

# PK Assets

## Währungen

Spielen Schulden in  
Zukunft eine  
massgebende Rolle?

[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)

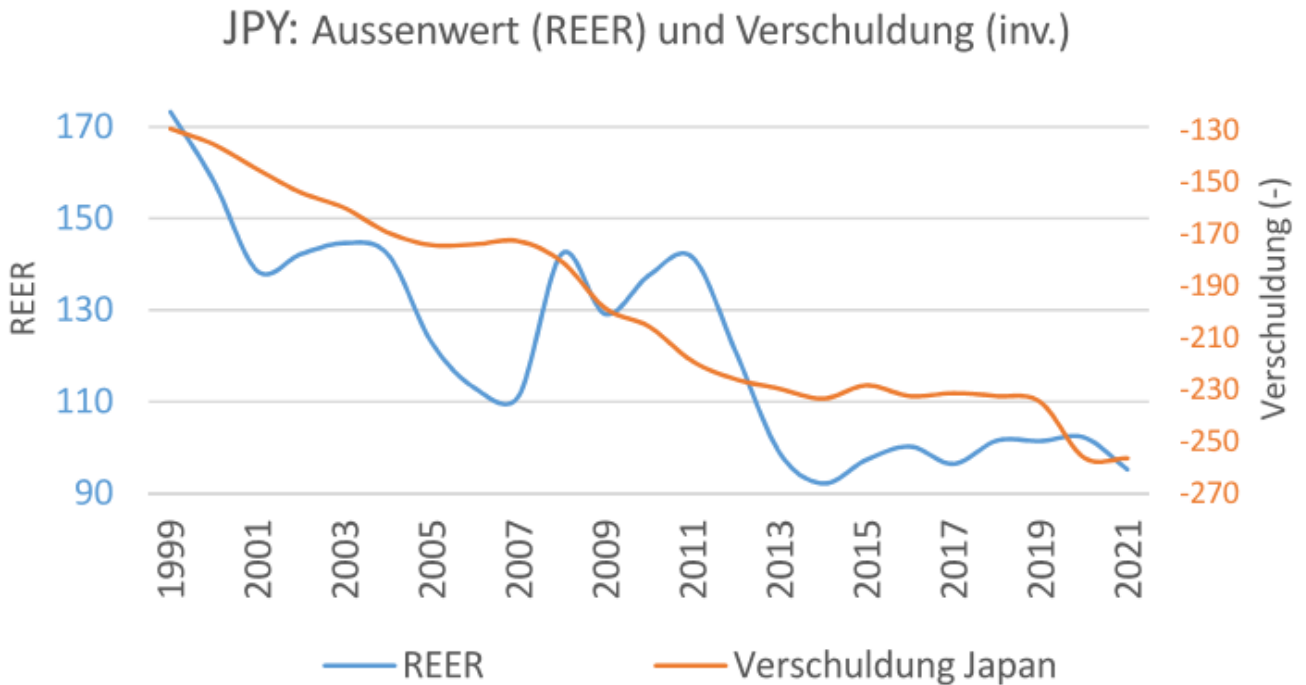
Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

Anders formuliert:

## Gehen USD, EUR, GBP den Weg des Yen?



## NEER:

Die NEER (nominal effective exchange rate) eines Landes ist der gewichtete Aussenwert einer Währung gegenüber seinen Handelspartnern, basierend auf einem Währungsbasket, welcher der Gewichtung der prozentualen Handelsbeziehungen entspricht

Wenn der NEER steigt, dann spricht man von einer Aufwertung, fällt er, dann spricht man von einer Abwertung

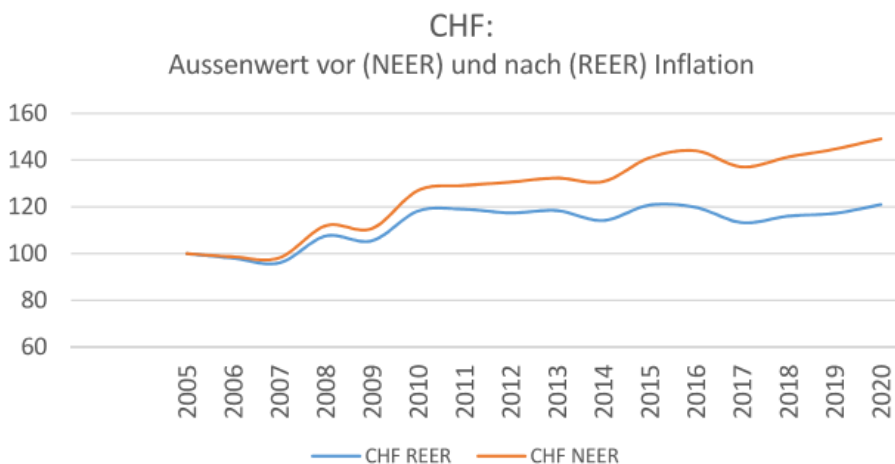
## REER:

Adjustiert man die NEER um die relative Inflation, dann erhält man den REER (real effective exchange rate), wiederum gegenüber seinen Handelspartner basierend auf dem Schlüssel der Handelsbeziehungen.

Steigt die Inflation im Inland mehr als die Inflation in den anderen Ländern mit welchen das Land Handel treibt, ohne dass sich die NEER ändert, dann steigt die REER: Das Land mit dem höheren Preisniveau kann mit dem gleichen Geld im anderen Land mehr einkaufen als Zuhause. Real ist dessen Wechselkurs höher als nominal. Steigt die Inflation also im Inland starker, ohne dass der Wechselkurs reagiert, dann steigt der REER.

Ein REER über 1 bedeutet somit, dass die Preise im Inland höher sind als bei den Handelspartnern, berechnet mit den geltenden Devisenkursen

Ein steigender REER kann den Exporten schaden und befeuert die Importe, er bedeutet eine sich verschlechternde Wettbewerbsposition, wenn Importe und Exporte Preissensitiv sind, somit kann man vereinfacht sagen: Ein steigender REER spricht für eine Überbewertung ein fallender REER für eine Unterbewertung



## Beispiel CHF:

Der CHF ist eine Starkwährung die laufend aufwertet gegenüber den Handelspartner

Ein grosser Teil der Aufwertung geschieht wegen der tieferen Teuerung in der Schweiz, den der REER ist annähernd konstant geblieben. Auf Basis REER ist die "Überbewertung" wesentlich geringer als auf Basis NEER

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

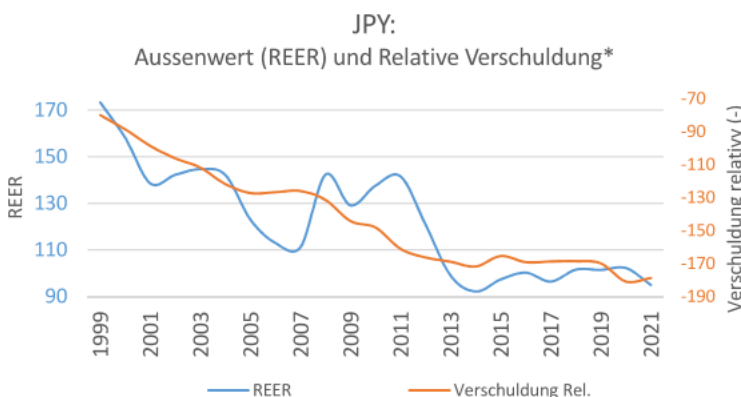
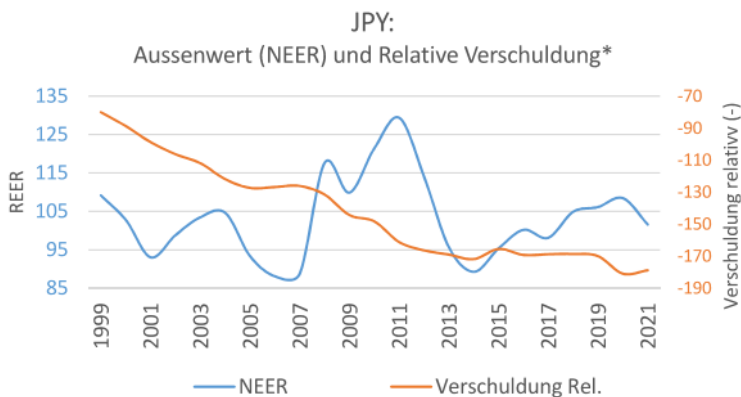
## Argumente:

1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

# Argument 1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

## Beispiel Hochschuldenwährung Yen: Spricht für die These



Japan schlägt was explizite Staatsschulden angeht, alle anderen namhaften Länder um Längen

Auf Basis des **NEER** ist zwar kein systematischer Zusammenhang ersichtlich zwischen Währung und relativer Verschuldung.

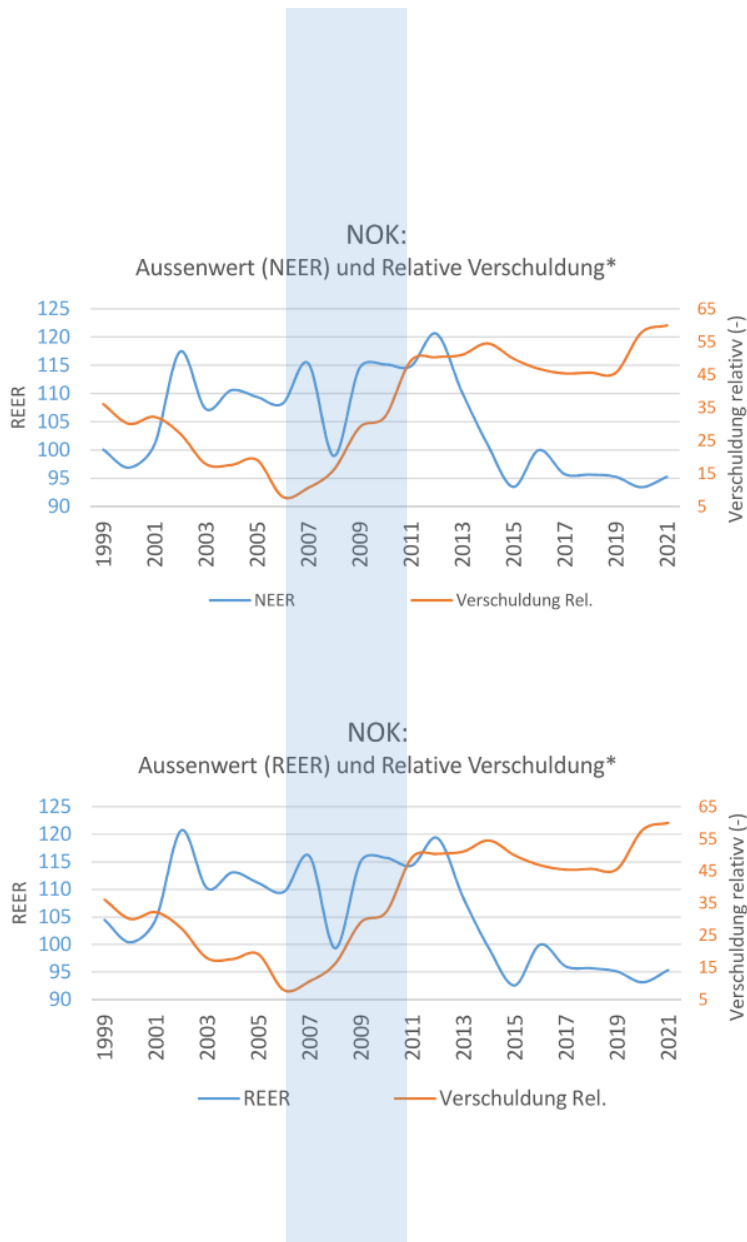
Trotz stetig steigender höherer Verschuldung Japans hat der nominale Wechselkurs nicht gelitten.

Auf Basis des **REER** allerdings kann man einen Case machen:

So hat in Japan ein **spektakulärer Niedergang der Währung** stattgefunden, so hat der Yen seit 1999 real um mehr als 40% abgewertet und gilt so gesehen als massiv unterbewertet. Aber ist er das auch? Angesichts der grotesk hohen expliziten Staatsschulden Japans könnte doch auch die relative Bonität Schuld sein an der Entwertung des Yen?

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“



### Beispiel Tiefschuldenwährung NOK: Spricht gegen die These

Weder auf Basis des **NEER** noch auf Basis **REER** kann man einen Case machen, dass die Währungen historisch von der Bonität getrieben waren:

Norwegen hat faktisch keine Schulden und auch die explizite Staatsverschuldung ist seit den 1980er nicht gewachsen, ganz im Gegensatz zu den anderen Ländern.

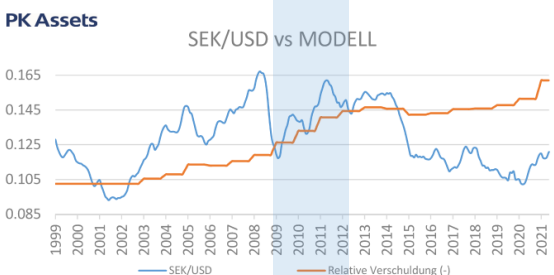
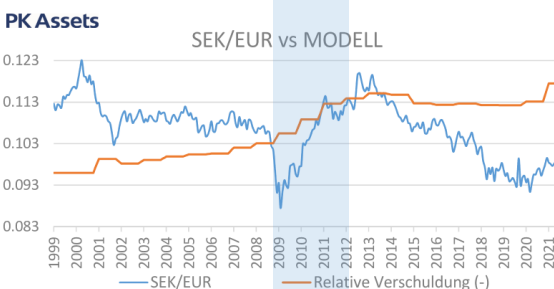
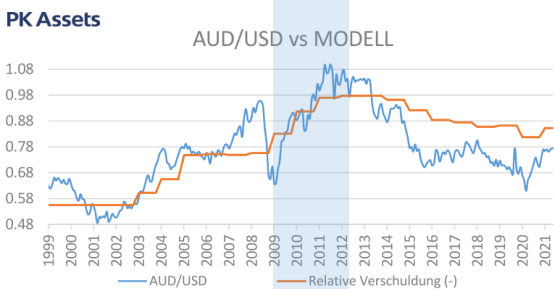
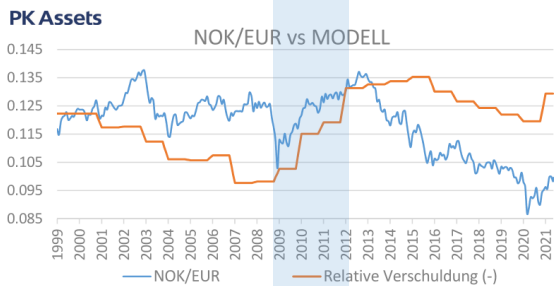
Angesichts der moderaten, stabilen Schulden würde man eigentlich mit einer stetigen Aufwertung des NOK rechnen, mindestens auf Basis REER, also nach Inflation, passiert ist aber das Gegenteil!

Und nicht einmal in der Phase, in der in vielen Staaten die Schulden explodiert sind, z.B. 2007-2020, ist die NOK gestiegen, wenn man mit dem breiten REER argumentiert

REER: Quelle Citibank; Relative Verschuldung: Verschuldung des Landes gegen den ungewichteten Mittelwert des Samples (USA, EUR, CH, SEK, NOK, AUD, NZD, GBP, JPY) ohne die entspr. eigene Verschuldung

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“



*Aufschlussreicher ist die Betrachtung mit Währungspaaren, die Tief- und Hochschuldenwährungen vereinen:*

Was fällt auf?

- Es gibt vereinzelt hohe, stabile Korrelationen, beispielsweise AUD/USD und AUD/GBP, aber es gibt **kaum generelle, signifikante Korrelation** von relativem Schuldentrend und Währung
- Auch nicht bei Währungspaaren, die Sünden und Waisenknaben vereinen
- Ausser in Zeiten der Explosion von Schulden
- Dann ist quer über die Währungsmodelle eine klare, starke Korrelation zu vermeiden, überall dort wo die Währungen von Tiefschulden- auf Hochschuldenländer treffen

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argumente:

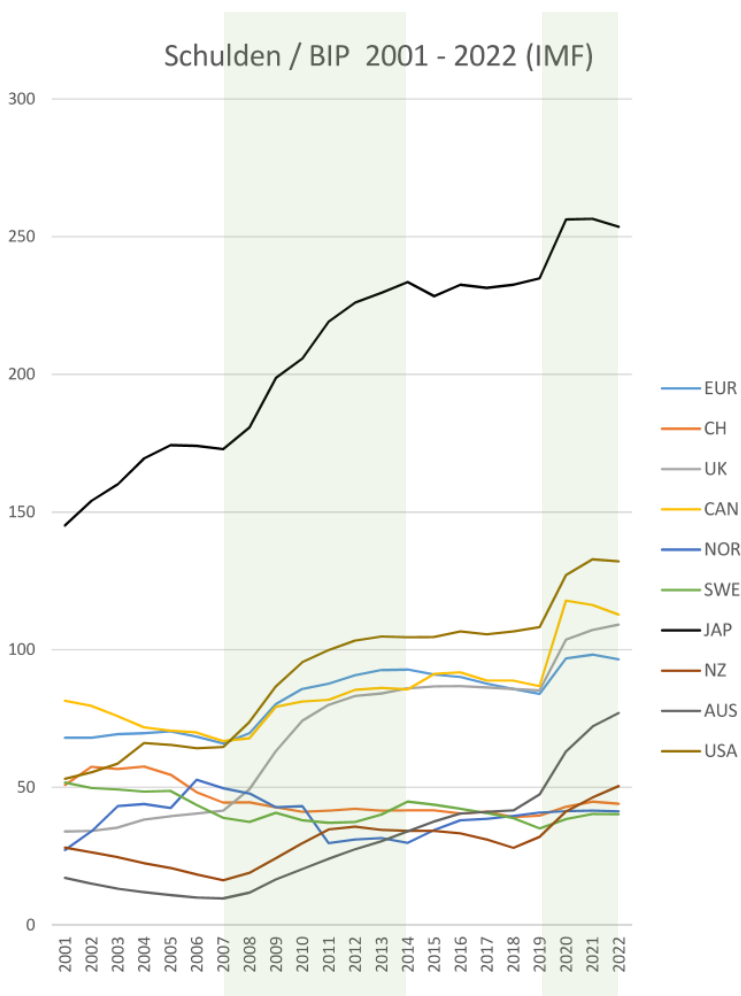
1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

2: „Die schiere Explosion der Schulden macht sie zum dominanten Treiber der Währungsmärkte “



# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 2: „Die schiere Explosion der Schulden macht sie zum dominanten Treiber der Währungsmärkte“

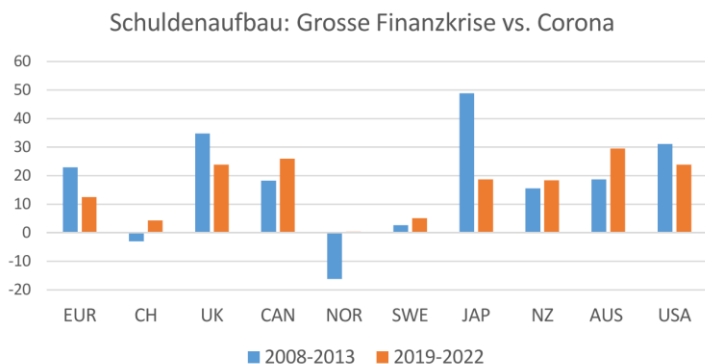


*Grosse Unterschiede in der insgesamt massiven Neuverschuldung: Spricht klar für das Argument*

- Wir halten fest: In Zeiten hoher Schuldenerhöhungen reagieren die Währungen
- Umso mehr, je unterschiedlicher die Schuldenstände und die Neuverschuldung

Was fällt auf?

- Auch dieses Mal: Eine massive Zunahme von Schulden seit 2019
- Auch dieses Mal: Grosse Unterschiede zwischen den Ländern
- Musterknaben bleiben Musterknaben
- Japan jenseits von gut und böse
- Angelsachsen: Viel Neuverschuldung aber nicht so viel wie nach 2008
- CAN, NZ und AUS: Höhere Neuverschuldung als nach 2008



# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argumente:

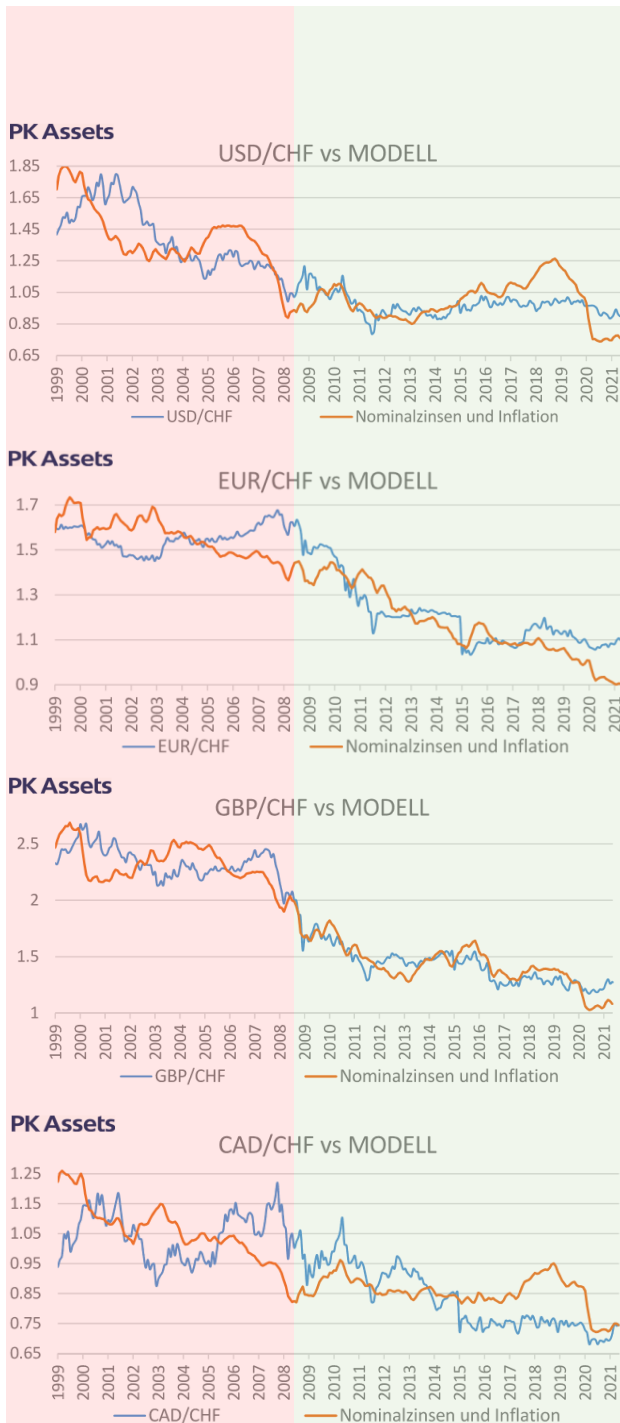
1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

2: „Die schiere Explosion der Schulden macht sie zum dominanten Treiber der Währungsmärkte “

3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“



*Es gibt historisch eine gewisse Korrelation von Währungen mit mit Zinsen und Inflation, nicht überall gleich stark, aber immerhin*

- Wir schauen die Währungen an gegen den CHF
- Zunächst mit einem 2-Faktormodell: PPP und Nominalzinsdifferenz

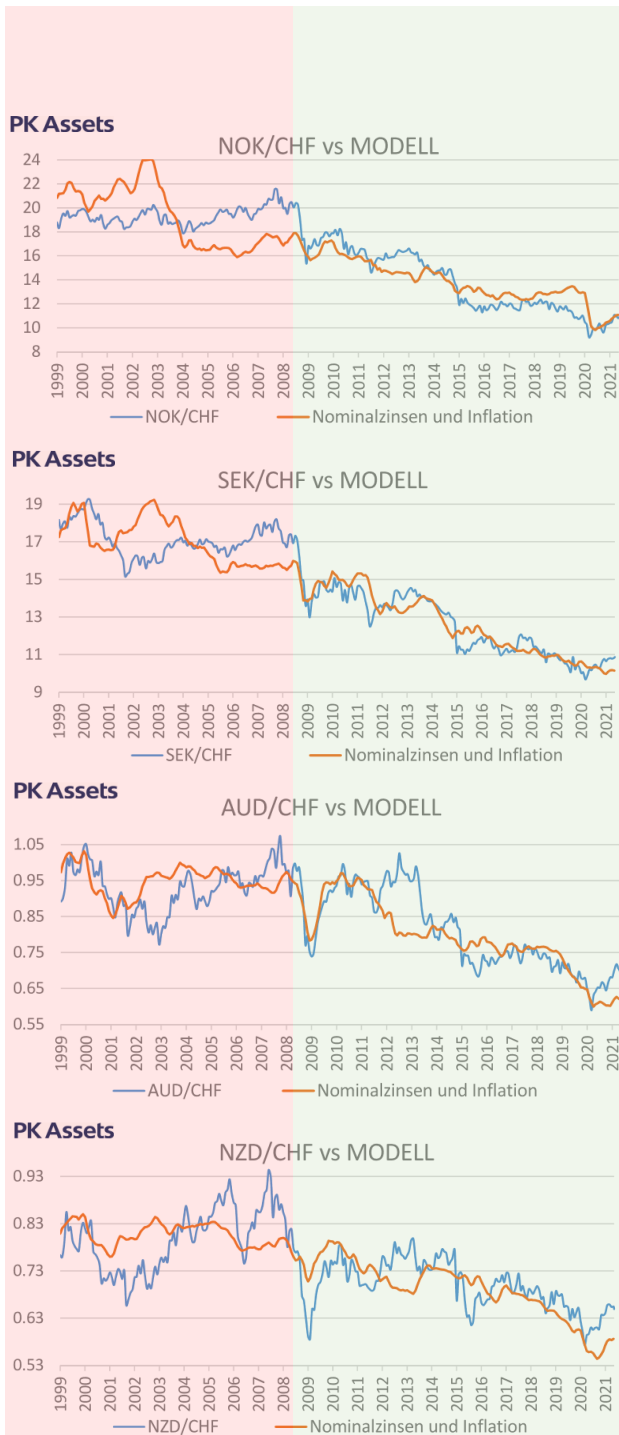
Was fällt auf?

- Es ist eine gewisse Korrelation zu vermehren
- Der globale Zins-Crash und der chronische Inflationsvorteil der CH hat den Franken langfristig gestärkt
- Die Korrelation ist seit der grossen Finanzkrise gestiegen, bzw. vorher war eine Korrelation von Realzinsen und Währungen kaum zu konstatieren

>>

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“



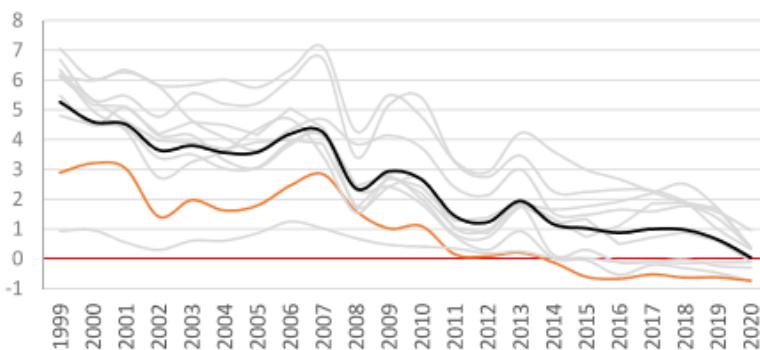
*Es gibt aber kaum Anhaltspunkte für die These:*

- Trotz dem Verschwinden der Zinsvorteile (nominal!) der Fremdwährungen ist die Korrelation nicht abgebrochen
- Weder haben sich die Währungspaare von den realen Zinsdifferenzen entfernt, noch ist die Korrelation gefallen
- Das Gegenteil ist der Fall, seit der grossen Finanzkrise ist mindestens optisch ein stringenterer Zusammenhang sichtbar
- Warum?

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

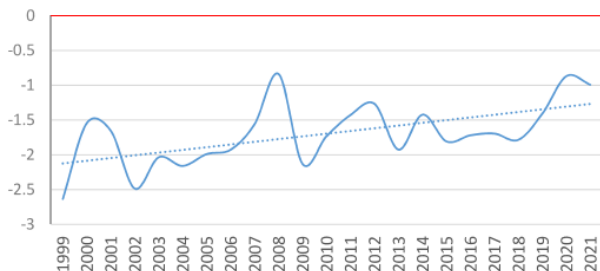
5 Jahreszinsen\*



Länder im Sample: USA, DE, CH, UK, SWE, NOR, AU, NZ, JAP, CAN

Schwarz: Durchschnitt  
Orange: CH

5 Jahres-Zinsmalus der CH



*Warum sind reale Zinsdifferenzen trotz Zinskonvergenz immer noch wichtig?*

*Wir schauen zuerst auf die Nominalzinsen:*

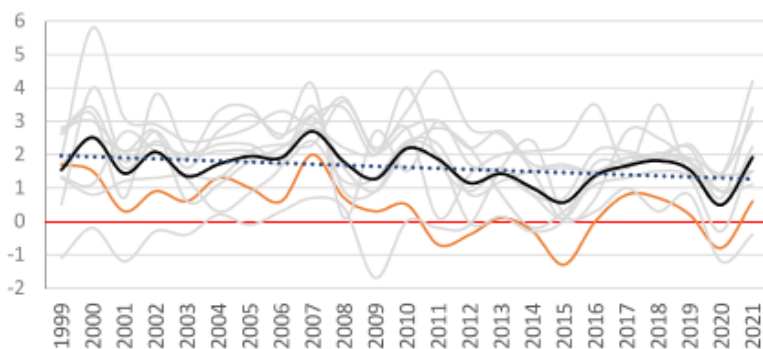
- Fakt ist: Der Zinscrash ist brutal: Im Schnitt sind die 5-Jahreszinsen von über 5% auf Null (!) gesunken
- Es gibt keine High Yielders mehr, es gibt nur mehr Low Yielders und Negative Yielders
- Es hat aber nicht nur eine **Reduktion** stattgefunden, sondern auch eine **Konvergenz**
- Der Zinsmalus der CH ist noch da, aber er erodiert
- Wie weit kann diese Konvergenz noch gehen?
- Oder: Wie stark können diese Zinsen wieder auseinander gehen?
- Sind die Zinsdifferenzen eingeloggt?

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

*Anders sieht es bei den Inflationsdifferenzen aus, diese sind nach wie vor beträchtlich*

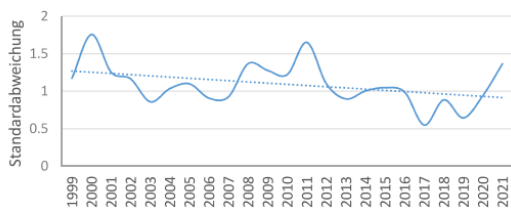
Teuerungsraten CPI Total\*



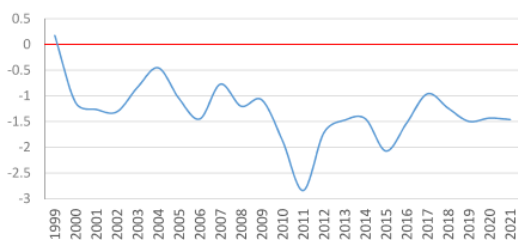
Länder im Sample: USA, DE, CH, UK, SWE, NOR, AU, NZ, JAP, CAN

Schwarz: Durchschnitt  
Orange: CH

Teuerungsschwankung zwischen den Ländern:



CPI-Malus der CH



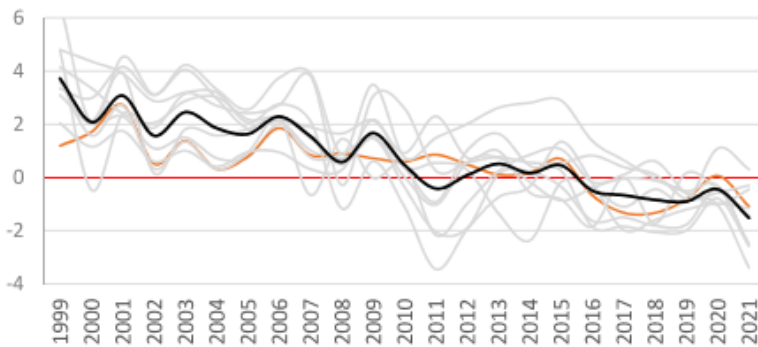
- Die Teuerung schwankt, aber eigentlich in relativ engen Bahnen, wenn man den Durchschnitt anschaut
- Es ist auch **kein Trend** zu Deflation oder höherer Inflation zu sehen
- Der Unterschied zwischen den Ländern sinkt tendenziell leicht, aber nicht signifikant, es ist **keine Inflationskonvergenz** zu beobachten
- Die CH hat den CPI-Malus "verteidigt", er befindet sich auf einem mittleren Niveau der letzten 22 Jahre
- Somit: Bei den Nominalzinsen hat eine Konvergenz stattgefunden bei der Teuerung nicht
- Wir folgern daraus, dass die CPI die Währungen stärker treiben als die Zinsen, da sie die Realzinsen deutlicher beeinflussen

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

*Wir befinden uns punkto Realzinsen in einer speziellen Situation: Die Teuerung wird/bleibt der grosse Treiber*

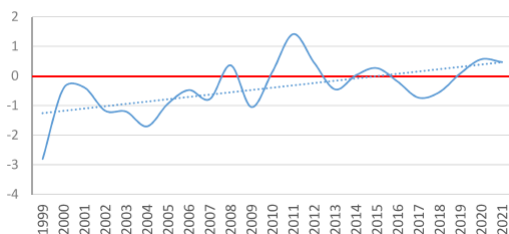
Realzinsen 5y\*



Länder im Sample: USA, DE, CH, UK, SWE, NOR, AU, NZ, JAP, CAN

Schwarz: Durchschnitt  
Orange: CH

Realzins-Malus/Bonus der CH



- Die Realzinsen sind **so tief wie noch nie** seit der Jahrtausendwende
- Ja sie sind fast durchgehend **negativ!**
- Der Realzinsvorteil von Fremdwährungen ist seit der Finanzkrise eingeebnet, dafür hat der Zinscrash gesorgt
- **Die CH hat** zwar die tiefsten Nominalzinsen..
- ..aber auch eine viel tiefere Teuerung..
- ..und damit eigentlich **relativ attraktive Realzinsen**
- Somit: Ja die Realzinsen sind tief und negativ, aber sie sind nicht erstarrt; dafür sorgen die nicht konvergierten, nicht verschwundenen Teuerungsraten
- Diese sorgen auch in der Zukunft für Bewegung in den Währungen

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argumente:

1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

2: „Die schiere Explosion der Schulden macht sie zum dominanten Treiber der Währungsmärkte “

3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

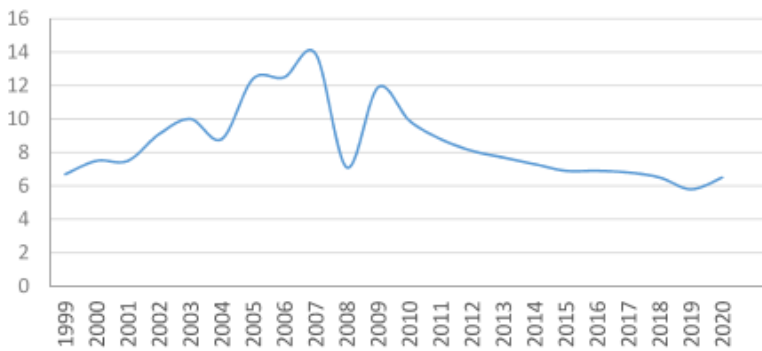
4: „Ein dominanter Treiber fällt weg: China“



# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 4: „Ein dominanter Treiber fällt weg: China“

China GDP-Wachstum

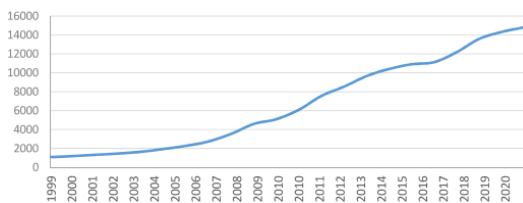


*Fakt ist, das chinesische Wachstum war ein wichtiger Treiber für diverse Währungspaare, und dieses Wachstum wird moderater*

- Die Zeiten zweistelliger Wachstumsraten sind vorbei, das spricht für die These

Aber verschiedene Punkte entkräften dieses Argument:

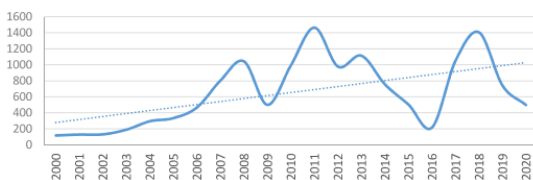
China GDP absolut in USD Mrd



*Erstens: Es ist der falsche Indikator*

- Die aktuelle Wachstumsrate ist zwar tiefer als früher, bezieht sich aber auf ein viel grosseres BIP, d.h. die absoluten Zugewinne sind nicht kleiner geworden

China GDP-Wachstum absolut pro Jahr in Mrd USD



- Diese warden in der Tendenz grosser und schwanken beträchtlicher
- Was also wie ein einschlafender Riese aussieht, bleibt in Wahrheit ein hoch volatiler Treiber

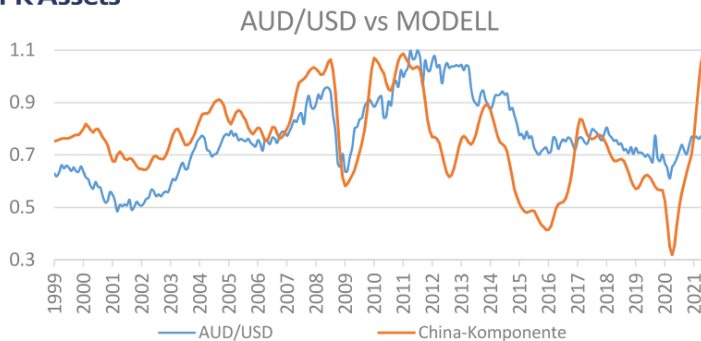
# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

# Argument 4: „Ein dominanter Treiber fällt weg: China“

## Bsp. AUD/USD: China-Komponente

- China PPI
- Eisenerzpreise
- China 10Y Gvt Bond YTM
- China Credit Impuls
- China Imports from Australia

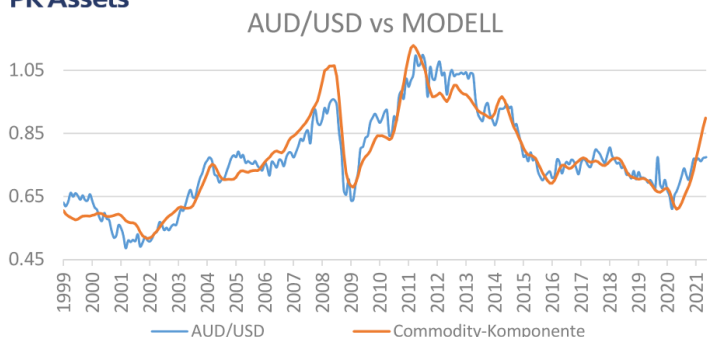
## PK Assets



## Bsp. AUD/USD: Commodity-Komponente

- Bloomberg Commodity Index
- CRB All Commodities
- CRB Raw Commodities
- Bloomberg Agriculture Subindex

## PK Assets



*Zweitens: Wir schauen nicht auf das Jahreswachstum des BIP, sondern auf andere Faktoren, und diese bleiben hoch volatil*

- Wie der Chart im Modell für den AUD/USD zeigt, bleibt der Modell-Baustein “China” hoch volatil und zeigt keine Anzeichen einer Moderation

*Drittens: China bleibt zentral für die Commodity-Märkte und diese bleiben volatil*

- Die Commo-Komponente ist bei verschiedenen Währungspaaren absolut dominant
- China ist der weltweit mit Abstand grösste Abnehmer von Commodities, und Chinas Angebots- und Nachfrageschwankungen sind absolut zentral für die Commodity-Preise, und diese wiederum für viele Währungs-Crosses von Commodity-Produzenten

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argumente:

1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

2: „Die schiere Explosion der Schulden macht sie zum dominanten Treiber der Währungsmärkte “

3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

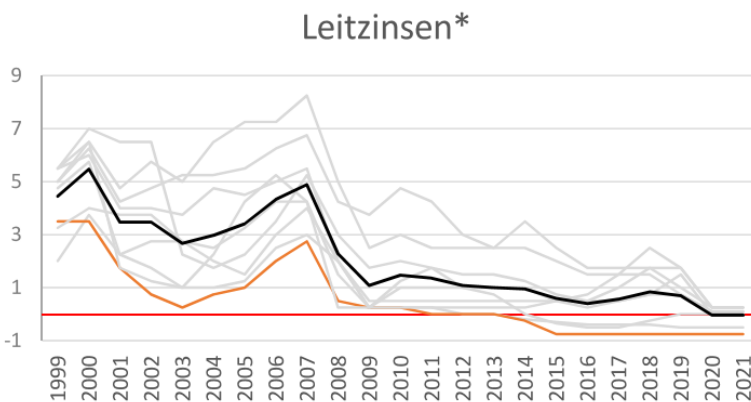
4: „Ein dominanter Treiber fällt weg: China“

5: „Leitzinserhöhungen sind so weit weg, sie spielen für die mittlere Frist keine Rolle“

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 5: „Leitzinserhöhungen sind so weit weg, sie spielen für die mittlere Frist keine Rolle“

*Ein valabler Punkt, aus verschiedenen Gründen*



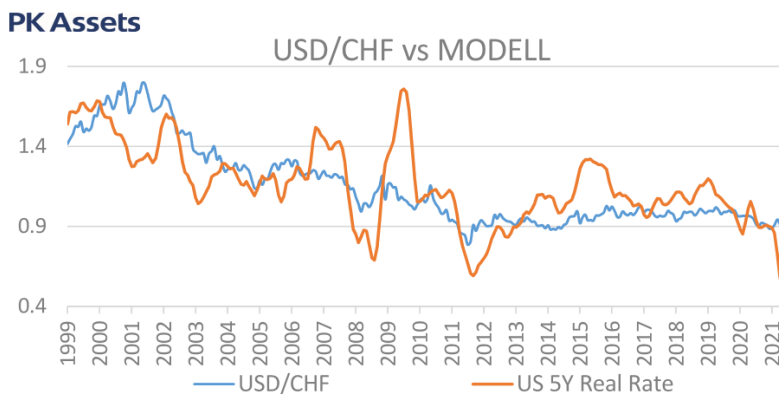
Länder im Sample: USA, DE, CH, UK, SWE, NOR, AU, NZ, CAN

Schwarz: Durchschnitt  
Orange: CH

- Nur einzelne Notenbanken sehen Zinserhöhungen dieses Jahr noch vor: UK und Norwegen, und auch hier gehts nur um Kosmetik
- Die SNB sieht sich durch die EZB gefangen, die EZB und das Fed müssen zuerst die Wertpapierkäufe reduzieren bevor sie an Zinserhöhungen denken
- Wenn das kurze Ende der Zinskurve einbetoniert ist, dann hemmt dies auch den Bauch und das Lange Ende der Zinskurve
- So gesehen ist die Aufwärtsphantasie relativ klein und auch vor wesentlich tieferen Leitzinsen schrecken die Notenbanken (noch) zurück, zu gross sind die legalen Hindernisse (noch)
- Wenn aber die Zinsen künstlich in engen Bahnen gehalten werden, dann ist der Impact vom Zinsmarkt verglichen zu normalen Zeiten eingeschränkt, Bonitätsfragen könnten dann entsprechend wichtiger werden

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Argument 5: „Leitzinserhöhungen sind so weit weg, sie spielen für die mittlere Frist keine Rolle“



*Aber in Zeiten steigender Inflation könnte die Schockstarre der Notenbanken die bestimmende Grösse des Währungsmarkts werden: Yield Curve Control*

- Dann nämlich, wenn die Inflation weiter steigt, die Notenbank aber die Kapitalmarktzinsen gegen einen Anstieg verteidigt und damit die Realzinsen auf ultratiefem, deutlich negativem Niveau verankert
- Dies wäre ein ominöses Zeichen für den USD und würde wohl den Greenback weiter beschädigen, und eine Kaskade in den Währungsmärkten auslösen

*Ironischerweise sind dabei die hohen Schulden einer der Kardinalgründe für ein Yield Curve Control, da deutlich höhere Zinsen die Fiskalposition der USA weiter strapazieren würde*

# Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

## Fazit:

1: „Währungen waren bereits in der Vergangenheit mit der Verschuldung korreliert“

Spielten Schulden bisher eine Rolle? Das Beispiel Yen spricht dafür. Das Beispiel NOK spricht dagegen. Nur in Zeiten raschen Schuldenwachstums reagierten die Währungen konsistent auf die Bonitätstrends. Das ist Interessant: Wir befinden uns in einem solchen Schuldenexzess.

2: „Die schiere Explosion der Schulden macht sie zum dominanten Treiber der Währungsmärkte“

Die Neuverschuldung „Covid“ ist massiv, und es gibt grosse Unterschiede zwischen den Ländern: Spricht klar für das Argument

3: „Historisch waren Zinsen und Inflation massgebend, heute nicht mehr“

Die Korrelation von Währungen und Zinsen & Inflation hat sich eher verbessert, was gegen die These spricht. Die Nominalzinsen sind stark gesunken und konvergiert, die Nominalzinsunterschiede entsprechend klein, das spricht für die These. Die Teuerung ist aber weder verschwunden noch hat sie zwischen den Ländern konvergiert, sie dürfte weiter für Unterschiede zwischen den Realzinsen sorgen und die Währungen treiben, somit ist das Argument nur halb richtig: Inflation bleibt der grosse Treiber

4: „Ein dominanter Treiber fällt weg: China“

Fakt ist, das chinesische Wachstum war ein wichtiger Treiber für diverse Währungspaare, und dieses Wachstum wird moderater. Aber: Es ist der falsche Indikator, und wir schauen nicht auf das Jahreswachstum des BIP, sondern auf andere Faktoren, und diese bleiben hoch volatil. Und: China bleibt zentral für die Commodity-Märkte und auch diese bleiben volatil

5: „Leitzinserhöhungen sind so weit weg, sie spielen für die mittlere Frist keine Rolle“

Valabel, denn der Zinsmarkt wird von den Notenbanken künstlich in engen Bahnen gehalten, damit ist der Impact vom Zinsmarkt verglichen zu normalen Zeiten eingeschränkt

## Also: Spielen Schulden in Zukunft eine massgebende Rolle?

Gut möglich! Die hohen Schuldenstände, insbesondere in den USA, haben die Tail Risiken erhöht; Tail Risiken für verzweifelte Manöver wie Yield Curve Control, welche den USD massiv beschädigen können; es ist also eine eher hintergründige als vordergründige Rolle, welche die Verschuldung inskünftig einnehmen wird