

Währungen 4/2022: «From Plague to War»

Lagarde Pivot Behind the Curve *Energiekrise* **Strike**
Preis des Powell Put Zinswende
Lebensmittelkrise *Tightening Scares* Yield
Curve Flattening Peak Covid Peak Liquidity Zoltan Pozsar
Inverse Zinskurve **Quantitative Tightening**
Greenflation *Selbstsanktionen* **7.9%** 70er Jahre
Stagflation **Strong Dollar** Lohn/Preis-Spirale
Krieg **Weaponize FX Reserves**
De-Anchoring *Deglobalisierung* Inside Money
Outside Money **The End of Easy Money**

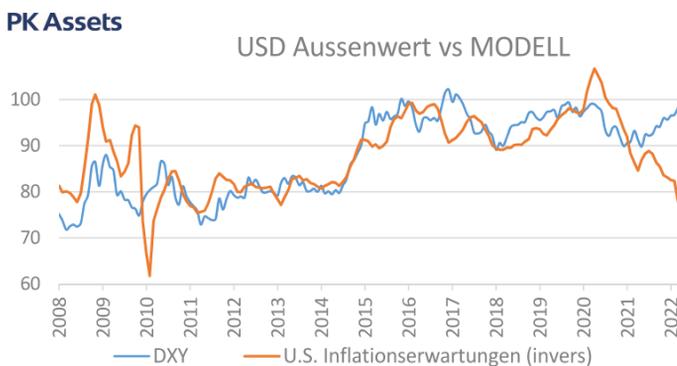
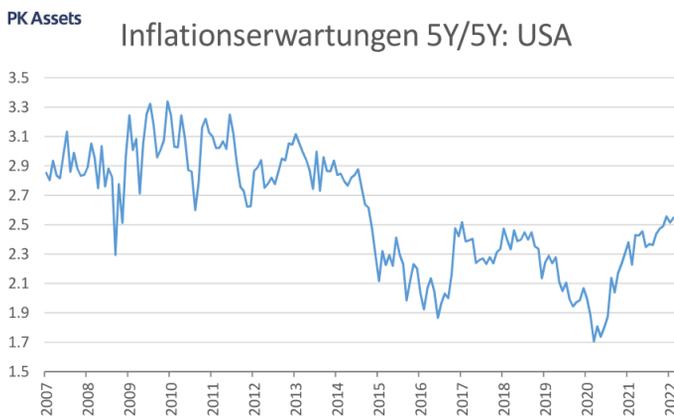
PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

www.pkassets.ch/marktanalysen

Inflationserwartungen

Inflationserwartungen USA

Die «break even inflation», extrahiert aus den Linker-Märkten sind die **am meisten beachtete Variable der globalen Finanzmärkte**. Nicht nur zeigen sie die Entwicklung des effektiven Marktkonsenses zur Teuerungsentwicklung, sondern bieten auch einen Gradmesser für das **Vertrauen** der Marktteilnehmer in die Notenbank.



- Die U.S. Inflationserwartungen ziehen an
- **Isoliert** betrachtet ist der Anstieg klar **negativ für den USD**
- Erstaunlich hoch ist die Korrelation des USD-Aussenwerts mit den U.S. Inflationserwartungen*) auf inverser Basis.

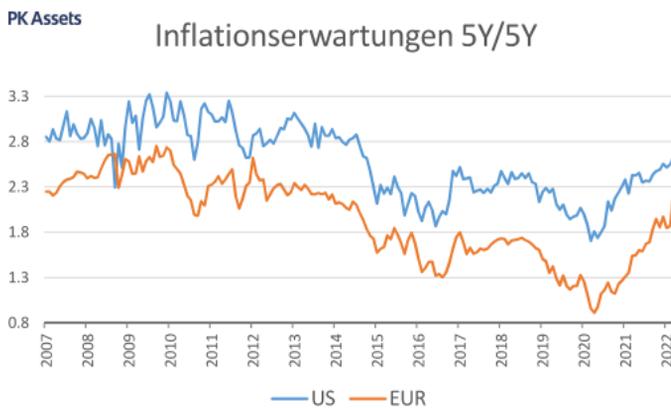
*)
Als Proxy für die U.S. Inflationserwartungen benutzen wir ein Amalgam aus diversen Inflationserwartungen über die Kurve.

Inflationserwartungen

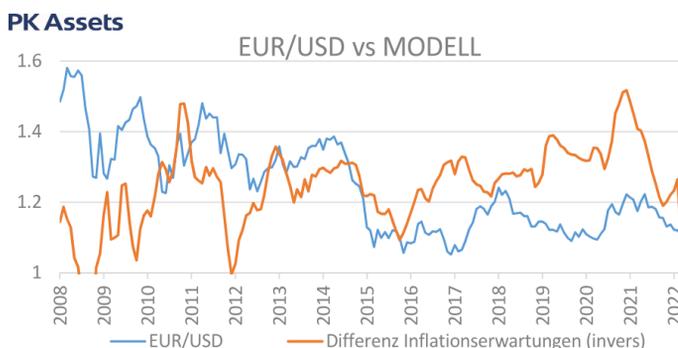
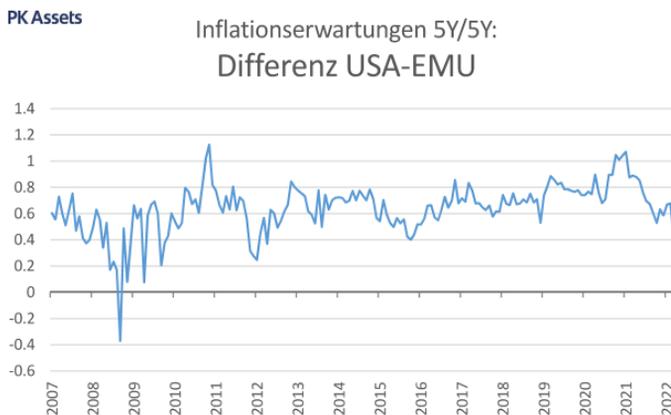
Inflationserwartungen Relativ

Folgende Währungen beinhalten einheimische Linker-Märkte, und damit auch eigene «Inflationserwartungen» i.S.v. Break Even Inflation Rates: USA, DE, FR, UK, SWE, AUD, CAN

Die relative Entwicklung der Inflationserwartungen ist **dort wichtig, wo der Linker-Markt eine gewisse Relevanz aufweist**, also v.a. in den GBP/EUR/USD-Crosses:



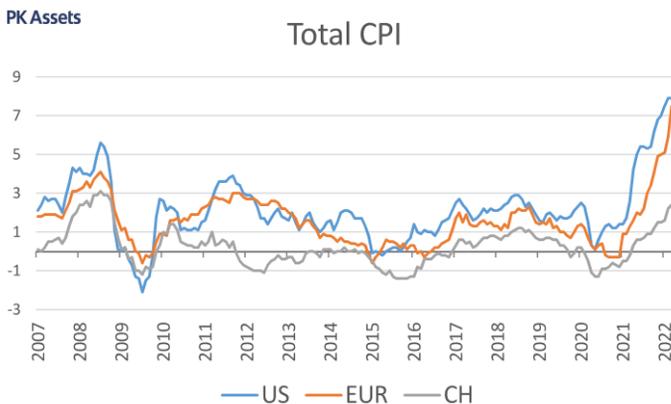
- Die Inflationserwartungen steigen nicht nur in den USA, sondern auch anderswo in der Welt, z.B. in der Eurozone.
- D.h. die eindimensionale Sicht auf die USA greift zu kurz:
- Die Inflationserwartungen sind zuletzt in der EMU stärker gestiegen als in den USA, das ist klar **negativ für den EUR**



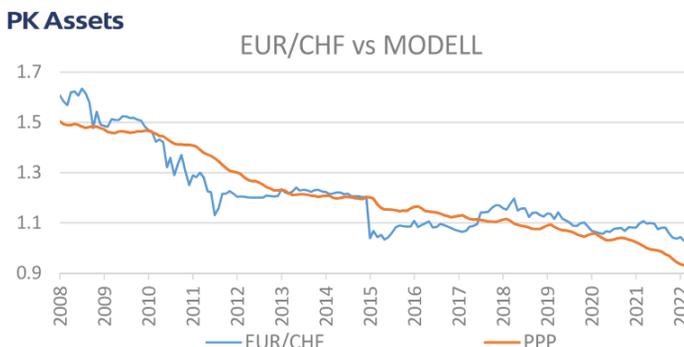
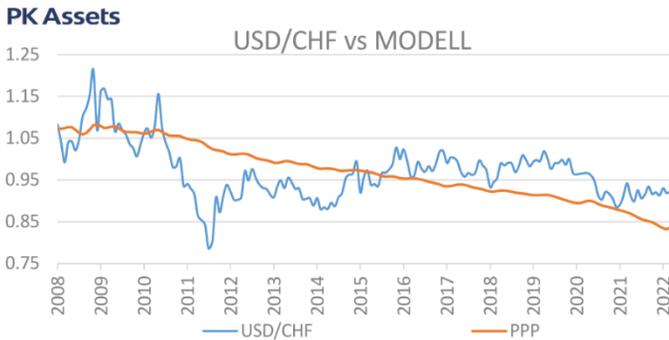
Realisierte Inflation

Total CPI: Relativ

Der CHF verfügt nicht über einen Linker-Markt, gleichzeitig ist die realisierte Inflation in der CH traditionell tiefer als im Ausland, weshalb (auch) der CHF eine ausgesprochene Starkwährung ist. **In den CHF-Crosses** spielt deshalb die realisierte Inflation eine **wichtige Rolle**, speziell da, wo das **CPI-Gefälle hoch** ist



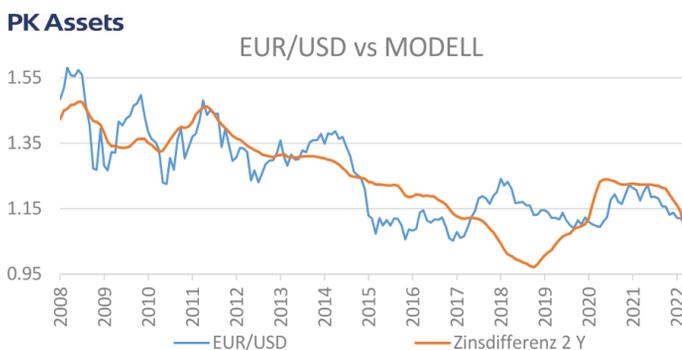
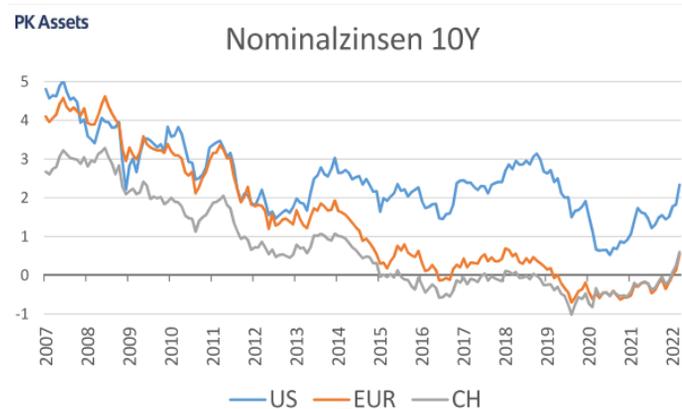
- Das Inflationsdefizit im Ausland wirkt wie ein **Senkblei** für die Fremd-Währungskurse gegen den CHF.
- Diese Komponente, ausgedrückt mit PPP, ist **klar positiv für den CHF** über sämtliche Crosses



Zinsdifferenzen

Nominalzinsen

Die Zinswende ist da, und die **USA ist vorne mit dabei, im Gegensatz zu etwa dem EUR und dem CHF**. Einzelne Länder sind vorgeprescht (NOK), andere könnten folgen (EUR, CHF)

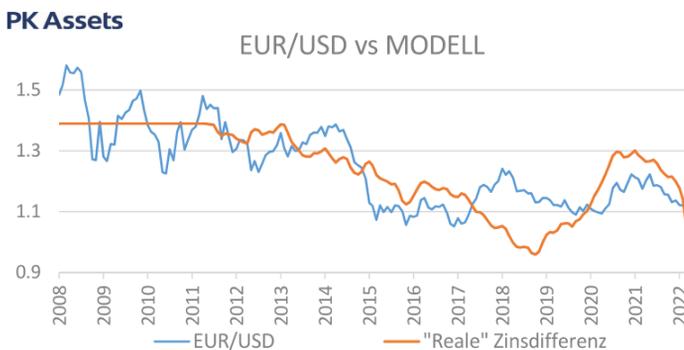
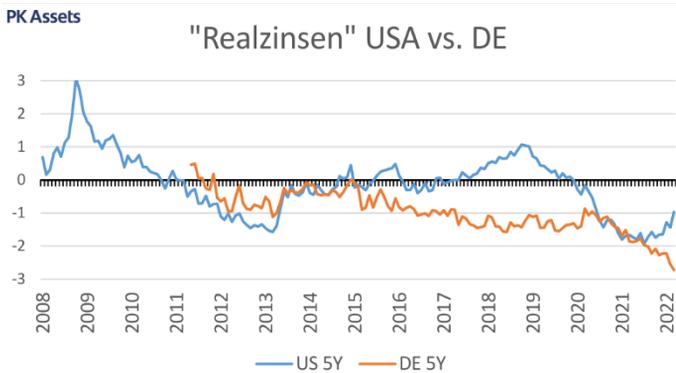


- Brutaler Anstieg der Zinsen
- Nicht nur in den USA, sondern in allen entwickelten Bondmärkten
- Die Zinsen im Ausland sind etwas stärker gestiegen als im CHF, das bringt **Druck gegen den CHF**
- Wir berücksichtigen die gesamte Zinskurve, insofern haben v.a. der **USD, AUD, NZD, CAD v.a. gegen CHF profitiert**
- Aber auch zwischen den Fremdwährungen ist es zu –wenn auch geringeren – Bewegungen in den relativen Nominalzinsen gekommen, wie EUR/USD zeigt

Realzinsen

«Realzinsen» : Marktzins ./ Inflationserwartung

Realzinsen sind die **historisch wichtigste Determinante** bei der Währungsbewertung. Mit der Implementierung der **Linker-Märkte** hat sich die Betrachtung auf Basis Marktzins ./ Inflationserwartung durchgesetzt

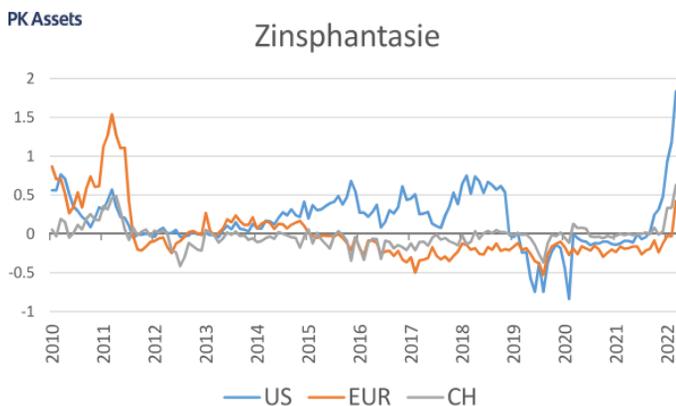


- Die «realen» Zinsen in den USA sind auf einen Tiefpunkt gefallen
- Das ist genau das, was man als Währungsinvestor nicht will
- So unattraktiv die U.S. Realzinsen auch sind, anderswo sieht es nicht viel besser aus: Auch im **Euroraum** sind die Realzinsen durch die Explosion der Inflationserwartungen **miserabel**
- Generell bewegen sich die «realen» Zinsen quer durch die Währungen sehr **uneinheitlich**
- Dieser Mechanismus könnte einiges der **Dollarstärke** gegen EUR erklären
- Diese implodierende Realverzinsung der Deutschen Bunds kann auch als **Sargnagel bei EUR/CHF** interpretiert werden

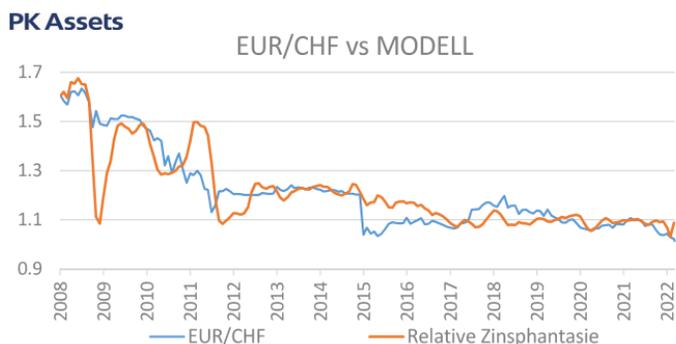
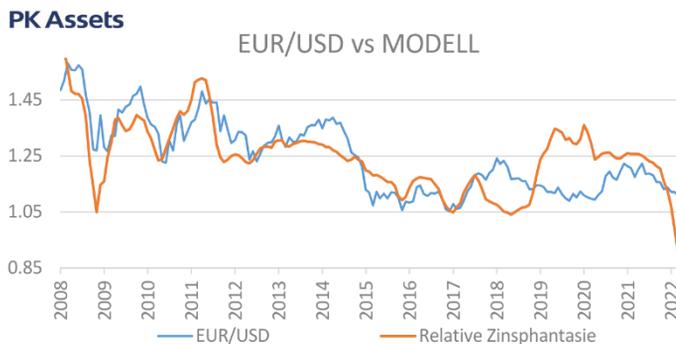
Zinsphantasie

2Y ./ Leitzins

Die Zinsphantasie treibt die Währungsmärkte. Wir wählen als Indikator die **2-Jahreszinsen minus die Leitzinsen**, womit das Potential der Notenbank für die nächsten 2 Jahre umschrieben werden soll, die Leitzinsen in die eine oder andere Richtung zu verschieben.



- Extrem die Unterschiede zwischen Dollar und Euro
- Die höhere Zinsphantasie ist extrem **bullish für den USD**
- Interessanterweise ist die Zinsphantasie im Euroraum keineswegs optimistischer als in der CH, wie die unteren Charts zeigen



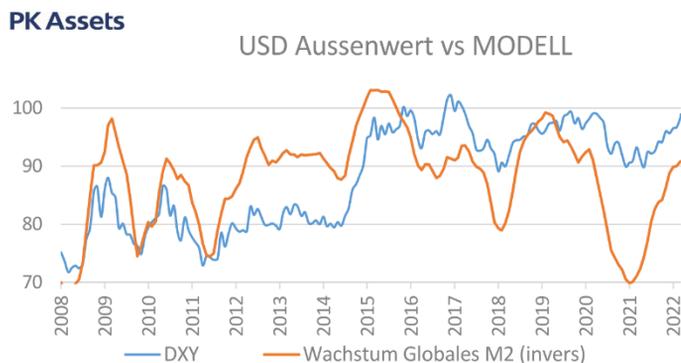
Geldmengen

Globales M2-Wachstum

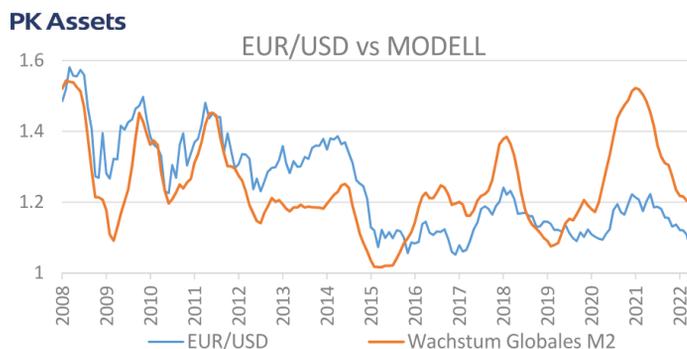
Wir interpretieren das **Wachstum des globalen M2 als «Liquidität»**: Wächst die Liquidität schneller, dann herrscht **Risk-On**, wächst es langsamer oder fällt es gar, dann ist **Risk-Off**. Entsprechend profitieren oder leiden die Risk-On-Währungen. Wir glauben, dieser Faktor wird **immer wichtiger**



- Die massive Ausweitung von M2 während Covid **kommt jetzt zurück**, d.h. M2 wächst immer noch stark, aber nicht mehr so stark wie im Vorjahr, die «Liquiditätszufuhr» fällt



- Diese Abnahme des Wachstums der Liquidität **stützt den Dollar kräftig**.

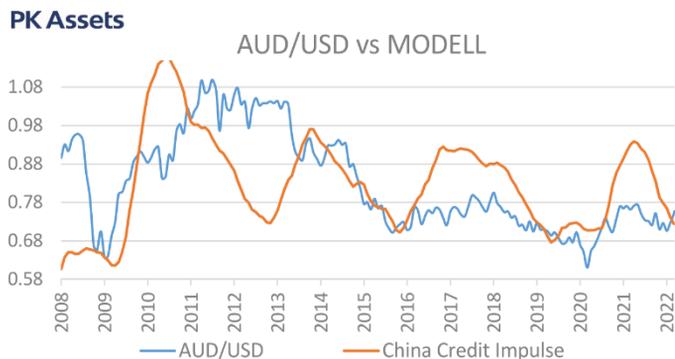
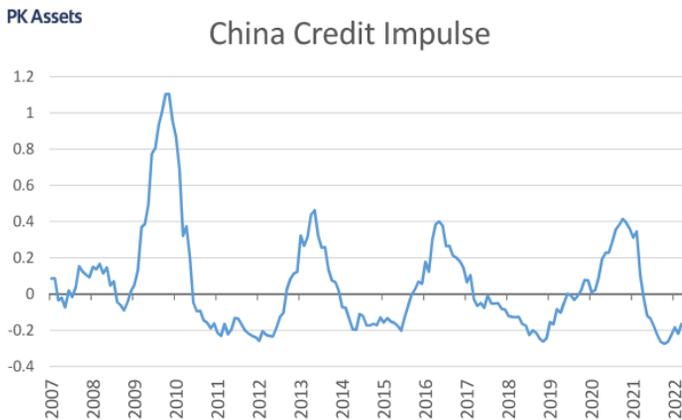


- Die Korrelation zu den USD-Crosses ist augenscheinlich

China Credit Impulse

Neue Kredite pro BIP in China

Wichtig für die Währungen, deren Volkswirtschaften eng mit China verwoben sind, wie **NZD und AUD**

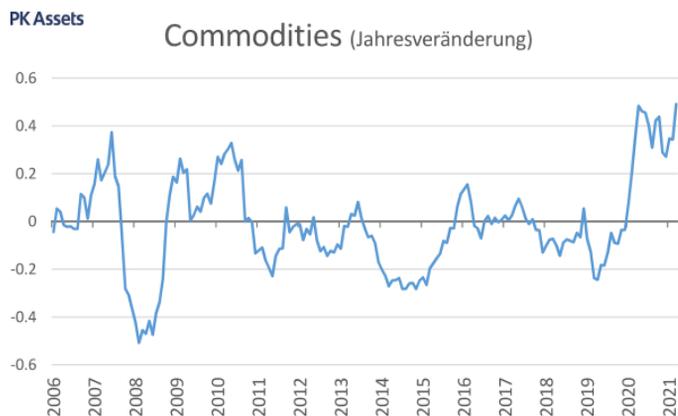


- Der China Credit Impulse ist auf tiefem Niveau, er wurde quasi auf De-Leverage gestellt von den chinesischen Behörden
- Der chinesische Credit Impulse ist der einzige weltweit, der direkt und eng von den Behörden gesteuert werden kann, da die Banken quasi Befehlsempfänger sind in China
- Es ist zusammen vielleicht noch mit Global M2 der **einzigste Vorlauffaktor im Währungsmarkt**
- Dementsprechend verwenden wir einen 6-mth Lead in den Modellen
- Wir erwarten, dass China den **Hahn wieder aufdreht**, wenn auch nicht so stark wie nach 2008
- **Eher positiv für AUD und NZD**, aber wir wissen nicht, ob die Chinesen «enttäuschen» werden

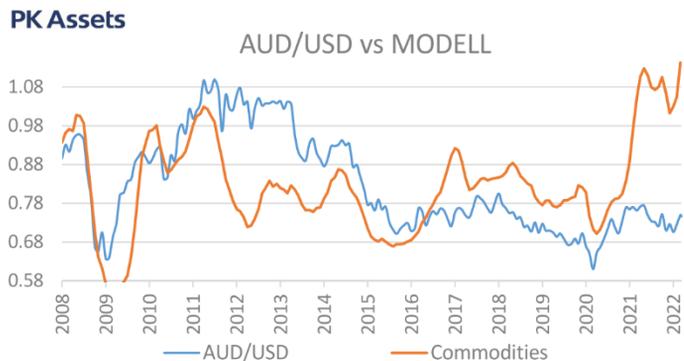
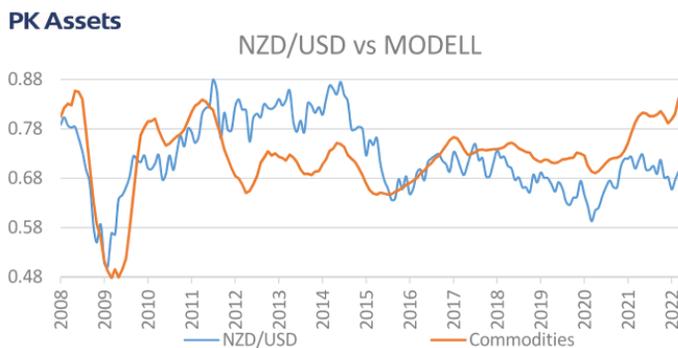
Commodities

Jahresveränderung Commodity-Preise

Absolut **dominant in einigen Crosses**: Die Commoditypreise verändern die Terms Of Trade massiv, und damit auch die Währungen von Ländern, die in Commos aktiv sind, speziell AUD und NZD



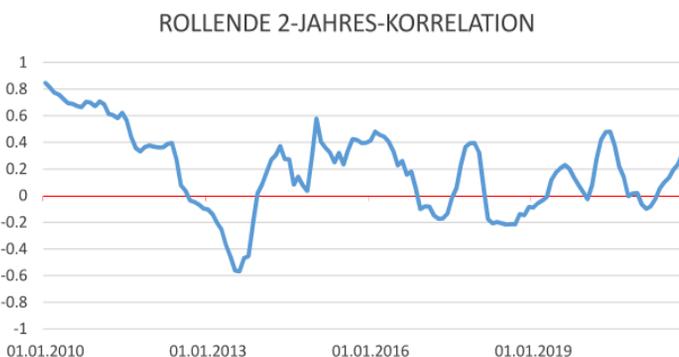
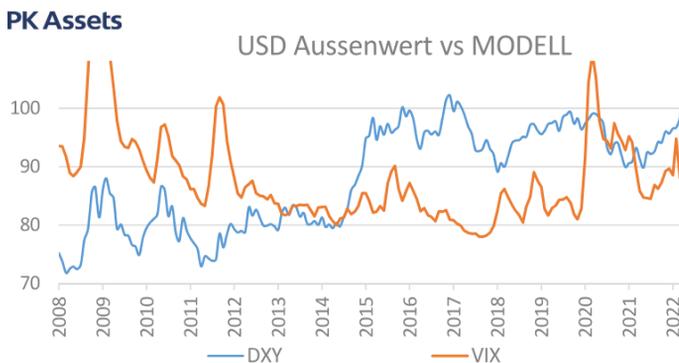
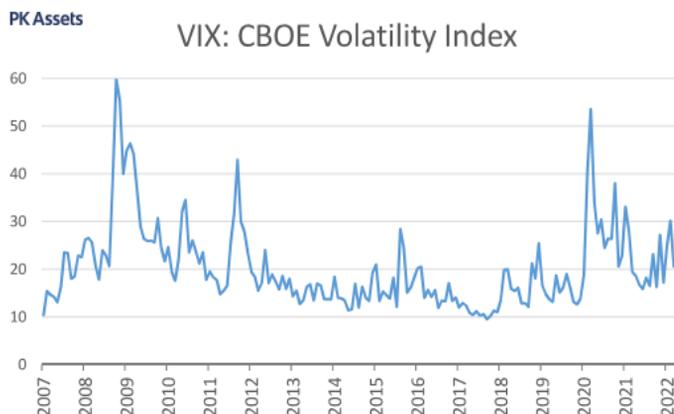
- Commodities boomen
- Die Veränderungsrate sind aktuell bullish für **AUD** und **NZD** gegen USD und CHF



Volatilität

CBOE Option Volatility of the S&P500

Starke Schwankungen in den Aktien unterstützen den USD



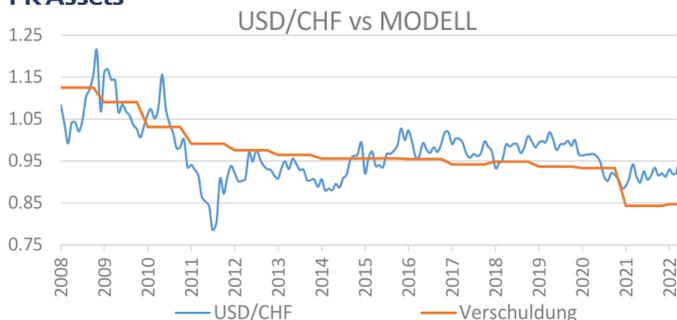
- Die grosse Finanzkrise und Covid zeigten die stärksten Schwankungen im S&P500 in den letzten 15 Jahren
- Die Höhe des VIX und der Aussenwert des USD sind positiv korreliert
- Auf dem Chart ist dies nicht gut ersichtlich, aber die rollende Korrelation bringt es zum Vorschein
- Tatsächlich verbessert die VIX-Komponente die Aussagekraft unserer Währungsmodelle beträchtlich
- Wer glaubt, dass ein Crash bevorsteht, hedged in den **USD**
- Je verschiedener das Währungspaar auf der **Risk on/off**-Schiene ist, desto höher der Impact von Vola

Schulden

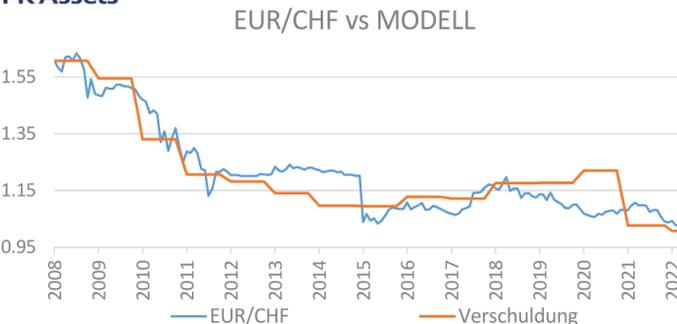
Debt/GDP: Fast komplett aus der Gleichung gefallen

Schulden spielt seit «Whatever it takes» keine Rolle mehr, mindestens verbessern sie die Erklärungskraft unserer Währungsmodelle nicht. Mit Ausnahme von **hochverschuldeten** Ländern **gegenüber CHF**, aber auch hier ist die Gewichtung gering

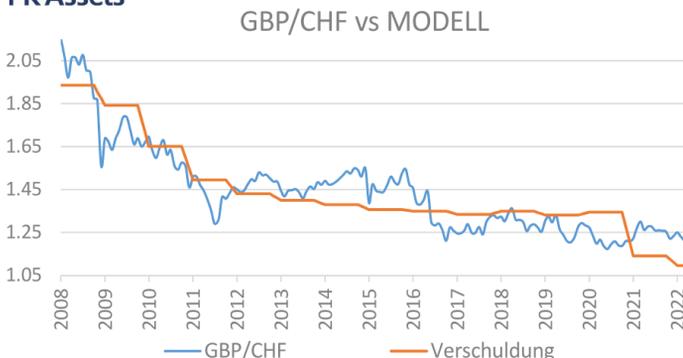
PK Assets



PK Assets



PK Assets



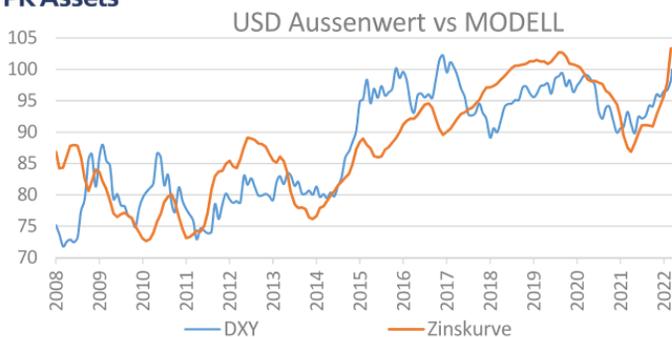
- Bonität spielt trotz den Zeitungsartikel zu Italien etc nur eine **untergeordnete Rolle**
- Ein Grund ist, dass mit Finanzrepression die Verschuldungsdynamik gestoppt oder zumindest gebremst werden konnte
- Trotzdem gibt die Verschuldung – analog zu Inflation- den **CHF-Modellen** einen gewissen Drift, d.h. der CHF-Kurs wird strukturell gestützt
- Denn die Währungsmärkte schauen genau drauf, wer wegen zu hohen Schulden die Zinsen nicht erhöhen will bzw. nicht genügend erhöhen will

Zinskurve USA

US 10Y Treasury ./. US 2Y Treasury

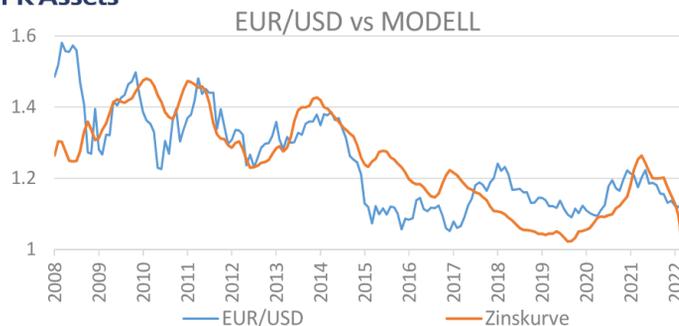
Hoch korreliert mit USD (-): Kurvensteigung ist ein brauchbarer Leading Indicator für die Konjunktur. Brummt die Konjunktur, dann steigen die Risk-On-Währungen und umgekehrt

PK Assets

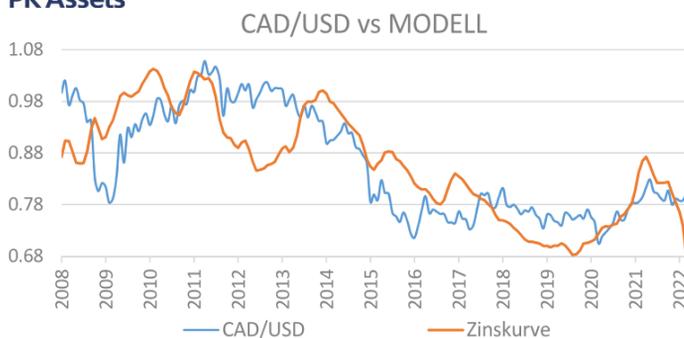


- Die Verflachung der U.S. Zinskurve hat den **USD kräftig gestützt**
- Die damit interpretierten Wachstumserwartungen für die Weltkonjunktur trüben das Potential für Risk-On-Währungen ein

PK Assets

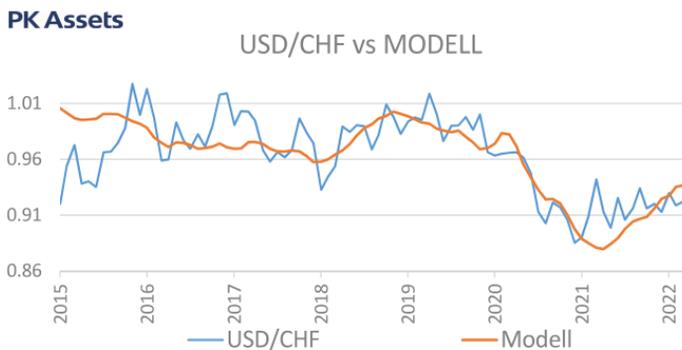


PK Assets



USD/CHF

Gut unterstützt



Pro

- Die steigenden **U.S. Realzinsen** – basierend auf den Inflationserwartungen, die fallende **U.S.-Kurvensteigung** und die grössere **Zinsphantasie** in den USA stützen den Dollar beträchtlich
- Das fallende **globale M2-Wachstum** stützt den Dollar und ist für uns **aktuell der wichtigste Faktor, er wirkt unterstützend**

Contra

- Die **Commodity**-Hausse, die hohe **realisierte Inflation** und die steigende **Verschuldung** drücken den Dollar runter

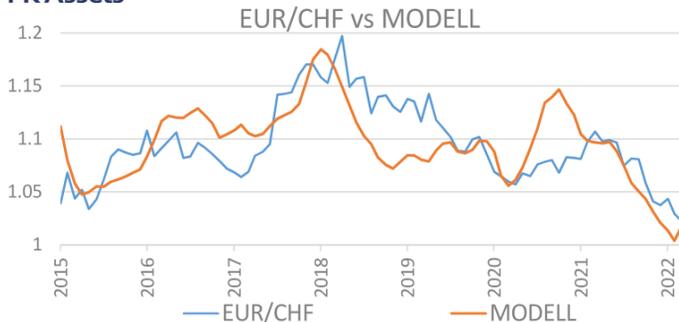
Neutral

- Die **Volatilität** ist aktuell neutral für den Dollar

EUR/CHF

Verschlaufpause oder weiter abwärts?

PK Assets



Pro

- Die steigenden **Commodity**-Preise und der aktuell tiefe **VIX** stützen den EUR gegen den CHF

Contra

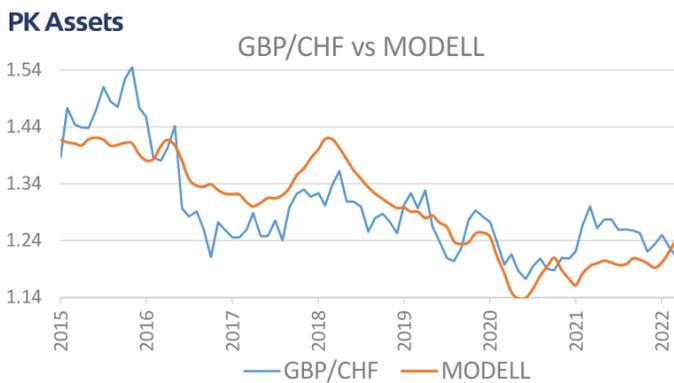
- Die Differenz in der **realisierten Teuerung und** der schlechtere Trend in der **Verschuldung** drückenden EUR runter
- Auch das fallende Wachstum des **globalen M2** ist leicht negativ für den EUR gegen CHF
- Wir erwarten **weiter höhere CPI-Daten aus Europa** als in der CH, weshalb wir von einem **weiteren Abwärtstrend** ausgehen

Neutral

- Die komplett erodierte **Nominalzinsdifferenz** und der **chinesische Kreditimpuls** sind neutral für den EUR

GBP/CHF

Gut unterstützt



Pro

- Die **Nominalzinsdifferenz**, die **Zinsphantasie** und die **Commodities** sorgen für Aufwärtsdruck für das Pfund

Contra

- Die Differenz in der **realisierten Inflation**, der schlechtere **Schuldentrend** und das fallende Wachstum des **Globalen M2** drücken auf das Pfund

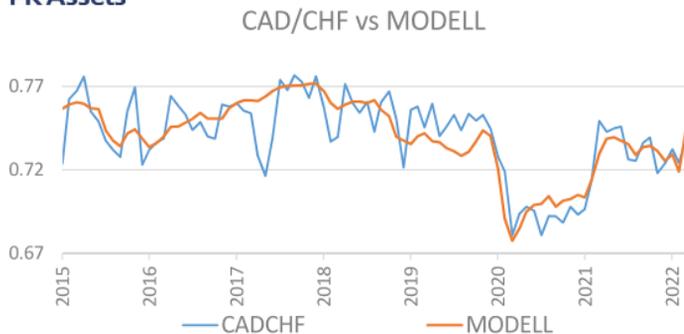
Neutral

- Die **reale Zinsdifferenz** ist neutral für GBP/CHF

CAD/CHF

Fair gepricing

PK Assets



Pro

- Die **Commodities** und der **reale kanadische Zins**, basierend auf den Inflationserwartungen, sorgen für Aufwärtsdruck für den CAD

Contra

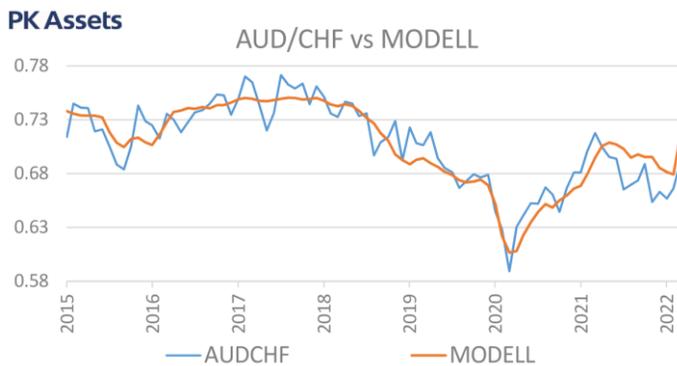
- Die Differenz in der **realisierten Inflation**, die **Aktien** (Jahresveränderung), und die Veränderungsrate **des globalen M2** drücken auf den CAD
- Die Schulden spielen in letzter Zeit kaum eine Rolle in diesem Cross, wenn dann negativ für den CAD

Neutral

- Der VIX ist neutral für CAD gegen CHF

AUD/CHF

Fair gepricing



Pro

- Die **Nominalzinsdifferenz** und die **Commodities** sorgen für Aufwärtsdruck für den AUD

Contra

- Die Differenz in der **realisierten Inflation**, die **Aktien** (Jahresveränderung), der **chinesische Kreditimpuls** und die Veränderungsrate **des globalen M2** drücken auf den AUD
- Die Schulden spielen kaum eine Rolle in diesem Cross, wenn dann negativ für den AUD

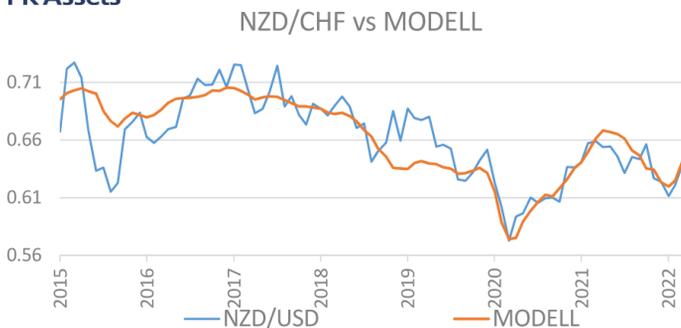
Neutral

- Der **VIX** ist neutral für AUD gegen CHF

NZD/CHF

Fair gepricing

PK Assets



Pro

- Die **Nominalzinsdifferenz** und die **Commodities** sorgen für Aufwärtsdruck für den NZD

Contra

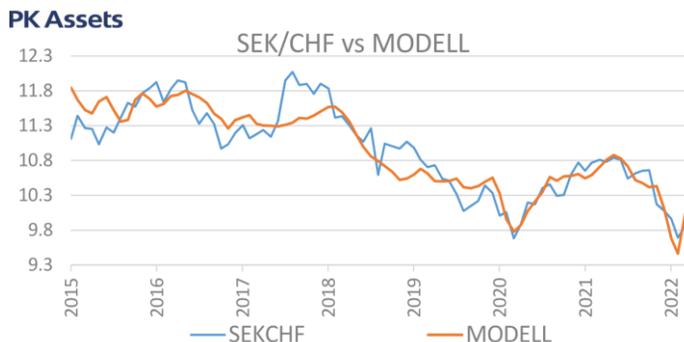
- Die **reale Zinsdifferenz**, die Differenz in der **realisierten Inflation**, die **Aktien** (Jahresveränderung), der **chinesische Kreditimpuls** und die Veränderungsrate des **globalen M2** drücken auf den NZD
- Die Schulden spielen kaum eine Rolle in diesem Cross, wenn dann negativ für den NZD

Neutral

- Der **VIX** ist neutral für den NZD gegen CHF

SEK/CHF

Fair gepricing



Pro

- Die reale Zinsdifferenz, die **Volatilität** und die **Commodities** sorgen für Aufwärtsdruck für die Krone

Contra

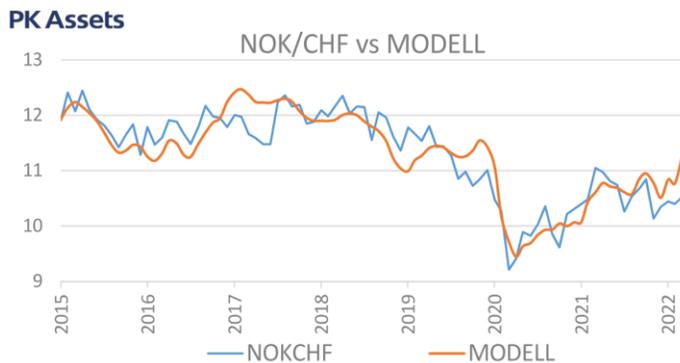
- Die Differenz in der **realisierten Inflation**, und die Veränderungsrate des **globalen M2** drücken auf die Krone

Neutral

- Die **Nominalzinsen** und der **chinesische Kreditimpuls** sind neutral für die Krone gegen CHF

NOK/CHF

Bullish



Pro

- Die **reale** und die **nominale Zinsdifferenz**, sorgen für Aufwärtsdruck für die Krone

Contra

- Die Differenz in der **realisierten Inflation**, und die Veränderungsrate des **globalen M2** drücken auf die Krone
- Am meisten drücken die **Krone-Verkäufe der Notenbank** gegen die NOK

Neutral

- Die **Volatilität** und der **chinesische Kreditimpuls** sind neutral für die Krone gegen CHF

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch