

# PK Assets

Die tiefsten amerikanischen  
realen Leitzinsen aller  
Zeiten...und ein starker Dollar?

Wie geht das?

Gezeitenwende im  
Währungsmarkt

[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

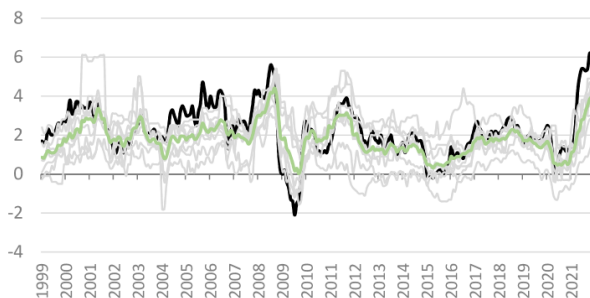
# „Alles spricht gegen den Dollar“

Ländersample: USA, EUR, CH, CAN, UK, NZ, AUS, NO, SWE

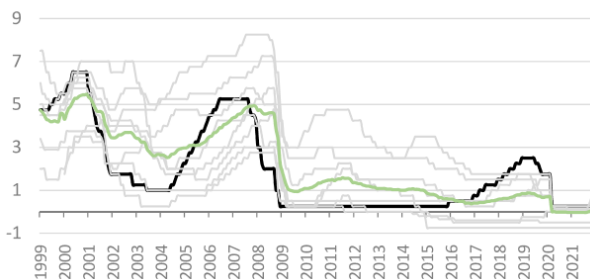
Grün: Durchschnitt

Schwarz: USA

CPI



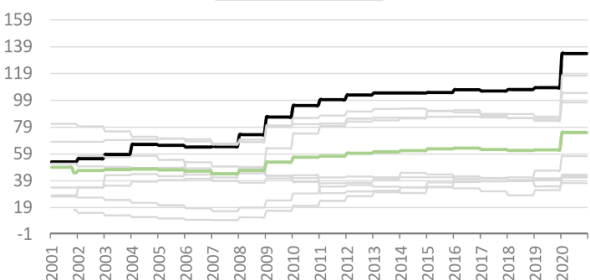
Leitzinsen



Leitzinsen Real



Verschuldung



Die USA hat die höchste Inflation in unserem Ländersample: Und damit nicht genug: Die Inflation ist auch so hoch wie seit 1970 nicht mehr, und das Aufwärts-Momentum ist atemberaubend.

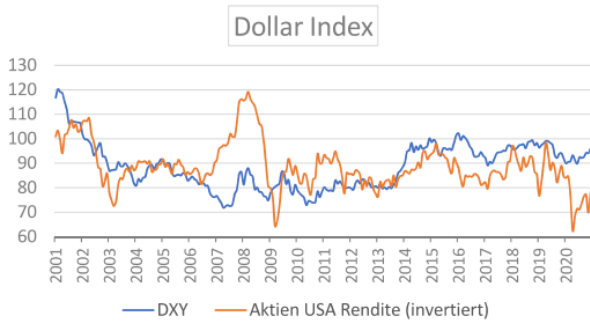
Trotz der boomenden Inflation sind die Leitzinsen in den USA nahe Null: Nur in den Emerging Markets und in Neuseeland & Skandinavien haben erste Zinserhöhungen stattgefunden

Damit sind die realen U.S. Leitzinsen so tief wie noch nie: Eigentlich ein Rezept für einen Währungsabsturz, mit Leitzinsen nahe bei Null, der höchsten Inflation weit und breit und realen Leitzinsen im Freifall sind die USA auf Niveaus angekommen, die nicht einmal in den 70er Jahren geherrscht haben

Und gleichzeitig führen die USA den Schuldenexzess an: Die USA verschuldet sich in einem Tempo, das an die grosse Finanzkrise erinnert. Die Verschuldung ist auf einem Niveau, das dafür prädestiniert ist, die Produktivität der Volkswirtschaft zu gefährden

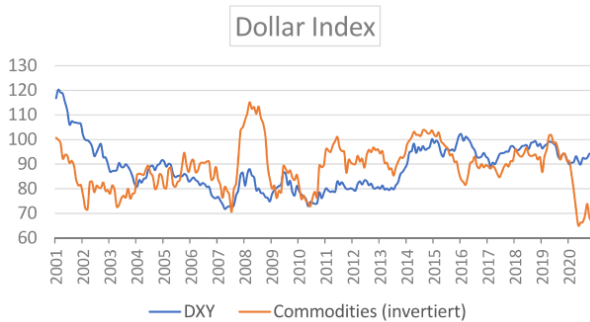
Reale Zinsen und Verschuldung sind Omen für eine Vertrauenskrise in den Dollar

# „Alles spricht gegen den Dollar“



Und auch das Risiko-Umfeld spricht klar gegen einen starken Dollar:

Die Aktienmärkte, insbesondere der Leitindex S&P500 boomen, die Risikoaversität ist komplett verschwunden, eigentlich ein klares Zeichen für einen schwächeren Dollar



Der Dollar ist die «Anti-Commodity-Währung» schlechthin, die Jahresveränderungen in den Commodity-Märkten sprechen zuletzt für einen klar schwächeren Dollar



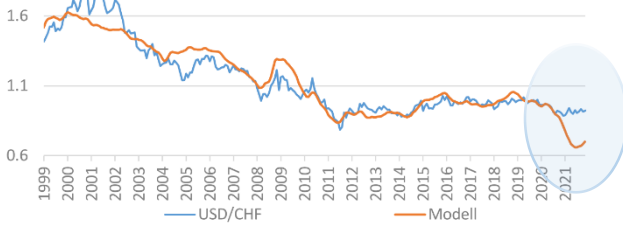
Der Dollar ist die «Anti-Risikowährung» schlechthin; eine der wichtigen Risikoquellen der letzten Jahrzehnte, das Länderrisiko aus der Europeripherie ist fast komplett versiegt, eigentlich ein Zeichen für einen starken Dollar

Historisch war das Risikoumfeld ein starker Treiber für den Aussenwert des Dollars, es spricht klar für einen schwachen Dollar

# ...und trotzdem steigt der Dollar

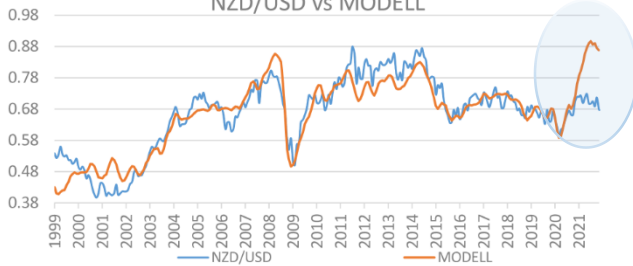
## PK Assets

USD/CHF vs MODELL



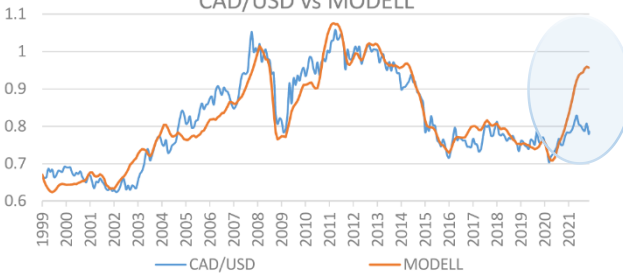
## PK Assets

NZD/USD vs MODELL



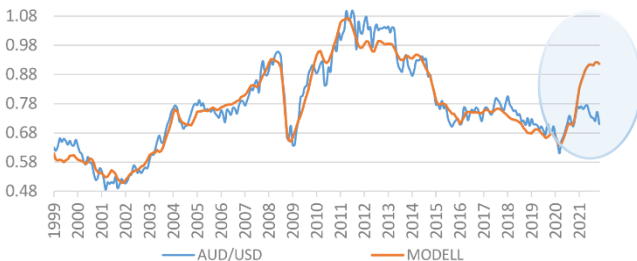
## PK Assets

CAD/USD vs MODELL



## PK Assets

AUD/USD vs MODELL



Nimmt man die **historisch** wirksamen Treiber für den USD, dann schaut der USD **massiv überbewertet** aus:

Mit den Bausteinen

- Relative Zinsen
- Relative Inflation
- Relative Schulden
- Commodities
- China Konjunktur
- Aktienrendite

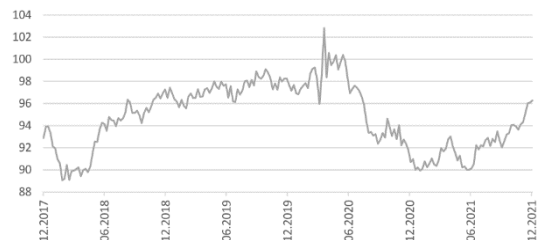
erreichen wir spektakuläre Korrelationen in der Erklärung historischer Währungsverschiebungen.

Aber etwas stimmt nicht mehr.

## USD/CHF 24% überbewertet?

...und der Dollar steigt?

USD (Aussenwert nominal)



# ...und trotzdem steigt der Dollar

Die historischen Treiber können die kürzere Währungs-Historie nicht mehr überzeugend erklären:

## Beispiel NZD/USD

Für die Periode **1999 - heute** erreichen wir mit 20% Zinsdifferenz, 15% Inflationsdifferenz, 25% Schulden, 20% Commodities, 5% Aktienrendite und 15% Finanzmarktvolatilität eine Korrelation von über **90%** mit den monatlichen Währungsfluktuationen

Für die Periode **2008 - heute** ist dieser Mix der Modellbausteine bereits nicht mehr brauchbar, erreichen wir doch nur noch eine Korrelation von etwas über **60%**

Für die Periode **2016 - heute** ist der Mix komplett unbrauchbar, die Korrelation erreicht nur noch schwache **47%**

Wir müssen auf die Suche gehen nach neuen, aktuelleren Währungstreibern

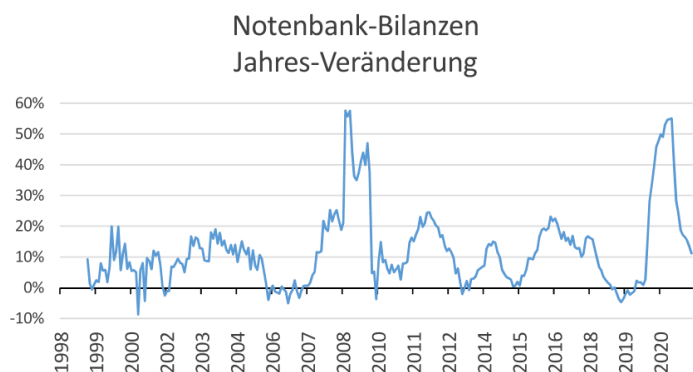
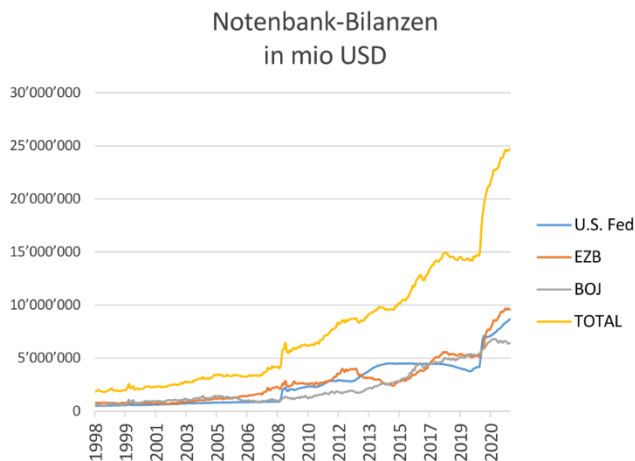
## 6 Thesen zu einem neuen Paradigma im Währungsmarkt:

## Die Währungen sind am Tropf der Notenbank-Liquidität

Die Notenbanken haben mit QE<sub>INFINITY</sub> alles verändert! Die Ablösung der orthodoxen durch unorthodoxe NB-Politiken hat das Währungsgefüge nachhaltig erschüttert und dominiert das Währungsgeschehen. Die Modern Monetary Policy ist da, und dürfte bleiben. Die Monetarisierung der Schulden bedingt QE in einem früher undenkbaren Ausmass.

Wie wichtig das QE ist, zeigen wir in dieser These 1:

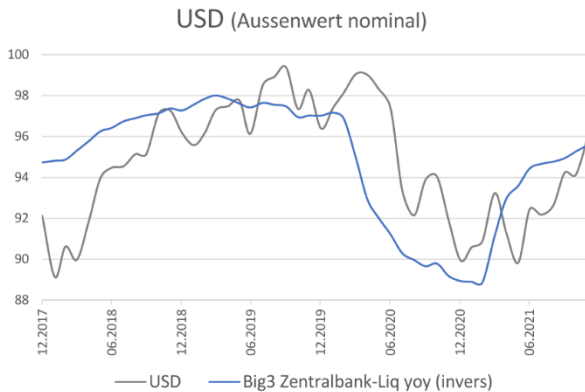
**Erstens** ist das Ausmass des globalen QE präzedenzlos, wie der Chart der Big3 Fed, EZB und BOJ zeigt:



**Zweitens**, wichtig, ist das Wachstum des Zuflusses an Zentralbankliquidität in die Märkte immer noch hoch, aber rückläufig. Und angesichts des verkündeten Tapering dürfte schon bald das Wachstum komplett versiegen.

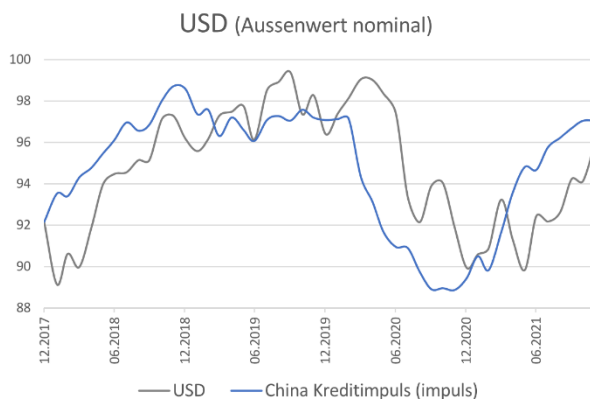
# These 1 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

**Drittens:** Die Zentralbankenliquidität ist wichtig für den Dollar: Je höher das Liq-Wachstum, desto tiefer der Dollar, je tiefer das Liq-Wachstum, desto höher der Dollar:



Wir sehen, dass der Dollar immens von der versiegenden Zentralbankliquidität profitiert, ja wir haben hier sogar einen vorlaufenden Faktor ausgemacht.

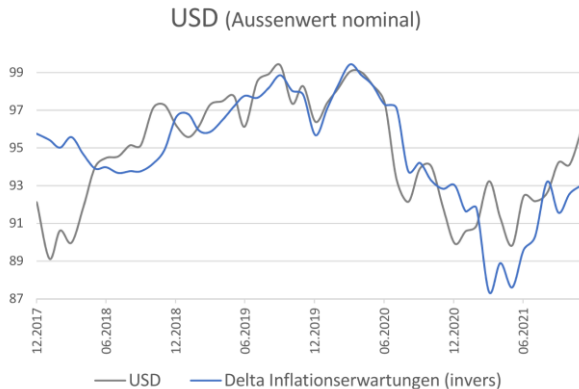
**Viertens:** Ausgerechnet in der Zeit von fallendem Momentum in der Zentralbanken-Liquidität schwächt auch der Kredit-Impuls in China:



Auch hier: Die Abkühlung in China punkto Liquidität sorgt für einen Auftrieb des Dollars, die Korrelation ist zu gut, um ignoriert werden zu können. Und: Auch China ist ein Vorlauffaktor für den Aussenwert des Dollars

# These 1 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

**Fünftens:** QE ist so immens, dass es auch das Geldmengenwachstum M2 global dominiert, und dieses ist wiederum mit dem Dollar invers korreliert:



Angesichts fallender ZB-Liquidität und Abschwächung des chinesischen Kreditimpulses, erstaunt es da, dass das Globale M2-Wachstum schwächelt?

**Deshalb:** Wer QE<sub>INFINITY</sub> nicht in die Währungsmodelle einbaut, verpasst einen grossen Teil der Erklärung für die USD-Stärke

**Und:** Wer sich eine Meinung für den Dollar bildet, muss ein Szenario für das QE-Tapering entwickeln

**Notabene:** «QE is fungible»: Es spielt keine Rolle von welcher Zentralbank die Liq kommt bzw. nicht kommt, der Finanzmarkt ist global

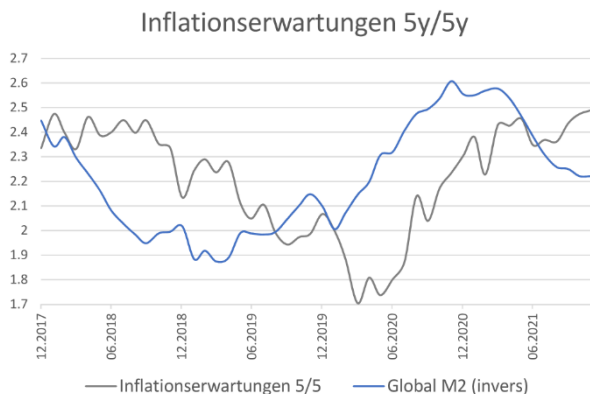


## Der U.S. TIPS-Markt ist King

Die Monetarisierung der Schulden bedingt QE in einem früher undenkbaeren Ausmass. Wie wir verschiedentlich an anderer Stelle ausgeführt haben, führt diese MMT zu einer massiven Erhöhung der Tail-Risiken:

**Erstens:** Der U.S. TIPS-Markt ist enorm gewachsen und dominiert in der Diskussion über die Inflation

**Zweitens:** Die Inflationserwartungen des TIPS-Markts folgen der Liquidität der Zentralbanken

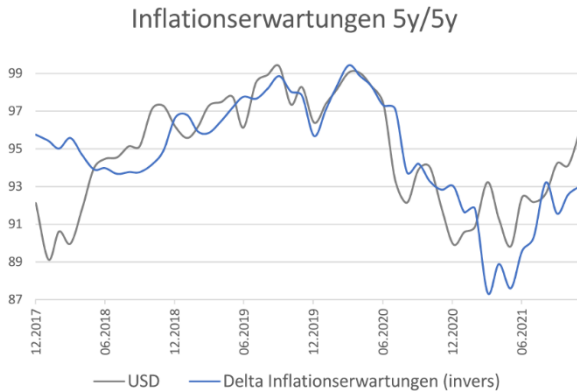


Ein starkes Tapering würde das Wachstum der globalen Geldmenge knicken und die Inflationserwartungen killen.

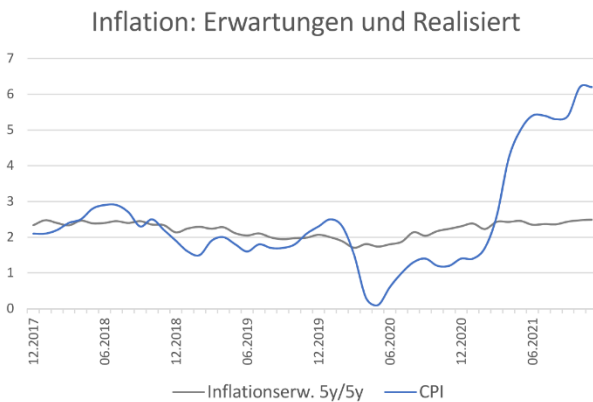
**Drittens:** Warum «Inflationserwartungen»? Die U.S. Notenbank kauft auch im TIPS-Markt die Neuemissionen auf und manipuliert die Inflationserwartungen kräftig; nichtsdestotrotz sind diese impliziten Inflationserwartungen für den Finanzmarkt die wichtigste Variable in ihren Gleichungen

# These 2 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

**Viertens:** Die Veränderung der TIPS-Inflationserwartungen ist negativ mit dem Dollar korreliert



**Fünftens:** Sehr wichtig: In der Währungsanalyse heute dominieren die Inflationserwartungen und nicht die realisierte Inflation (CPI)

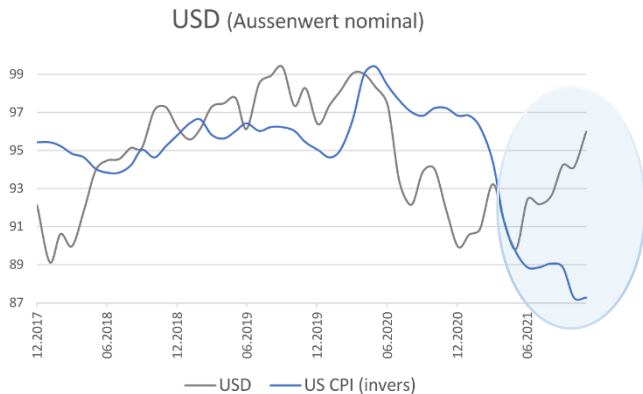


Dies ist extrem unterstützend für den Aussenwert des Dollars, denn die U.S. Inflationserwartungen sind wesentlich schwächer als die realisierte Inflation der USA dieser Tage

...und bringen den USD weniger in die Bredouille

# These 2 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

Man stelle sich vor, die Märkte würden sich für die realisierte Inflation interessieren:



Otto Normalverbraucher interessiert sich für die realisierte Inflation, diese ist entscheidend für seine Kaufkraft. Der Finanzmarkt interessiert sich für die «erwartete» Inflation. Warum?

Der Notenbankexzess hat dazu geführt, dass die Finanzgemeinde wie die Maus vor der Schlange auf den TIPS-Markt schaut und hofft, dass die Notenbanken nicht das Vertrauen verlieren.

Die TIPS-Märkte zeigen, wie gut verankert die Inflationserwartungen sind

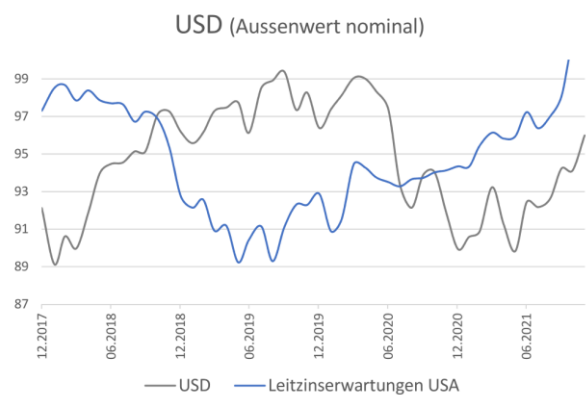
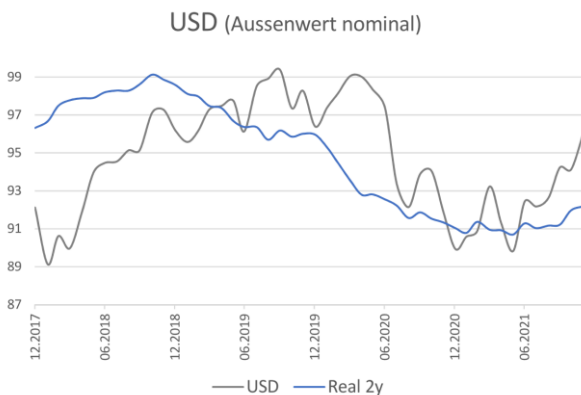
Wir glauben, dass die Notenbanken die Tail-Risiken eines Vertrauensverlustes erhöht haben, deshalb die Fokussierung auf die 5y/5y-Inflationserwartungen.

# These 3 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

## Die effektiven Realzinsen sind unwichtig, Zinserwartungen sind der Schlüssel

Die klassischen Realzinsen, berechnet aus verschiedenen Punkten der Zinskurve, davon subtrahiert die Inflation, spielen heute keine Rolle mehr, offensichtlich. Was heute zählt, sind die **Zuckungen bezüglich Leitzinserwartungen**, ausgedrückt mit folgenden zwei Indikatoren:

**Erstens**, die kurzen Zinsen der USA, abzüglich der Inflationserwartungen 5y/5y



**Zweitens**, die kurze Zinskurve der USA, welche als Barometer für die Zinserhöhungen der USA in den nächsten zwei Jahren angesehen werden kann.

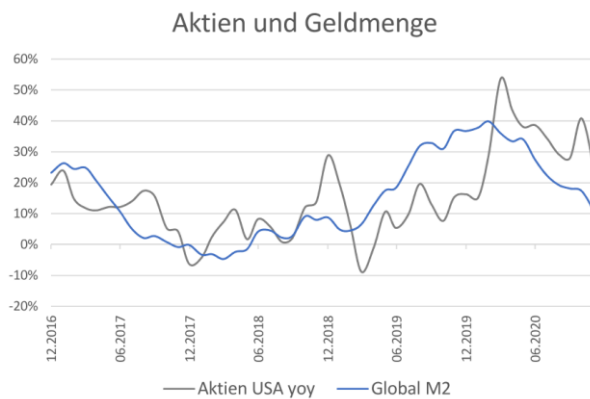
Für beide Indikatoren gilt: Im Währungsmarkt werden die kürzeren Zinsen immer wichtiger, die längeren immer unwichtiger, insgesamt werden die effektiven Zinsen immer unwichtiger. Was zählt, sind Zinsphantasien bzgl. der Leitzinsen. Warum?

Wir können nur mutmassen: **Die Kapitalmarktzinsen sind wohl so manipuliert, dass sie als Barometer nichts mehr taugen**

## Der U.S. S&P500 bleibt der Kanarienvogel in der Mine

Die ganze Notenbank-Kulisse der letzten 30 Jahre hängt am Primat der Finanzmärkte, das mit dem Greenspan Put begründet wurde und bis Powell durchgehalten wurde. Der Fokus liegt auf der Ausschaltung von Volatilitäten durch immer höhere Notenbank-Eingriffe, vulgo höherer Liquidität, und immer flacheren Zinszyklen bzw. immer tieferen Zinsen. Die kurzfristigen Einebnungen der Volatilität werden durch enorme Tail-Risiken erkaufte, die sich immer wieder entladen, siehe Dotcom oder 2008.

Wie enorm die Aktienperformance von der Liquidität der Notenbanken abhängt, wird durch diesen Chart sichtbar:



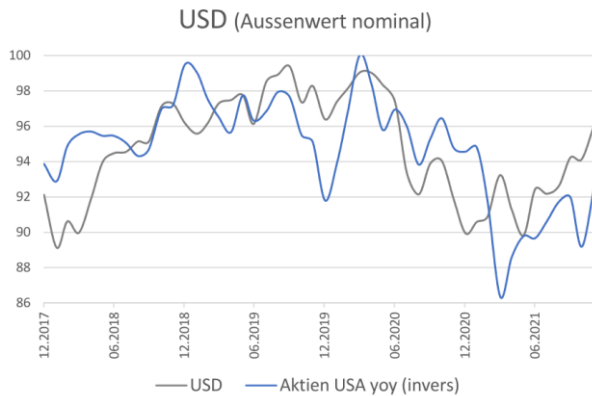
Entsprechend sensitiv ist der Dollar auf Trends im Notenbank-Liq- und Geldmengenentwicklung:

Klappt das Wachstum des globalen Geldmengenwachstums zusammen, dann ist das Omen für die Aktienmärkte klar.

Das globale Geldmengenwachstum ist zu einem guten Teil abhängig von den USA und den Chinesen.

# These 4 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

Und der USD? Die hohe Korrelation des Dollars mit der Performance der Aktienmärkte (invers) ist zu hoch, um ignoriert werden zu können:



Wenn die Notenbanken tapern, wird der Dollar stark, denn die Aktienmärkte sind abhängig vom globalen Geldmengenwachstum. Und die Quelle des globalen Geldmengenwachstums sind die Kreditschöpfung in China und das QE der Big3.

Kein Wunder glaubt der Bondmarkt nicht an ein gutes Ende, sind doch die langen Treasuries bei 1.5%, während die Inflation bei über 6% ist.

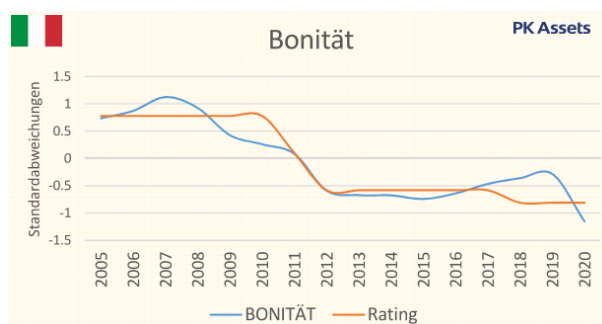
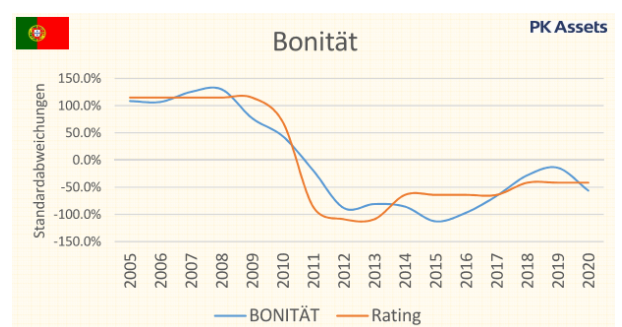
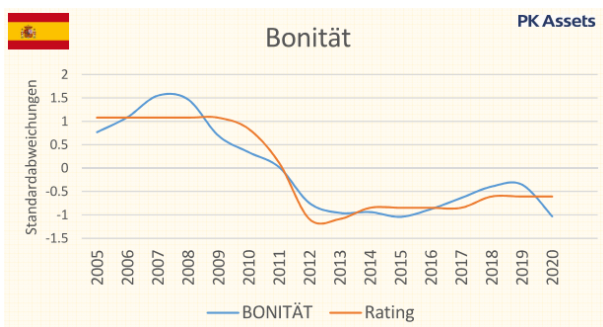
## Schulden spielen keine Rolle mehr!

Es ist offensichtlich, dass die Schulden keine Rolle mehr spielen, eigentlich seit Draghi die Eurokrise beendet hat.

Unseres Erachtens spielen 2 Faktoren eine Rolle

**Erstens:** Die Vergemeinschaftung der europäischen Staatsschulden ist im Gange, sie kommt, mit der neuen Regierung in Deutschland sowieso.

**Zweitens,** subtiler: Die Bonitätstrends der wirklich wichtigen Schuldenländer in Europa sind nicht gut, aber auch nicht besorgniserregend und das Jahr 2021 bringt einen Wachstumsschub, der sich wohltuend auf die Bonität dieser Länder auswirken dürfte. Hier die Trends von Spanien, Portugal und Italien bis und mit 2020, die neuen Zahlen zum 2021 kommen im Frühjahr:

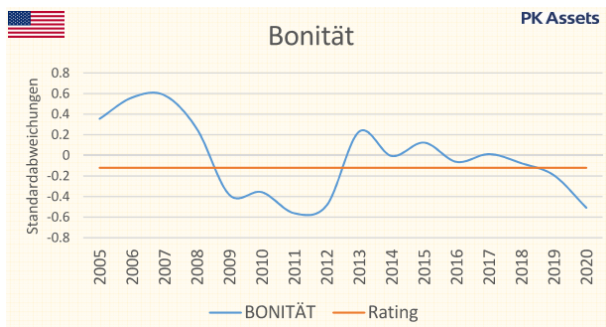


# These 5 zu neuen Währungstreibern des US Dollars

Unser Verdikt zu den Bonitätstrend in der Südperipherie Europas mag erstaunen. Doch das für die Verschuldung zentrale Differenzial zwischen Nominalwachstum und Schuldzinssatz ist dermassen manipuliert worden, dass die Hürden für einen Schulden-Blow Out extrem hoch geworden sind.

Trotz den Zeitungsnachrichten über die Fragilität Italiens weiss der Finanzmarkt nur zu genau, dass auch eine etwaige Zinserhöhung für Italien problemlos zu verdauen wäre, ist doch die durchschnittliche (mittlerweile langfristige) Finanzierung Italiens so gering, dass viele Jahre mit deutlich höheren Zinsen notwendig wären, die Finanzarithmetik umzukehren. Italien steht nicht vor einem Bankrott, auch bei höheren Zinsen nicht.

Das gleiche gilt für die hoch verschuldeten Staaten USA, Canada, Frankreich etc.



Auch hier: Der Bonitätstrend der USA ist nicht gut, aber durch die Finanzrepression entschärft.

Allerdings: Kostenlos ist die hohe Verschuldung nicht zu haben: Die Produktivität dürfte in den Hochschulden-Ländern zurückgehen, mit eher längerfristigen, niederschweligen negativen Auswirkungen auf den Währungsverlauf.

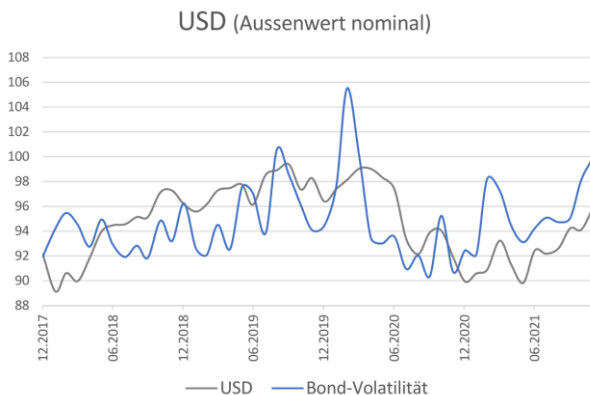
Die Herausnahme der Schuldenproblematik aus der Währungsgleichung spricht massiv für die hochverschuldete Währung USD. Die relativen Schulden sind denn auch eines der zentralen Argumente für Dollar-Bären, fern jedoch von jeder Virulenz auf den aktuellen Währungsmarkt.



## Finanzmärkte werden immer hysterischer: Vola übernimmt das Währungsregime

In den «guten» Jahren sorgte der Notenbankexzess, der mit Greenspans Put begann und laufend eskaliert wurde, für die «grosse Moderation» in den rollenden Volatilitäten von Teuerung und Konjunktur.

Dies wurde mit enormen Tail-Risiken erkaufte, die regelmässig detonieren, begleitet von Vola-Blitzen wie im Dot-Com und 2008, aber auch vorangekündigt durch regelmässige Vola-Flashes in diversen Vermögensklassen, quasi wie Vorbeben.



Es zeigt sich, dass der Dollar v.a. in den Crosses ggü. Risk-On-Währungen in den letzten Jahren massiv mit den Volatilitäten in den Bond- und Aktienmärkten korreliert, d.h. Unsicherheit, Risikoaversität etc.

Steig die Vola, steigt der Dollar.

Die guten Jahre der Notenbankexzesse sind vorbei, die heutigen Notenbanken müssen die Tail-Risiken managen, die sie selber erschaffen haben. Für den Marktteilnehmer heisst dies, dass Vola wichtiger wird im Währungskalkül. Unsere Modelle bestätigen dies eindrücklich.

## Alle Thesen helfen dem Dollar!

1. Das Globale M2-Wachstum geht zurück! Das drückt den Dollar rauf, und ein Tapering könnte das M2-Wachstum global komplett beschädigen
2. Ausgerechnet in der Zeit eines fallenden Momentums in der Zentralbanken-Liquidität schwächelt auch der Kredit-Impuls in China. Auch dieser chinesische Kreditimpuls pusht den Dollar seit geraumer Zeit
3. CPI ist out, «Inflationserwartungen» sind in. Ein massiver Bonus für den Dollar, denn die brutalen US-Teuerungsraten sind aus der Gleichung genommen
4. Probleme in den Finanzmärkten? Gut für den Dollar: Die ganze Notenbank-Kulisse der letzten 30 Jahre hängt am Primat der Finanzmärkte. Wie enorm abhängig die Aktienperformance von der Liquidität der Notenbanken ist, haben wir gezeigt. Ein Tapering würde möglicherweise Verwerfungen in den Aktienmärkten verursachen. Massiv höhere Tail-Risiken sprechen für den Dollar
5. Schulden spielen keine Rolle mehr! Die Herausnahme der Schuldenproblematik aus der Währungsgleichung spricht massiv für die hochverschuldete Währung USD
6. Finanzmärkte werden immer hysterischer: Die Finanzmarkt-Vola übernimmt das Währungsregime. Es zeigt sich, dass der Dollar v.a. in den Crosses ggü. Risk-On-Währungen in den letzten Jahren massiv mit den Volatilitäten in den Bond- und Aktienmärkten korreliert. Steigt die Vola, steigt der Dollar.

Man kann nicht die Welt mit Gratisgeld vollpumpen und meinen, es ändere sich nichts. Unter der Oberfläche hat sich alles verändert. Das Finanzsystem ist von den Notenbanken zu einem Liquiditäts-Junkie verwandelt worden

## Worauf schauen?

1. U.S. 5y/5y – Inflationsswap
2. U.S. 2Y-3M – Zinskurve
3. China Kredit-Impuls
4. Big3 QE
5. Globales M2
6. Commodities
7. VIX und MOVE

### Weniger wichtig als früher

- Debt/GDP
- CPI
- 10y-Bonds
- PPP
- China BIP

## Was, wenn das Tapering misslingt? Ist der Dollar dann geliefert?

Ja!

- Die historisch wichtigen Argumente, reale effektive Zinsen, CPI, Schulden, sprechen dermassen gegen den Dollar, dass bereits schon leichte Zweifel ggü. dem Tapering den Dollar-Anstieg bremsen könnten
- Die Zinserwartungen zum Dollar könnten überhöht sein, wenn das Tapering nicht durchgehalten werden würde, denn die Amerikaner wollen erst nach dem Tapering die Zinsen erhöhen
- Bleibt die effektive Teuerung höher als erwartet, könnten die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung gerissen werden, tödlich für den Dollar

Nein!

- Das Wachstum der Liquidität nimmt bereits jetzt ab, so dass ein Abbruch des Tapering nicht reicht, um den Dollar zu brechen, dafür bräuchte es eine starke Erhöhung des QE
- Eine starke Erhöhung des QE ist nicht denkbar wegen dem starken Druck von der Inflationsseite
- Der starke Dollar könnte die Inflationserwartungen weiter reduzieren, damit wäre eine der Gefahren für den Dollar aussen vor
- Eine zu schnelle Abnahme des Wachstums der globalen Geldmenge könnte Konjunktursorgen entfachen, und die Finanzmärkte angreifen, gut für den Dollar

## Gelingt das Tapering?

Ja!

- Der Druck von der Inflationsfront ist dermassen stark, die Notenbanken «müssen» jetzt
- Die Notenbanken wollen Spielraum aufbauen für die nächste Krise
- Die Öffnung nach der Pandemie gibt den Notenbanken die notwendige Escape Velocity in der Konjunktur, um das Tapering durch zu führen
- Die Bond Vigilantes sind pensioniert
- Das Fed ist der weltweit grösste Käufer von TIPS

Nein!

- Der Ölpreis kann sich nicht jedes Jahr verdoppeln, sowohl CPI wie Inflationserwartungen werden vom Effekt des Ölpreises dominiert, der Druck wird nachlassen
- Die Finanzmärkte sind zu angefixt von der Notenbankliquidität, sie werden lange vor dem Ende eines Taperings kollabieren
- Global M2 zeigt bereits eine kommende Korrektur der Aktien an
- Die Notenbanken haben eine gut dokumentierte Tendenz, bei Problemen sofort einzuknicken
- Das Wachstum des globalen M2 nimmt bereits ab, das ist Gift für das Tapering

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