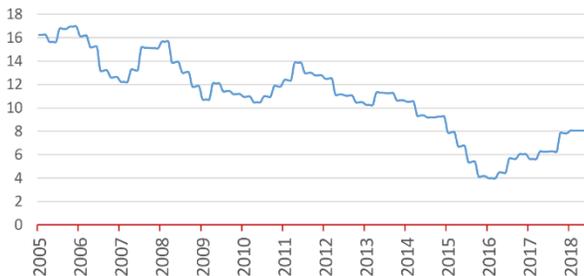


- Der grösste Treiber von NOK/CHF dürften die **norwegischen Nominalzinsen** sein, die für eine höhere Krone sprechen
- Ein Klotz am Bein der NOK ist die **Konjunktur Chinas**, deren Wachstumsraten sich ermässigen, wie auch die für den NOK zuletzt ungünstigen Terms of Trade
- Gemäss Realzinsen müsste die NOK gegen CHF deutlich höher notieren

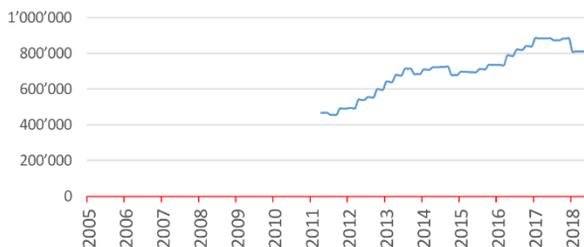


Strategisch sieht der NOK günstig aus

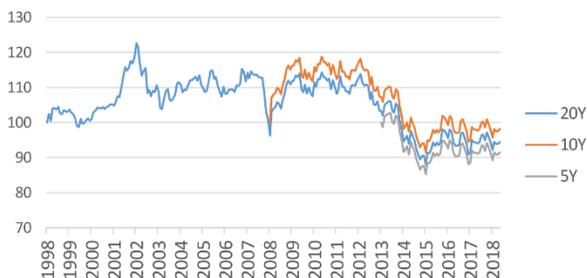
Leistungsbilanz: Norway



Net International Investment Position: Norway



Real Effective Exchange Rate: NOK

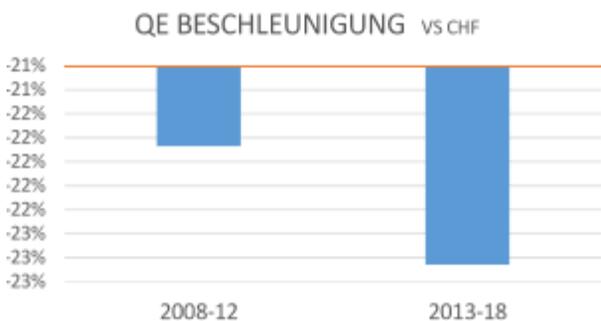
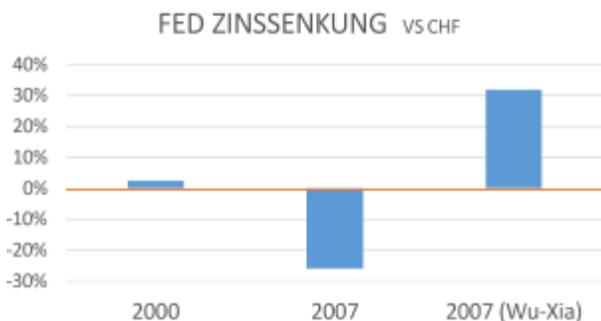
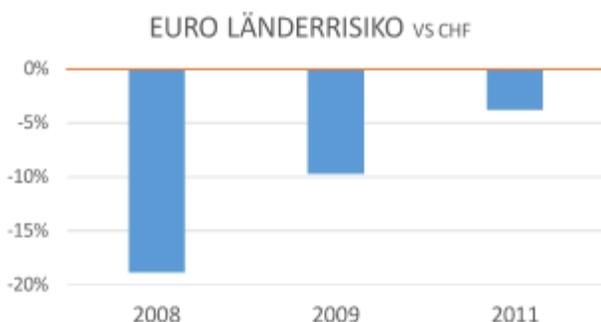
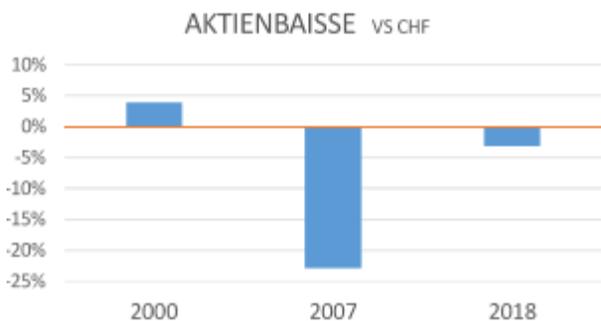


Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung

- Norwegen verfügt über einen grossen, strukturellen Leistungsbilanzüberschuss
- Norwegens NIIP ist positiv und steigend, der Zinseszinsseffekt des grossen Vermögens macht eine Einebnung des NIIP schwierig
- Punkto PPP sieht der NOK billig aus, egal welchen der gewählten Horizonte man anschaut
- Fazit: Strukturell sieht der NOK sehr gut unterstützt aus

NOK ist eine klare Risk-On-Währung, speziell auch wenn's in Europa rumpelt



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs des italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

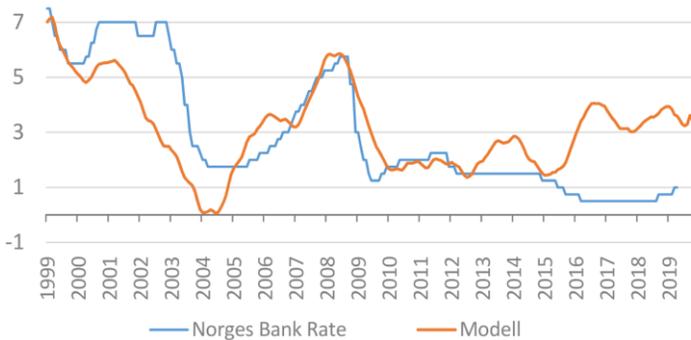
- Der NOK reagiert deutlich negativ auf Aktien-Baissen gegen den CHF und mit am stärksten negativ auf Aufklackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen dann blieb der NOK gegen CHF stark, intensivierten die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der NOK gegen CHF am meisten von allen Währungen



Chance für eine Zinserhöhungen im Juni intakt

PK Assets

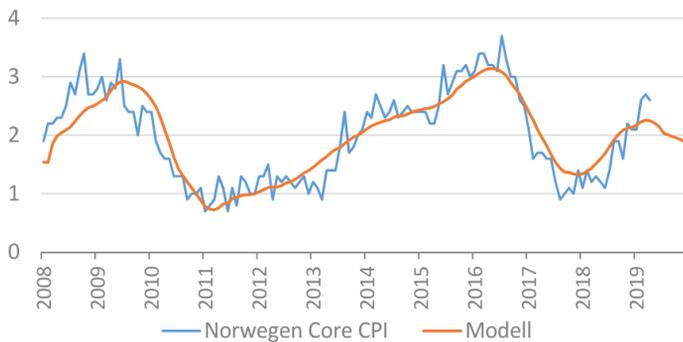
NOK Leitzinsen vs Modell



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** besteht erhebliches Potential nach oben
- Die Norges Bank beabsichtigt auch im Juni nochmals die Zinsen zu erhöhen
- Gemäss unserem **Kerninflations-Modell** dürfte die Teuerung etwas zurückkommen

PK Assets

Norwegen Core CPI vs Modell



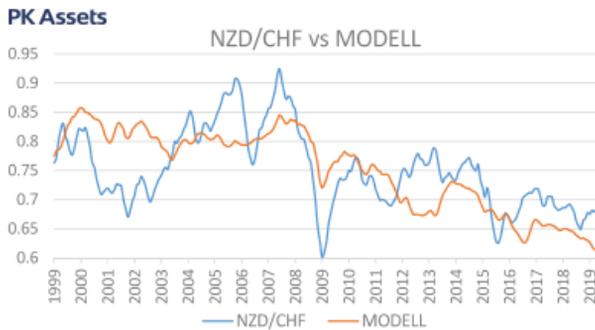
Die NOK hat gegen CHF einiges von ihrer Unterbewertung eingebüsst
Strategisch sieht der NOK günstig aus
NOK ist eine klare Risk-On-Währung, speziell auch wenn's in Europa rumpelt
Wir sind zwar nicht mehr uneingeschränkt optimistisch, aber:

Übergewichten

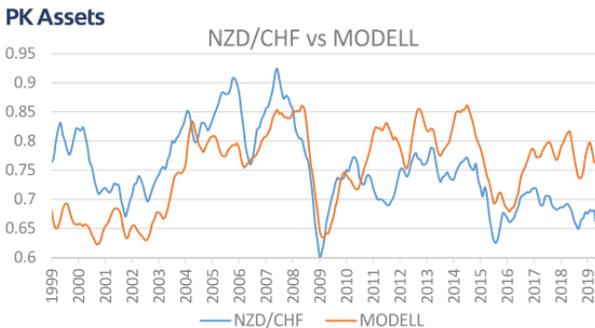
NZD

Währungsmodell: Der NZD sieht gegen CHF etwas überbewertet aus

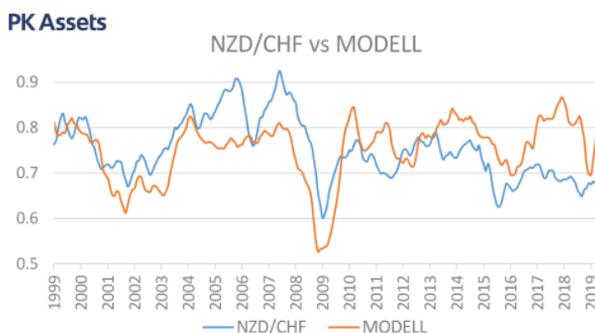
Top 3: Zinsen Neuseeland



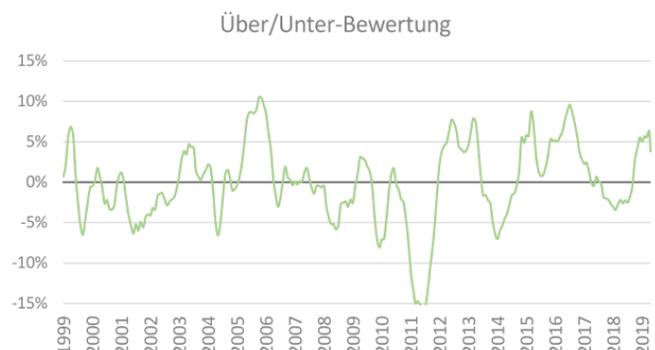
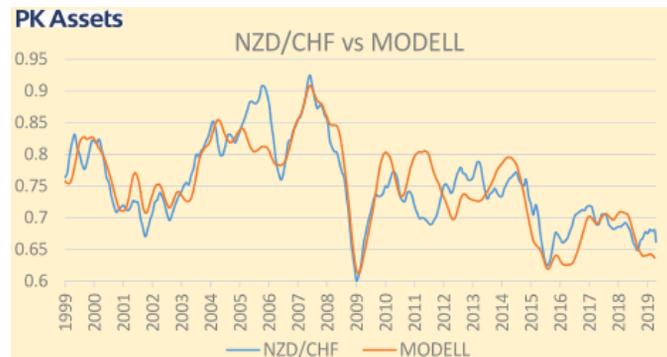
Top 3: Commodities & Terms of Trade



Top 3: Aktienmärkte

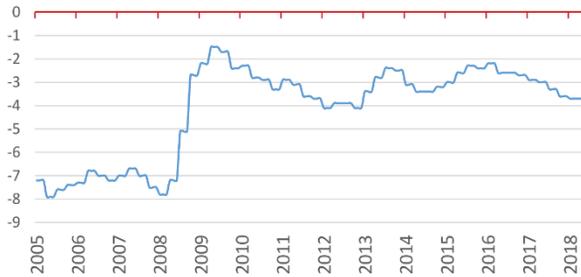


- Der grösste Treiber von NZD/CHF dürften die **neuseeländischen Nominalzinsen** sein, die enormen Abwärtsdruck auf das Währungspaar ausüben
- Der NZD ist per Saldo eine Risk-On-Währung,, Terms of Trade und Aktien sprechen für einen höheren NZD, während die Commodities nicht einen wesentlich höheren NZD verlangen

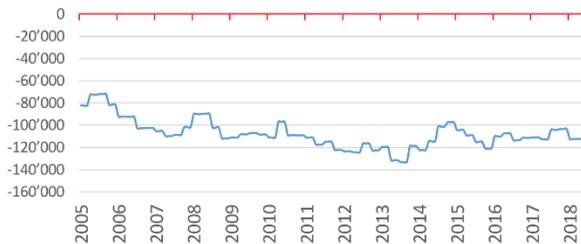


Struktureller Gegenwind von der Leistungsbilanz

Leistungsbilanz: New Zealand



Net International Investment Position: New Zealand



Real Effective Exchange Rate: NZD

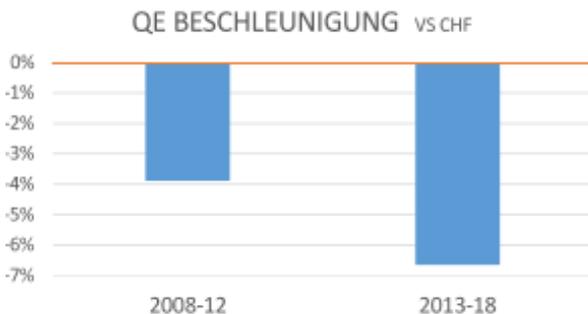
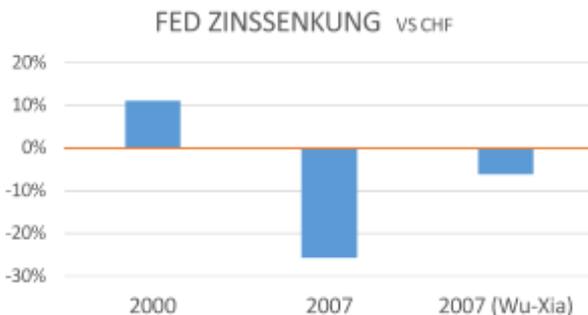
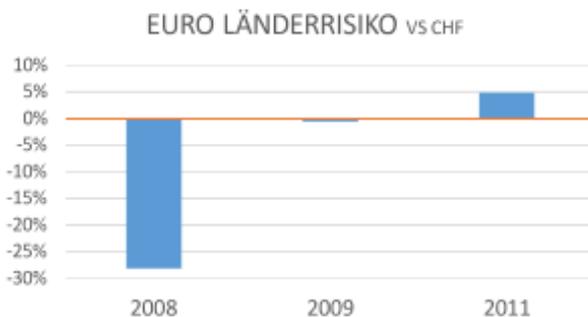
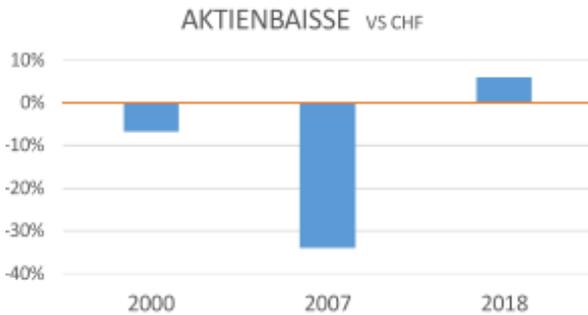


Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung

- Neuseeland verfügt über ein strukturelles Defizit in der Leistungsbilanz
- Die NIIP ist deutlich negativ, allerdings ohne Trend
- Punkto PPP sieht der NZD neutral aus, schaut man auf die letzten 5 Jahre, dann sieht er eher billig aus
- **Fazit: Etwas struktureller Gegenwind**

Klare Risk-On-Währung wenn auch leicht moderater als andere



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

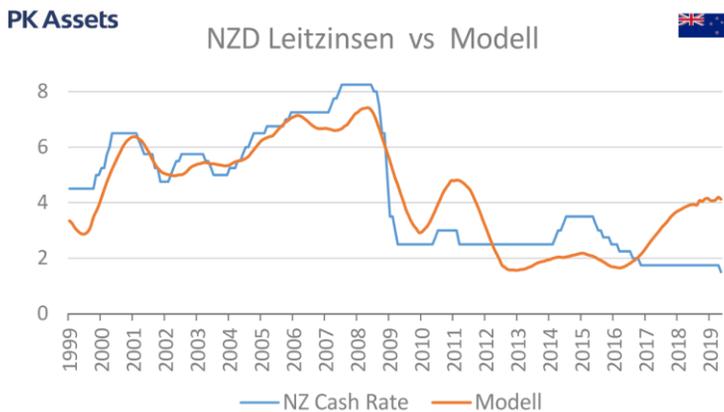
Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

- Der NZD reagiert gegen den CHF im Durchschnitt stark auf risk-off, aber nicht konsistent
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen und/oder intensivieren die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der NZD gegen CHF, wenn auch eher verhalten



Die Notenbank ist wieder im Zinssenkungs-Modus



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** besteht erhebliches Potential nach oben, die Bank of New Zealand hat aber im Mai die Zinsen gesenkt

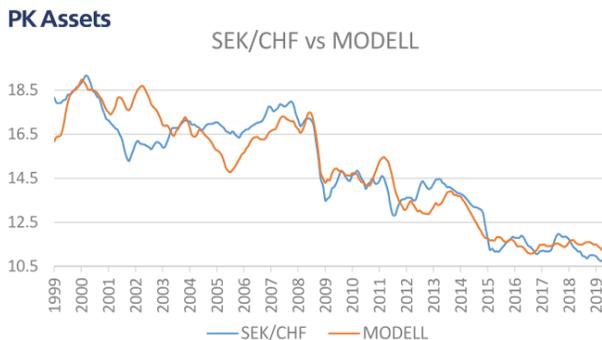
Der NZD sieht gegen CHF etwas überbewertet aus
 Struktureller Gegenwind von der Leistungsbilanz
 Gemäss PPP neutral
 Der NZD reagiert gegen den CHF im Durchschnitt stark auf risk-off
 Mit der Notenbank im Zinssenkungs-Modus:

Untergewichten

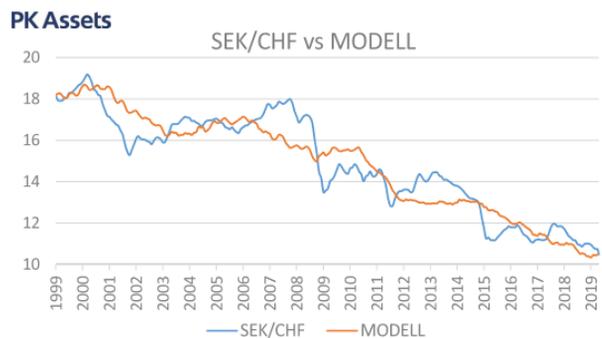
SEK

Währungsmodell: Die SEK sieht gegen CHF leicht unterbewertet aus

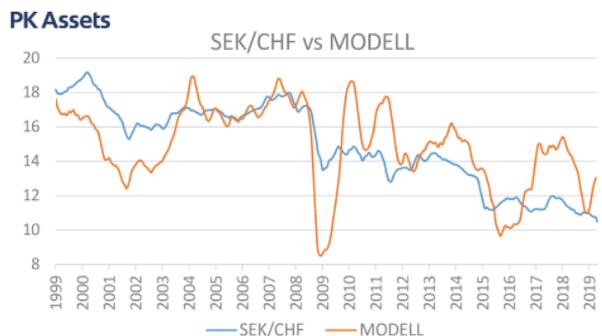
Top 3: Zinsen Schweden



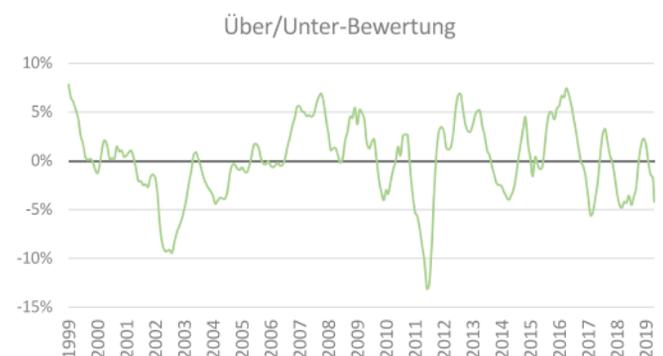
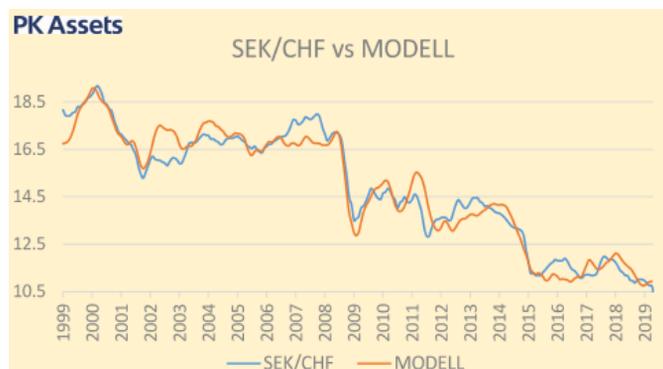
Top 3: PPP



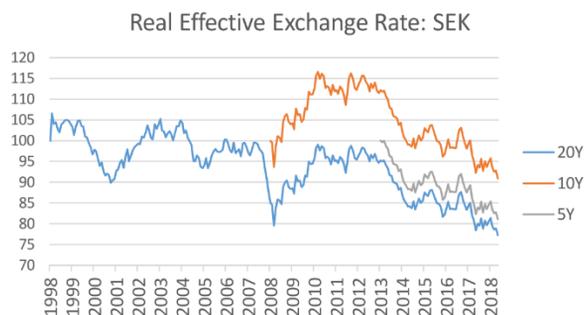
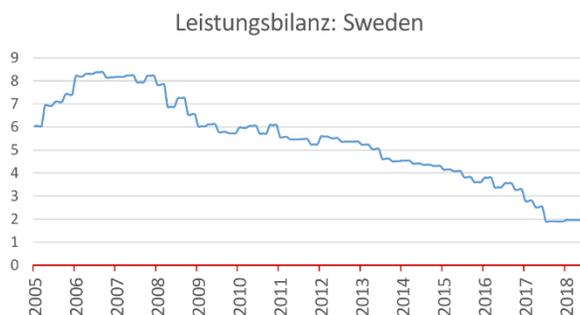
Top 3: Risk on/off



- Der grösste Treiber von SEK/CHF dürften die **schwedischen Nominalzinsen** sein, die enormen Abwärtsdruck auf das Währungspaar ausüben
- Ebenfalls kommt Druck vom chronischen Inflationsüberschuss Schwedens gegenüber der Schweiz
- Die Krone ist per Saldo eine Risk-On-Währung, das aktuelle Klima spricht für eine höhere Krone



Gemäss PPP deutlich unterbewertet

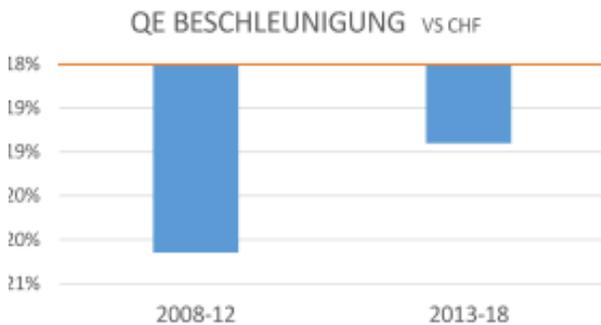
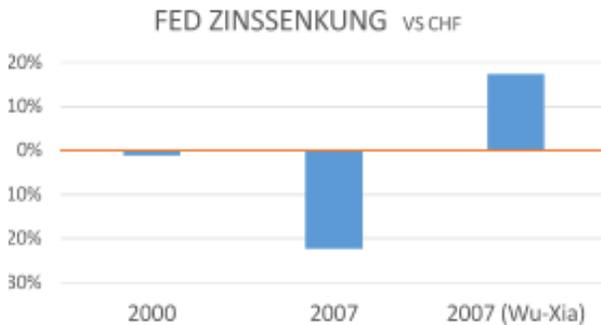
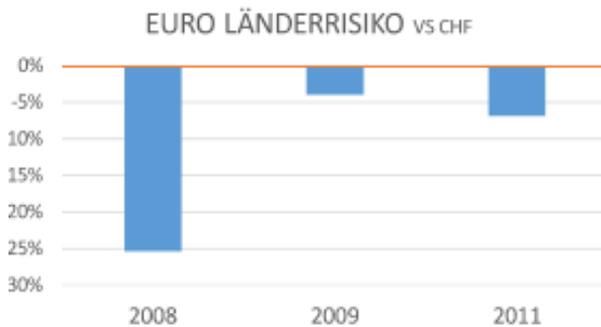
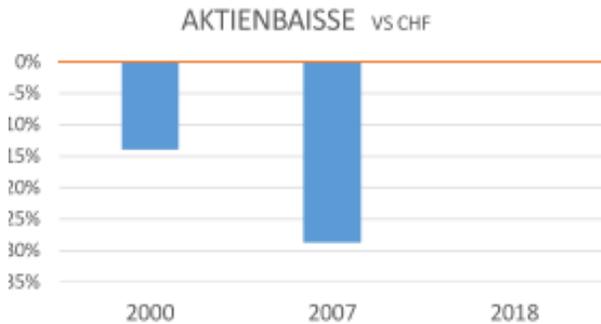


- Der schwedische Leistungsbilanzüberschuss fällt, die NIIP ist seit 2017 positiv, zumal der SEK seit 2014 kräftig abgewertet hat
- Gemäss PPP sieht der SEK jetzt enorm billig aus
- Fazit: Der schwedischen Krone steht von dieser Werte kaum etwas im Weg

Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish ist für eine Währung

SEK ist eine klare Risk-On-Währung, speziell auch wenn's in Europa rumpelt



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

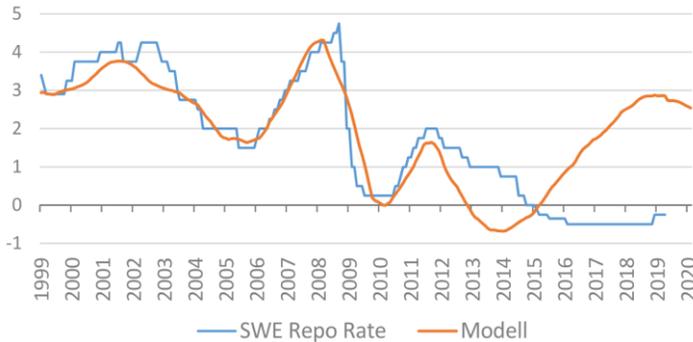
- Die SEK reagiert gegen den CHF mit am stärksten negativ auf Aktien-Baisen und am stärksten negativ auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen dann verhält sich der SEK vs CHF situativ, intensivieren die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der SEK gegen CHF massiv



Die Notenbank macht auf stur und erhöht die Zinsen nicht

PK Assets

Riksbank Leitzinsen vs Modell



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** besteht erhebliches Potential nach oben, die Notenbank weigert sich aber nicht nur die Zinsen zu erhöhen, sie führt sogar das QE weiter

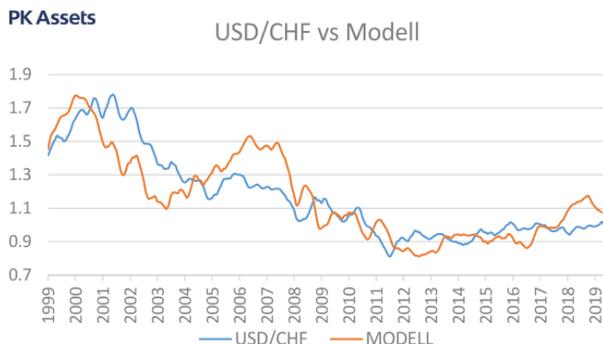
Die SEK sieht taktisch gegen CHF leicht unterbewertet aus
 Gemäss PPP ist die SEK deutlich unterbewertet
 SEK ist eine klare Risk-On-Währung, speziell auch wenn's in Europa rumpelt
 Die Notenbank ist zwar geradezu renitent, aber trotzdem:

Übergewichten

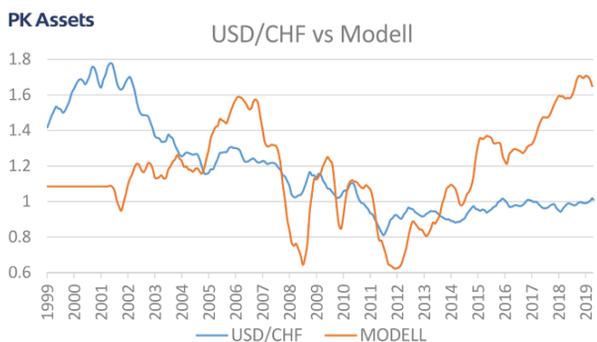
USD

Der USD bleibt gegen CHF deutlich unterbewertet

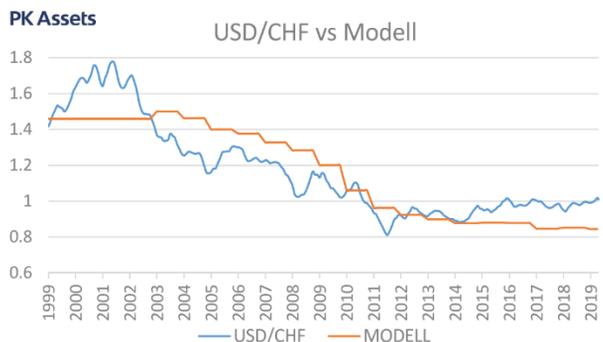
Top 3: Zinsen USA



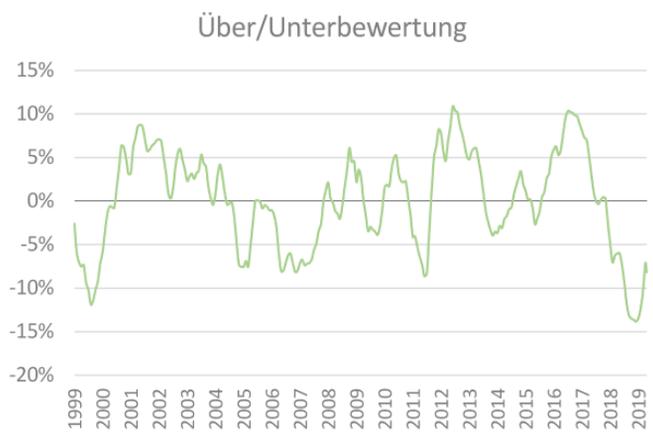
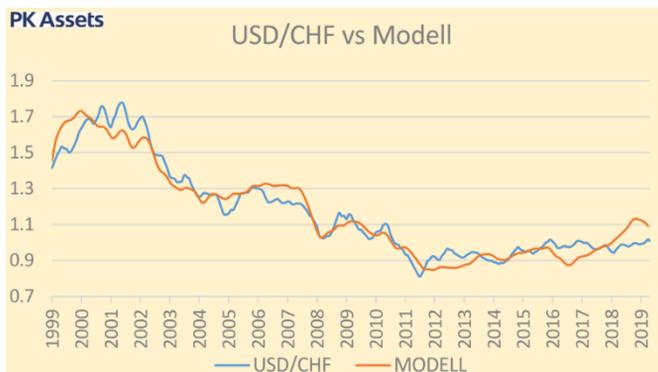
Top 3: Realzinsen



Top 3: Bonität

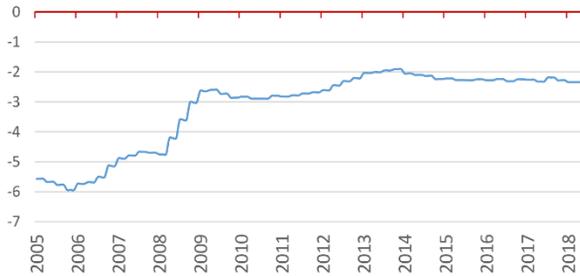


- Der grösste Treiber von USD/CHF dürften die **amerikanischen Nominalzinsen** sein, die weiterhin attraktiv aussehen, auch wenn der Zyklus vielleicht schon wieder gedreht hat
- Noch wesentlich besser sehen die Realzinsen der USA vis a vis den CHF-Realzinsen aus, vielleicht das grösste Plus des USD
- Ein strukturelles Negativ für den USD stellt die Verschuldung der USA dar

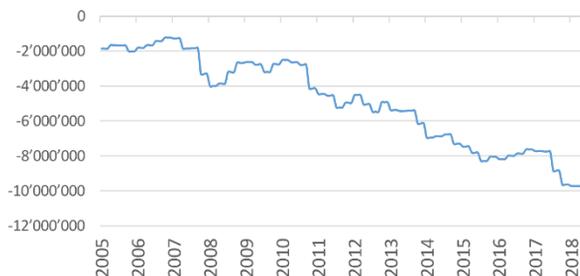


Gemäss PPP überbewertet, NIIP monoton fallend

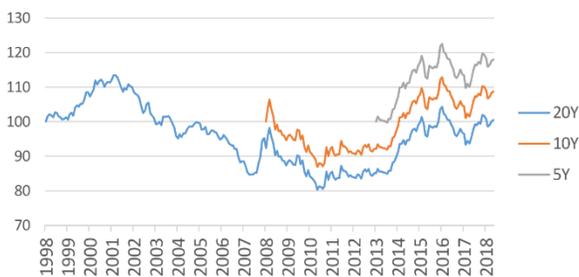
Leistungsbilanz: USA



Net International Investment Position: USA



Real Effective Exchange Rate: USD



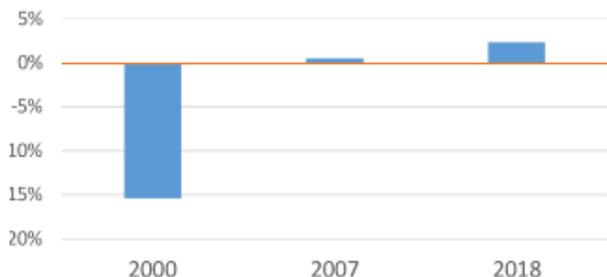
Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung

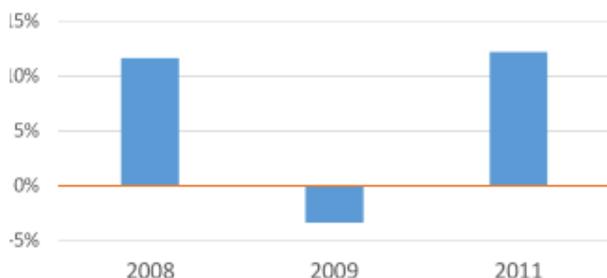
- Die USA verfügt über ein konstantes Leistungsbilanzdefizit, über den wirksamen Zinseszinsseffekt trotz starkem Dollar resultiert eine stetig steigende negative NIIP
- Gemäss PPP eher überbewertet
- Fazit: Überbewertet aber als Leitwährung spielen andere Überlegungen eine wichtigere Rolle

Eher risk-off-Währung, speziell bei Stress in EMU

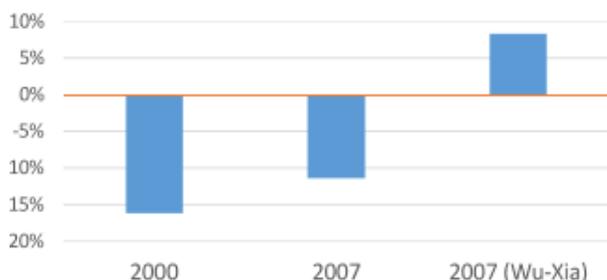
AKTIENBAISSE VS CHF



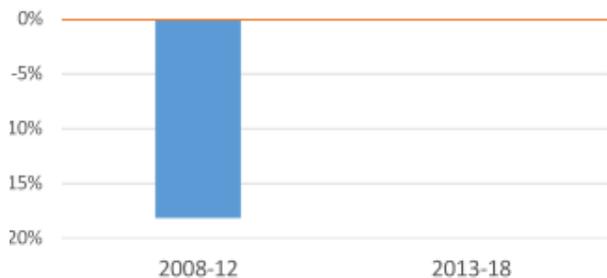
EURO LÄNDERRISIKO VS CHF



FED ZINSENKUNG VS CHF



QE BESCHLEUNIGUNG VS CHF



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

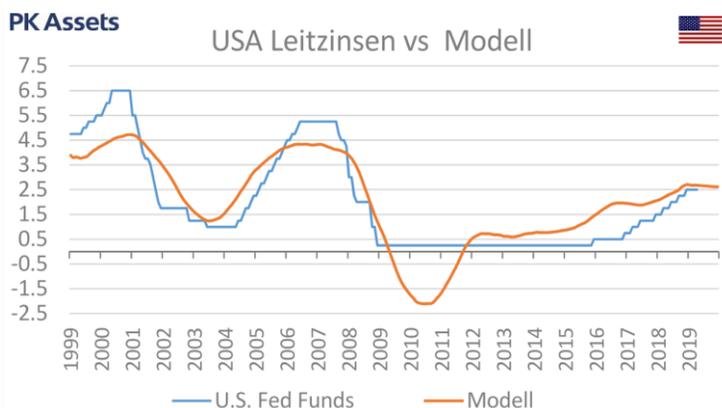
Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

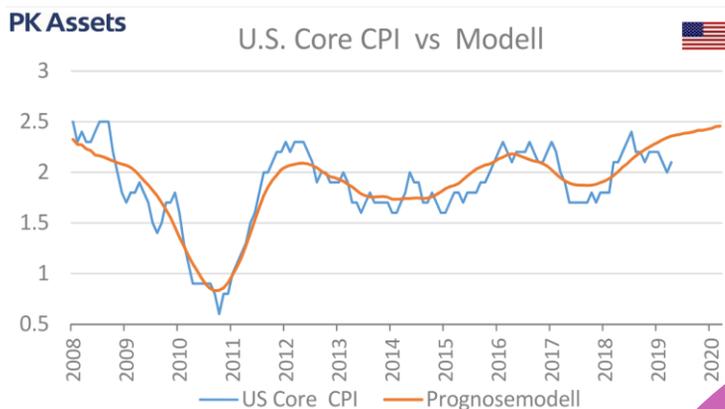
- Eher eine Risk-Off-Währung auch gegen den CHF: Der USD reagiert nur verhalten negativ auf Aktien-Baisse und sogar positiv auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen und/oder intensivieren die grossen Notenbanken mit QE, dann verliert der USD gegen CHF stark, wenn auch nicht immer im gleichen Ausmass



Die Notenbank hat den Zinszyklus faktisch beendet



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** ist der Zinszyklus fürs erste beendet
- Gemäss unserem **Kerninflations-Modell** bleibt das Core CPI über dem Ziel von 2% und kommt so schnell nicht zurück...
- ...womit das Fed zunächst wohl nicht aggressiv die Leitzinsen reduzieren kann



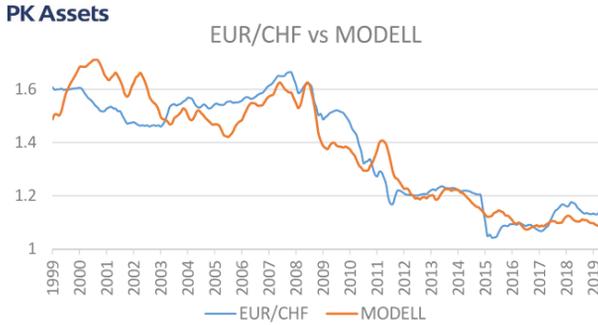
Der USD bleibt gegen CHF deutlich unterbewertet
Gemäss PPP überbewertet,
NIIP monoton fallend
Unser Notenbankmodell bestätigt dass das Fed fürs erste fertig ist, trotzdem:

Übergewichten

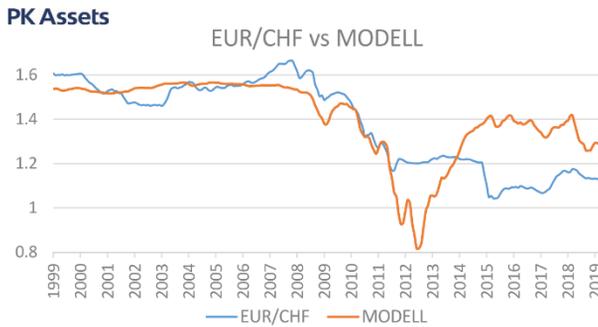
EUR

Währungsmodell: EUR gegen CHF leicht überbewertet

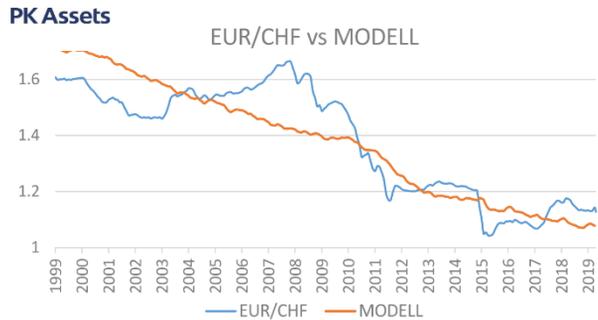
Top 3: Nominalzinsen Deutschland



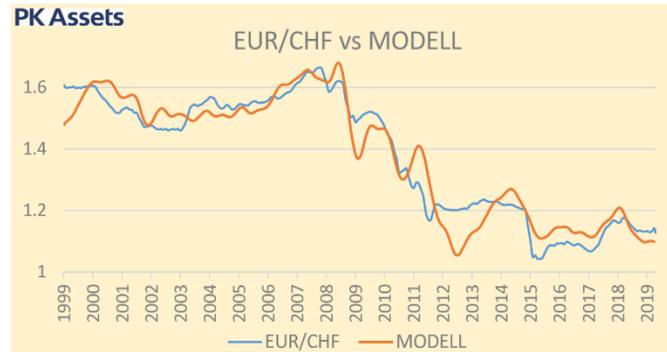
Top 3: Peripherie Spreads



Top 3: PPP

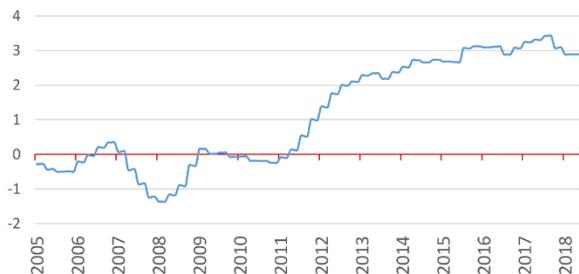


- Der grösste Treiber von USD/CHF dürften die **deutschen Nominalzinsen** sein, die sehr unattraktiv ausschauen, etwas differenzierter sehen die Realzinsen aus
- Das aktuelle Länderrisiko sieht gemischt aus, aktuell kommt von dieser Werte kein eindeutiges Signal
- Ein strukturelles Negativum für den EUR gegen CHF stellt der Inflationsüberschuss dar, der schleichend eine Abwertung des nominalen Wechselkurses verursacht

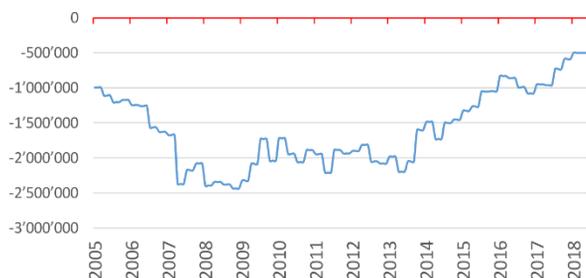


Strategisch sieht der EUR günstig aus

Leistungsbilanz: EMU



Net International Investment Position: EMU



Real Effective Exchange Rate: EUR



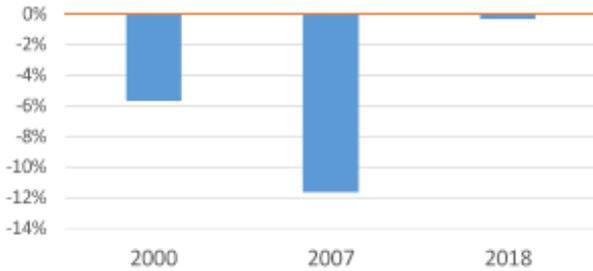
Leistungsbilanzüberschüsse, ein stetiger «positiver» Trend in der NIIP –speziell die Kreuzung über die Null-Linie- und eine Unterbewertung gemäss PPP sind längerfristig bullish für eine Währung

Leistungsbilanzdefizite, ein stetig «negativer» Trend in der NIIP und eine Überbewertung gemäss PPP sind längerfristig bearish für eine Währung

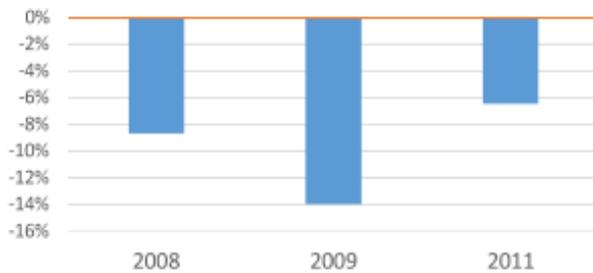
- Leistungsbilanz hat solide umgedreht, die Eurozone ist kurz davor, NIIP-Positiv also eine internationale Gläubiger-Region zu werden
- Gemäss PPP ist der Euro eher unterbewertet, aber nur leicht
- Fazit: Perspektivisch positiv

Keine Risk-On-Währung aber auch kein Safe Haven

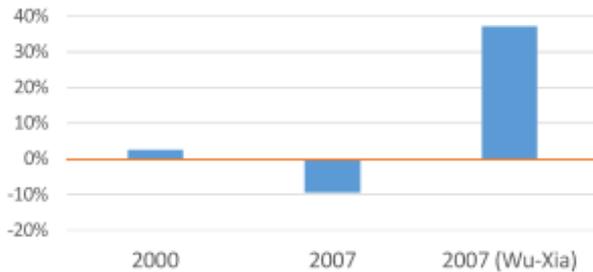
AKTIENBAISSE VS CHF



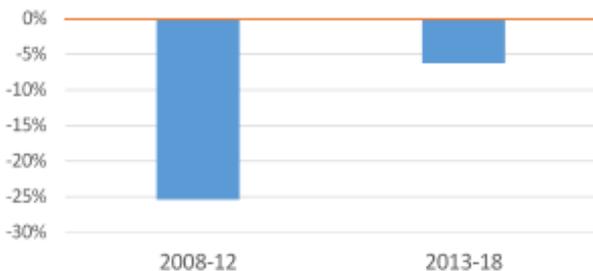
EURO LÄNDERRISIKO VS CHF



FED ZINSENKUNG VS CHF



QE BESCHLEUNIGUNG VS CHF



Wie reagiert die Währung in einer Krise?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Aktienbaisse (von Top bis Trough, von 2 bis 55 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen eines Ausbruchs der italienischen CDS (von Top bis Trough, von 6 bis 14 Monaten Dauer)

Wie reagiert die Währung bei der Antwort der Notenbank?

- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Zinsreduktion des Fed (von Top bis Trough, von 16 bis 28 Monaten Dauer)
- Wir schauen uns an wie die Währung reagiert hat in den letzten Fällen einer Ausweitung des Quantitative Easing der Big 3 Notenbanken (von 53 und 56 Monaten Dauer)

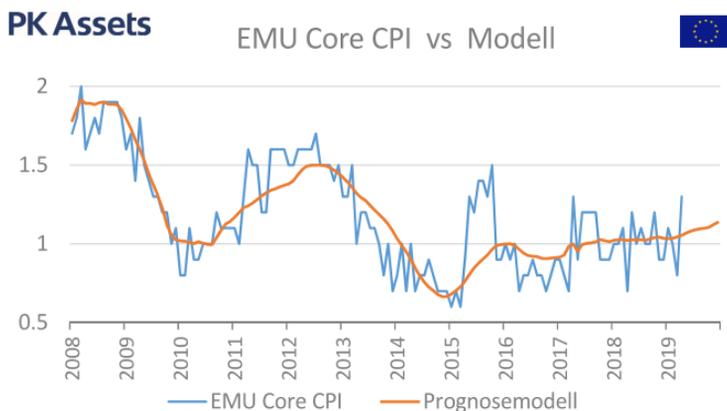
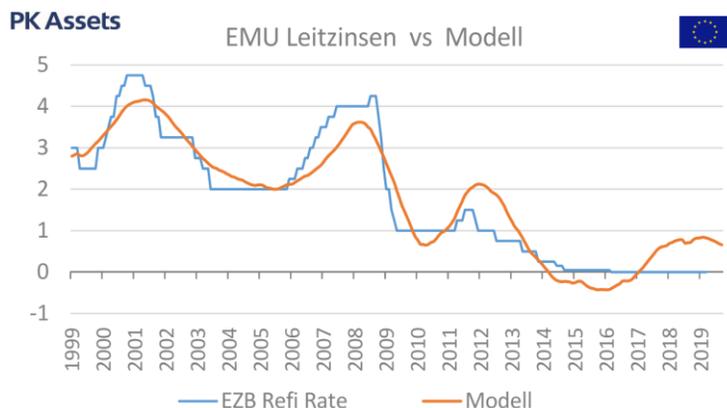
Fazit:

Die letzten 20 Jahre zeigen:

- Aus Warte CHF eine risk-on-Währung (wie fast alle): Der EUR reagiert gegen CHF negativ auf Aktien-Baisen und sehr stark negativ auf Aufflackern des Peripherierisikos der Eurozone**
- Reagiert der Leitmarkt USA mit Zinssenkungen dann bleibt der EUR gegen CHF eher stark, intensivieren die grossen Notenbanken mit QE dann verliert der EUR gegen CHF stark



Schwindet das Fenster für Leitzins-erhöhungen?



- Gemäss unserem **Leitzinsen-Modell** ist zwar noch Luft nach oben vorhanden
- Aber die fallenden Inflationserwartungen belasten das Modell massiv
- Und die EZB hat auch bereits Zinserhöhungen weit heraus geschoben
- Gemäss unserem **Kerninflations-Modell** schmiert das Core CPI nicht ab, bewegt sich aber auch nicht Richtung des Ziels von 2%

Der EUR gegen CHF ist leicht überbewertet
 Strategisch sieht der EUR günstig aus
 Keine Risk-On-Währung aber auch kein Safe Haven
 Schwindet das Fenster für Leitzins-erhöhungen?
 Wir glauben ja, zumal die Inflationserwartung fällt

Neutral

YEN

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