

FX-Marktbericht

Q3 2022

Zorca Asset Management AG

30.09.2022

Ihr Ansprechpartner

Unternehmen
Kontaktpersonen

7orca Asset Management AG
Jasper Düx, CIO
jasper.duex@7orca.com
+49 40 33 460 46 20

Maximilian Kühl, Senior Quant & Economic Researcher
maximilian.kuehl@7orca.com
+49 40 33 460 46 25

Adresse
Telefonnummer

Am Sandtorkai 77, 20457 Hamburg
+49 40 33 460 460

Webseite

www.7orca.com

Geldpolitik

Zögerliche EZB. Aggressive Fed

Die globale Straffung der Geldpolitik setzte sich fort und begann im relevanten Maße nun auch in Europa. So setzte die EZB im September den Einlagenzinssatz auf +75 Basispunkte (BP) und damit erstmalig seit 2014 in den positiven Bereich. Die EZB führte darüber hinaus im Zuge des Zinsanstiegs das sogenannte Transmission Protection Instrument (TPI) ein. Dies soll ein homogenes Wirken der Geldpolitik über die Eurostaaten hinweg sicherstellen. Zusammen mit dem PEP-Programm steht der EZB ein breites Instrumentarium zur Verfügung, die Zinsspreads in den Eurostaaten geschlossen zu halten und somit hochverschuldete Staaten zu stützen. Der Chefvolkswirt der EZB Philip Lane stellt nun eine Reihe von höheren Zinsanstiegen in Aussicht.

Die Fed in den USA (+75BP), die BoE in England (+50BP), die kanadische Zentralbank (+75BP), die RBA (+50BP) sowie eine Reihe weiterer Zentralbanken in den Emerging Markets haben den Zinszyklus konsequent fortgesetzt und die Leitzinsen in ihren letzten Sitzungen ansteigen lassen.

Das erste relevante Agieren der EZB hat in diesem Zusammenhang zu einer Stabilisierung der derzeit hohen Währungssicherungskosten geführt. Der Euro wertete in diesem Zinsumfeld gegenüber einer Vielzahl von Währungen ab. Ausnahmen bilden das realökonomisch und politisch belastete britische Pfund sowie der monetär geschwächte japanische Yen.

Konjunktur

Rezession scheint unvermeidbar

Derzeit weisen viele makroökonomische Indikatoren auf eine Abkühlung der realwirtschaftlichen Aktivität hin. So sanken in Europäischen Ländern sowie dem UK und ozeanischen Staaten die jeweiligen Einkaufsmanagerindizes sowie das Industrieproduktionswachstum deutlich. Sentiment-Indizes, wie beispielsweise der OECD sanken sowohl auf der Konsumenten- (-2,7%) als auch auf der Unternehmensseite (-1,7%) seit Jahresbeginn erheblich und befinden sich beispielsweise im UK für die Konsumenten auf dem tiefsten, je gemessenen Stand.

Das derzeit noch global positive Wirtschaftswachstum lässt sich durch eine weiterhin stattfindende Post-Covid Recovery erklären, welche in einer derzeit niedrigen Arbeitslosigkeit widerspiegelt wird. Die beschriebene wirtschaftliche Abkühlung führt zu umfassenden Safe-Haven Inflows in den USD.

Preisentwicklung

Inflation, Ursache des Strukturbruchs

Die Preisdynamik ist weiterhin auf einem besorgniserregenden Niveau. Viele Prognosen, wie beispielsweise in Europa, wurden auch für das kommende Jahr nach oben revidiert und befinden sich deutlich über dem avisierten 2% Ziel. Zweistellige Inflationszahlen sind zum Jahresende für das UK und Deutschland prognostiziert und in Staaten wie den Niederlanden bereits Realität. Frühindikatoren, wie die Erzeugerpreise in Deutschland (+45,8%), die sich im Durchschnitt mit einiger zeitlicher Verschiebung zu etwa einem Drittel im Konsumentenindex niederschlagen, deuten auf einen weiteren Anstieg der Verbraucherpreise hin. Dies setzt Zentralbanken weiter unter Druck die Geldpolitik zu straffen. Jerome Powell beschreibt die Bekämpfung der Inflation in den USA als derzeit alleinige geldpolitische Priorität. Es ist in diesem Umfeld weiterhin mit erheblichen Schwankungen an den Devisenmärkten zu rechnen.

Geopolitik

Volatile Rohstoffmärkte – ein politisches Phänomen

Der russische Angriffskrieg führt weiterhin zu massiven Angebotsdefiziten an den Energiemärkten. Insbesondere in Deutschland könnte dies zu Versorgungsengpässen führen. Die OPEC+ verkündeten im September eine leichte Kürzung der Ölproduktion, um das für sie attraktive preisliche Umfeld aufrecht zu erhalten. Rohstoffexportierende Staaten profitieren in diesem Umfeld, was sich in einer positiven Handels- und Leistungsbilanzentwicklung und in der Konsequenz starken Währungen niederschlägt. Rohstoffimportierende Länder wie beispielsweise in der Eurozone, zeigen über einen Handelsbilanzeffekt eine sachlogisch negative Leistungsbilanzentwicklung auf. Eine kontrahierende Weltwirtschaft und ein kollabierender chinesischer Bausektor könnten Abwärtsimpulse für das Preisniveau konjunktursensitiver Rohstoffe senden.

Europa und die USA Fed gibt weiterhin den Ton an

“Price stability is the responsibility of the Federal Reserve and serves as the bedrock of our economy. Without price stability, the economy does not work for anyone.”

Jerome Powell (Jackson Hole 2022)

Geldpolitik

US-Bazooka, EU-Steinschleuder

Die Fed gibt derzeit ein klares Signal an die Märkte. Solange die Inflation nicht in den gewünschten Korridor zurückkehrt, wird die restriktive Geldpolitik der Zinssteigerung fortgesetzt. Dies spiegelt sich in den jüngst deutlichen Zinsschritten von jeweils 75 Basispunkten im Juli sowie im September wider. Es wird derzeit häufig die Analogie zu den Ölpreisschocks der 70er Jahre bemüht, in der die FED schlussendlich mit einem massiven Anstieg der Leitzinsen auf 20% die Inflationsdynamik brach und Dekaden der stabilen Preise einleitete.

Auch wenn dieser Vergleich nur bedingt greift, so zeigt er doch den uneingeschränkten Willen der Fed durch eine angemessene Zinspolitik, die überhitzte US-Ökonomie abzukühlen. Im gleichen Atemzug begann im Juni die angekündigte Bilanzverkürzung der Fed, in der auslaufende Staatsanleihen und Mortgage Backed Securities nicht durch Reinvestitionen ersetzt wurden. Das Tempo der Reduktion soll sukzessive auf eine monatliche Zielgröße von USD 95 Mrd. erhöht werden, um die auf fast USD 9 Billionen aufgeblähte Bilanz zu normalisieren.

Im direkten Vergleich ist die Geldpolitik der EZB nach wie vor sehr locker. Die jüngsten 75 Basispunkte Zinserhöhung werden mit dem Begriff „front-loading“ begleitet. Übersetzt bedeutet dies, dass das Zinsniveau, welches die EZB mittelfristig ins Auge fasst, nicht tangiert wird. Vielmehr werden die ohnehin geplanten Anstiege zeitlich vorgezogen. Dies stabilisierte nun in der kurzen Frist den bisher stattgefundenen Wertverfall des EUR und ebenso die auf zwischenzeitlich fast 3% p.a. angestiegenen Sicherungskosten eines USD-Hedges.

Preisentwicklung

Heterogenes Bild mit homogener Tendenz nach oben

Der global tonangebende Faktor für Geld- und Fiskalpolitik und in der Konsequenz die Devisenmärkte ist weiterhin die Preisentwicklung. In den USA sanken die Konsumentenpreise leicht auf 8,3% (-0,2% zum Vormonat), allerdings ist hier der Rückgang primär durch eine Reduktion der Energiepreise zu erklären. Die für die langfristige Dynamik relevantere Kerninflation ist in den USA inzwischen auf 6,3%

EUR/USD Wechselkurs & Sicherungskosten



(+0,4%) angestiegen. In der Eurozone ist das Bild auf hohem Niveau heterogen. In Estland befindet sich die Inflationsrate auf nunmehr 24,8% (+2%) während in Frankreich diese mit 5,6% zu beziffern ist. In der Währungsunion als Ganzes liegt sie bei 10,0%. Somit liegt das Realzinsdifferential, welches den Abwertungsdruck auf den EUR/USD Wechselkurs begründet, weiterhin stark zu Ungunsten des EUR. Um eine nachhaltige Stabilisierung des Wechselkurses und des Preisniveaus zu erreichen, sollte eine Abfolge weiterer Zinsschritte von Nöten sein.

Nach vorne gerichtet sollte sich die Preisentwicklung in den USA, flankiert von einer mittelfristig offensiven Geldpolitik der Fed, im kommenden Jahr entschleunigen. Eine Umfrage professioneller Prognostiker, durchgeführt von der Fed-Philadelphia ging zuletzt von Preissteigerungsraten i.H.v. 3,2% im Jahr 2023 aus. In Deutschland gehen die Herbstprognosen des Münchener ifo-Wirtschaftsforschungsinstituts und des Kieler Instituts für Weltwirtschaft (IfW) von einem Inflationshöhepunkt erst im kommenden Jahr in Deutschland aus, was durch ein massives Angebotsdefizit auf dem Energiemarkt begründet ist. Dieses Defizit sollte sich auch in den europäischen Partnerstaaten niederschlagen, da der deutsche Nachfrageüberhang auf den europäischen Energiemarkt als Ganzes wirkt.

Konjunktur

Globale Abkühlung

Das laufende Quartal wird durch eine Abkühlung der globalen Wirtschaft geprägt sein. In Bezug auf den Währungsmarkt ist hier die relative Betrachtung des Euroraumes zu anderen Währungsräumen, insbesondere den USA, relevant.

Die belastenden Faktoren für die Industrie in den USA sind derzeit u.a.:

- i) Die steigenden Refinanzierungskosten aus der restriktiveren Geldpolitik.
- ii) Der Preisdruck, der sich auf die Gewinnmargen auswirkt.
- iii) Der gestresste Arbeitsmarkt, der die Lohnstückkosten nach oben treibt.

Während die Arbeitslosigkeit in den USA vor einem Jahr noch bei rund 5% lag, so ist sie auf ein Niveau von nunmehr 3,7% gesunken. Dies schlägt sich in einer Steigerung der Lohnstückkosten um 10,2% nieder und in zuletzt sinkenden US-Nettogewinnmargen (durchschnittlich -0,4% im S&P 500). Der Einkaufsmanagerindex in den USA liegt derzeit mit einem aktuellen Wert von 52,8 noch oberhalb der Expansionschwelle von 50. Das angespannte konjunkturelle Umfeld befeuerte auch die für den USD typische Safe-Haven Eigenschaft. Der handelsgewichtete USD-Index DXY stieg in diesem Zusammenhang seit dem Jahresbeginn um rd. 17%.

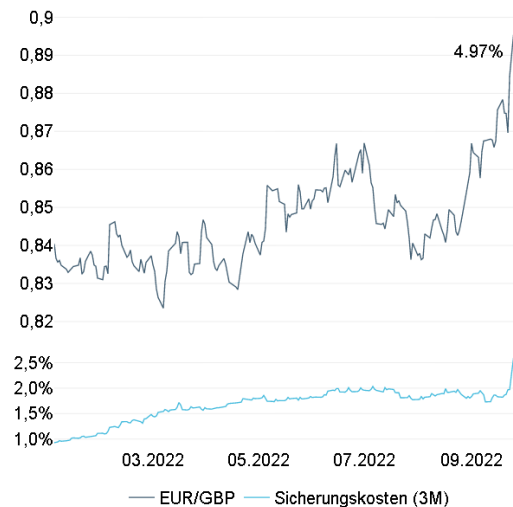
Die benannten Faktoren sind in unterschiedlicher Intensität auch in Europa von Relevanz. Der Faktor des Preisdrucks wirkt allerdings durch wesentlich höhere Energiekosten potenziert. Sowohl das ifo-Institut (-0,3% Jahreswachstum) als auch das IfW (-0,7%) prognostizieren in ihrem Herbstausblick einen Einbruch der deutschen Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr. Dies sollte auch die europäische Wachstumskraft, für welche ein rezessives Jahr 2023 projiziert wird, negativ beeinflussen und könnte schwächend auf den EUR wirken.

Geopolitik

Europas Wirtschaftskraft unter Druck, USA resilienter

Der russische Angriffskrieg und der daraus resultierende Wirtschaftskrieg zwischen der westlichen Welt und Russland belastet Europas Wirtschaftskraft und Energieversorgung. Relativ zu den USA liegt hier die Vulnerabilität wesentlich höher, was das Preisniveau, die Zentralbankaktivität und in der Konsequenz auch den Wechselkurs beeinflusst. Eine Fortsetzung des Konfliktes wirkt negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit Europas, welche das gesamtwirtschaftliche Preisniveau (den Wechselkurs) mitbestimmt.

EUR/GBP Wechselkurs & Sicherungskosten



Großbritannien

Ausblick trübt sich weiter ein

Geldpolitik, Preisentwicklung & Konjunktur

Hohes Leistungsbilanzdefizit

Das Geldmarktkomitee der Bank of England (BoE) stimmte im August für einen Zinsanstieg um 50 BP und im September um erneut 50 BP auf nun 2,25%. Damit reagierte die BoE auf neue Inflationsprojektionen, die einen Anstieg des Preisniveaus von derzeit 9,9% auf mehr als 13% in den kommenden Monaten in UK implizieren. Steigende Energiepreise und ein angespanntes Handelsverhältnis zur EU resultieren in einem ungewöhnlich hohen Leistungsbilanzdefizit.

Dieses ökonomische Umfeld ließ das Wirtschaftswachstum im vergangenen Quartal ins Negative drehen (-0,1%). Von der OECD gemessene Stimmungsumfragen signalisieren ein Rekordtief auf der Konsumentenseite von rd. 93 und damit deutlich unterhalb der Expansionsschwelle von 100. Auch der vielbeachtete Einkaufsmanagerindex unterschritt die Expansionsschwelle von 50 und liegt derzeit bei 47,3. Das Wachstum der Industrieproduktion sank zum Vormonat von 2,4% auf zuletzt nur noch 1,1%.

In der Konsequenz des negativen aktuellen ökonomischen Umfelds wertete das britische Pfund gegenüber dem EUR, trotz einer restriktiveren britischen Geldpolitik, weiter ab.

Politisches Umfeld

Fehlgerichtete fiskalische Maßnahmen, GBP auf Rekordtief

Die angeschlagene britische Wirtschaft wurde an eine neue politische Führung übergeben. Im September wurde Liz Truss von den regierenden Tories zur neuen Premierministerin Großbritanniens gewählt. Die angekündigte Agenda steht derzeit im Fokus der Devisenmärkte. Mrs. Truss möchte die britische Wirtschaft mit weitreichenden Steuerreduktionen beleben und eine schuldenfinanzierten Strompreisgarantie für britische Haushalte auf die kommenden zwei Jahre aussprechen. Insbesondere letzteres könnte den Staatshaushalt in Großbritannien massiv belasten. Schätzungen der britischen Regierung gehen von Kosten in Höhe von rd. GBP 200 Mrd. (rd. EUR 220 Mrd.) aus.

Diese umfassenden und unspezifischen staatlichen Fiskalstimuli könnten die Inflationsentwicklung verstärken, das Leistungsbilanzdefizit über Kapitalabflüsse weiter ausbauen und im Extremfall zu einer Zahlungsbilanzkrise führen. Dies sendet weitere und substanzielle Abwertungsimpulse in Richtung des britischen Pfundes und führt zu einem starken Anstieg in den Refinanzierungskosten des britischen Staates. Für 10-jährige Staatsanleihen wird inzwischen eine Rendite von 4,5% fällig und dies bei einer in Teilen invertierten Zinsstrukturkurve.

Japan

Dovish um jeden Preis?

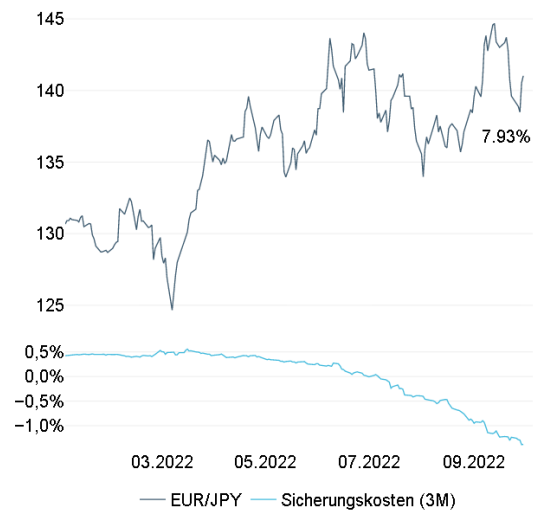
Geldpolitik

Niedrige Zinsen, whatever it takes?

Die japanische Geldpolitik divergiert nach wie vor vom globalen Trend. Die strikt lockere Geldpolitik, die eine Deckelung des Zinsniveaus bis zum langen Ende der Zinsstruktur (10 Jahre zu 0%) vorsieht, führte zu einer beschleunigten Abwertung des JPY gegenüber dem EUR. Dies spiegelt sich, nach dem jüngsten Zinsschritt der EZB, auch in einem wachsenden Sicherungsertrag beim Abschluss eines JPY-Hedges von aktuell rd. 1% p.a. wider. Die Bank of Japan (BoJ) betont weiterhin, dass die expansive Geldpolitik so lange fortgesetzt wird, bis die jährlichen Inflationsraten abzüglich Nahrungsmittelpreise das 2% Ziel nachhaltig überschreiten.

Die einseitige Wechselkursentwicklung, insbesondere gegenüber dem USD, führten im September zu der Aussage, dass sich die Regierung Marktinterventionen bei einem weiteren Verfall vorbehält. Die letzte Intervention der japanischen Zentralbank fand während der asiatischen Finanzkrise zum Ende der 1990er statt.

EUR/JPY Wechselkurs & Sicherungskosten



Trotz dessen nahm die BoJ aufgrund des massiven Abwertungsdrucks des JPY eine Intervention vor und erreichte zwischenzeitlich eine Stabilisierung der Währung. Es bleibt fragwürdig, ob es langfristige Erfolgsaussichten im Sinne einer Trendumkehr gibt, bei der immer weiter auseinanderdriftenden Geldpolitik.

Preisentwicklung & Konjunktur

Subventionspolitik vermindert Teuerung

Die Inflationsrate in Japan blieb im vergangenen Monat auf einem im globalen Vergleich niedrigen Niveau von 3,0%. Dies hat sich zum Vorquartal kaum merklich um 0,5% erhöht. Potenzielle Ursachen könnten nach dem aktuellen Papier von Schnabl und Mayer (2022) die massive Subventionspakete der japanischen Regierung darstellen. Diese umfassten zum Höhepunkt der Coronapandemie 24,1% der japanischen Wirtschaftsleistung. In der Konsequenz hat die japanische Industrie ein größeres Potential, externe Preisschocks in ihren Margen zu absorbieren und diese nicht an die Konsumenten weiterzugeben. Symptomatisch für dieses Phänomen sei das Auseinanderlaufen der Produzenten- und Konsumentenpreise, was derzeit zu beobachten ist.

Auch eine schwache Binnenwirtschaft und zurückhaltende Lohnentwicklung sowie eine hohe Neigung im Ausland zu investieren, werden als Gründe benannt.

Das derzeitige stabile Preisniveau zeigt sich auch in einer, im internationalen Vergleich, robusten Wachstumsaussicht der japanischen Wirtschaft. So schreibt die BoJ in ihrem konjunkturellen Ausblick, dass sie zwar von einer Abkühlung im laufenden fiskalischen Jahr ausgehen, allerdings bereits im kommenden Jahr mit einer robusten Expansion (+2% Realwirtschaftliches Wachstum) rechnen.

Die aktuelle Abkühlung wird hierbei mit einem Rückgang im Exportgeschäft und angebotsseitigen Friktionen verargumentiert und ist in einem leichten Rückgang des Einkaufsmanagerindex zu beobachten (51,5 Punkte im August 2022).

Das stabile makroökonomische Umfeld spricht derzeit, insbesondere unter Berücksichtigung des zuvor beschriebenen negativen Ausblicks in anderen Wirtschaftsräumen, für etwaige spekulative Übertreibungen in der Abwertung des JPY. Aufgrund der traditionellen Safe-Haven Eigenschaft des JPY ist die derzeitige massive Abwertung zumindest historisch untypisch.

Australien & Kanada

Starke Währungen durch teure Exporte

Geldpolitik & Preisniveau

Weiter steigende Zinsen

Sowohl die australische (RBA), als auch die kanadische Zentralbank (BoC) setzten die bereits zum Jahresbeginn eingeleitete geldpolitische Straffung weiter fort. So erhöhte die RBA im Juli sowie auch im August die Zinssätze um jeweils 50 BP. Die traditionell an der Fed orientierte BoC setzte mit einem Zinsschritt von zuletzt 75 BP den Zinssatz auf 3,25% fest. Als Argumentationsbasis für beide Entscheidungen gilt primär das angespannte Preisniveau, von welchem die beiden Länder allerdings auf der Exportseite profitieren können und was in einer gestärkten Währung mündete.

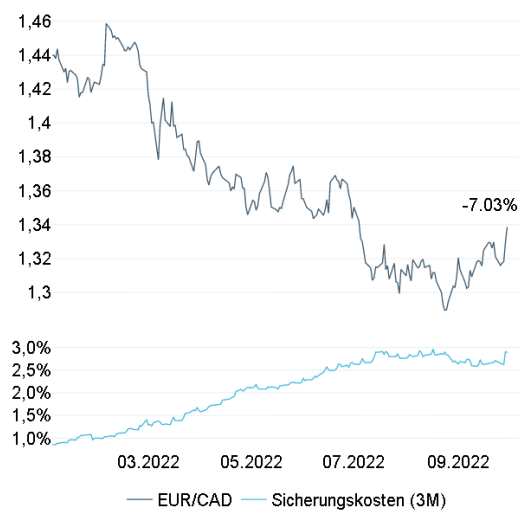
Konjunktur und Geopolitik

Rohstoffnachfrage stärkt Handelsbilanz

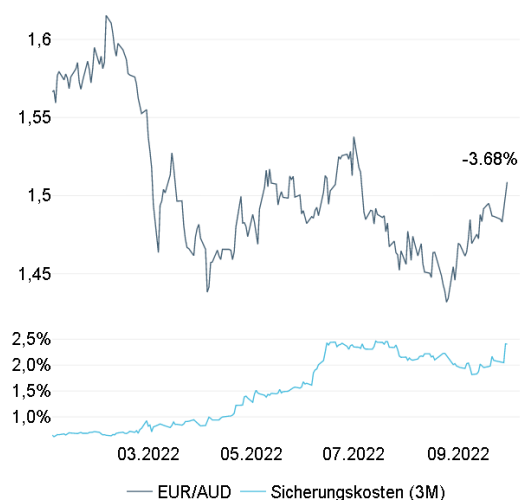
Der Energiesektor ist für Kanada von höchster Relevanz. Im Jahr 2019 lag der BIP-Beitrag hier laut der Western University in Kanada bei rund 9,5%. Auch wenn noch keine Zahlen für das Jahr 2022 vorliegen, so ist doch aufgrund des angebotsseitigen Energiepreisschocks mit einem erheblich gesteigerten Ergebnisbeitrag zu rechnen. Eine Indikation bietet hierfür das 10-Jahres High des Handelsbilanzüberschusses (CAD 4 Mrd.), welcher in den vergangenen Jahren strukturell eher negativ war.

Die Geld- und Geopolitische Gemengelage führte im Resultat zu einem stark aufgewerteten CAD gegenüber dem EUR. Die jüngst signalisierte Bereitschaft der OPEC+ die Ölproduktion in der angespannten Situation zu reduzieren und den Preis dadurch weiter nach

EUR/CAD Wechselkurs & Sicherungskosten



EUR/AUD Wechselkurs & Sicherungskosten



oben zu treiben, könnte weitere Aufwertungsimpulse für den CAD setzen.

Der ebenfalls durch Rohstoffpreise gestützte australische Dollar (AUD) wertete auf Quartals- und Jahressicht weiter auf. Hier ist das Bild allerdings differenzierter, da die eingeschränkte chinesische Ökonomie und ein instabiler Immobiliensektor die Exportseite immer wieder belasteten. Insbesondere der für Australien wichtige Eisenerzexport ist im Juli um rund 20% zum Vormonat und sogar rund 80% im Vergleich zum Höchststand im Jahr 2021 eingebrochen. Dies zeigt sich auch in einem reduzierten, aber immer noch positiven, Handelsbilanzüberschuss.

Nach vorne blickend sind die chinesischen Corona-Lockerungen und die Erholung im Bausektor maßgeblich für die australische Ökonomie und gleichsam für die Währungsentwicklung.

Disclaimer

Die in diesem Dokument vorgestellte Strategie zur Absicherung von Währungsrisiken (Currency Overlay Management) richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger i. S. d. WpHG und kann auch nur für solche Anleger (typischerweise in einer Fondsstruktur) umgesetzt werden. Sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben basieren auf der standardisierten Ausgestaltung der aktiven Currency Overlay Management-Strategie, die zu marktüblichen Durchschnittskosten ausgeführt wurde. Nähere Informationen zu diesem Standard-Investment-Prozess können Sie dem Generic RfP entnehmen, der jederzeit auf Rückfrage bei der 7orca Asset Management AG erhältlich ist. Aufgrund der unterschiedlichen Investorenbedürfnisse und -situation sowie der daraus resultierenden, spezifischen Preisgestaltung bleiben weitere, individuelle Kosten für Verwaltung und Verwahrung unberücksichtigt. Doch erstellt 7orca Asset Management AG Ihnen gerne ein spezifisches Angebot, welches Ihre individuellen Anforderungen und Gegebenheiten reflektiert. Die Anlagestrategie einer aktiven Währungssicherung hat einen trendfolgenden Charakter. Unter denselben Marktbedingungen sollte sie daher zu denselben Ergebnissen führen. Da sich die Marktbedingungen regelmäßig aber nicht in identischer Form wiederholen, können die in diesem Dokument aufgeführten Sicherungsquoten und Performancekennzahlen zwar die Charakteristik unserer Strategie verdeutlichen. **Sie beziehen sich aber auf die vergangenen Preisentwicklungen von Währungspaaren und sind damit kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.** Alle Informationen dieses Dokuments wurden nach bestem Wissen auf Grundlage der uns verfügbaren Daten erstellt. Eine zivilrechtliche Haftung kann diesbezüglich dennoch nicht übernommen werden. Hinweise auf konkrete Finanzinstrumente sind rein exemplarisch und keinesfalls als Empfehlungen im Sinne einer Anlageberatung zu verstehen. Eine Veröffentlichung der 7orca Asset Management AG. (30.09.2022)