

PK Assets

Währungen 7/2022:

«Risk Off»

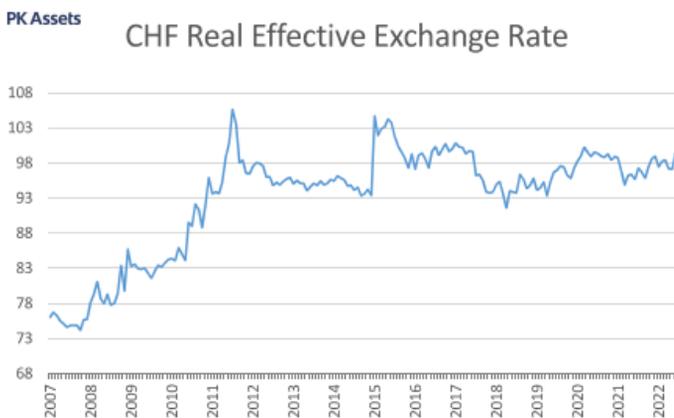
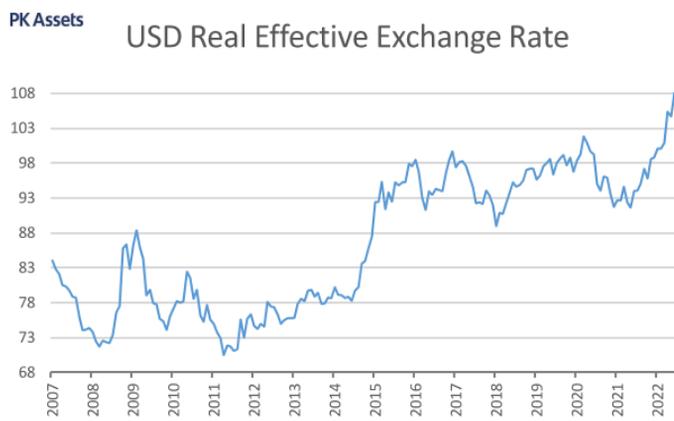
www.pkassets.ch/marktanalysen

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

U.S. Dollar: REER: Brutal hoch bewertet

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

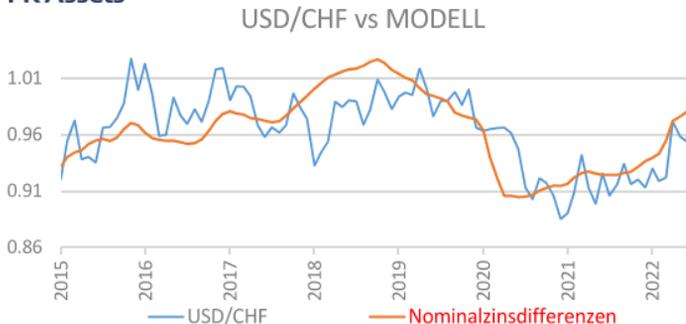
“The real effective exchange rate (REER) is the weighted average of a country's currency in relation to an index or basket of other major currencies. The weights are determined by comparing the relative trade balance of a country's currency against that of each country in the index. An increase in a 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

U.S. Dollar: Fundamentals

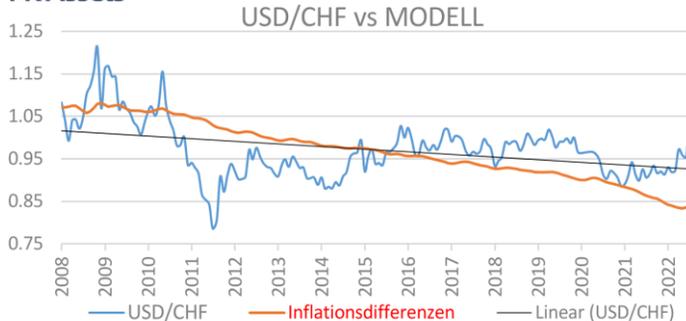
PK Assets



Nominalzinsen sprechen massiv für den Dollar

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

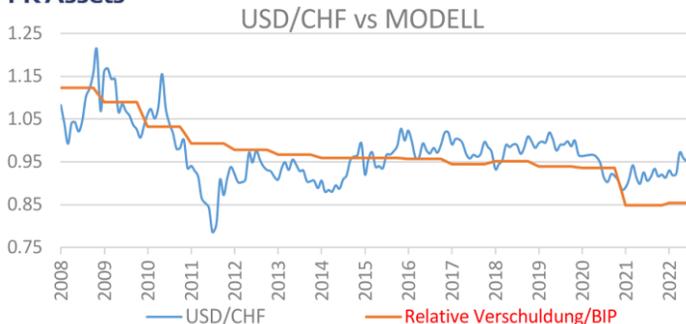
PK Assets



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

PK Assets



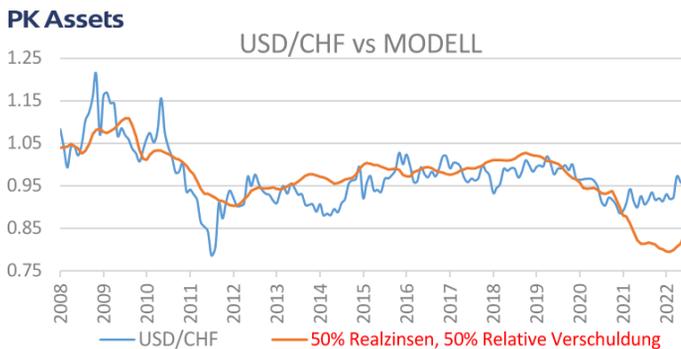
Schulden / BIP sollte eigentlich für eine konstante Erosion des USD sorgen, interessiert aber seit 2012 niemanden

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

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

U.S. Dollar: Fundamental Fazit

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



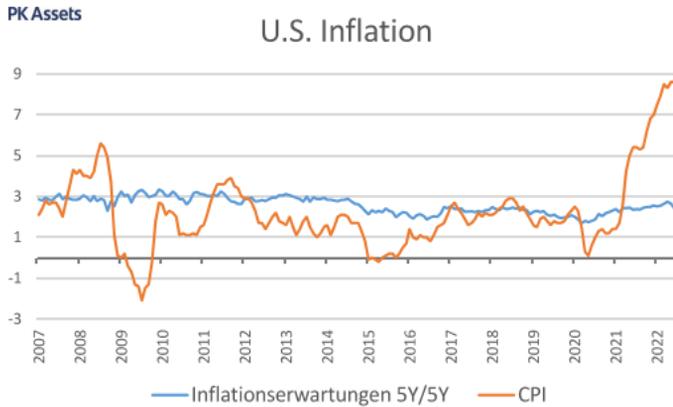
- Zins- und Inflationsdifferenzen plus relative Verschuldung sollten uns einen wichtigen Anhaltspunkt geben, ob die Währungen teuer oder billig sind.
- Und in der Tat **bestätigt** unser Modell das von der REER-Betrachtung stammende Bild einer massiven **Überbewertung** des Dollars, in diesem Falle gegen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

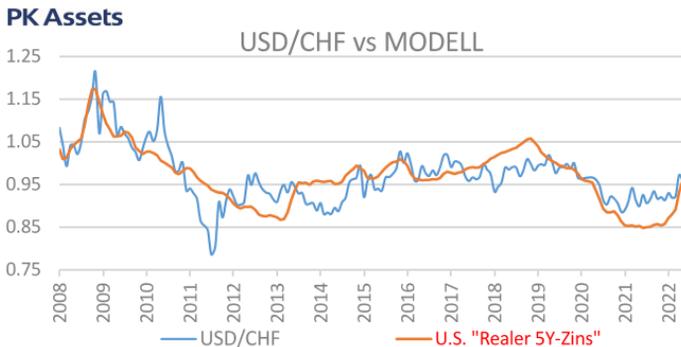
Woher kommt diese scheinbare Überbewertung?

U.S. Dollar: „Inflationserwartungen



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.

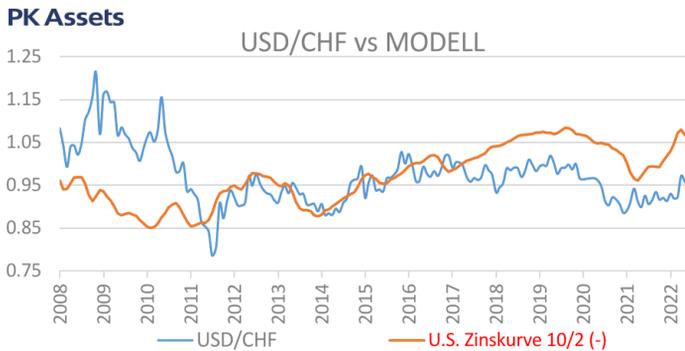


Realzinsen basierend auf Inflationserwartungen: Das Bild wandelt sich komplett!

Der stark steigende «Realzins» in den USA **treibt den USD/CHF rauf**

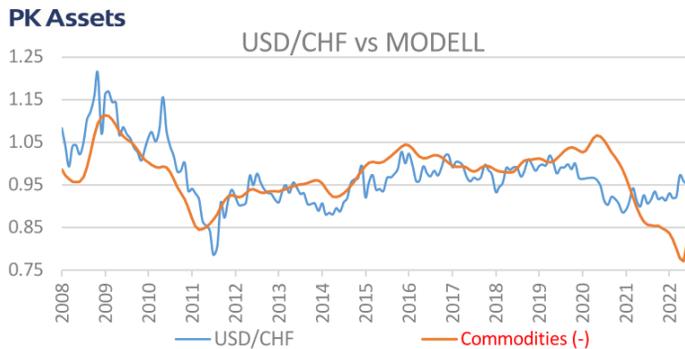
Aber für eine anständige Korrelation Modell/Währung fehlen noch ein paar Inputs:

U.S. Dollar: Zinskurve, Konjunktur und Risk



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**

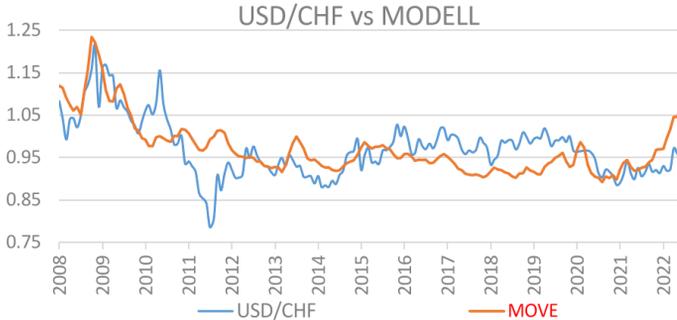


Toppen die Commodities aus? Wäre bullish für den Dollar

- 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

U.S. Dollar: Zinskurve, Konjunktur und Risk

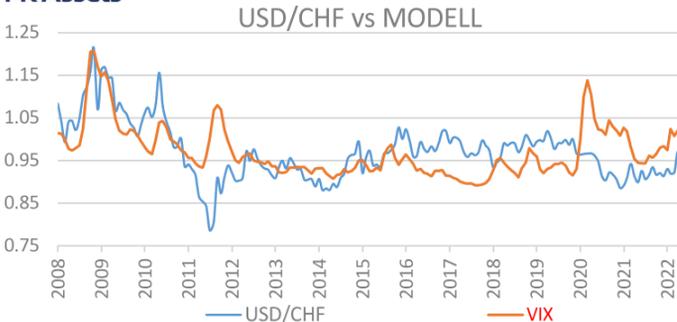
PK Assets



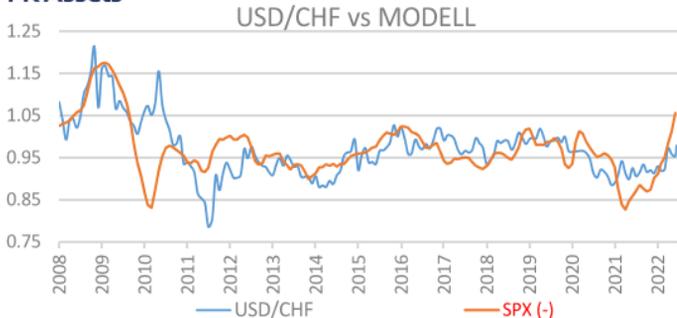
Steigt die Volatilität, fallen die Aktien, dann wird der Dollar stark

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

PK Assets

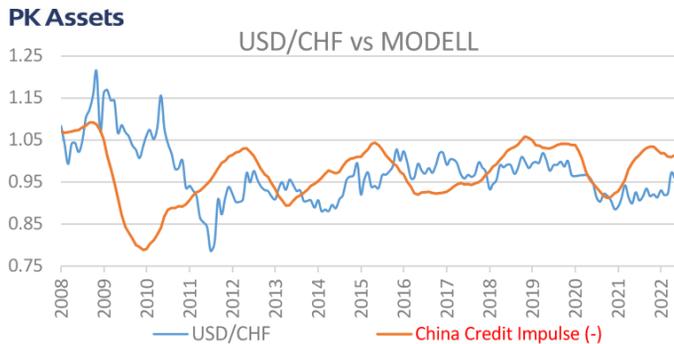


PK Assets



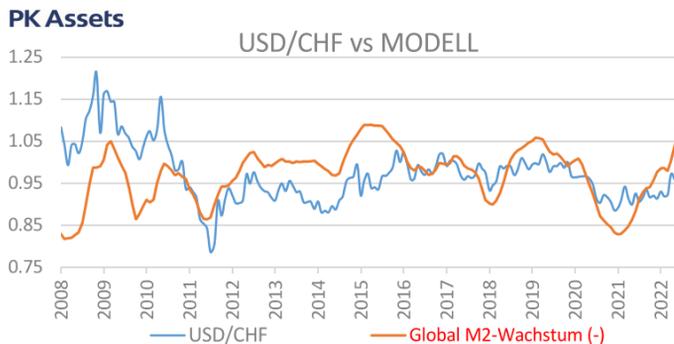
„The Dollar tends to do beset in two states of the world. When recession fears pick up, on the back of safe haven inflows, and when downside growth risks look worse outside the US (relative capital flow). Both these states have occurred simultaneously, providing the USD with broad based support.“
BNP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

U.S. Dollar: China & Liquidität



Schafft es China zu stimulieren, dann dämpft dies den Dollar

- 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

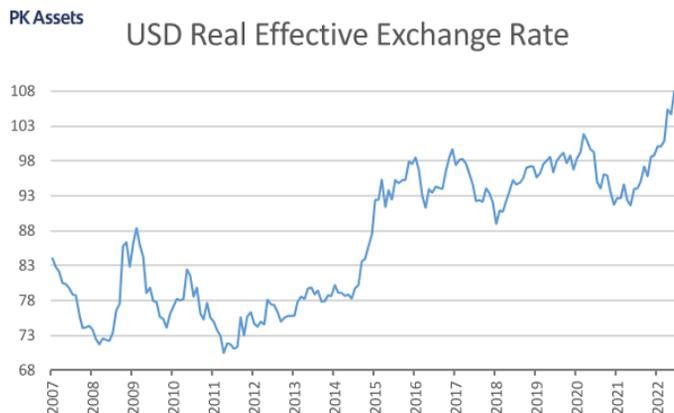


M2-Wachstum am zusammenbrechen, bullish für den USD

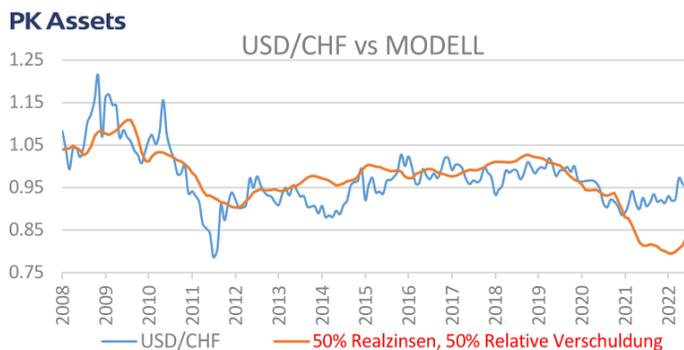
- Wir interpretieren das Wachstum des globalen M2 als «Liquidität»
- Wächst die Liquidität schneller, dann herrscht Risk-On, wächst es langsamer oder fällt es gar, dann ist Risk-Off.
- Entsprechend profitieren oder leiden die Risk-On-Währungen. USD ist eine risk-off-Währung also negativ korreliert zum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

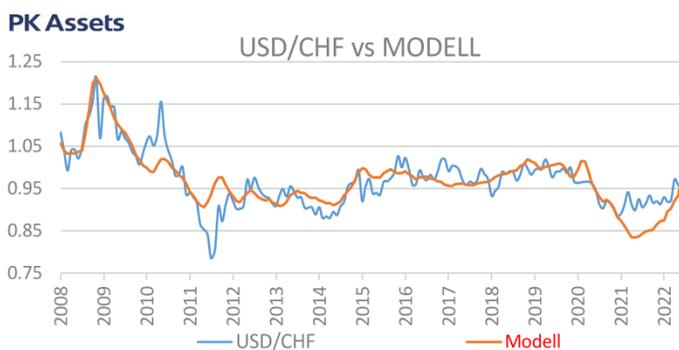
Der Dollar ist hoch bewertet:



Basierend auf Realzinsen ist der Dollar deutlich zu teuer:



Aber im Moment läuft alles für den Dollar:



Hohe U.S. Zinsen

U.S. Inflationserwartungen fallen

U.S. Zinskurve verflacht

Commos rollen über

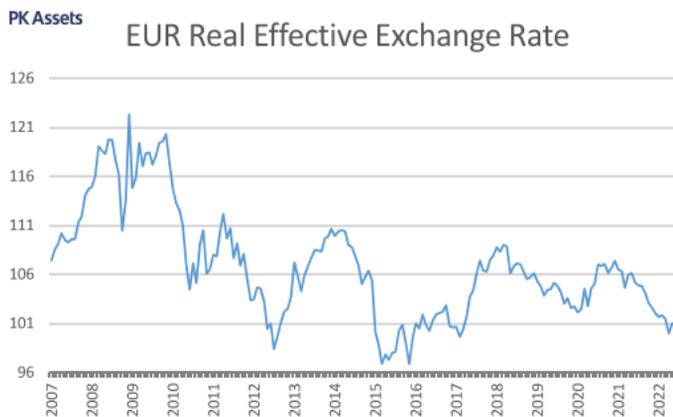
Risk Off im Kommen

Liquidität fällt

EUR: Tief bewertet

REER: Der EUR sieht günstig aus...

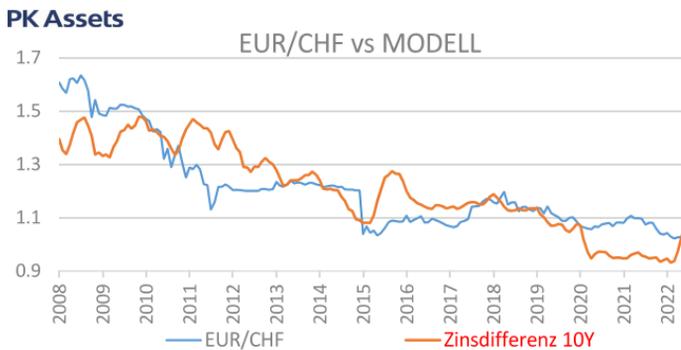
“The real effective exchange rate (REER) is the weighted average of a country's currency in relation to an index or basket of other major currencies. The weights are determined by comparing the relative trade balance of a country's currency against that of each country in the index. An increase in a 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)



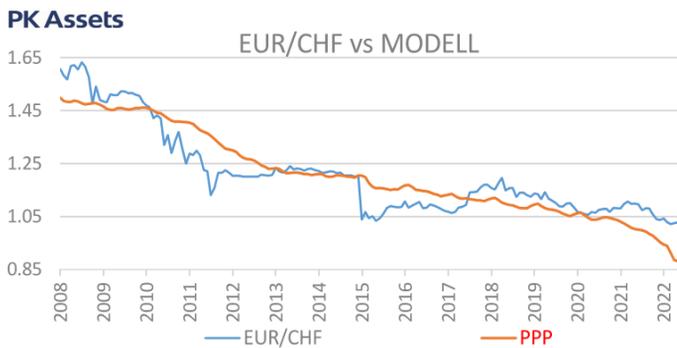
- ...wenn man an das REER-Konzept glaubt:
- Das REER-Konzept taugt zwar nicht für eine Währungsstrategie, weil die Phasen einer «Über-» oder «Unter-»Bewertung wesentlich länger dauern können als jeder Management-Horizont
- Und trotzdem findet das Konzept eine gewisse Beachtung, weil es einen objektiven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

EUR: Fundamental Fair

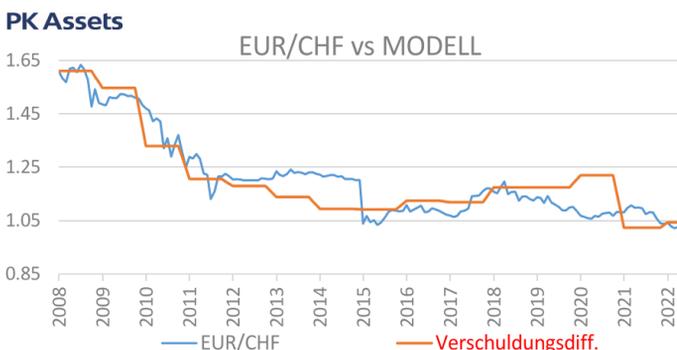
Absturzpotential im Euro ist kleiner geworden durch minimales Zinsplus gegenüber dem CHF



- Die Zinsen im EUR sind wieder höher als im CHF, spricht wieder etwas für den EUR



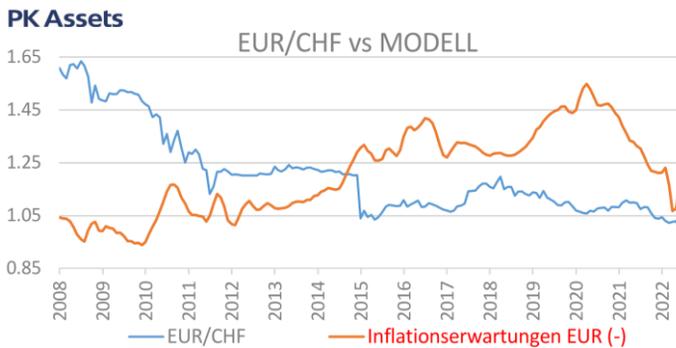
- Die konstant höhere Inflation in der Eurozone lässt den Wechselkurs stetig erodieren, wiegt schwer auf dem EUR



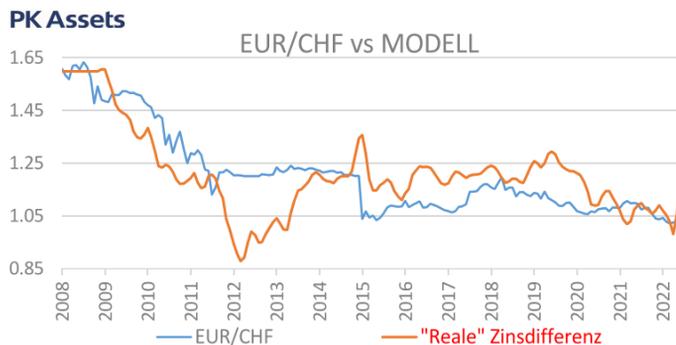
- Die Verschuldung in der Eurozone vis a vis der CH hat sich seit 2012 beruhigt

EUR: Inflationserwartungen helfen

Der Abwärtsdruck auf den EUR von den steigenden Inflationserwartungen lässt nach

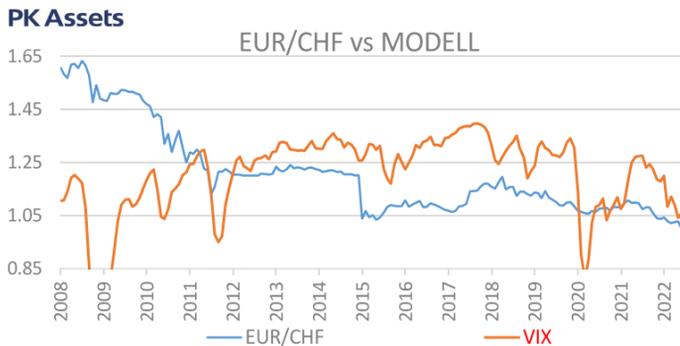


- Die Inflationserwartungen steigen nicht mehr. Wir verwenden hier die 5-Jahres Inflationserwartungen für die Zeit in 5-10 Jahren

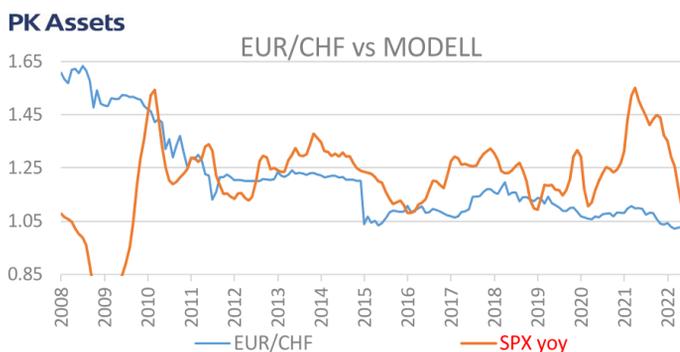


- Nimmt man für die Zinsdifferenz im Falle des Euro die Erwartungen statt das realisierte CPI und für die CH in Ermangelung der Zinserwartungen das CPI core, dann sieht man dass der Abwärtsdruck deutlich gestoppt wurde

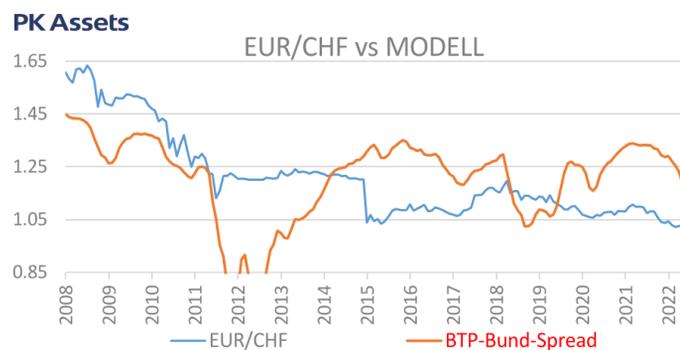
EUR: Risk On / Risk Off drücken runter



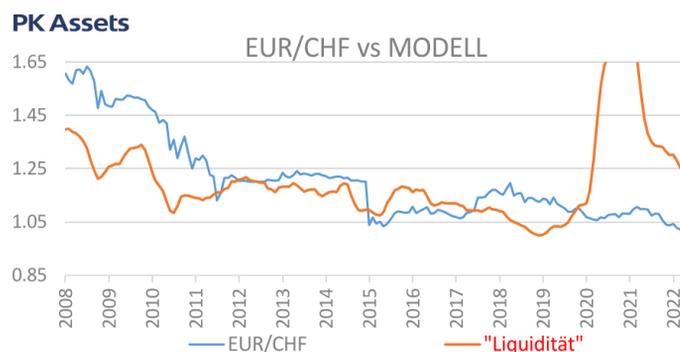
Der EUR ist im Verhältnis zum CHF eine Risk-On-Währung



- Aus dem Chart nicht ersichtlich aber rechnerisch verifiziert: EUR/CHF und Volatilität in den Aktien und Bonds sind negativ korreliert
- Jedes Mal wenn die Aktienmärkte wackeln, leidet der EUR/CHF



- Ebenfalls wieder etwas im Fokus: Der BTP-Bund-Spread
- Dieser verbessert marginal die Korrelation unseres Währungsmodells



- Ebenfalls ein Treiber unseres Modells ist das Wachstum der globalen Geldmenge M2, korrigiert um Währungseffekte
- Hier ist ein klarer Abwärtsdruck zu verzeichnen

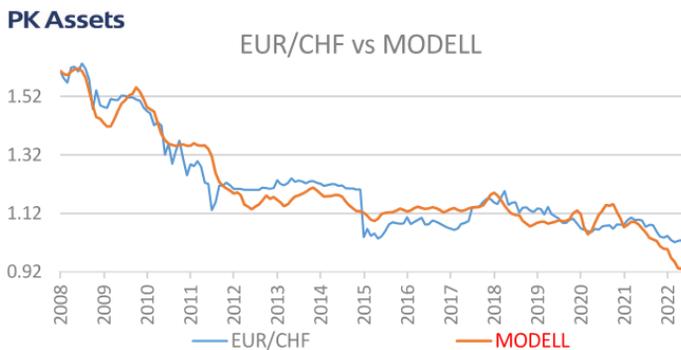
Fazit zum EUR/CHF: *Aktuell Fair gepriced*

Aktuell Fair gepriced:

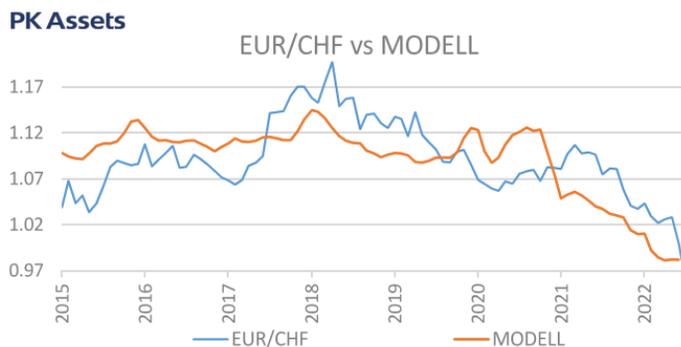
**Weniger Abwärtsdruck
aber der EUR braucht eine
Risk-On-Gegenbewegung:**

1. *Fundamental fair gepriced*
2. *Inflationserwartungen drücken EUR
rauf*
3. *Risk-Off drückt EUR runter*

Modell 2008-2022



Modell 2015 - 2022



Wichtigste Modelltreiber:

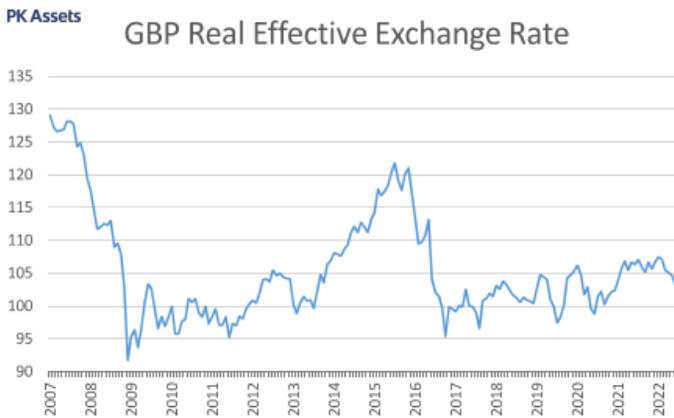
- 30% Realzinsen
- 30% Bonität
- 5% Spread Italien/DE
- 10% Aktienmärkte
- 10% Globale Liq
- 7% Inflationserwartungen

GBP: Eher tief bewertet

REER: Der GBP sieht günstig aber nicht billig aus...

“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)



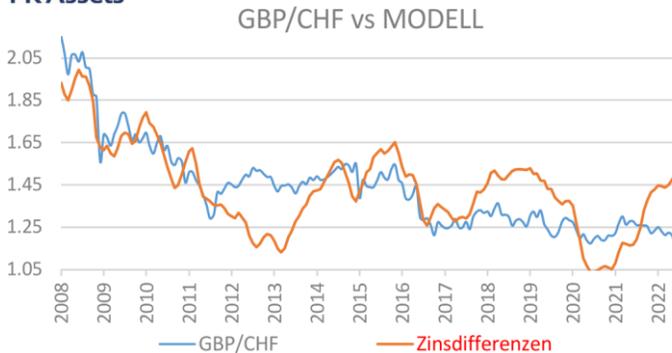
- ...wenn man an das REER-Konzept glaubt:
- Das REER-Konzept taugt zwar nicht für eine Währungsstrategie, weil die Phasen einer «Über-» oder «Unter-»Bewertung wesentlich länger dauern können als jeder Management-Horizont
- Und trotzdem findet das Konzept eine gewisse Beachtung, weil es einen objektiven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

GBP:

Fundamental sollte GBP drehen

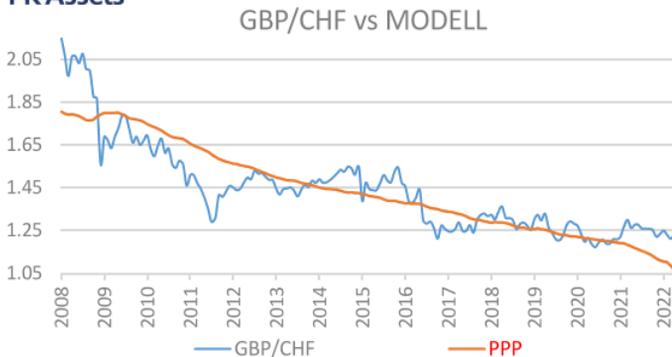
Gemäss
Fundamentalfaktoren
sollte das Pfund drehen

PK Assets



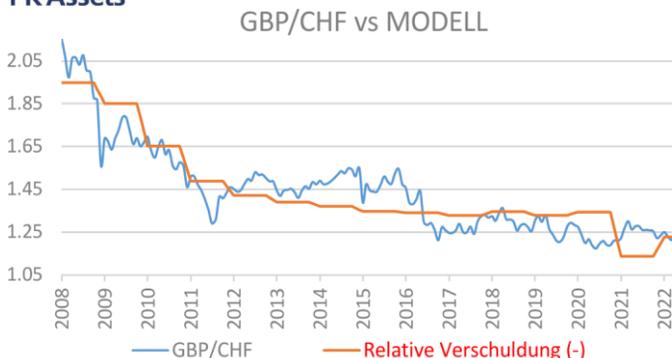
- Die BOE erhöht die Zinsen zackiger als CH und Europa, das hilft der Zinsbewertung

PK Assets



- Die konstant höhere Inflation in der UK lässt den Wechselkurs stetig erodieren, wiegt schwer auf dem GBP

PK Assets



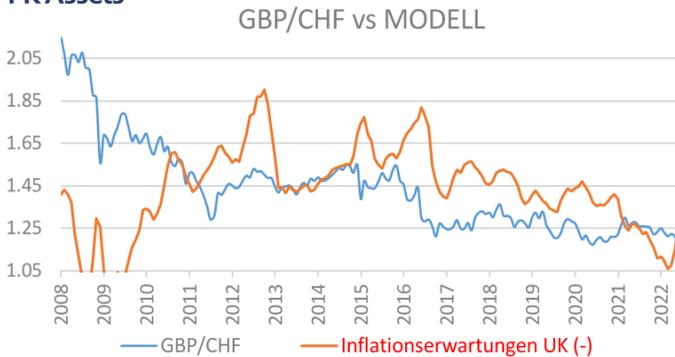
- Die Verschuldung in der UK vis a vis der CH hat sich seit 2012 beruhigt

GBP:

Inflationserwartungen helfen

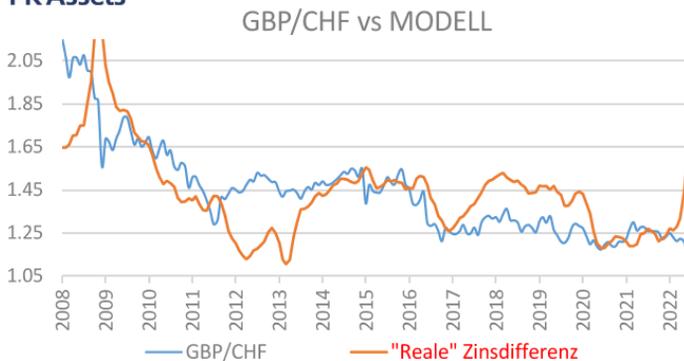
Rollen die Inflationserwartungen in der UK nach unten? Wäre bullish für die GBP/CHF-Bewertung

PK Assets



- Die Inflationserwartungen steigen nicht mehr. Wir verwenden hier die 5-Jahres Inflationserwartungen für die Zeit in 5-10 Jahren

PK Assets

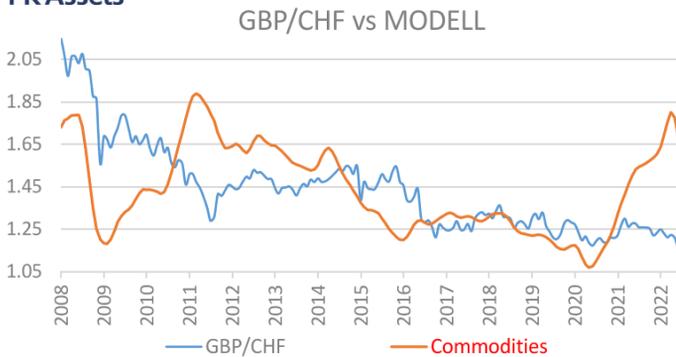


- Nimmt man für die Zinsdifferenz im Falle des GBP die Erwartungen statt das realisierte CPI und für die CH in Ermangelung der Zinserwartungen das CPI core, dann sieht man dass der Abwärtsdruck deutlich gestoppt wurde und eine komplette Bewertungsumkehr passiert ist

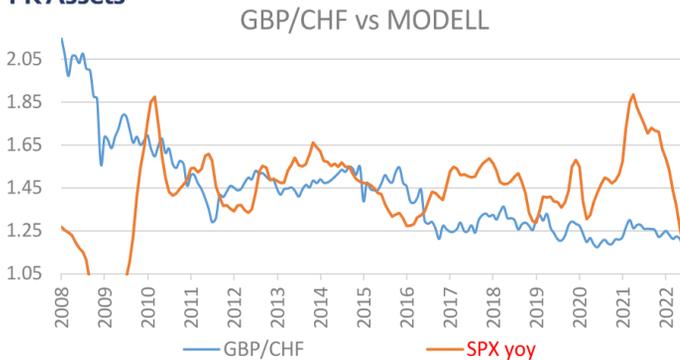
GBP: Risk On / Risk Off drücken runter

Der GBP ist im Verhältnis zum CHF eine Risk-On-Währung

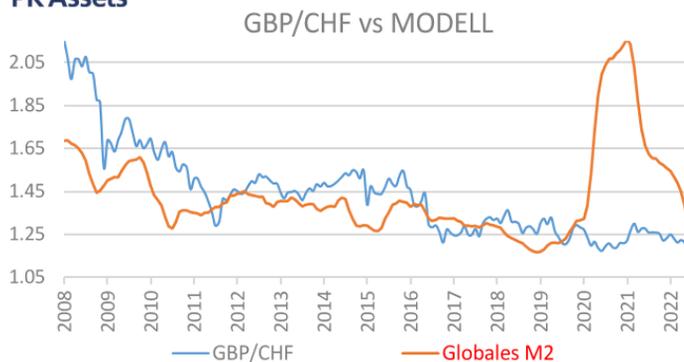
PK Assets



PK Assets



PK Assets



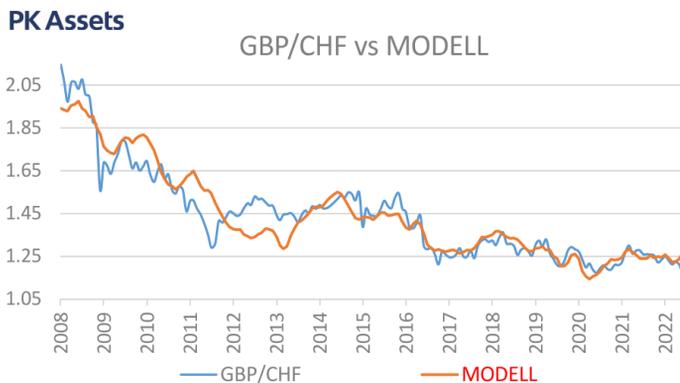
- Aus dem Chart nicht ersichtlich aber rechnerisch verifiziert: GBP/CHF und Volatilität in den Aktien und Bonds sind negativ korreliert
- Jedes ;al wenn die Aktienmärkte wackeln, leidet der EUR/CHF
- Ebenfalls ein Treiber unseres Modells ist das Wachstum der globalen Geldmenge M2, korrigiert um Währungseffekte
- Hier ist ein klarer Abwärtsdruck zu verzeichnen
- Die Risk-Off-Phase hat deutlich auf dem GBP gelastet

Fazit zum GBP/CHF: *Günstig*

Aktuell günstig geprice:

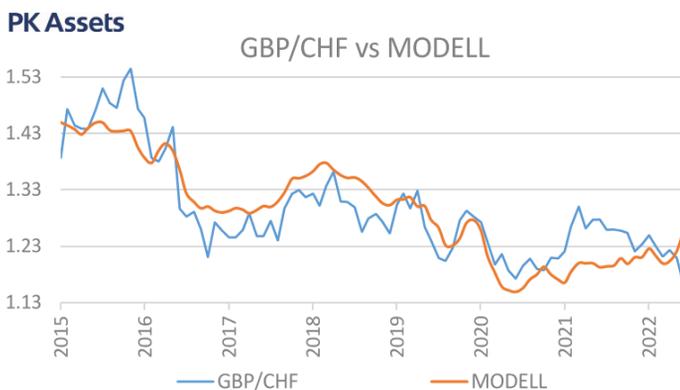
Momentum dreht in der Bewertung aber im Risk-Off nicht realistisch

Modell 2008-2022



1. *Fundamental billig*
2. *Inflationserwartungen drücken GBP rauf*
3. *Risk-Off drückt GBP runter*

Modell 2015 - 2022

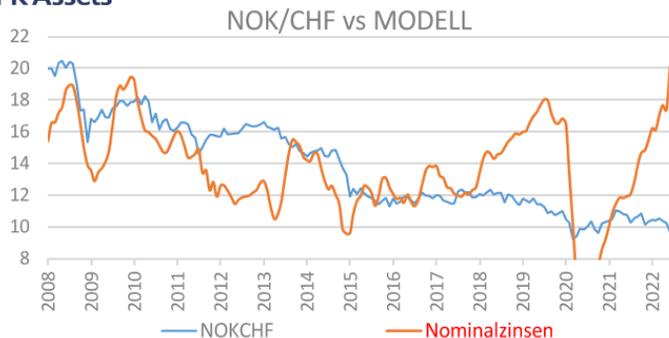


Wichtigste Modelltreiber:

- 40% Realzinsen
- 10% Bonität
- 10% Commodities
- 5% Aktienmärkte
- 10% Globale Liq
- 20% Inflationserwartungen

NOK/CHF: Spezialfall!!!!

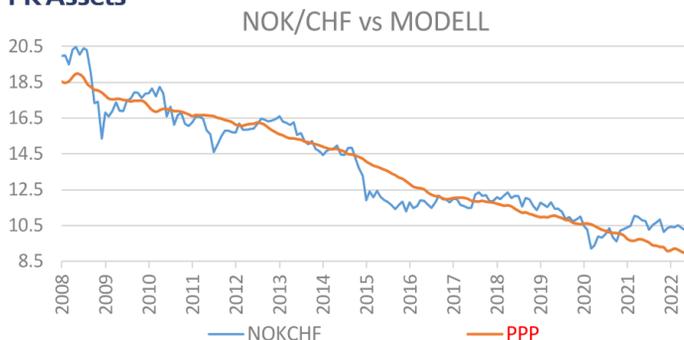
PK Assets



Zinsverlauf extrem bullish für den NOK

Die 2y-NOK-Swaps sind über 3% gestiegen

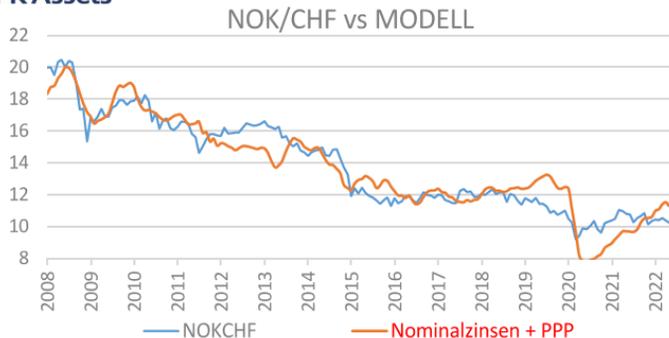
PK Assets



Inflationsdifferenz erodiert den NOK gegen CHF

NOK-Inflation notiert über 6%, die Inflationsdifferenz ist chronisch und aktuell auf eher hohem Niveau

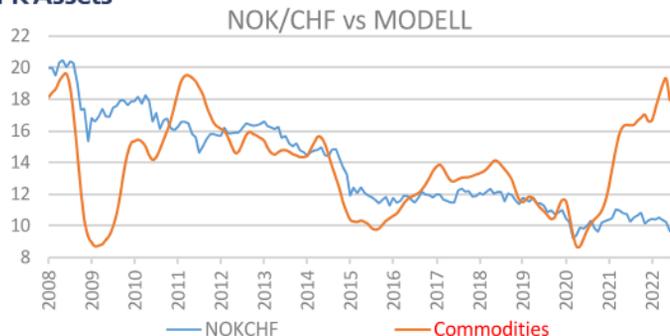
PK Assets



Fundamental wäre alles für ein NOK-Rallye parat

NOK/CHF: Spezialfall!!!!

PK Assets



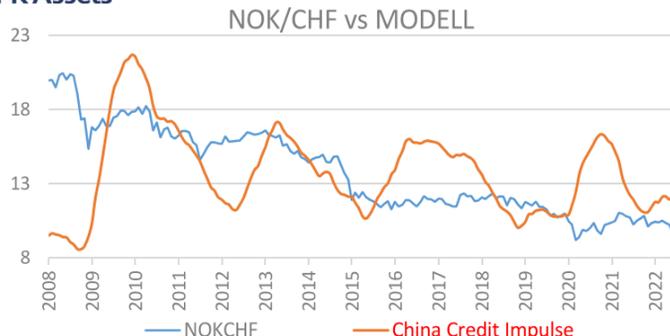
Spezialfall I: Extrem Risk-On!

Auf dem Chart nicht ersichtlich aber rechnerisch bestätigt: Die hohe Korrelation des NOK zu Risk-On

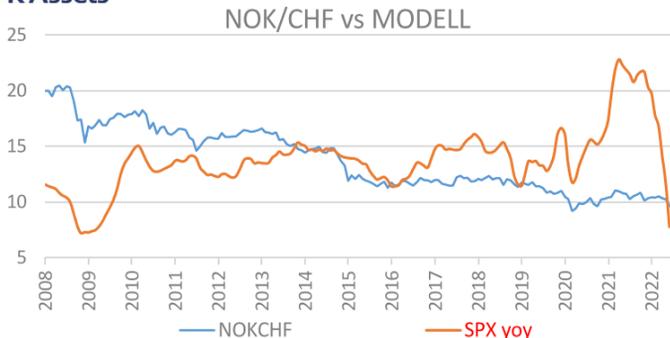
Zuletzt wurde der NOK durch die schwierigen Aktien-Märkte und die fehlende Dynamik aus China stark belastet

Ebenfalls stark belastet durch: Global M2

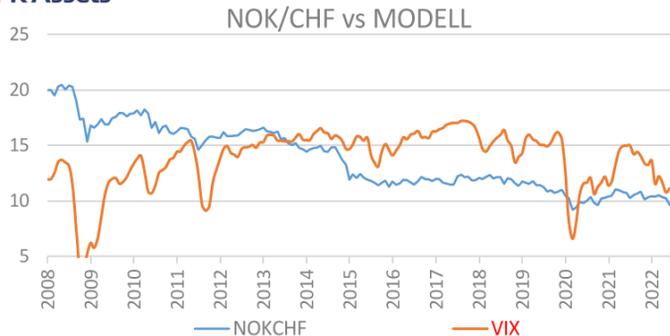
PK Assets



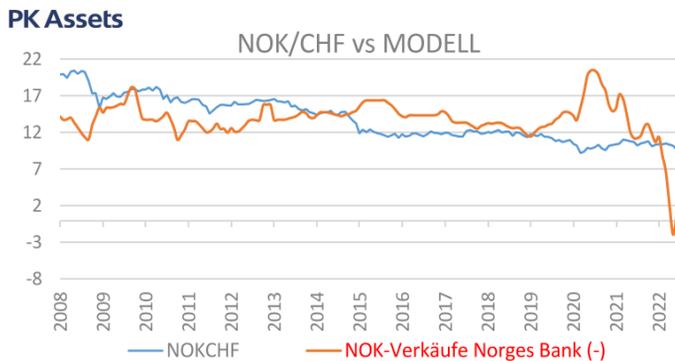
PK Assets



PK Assets



NOK/CHF: Spezialfall!!!!



Die Notenbank verkauft im 2022 wie verrückt NOK: Warum?

Norges Bank's foreign exchange transactions on behalf of the government: *The Norwegian government receives revenues in both NOK and foreign currency from petroleum activities. Some of these revenues are used to finance a planned central government budget deficit. Norges Bank carries out the necessary foreign exchange transactions associated with petroleum revenue spending. These foreign exchange transactions are planned and smoothed over the year and are pre-announced each month. (...) Petroleum revenue spending is governed by a "fiscal rule", according to which over time, oil revenue spending shall equal the expected real return on the GPF, which is estimated at 3 percent. (...) The government receives NOK revenues from oil taxes and dividend from Equinor and foreign currency revenues from the government's own petroleum activities via the State's Direct Financial Interest (SDFI). In addition, the government earns substantial income in the form of interest and dividends from the GPF. Since the capital in the GPF is exclusively invested in instruments in foreign currency, the return on the GPF is also in foreign currency. (...) The revenue and income streams are in both NOK and foreign currency, and they are spent in NOK via the government budget or saved in foreign currency in the GPF. Norges Bank has been tasked by the Ministry of Finance to carry out the necessary currency transactions associated with the petroleum fund mechanism [2], to ensure enough NOK to spend and/or enough foreign exchange to transfer to the GPF. Until 2014, the revenues in NOK from petroleum activities exceeded the non-oil deficit. Norges Bank therefore sold NOK and purchased foreign exchange equal to the difference and transferred that amount of foreign exchange to the GPF. Through most of 2014, the government's revenues in NOK were approximately as large as the non-oil budget deficit, and Norges Bank did not carry out any foreign exchange transactions on behalf of the government. From the end of 2014 up to and including 2021, the non-oil budget deficit exceeded the revenues in NOK from petroleum activities, and some of the government's foreign currency revenue had to be converted to NOK in order to be spent via the budget. Norges Bank's foreign exchange transactions are planned and smoothed over the year and pre-announced in a press release each month so that market operators know the amounts to be converted. (...) The estimates for government revenues from the petroleum sector and the non-oil budget deficit can change considerably through the year.*

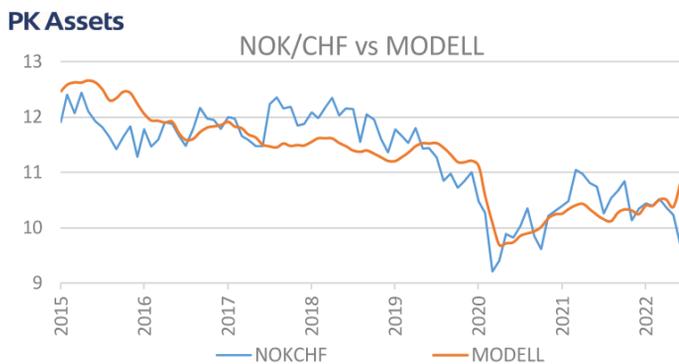
Quelle: Norges Bank

Sprich: Wenn die NOK-Einnahmen aus dem Ölgeschäft so gross sind, dass sie das Non-Oil-Budget-Defizit übertreffen, werden sie gegen FX verkauft und dem Staatsfond zugeleitet, der nur in Fremdwährungen investiert.

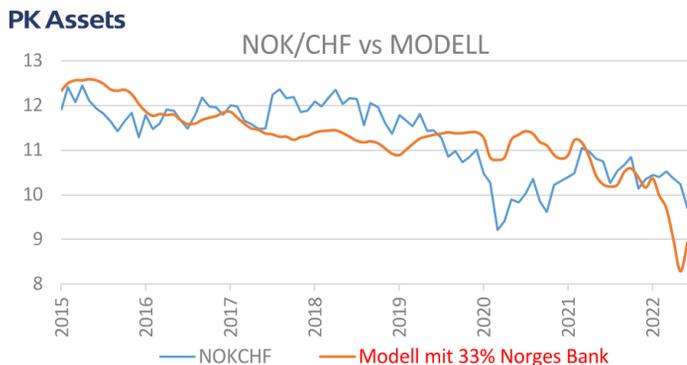
Das ist offensichtlich im 2022 passiert und hat den NOK massiv nach unten getrieben

NOK/CHF: Spezialfall!!!!

Währungsmodell **ohne** Notenbank-FX-Transaktionen



Währungsmodell **mit 33%** Notenbank-FX-Transaktionen



Wie interpretieren?

Das Wohl und Wehe des NOK hängt an den NOK-Käufen/Verkäufen der Notenbank!!!

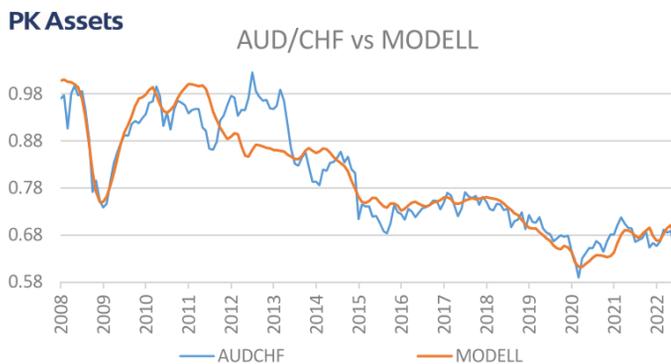
1. *Fundamental billig*
2. *Risk Off hilft nicht*
3. *Wechselkurs durch NOK-Käufe verhagelt*

REER: Tief bewertet

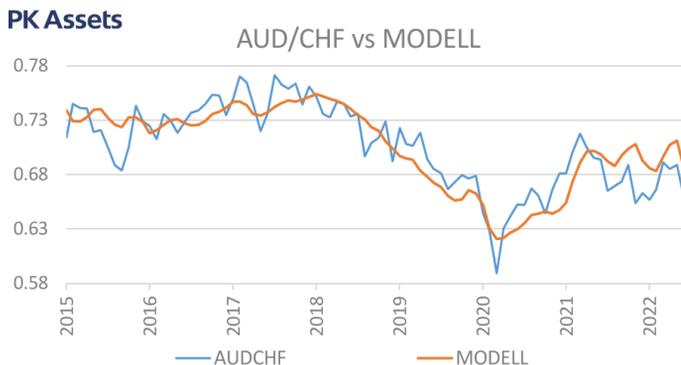
Baut man nur schon 33% Gewicht für die NOK Verkäufe/Käufe der Norges Bank ein, dann verreisst es das Modell komplett nach unten

AUD/CHF: *Fair gepriced*

Modell 2008-2022



Modell 2015 - 2022



Aktuell fair gepriced:

Momentum dreht in der Bewertung aber im Risk-Off nicht realistisch

1. *Fundamental fair*
2. *Inflationserwartungen helfen dem AUD (noch) nicht*
3. *Die massive Unterstützung von den Commodities bröckelt*
4. *Risk Off drückt massiv auf den AUD*

REER: Mittel bis hoch bewertet

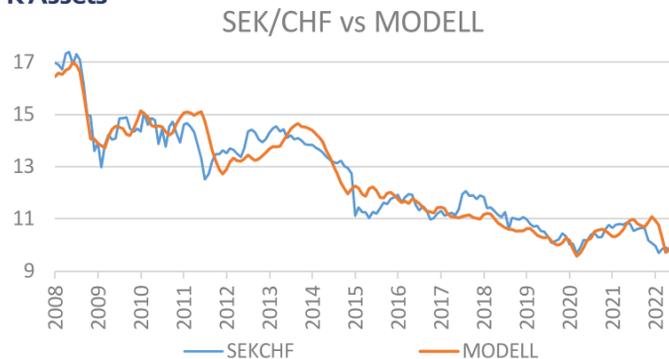
Wichtigste Modelltreiber:

- 46% Realzinsen
- 12% Bonität
- 17% Commodities
- 7% Aktienmärkte
- 3% Globale Liq
- 5% Inflationserwartungen
- 5% Finanzvolatilität

SEK/CHF: *Günstig*

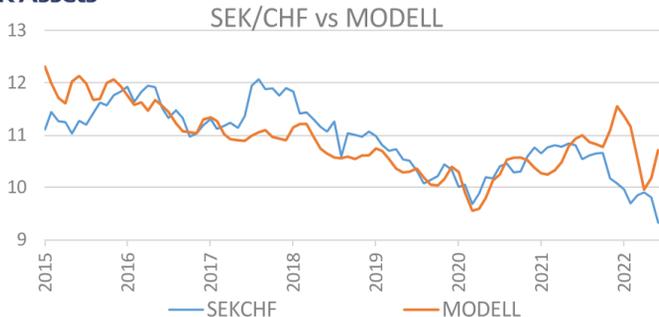
Modell 2008-2022

PK Assets



Modell 2015 - 2022

PK Assets



Aktuell günstig gepricing:

Zu zögerlich bei den Zinserhöhungen für eine Belebung

1. *Fundamental günstig!*
2. *Rechnet man mit Inflationserwartungen statt mit dem CPI, dann wäre der Case für SEK extrem bullish*
3. *Risk Off drückt massiv auf den SEK*

REER: Tief bewertet

Wichtigste Modelltreiber:

62% Realzinsen
21% Inflationserwartungen
10% Commodities

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