

Währungen 7/2022:

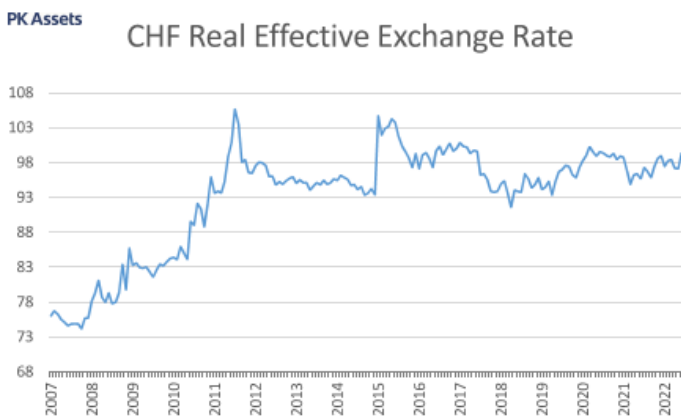
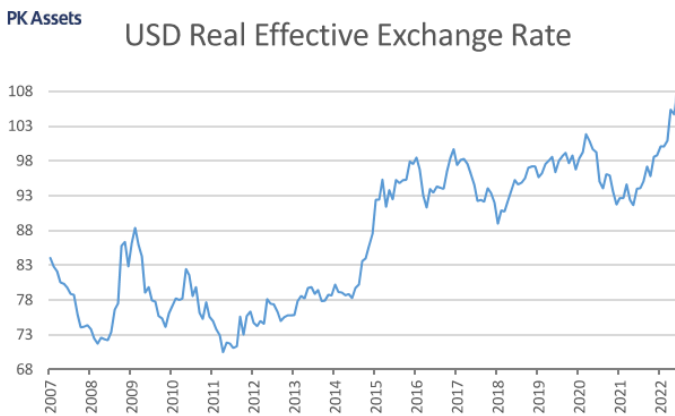
«Enigma Dollar»

www.pkassets.ch/marktanalysen

Brutal hoch bewertet

REER: Der Dollar ist so überbewertet wie seit Dekaden nicht mehr...

“The real effective exchange rate (REER) is the weighted average of a country's currency in relation to an index or basket of other major currencies. The weights are determined by comparing the relative trade balance of a country's currency against that of each country in the index. An increase in a nation's REER is an indication that its exports are becoming more expensive and its imports are becoming cheaper. It is losing its trade competitiveness.” (Quelle Investopia)



- ...wenn man an das REER-Konzept glaubt:
- Das REER-Konzept taugt zwar nicht für eine Währungsstrategie, weil die Phasen einer «Über-» oder «Unter-»Bewertung wesentlich länger dauern können als jeder Management-Horizont
- Und trotzdem findet das Konzept eine gewisse Beachtung, weil es einen objektiven Anker bieten kann
- So gesehen ist der **USD sehr hoch bewertet**, der CHF innerhalb der Spanne der letzten Dekade

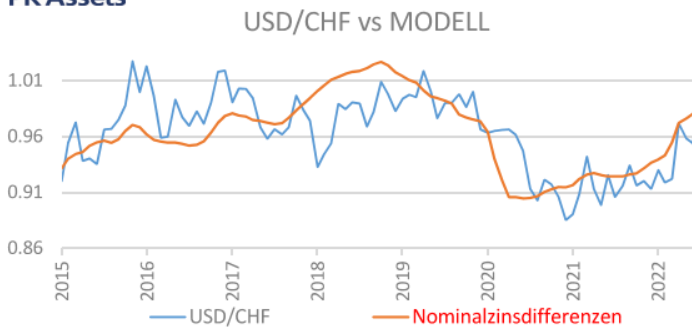
Was sagen die klassischen Bewertungsparameter?

Zinsdifferenzen

Nominalzinsen sprechen massiv für den Dollar

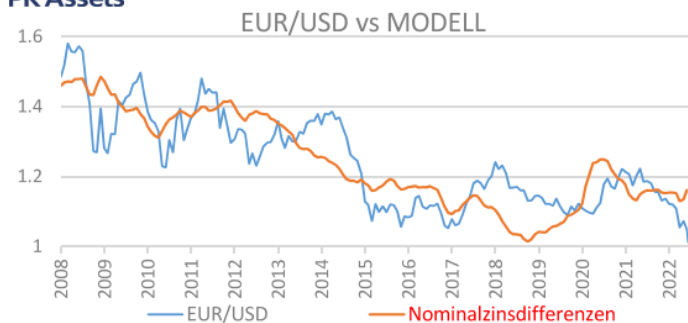
Die USA macht Ernst mit Zinserhöhungen, die CH und insbesondere die Eurozone reden nur:

PK Assets



- **In Einzelfällen** spielen die Nominalzinsdifferenzen einen wichtigen Part als Treiber der Währungspaare...
- ..wie beispielsweise USD/CHF zeigt, mit einer interessanten Korrelation für die letzten 7 Jahre
- In anderen Fällen sind aber die Nominal-Zinsdifferenzen (alleine) kaum aussagekräftig für den Verlauf der Währungspaare:

PK Assets



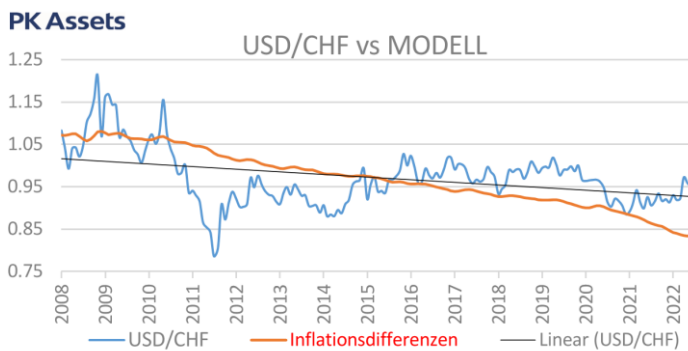
- Beispiel EUR/USD

Nominalzinsdifferenzen: Durchschnitt von 2/5/10-Jahreszinsen Staatsanleihen

Inflationsdifferenzen

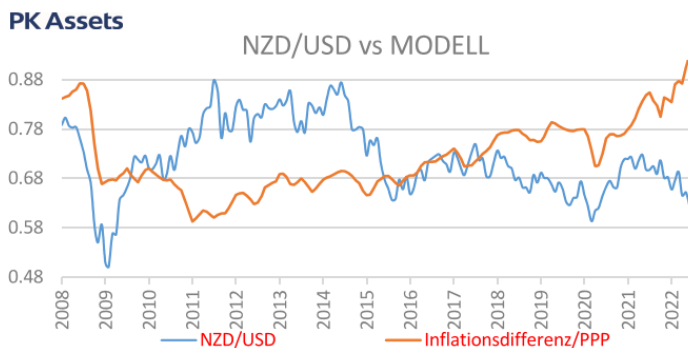
Die realisierte Inflation ist in den USA so hoch wie fast nirgendwo und sollte eigentlich gegen den Dollar sprechen

Wir verwenden in dieser Betrachtung das realisierte Total CPI



- Inflationsdifferenzen sind wichtig, den Anleger interessiert es, ob die Kaufkraft bewahrt wird oder nicht

- Die Darstellung mittels PPP verdeutlicht den Sachverhalt: Der Tilt in USD/CHF zeigt das **hartnäckige Inflationsdifferential des USD vs. CHF**



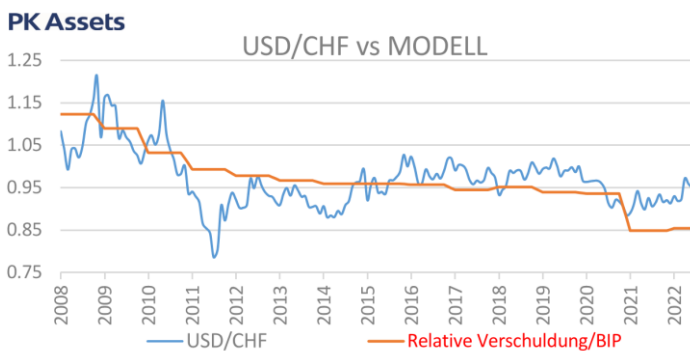
- Bei vielen Dollar-Crosses ist das Inflationsdifferential nicht stabil: Beispiel NZD/USD

- Deshalb: Bei den meisten Währungspaaren ist keine Korrelation zwischen Währungsverlauf und PPP ersichtlich, was aber nicht automatisch bedeutet, dass dieser Baustein keine Rolle spielt

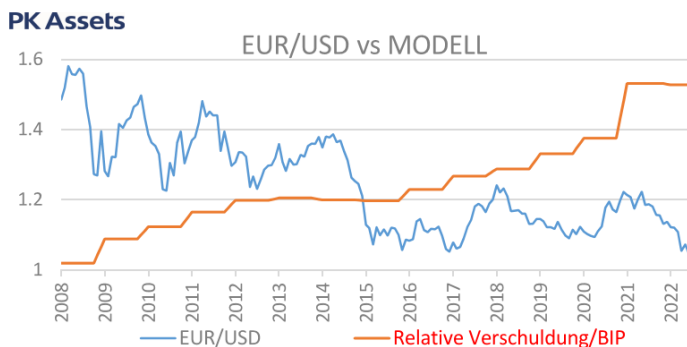
Bonität

Schulden / BIP sollte eigentlich für eine konstante Erosion des USD sorgen, interessiert aber seit 2012 niemanden

Wir verfügen über Zahlen zur Staatsverschuldung, nicht aber über entsprechende Zahlen für Konsumenten und Firmen auf aggregierter Basis



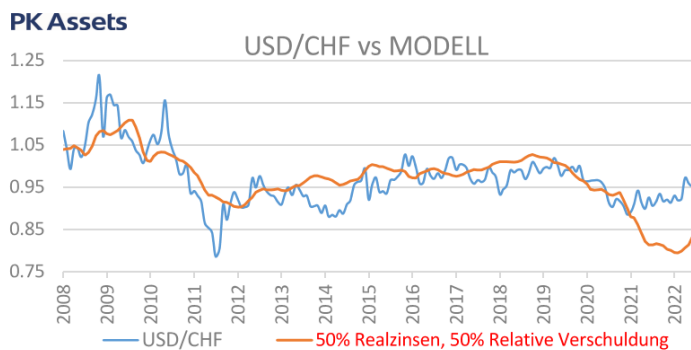
- Beispiel USD/CHF: Auch hier zeigt der Trend in die gleiche Richtung wie der lange Währungstrend selbst, ein Indiz, dass die **Schulden eine gewisse Rolle bei den Währungen spielen**



- Corona brachte wieder eine Verschärfung des Gegensatzes in der Verschuldung
- Ohne allerdings, dass die Währung entsprechend reagiert hätte, wie auch das Währungspaar EUR/USD zeigt
- Schulden sind schon seit 2012 **nicht mehr auf der Agenda** und auch aktuell spricht bei Währungen **niemand** von relativer Verschuldung

Bonitätsadj. Realzins-Differenzen

Zwischenfazit: Zinsen+ Inflation + Bonität: Der Dollar sieht anhand dieser drei klassischen, naheliegenden Indikatoren extrem teuer aus!



- Zins- und Inflationsdifferenzen plus relative Verschuldung sollten uns einen wichtigen Anhaltspunkt geben, ob die Währungen teuer oder billig sind.
- Und in der Tat **bestätigt** unser Modell das von der REER-Betrachtung stammende Bild einer massiven **Überbewertung** des Dollars, in diesem Falle gegen den CHF

„The USD is substantially overvalued after a decade long bull run. Investors are already overweight USD assets. Hedge ratios on USD denominated investments are low. And positioning is long. This suggests to us that the next big move in the dollar will be down, rather than up“

BNP Paribas 6/2022

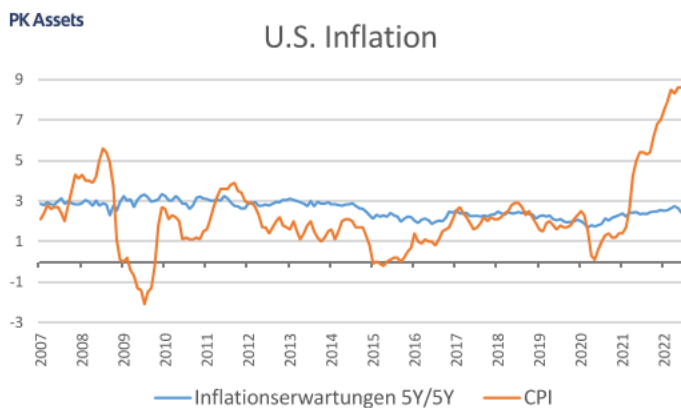
Woher kommt diese scheinbare Überbewertung?

7 Thesen zum USD/CHF

„Inflationserwartungen sind wichtiger als das CPI“

Inflationserwartungen USA sind deutlich tiefer als das extrem hohe CPI und rückgängig, bullish für den Dollar

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.



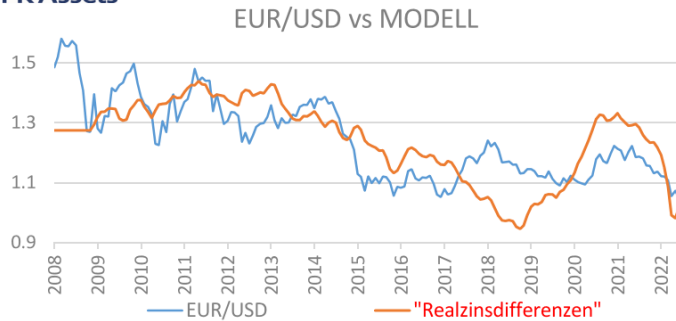
- Wer **heute** in den Obligationen- oder Währungsmarkt Dollar investiert, kalkuliert mit der **zukünftig** erwarteten Inflation, **nicht** mit der historischen, realisierten Inflation
- Das macht Sinn
- Selbst dann wenn der Zusammenhang zwischen effektiver Inflation und erwarteter Inflation komplex ist
- Folglich rücken die **Realzinsdifferenzen mit Verwendung der Inflationserwartungen** in den Vordergrund

Wie sieht hier die Sachlage aus?

„Realzinsen basierend auf Inflationserwartungen dominieren“

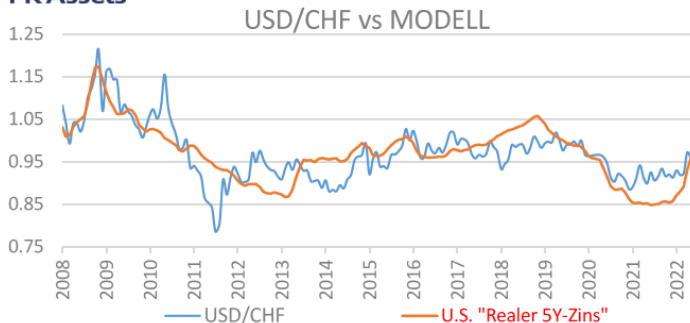
Das Bild wandelt sich komplett!

PK Assets



- Beispiel EUR/USD:
- Hier gibt es in beiden Währungen Inflationbond-Märkte und damit «Inflationserwartungen»
- Vergleicht man die so ermittelten «Realzinsen», dann wird der **Dollar plötzlich viel interessanter**, da nicht «überbewertet»

PK Assets

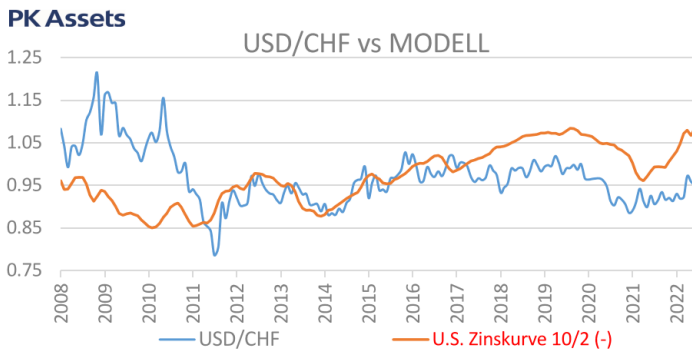


- Das gleiche beim USD/CHF:
- Der stark steigende «Realzins» in den USA **treibt den USD/CHF rauf**

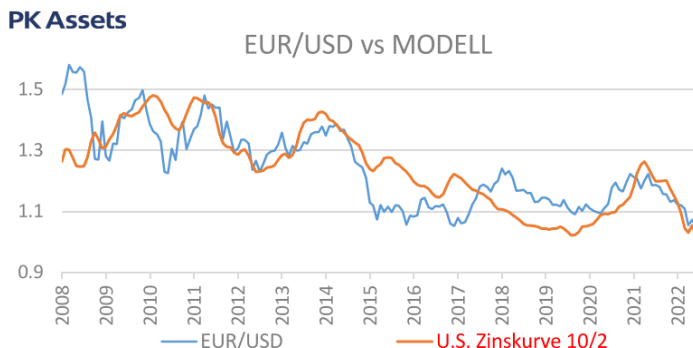
Aber für eine anständige Korrelation Modell/Währung fehlen noch ein paar Inputs:

„Die U.S. Zinskurve bringt Konjunktur-Kalkül in die Gleichung“

Brandbeschleuniger für USD-Aufwertung: «Rezession»



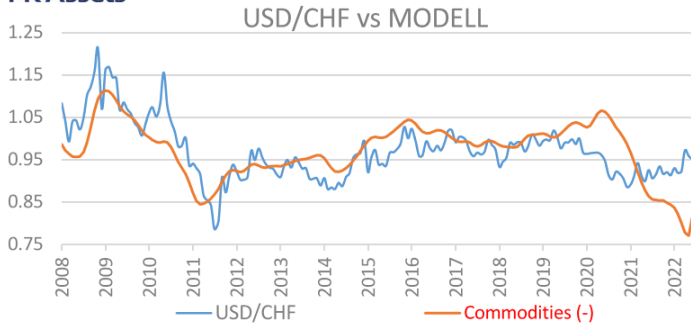
- Der Zusammenhang zwischen U.S. Zinskurve und Welt- und U.S.-Konjunktur ist gut dokumentiert
- Verschlechtern sich die Wirtschaftsaussichten, dann wird die Zinskurve flacher und der **Dollar gewinnt an Wert**
- Dieser Faktor spielt auch in unseren Modellen eine wichtige Rolle



„Der USD ist die „Anti“-Commodity-Währung“

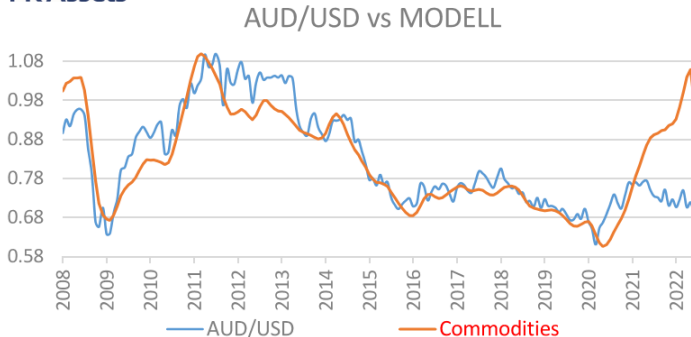
Toppen die Commodities aus? Wäre bullish für den Dollar

PK Assets



- Dollar und Commodities sind dermassen **negativ korreliert**, dass die Rohwaren sogar im USD/CHF wichtig ist, obwohl die CH keine Commo-Produzentin ist
- Noch wichtiger sind die Commos natürlich bei den Dollar-Crosses gegen die Rohwarenproduzenten NZ, AU und NO

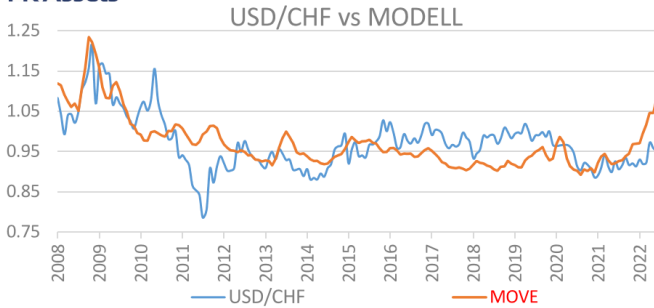
PK Assets



„Nicht zu unterschätzen: Die Risk-Off-Funktion des USD“

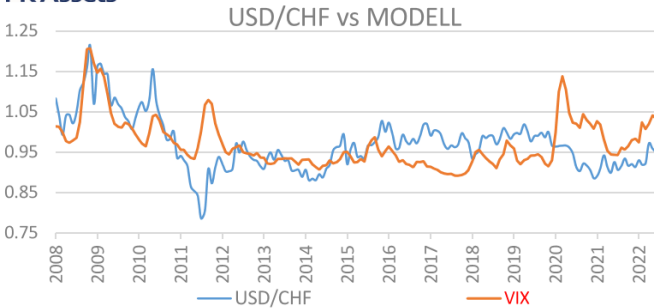
Steigt die Vola, fallen die Aktien, dann wird der Dollar stark

PK Assets

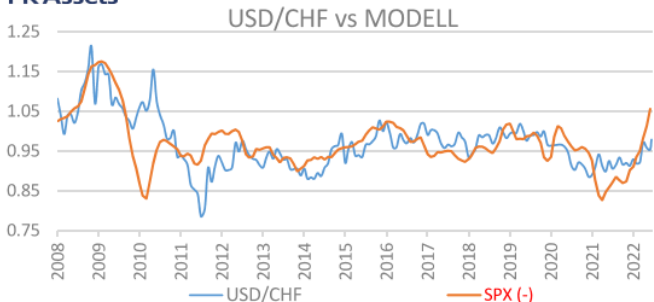


- Die Korrelationen sind nicht exorbitant, aber gut
- Diese 3 Faktoren, VIX, MOVE und SPX verbessern die Modellkorrelationen deutlich

PK Assets



PK Assets

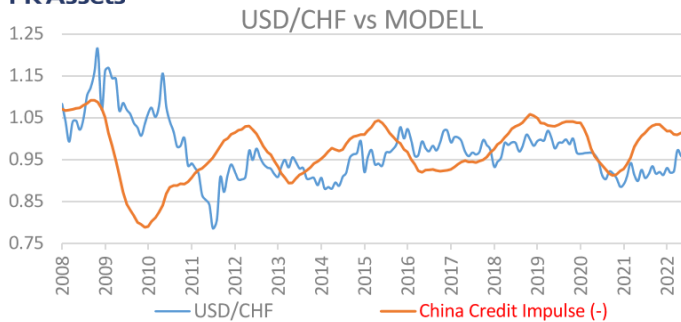


„The Dollar tends to do beset in two states of the world. When recession fears pick up, on the back of safe haven inflows, and when downside growth risks look worse outside the US (relative capital flow). Both these states have occurred simultaneously, providing the USD with broad based support.“
BNP Paribas 6/2022

„Die Chinesen sind die Wild Card“

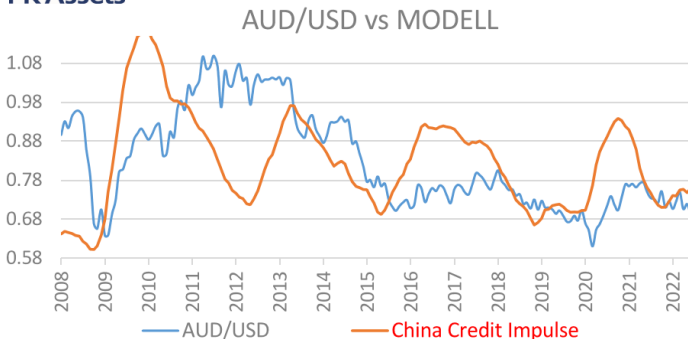
Schafft es China zu stimulieren, dann dämpft dies den Dollar

PK Assets



- Mit dem China Credit Impulse verfügen wir über einen der raren **Vorlaufaktoren für den Dollar**
- Es scheint so, dass die Chinesen gewillt sind, den Laden wieder anzuwerfen

PK Assets



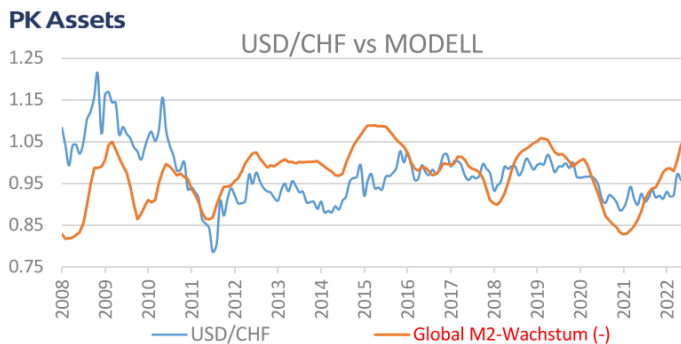
„We think turning the major USD cycle around will require more. In particular there are three signposts we think will need to be checked off in order for the USD to re-enter into a structural longer lasting bear market:

- A pickup in chinese growth
- The normalisation of European natural gas prices
- A moderation in rates Vol.“

BNP Paribas 6/2022

„Liquidität wird immer wichtiger“

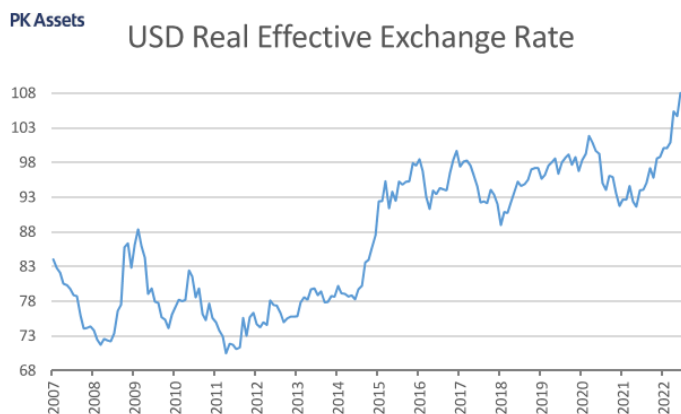
M2-Wachstum am zusammenbrechen, bullish für den USD



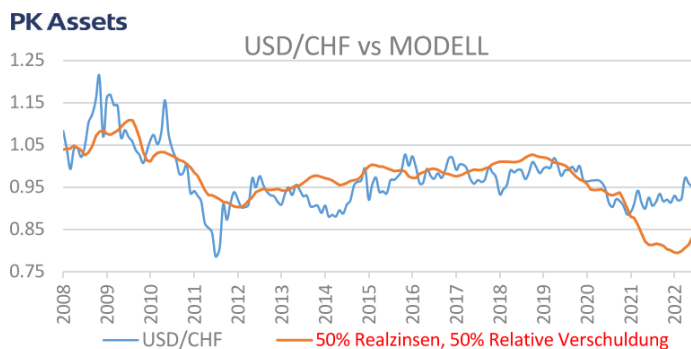
- Wir interpretieren das Wachstum des globalen M2 als «Liquidität»
- Wächst die Liquidität schneller, dann herrscht Risk-On, wächst es langsamer oder fällt es gar, dann ist Risk-Off.
- Entsprechend profitieren oder leiden die Risk-On-Währungen. USD ist eine risk-off-Währung also negativ korreliert zum M2-Wachstum
- 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**

Fazit zum USD/CHF

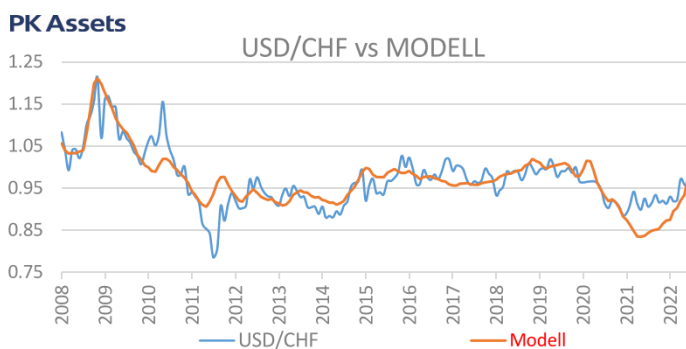
Der Dollar ist hoch bewertet:



Basierend auf Realzinsen ist der Dollar deutlich zu teuer:



Aber im Moment läuft alles für den Dollar:



Hohe U.S. Zinsen

U.S. Inflationserw. fallen

U.S. Zinskurve verflacht

Commos rollen über

Risk Off im Kommen

Liquidität fällt

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

und:

Liken Sie uns auf LinkedIn