

WisdomTree: Währungsausblick 2020

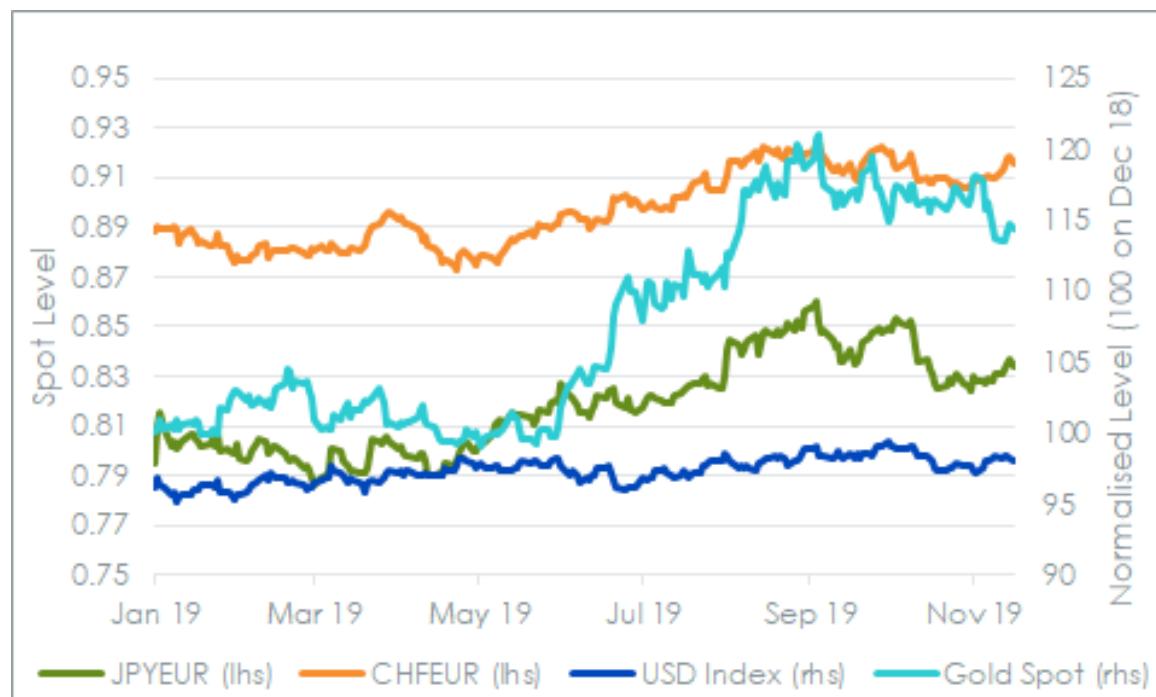
Sichere Währungen aufgrund des globalen Konjunkturabschwungs beliebt

- + Es ist wahrscheinlich, dass sichere Währungen auch 2020 stark bleiben werden.
- + Renminbi (CNZ) und Euro (EUR) leiden unter Handelskonflikten.
- + Das Währungs-Score von WisdomTree hebt den US-Dollar (USD) als rundum starke Währung hervor, deutet aber darauf hin, dass Rohstoffwährungen wie der neuseeländische Dollar (NZD) oder die norwegische Krone (NOK) für positive Überraschungen sorgen könnten.

Rückblick auf 2019 und Ausblick auf 2020 basieren auf makroökonomischen Trends

Das vergangene Jahr war von einer erhöhten Nachfrage nach historisch sicheren Währungen geprägt. Der US-Dollar, der japanische Yen (JPY), der Schweizer Franken (CHF) – und sogar die Pseudo-Währung Gold – konnten alle Aufwertungen verzeichnen. Die Tatsache, dass sowohl Gold als auch der US-Dollar im Wert gestiegen sind, spiegelt die Angst der Investoren auf vielsagende Weise wider.

Abb.1 Sichere Vermögenswerte verzeichnen Wertanstieg



Quellen: WisdomTree, Bloomberg. Stand: 15. November 2019. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und der Wert von Anlagen kann fallen. Ein direktes Investment innerhalb eines Index ist nicht möglich.

Da die Handelskonflikte im vergangenen Jahr Dreh- und Angelpunkt der Marktdynamik waren, überrascht es im Rückblick nicht, dass der Renminbi (CNY) um –2,75 Prozent an Wert

verloren hat. Die Aussicht auf schwächere Wirtschaftsergebnisse, die auf Protektionismus im Handel und eine aufgeblähte Inlandsverschuldung zurückzuführen sind, führen uns zu der Annahme, dass dies im Ergebnis unumgänglich war. Es überrascht uns jedoch, dass die chinesischen Behörden die Währung so stark an Wert haben verlieren lassen. 2015 wurde China vom Markt für eine starke Währungsabwertung abgestraft. 2019 wurde eine allmähliche Abwertung allgemein besser akzeptiert.

Abb. 2: Chinas schwächelnder Wechselkurs

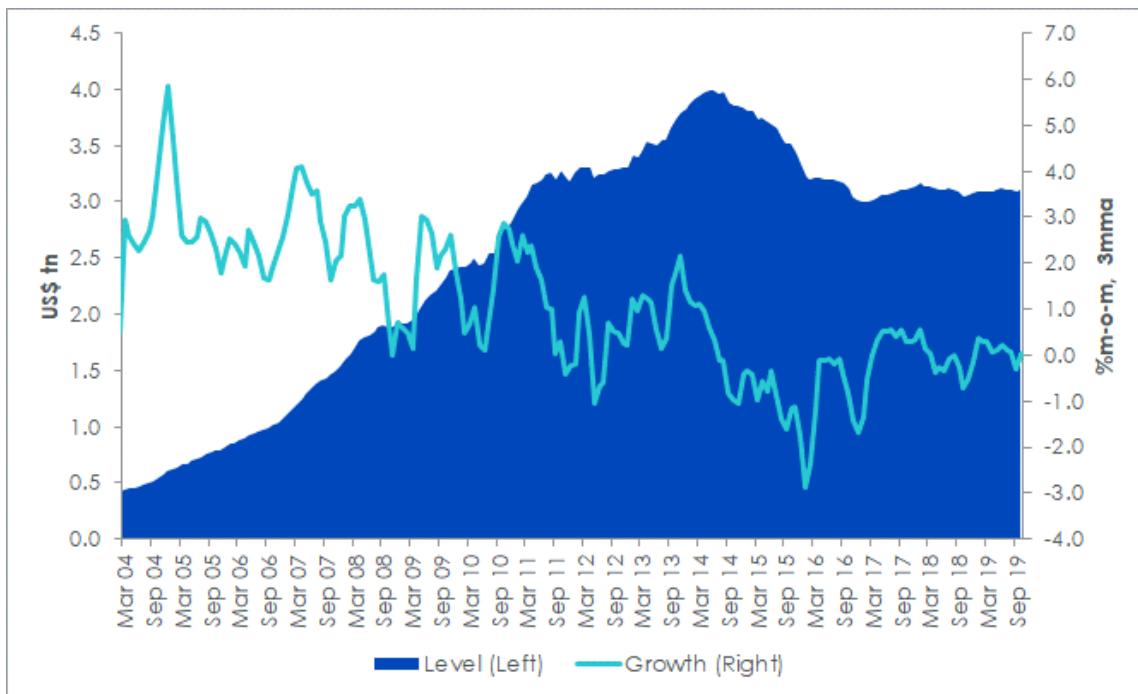


Hinweis: Am 16. April 2016 wurde der Bereich auf 1 % um die offizielle Mitte festgelegt.

Quellen: WisdomTree, Bloomberg. Stand: 15. November 2019. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und der Wert von Anlagen kann fallen.

Ein direktes Investment innerhalb eines Index ist nicht möglich. Sollten wir uns 2020 in eine weltweite Rezession begeben, wird China darauf anders reagieren als 2008, als es trotz nachgebender Exporte an der Währungsaufwertung festhielt. Das Land spielte die Rolle eines globalen Stoßdämpfers und wir bezweifeln, dass es diese Rolle erneut übernehmen wird. Wir hegen Zweifel daran, dass China seine Devisenreserven (FX) abbauen wird, um seine Währung damit künstlich zu stützen, sondern eine Geldentwertung aus Wettbewerbsgründen in Kauf nehmen wird, um sich gegen den Handelsprotektionismus zu stemmen.

Abb. 3: Chinesische Devisenreserven



Quellen: WisdomTree, Bloomberg. Stand: 30. Oktober 2019. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und der Wert von Anlagen kann fallen. Ein direktes Investment innerhalb eines Index ist nicht möglich.

Der Euro – der sich ebenfalls im Fadenkreuz der US-Handelspolitik befindet – hat sich im vergangenen Jahr schwach entwickelt, was sich unseren Erwartungen nach fortsetzen wird, falls die USA mit ihren Versprechen zur Senkung des Handelsdefizits Ernst machen sollten. Hiervon wäre vor allem der Automobilsektor betroffen. Wie wir in unserer Einführung vermerkt haben, könnten sich diese Trends umkehren: Sichere Währungen könnten aus der Mode kommen und bei den wegen der Handelskonflikte gebeutelten Währungen Renminbi und Euro könnte es zu einer Aufwertung kommen, sollte man sich gütlich einigen.

Ausblick nach Scorecard-Heatmap

Bei WisdomTree haben wir eine Scorecard-Heatmap für frei gehandelte Währungspaare entwickelt (d. h. nicht für den Renminbi usw.). Die Scorecard greift in Perioden mit hohem Risiko. In unserem ersten Ausblick erläutern wie die Konzepte, die hinter den Scores stehen. In künftigen Ausblicken werden wir uns jedoch stärker mit den Ergebnissen befassen.

Hintergründe der Heatmap

Im Zusammenhang mit dem Verhalten der Wechselkurse im Zeitablauf sind für Fachleute tendenziell zwei unterschiedliche vorherrschende Marktstände erkennbar: risikobereit („risk-on“) und risikoavers („risk-off“). In risikoaversen Perioden gewinnen „Risk-off“-Währungen wie der US-Dollar, der japanische Yen und der Schweizer Franken tendenziell gegenüber G10- und Schwellenmarktwährungen („Risk-on“-Währungen) an Wert. Während dieser Episoden steigt die Korrelation aller „Risk-on“-Währungen deutlich an und dieses Muster übt hohen Einfluss auf den Markt aus. Außerhalb dieser risikoaversen Ereignisse (De Bock R. und De Carvalho Filho I., 2013) orientiert sich das Verhalten jedes Währungspaares stärker an seinen eigenen Fundamentaldaten. Um diese Fundamentaldaten zusammenzufassen und zu klassifizieren, führen wir ein Scoring-System ein, das auf sechs

Indikatoren basiert: Zinsdifferenz (Carry), Momentum, Value, Konsens, Kurvensteigung und Kurvenveränderung.

Zinsdifferenz (Carry)

Der Carry-Trade definiert sich als Investment in Hochzinswährungen, bei dem die Finanzierung des Investments aus einer Währung mit niedrigen Zinsen stammt. Deshalb wird ein Hause-Signal gegeben, wenn es sich bei der Basiswährung des Währungspaares um eine Währung mit höherem Ertrag handelt. Carry ist eine sehr gut dokumentierte Prämie auf den Devisenmärkten (Bilson, 1981, und Fama, 1984).

Momentum

Momentum, die Beziehung zwischen der Rendite eines Vermögenswerts und seiner aktuellen relativen Performance-Historie, ist eines der am meisten untersuchten Marktphänomene. Seine Existenz und Persistenz konnten über unterschiedliche Anlageklassen hinweg und insbesondere bei Devisen beobachtet werden (Asness, C.S. und Moskowitz, T.J. und Pedersen, L.H., 2012). Das Signal für eine Hause ist dann gegeben, wenn die 12-monatige Performance, um einen Monat verschoben, hoch ist.

Value

Das Value-Signal basiert auf der Vorstellung des Zeitwerts, der im Fall von Devisen der Kaufkraftparität (Purchasing Power Parity, PPP) entspricht. Diesem Konzept zufolge sollte der Wechselkurs zwischen zwei Ländern die Kosten für Waren ausgleichen. Ein Währungspaar lässt sich tendenziell an einem solchen Niveau festmachen, weshalb ein Hause-Signal dann gegeben ist, wenn sich der aktuelle Kassakurs unter dem durch die Kaufkraftparität bedingten Stand befindet (unter der Annahme, dass Währungen mit der Zeit wieder in Richtung der Kaufkraftparität tendieren).

Konsens

Das Signal basiert auf der Positionierung des Kassakurses für das jeweilige Währungspaar relativ zur Kursprognose nach dem Bloomberg-Konsens am Ende des nächsten Quartals. Ein Hause-Signal ist dann gegeben, wenn das Währungspaar unterbewertet ist (Kassa ist niedriger als der Konsens). Dies ermöglicht es uns, unser Rahmenwerk um den Marktkonsens für das Währungspaar festzumachen.

Kurvenschiefe

Alle Variablen, die die Zinsstrukturkurven von Ländern beeinflussen, haben das Potenzial, eine Risikoprämie für Devisen vorherzusagen. Wie bereits erwähnt, wird Carry natürlich am häufigsten verwendet, aber auch das Zinsgefälle bzw. die Kurvensteigung (10 Jahre vs. 1 Monat) hat sich in gewisser Weise zur Vorhersage von Erträgen bewährt (Ang, A. und Chen, J.S. 2010). Ein Hause-Signal ist gegeben, wenn die Steigung der Basiswährungskurve niedriger ist als die der Fremdwährung.

Kurvenveränderung

Ähnlich wie bei der Kurvensteigung können auch Veränderungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve (d. h. die kurzfristigen Zinssätze) als gute Vorhersagemöglichkeit auf den Devisenmärkten herangezogen werden (Ang, A. und Chen, J.S. 2010). Ein Hause-Signal ist

dann gegeben, wenn der kurzfristige Zinssatz der Basiswährung sich positiver entwickelt hat als der der Fremdwährung in dem Währungspaar

Abb. 4: Unser Devisen-Scoring-System auf der Grundlage von sechs Indikatoren

	Spot	YTD Performance	Carry	Momentum	Value	Consensus	Curve Change	Curve Skewness
EURUSD	1.12	-2.8%	-2.3%	-3.9%	4.7%	-0.5%	0.2%	0.7%
GBPUSD	1.29	1.2%	-1.1%	-3.3%	2.4%	-3.1%	0.2%	0.3%
USDJPY	108.85	-0.8%	2.1%	-4.5%	-23.1%	-3.1%	-0.4%	-0.4%
AUDUSD	0.69	-2.1%	-1.0%	-5.0%	-2.1%	-2.9%	0.2%	0.6%
NZDUSD	0.64	-4.9%	-0.8%	-4.4%	-7.7%	-1.4%	-0.1%	0.5%
USDCAD	1.32	-3.5%	0.2%	1.0%	-9.1%	0.3%	-0.1%	-0.4%
EURCHF	1.10	-2.1%	0.2%	-4.6%	12.8%	-0.4%	-0.1%	0.0%
EURSEK	10.77	6.1%	-0.2%	3.0%	-34.6%	0.0%	0.0%	-0.2%
EURNOK	10.24	3.4%	-2.1%	3.9%	-20.3%	-3.1%	-0.2%	0.3%

Quellen: WisdomTree, Bloomberg. Stand: 30. September 2019. Britisches Pfund (GBP), schwedische Krone (SEK). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und der Wert von Anlagen kann fallen. Ein direktes Investment innerhalb eines Index ist nicht möglich.

Die obige Tabelle liefert die Ergebnisse der Scorecard für neun relevante Währungspaare. Alle Zellen in Grün weisen auf ein Hause-Signal für die Basiswährung hin (d. h. die Währung auf der linken Seite des Währungspaares) gegenüber der Fremdwährung (d. h. die Währung auf der rechten Seite des Währungspaares). Umgekehrt stehen alle roten Zellen für ein Baisse-Signal. Nehmen wir das Währungspaar USD/EUR als Beispiel:

- + Carry ist für den USD optimistisch, da der kurzfristige Zins um 2,5 % höher ist, d. h. der USD gewinnt gegenüber dem EUR an Stärke (EUR/USD würde nachgeben).
- + Die Kaufkraftparität liegt unterhalb des aktuellen Kassakurses, wodurch ein Baisse-Signal gegeben ist, d. h. der EUR gewinnt gegenüber dem USD an Stärke (EUR/USD würde steigen). Der Konsens verläuft recht flach.
- + Das Kursmomentum ist für den USD selbstverständlich stark optimistisch (siehe Rückblick 2019, EUR/USD würde nachgeben).
- + Die USD-Kurve verläuft flacher als die EUR-Zinsstrukturkurve – ebenfalls ein Hause-Signal für den USD.

Ergebnisse der Scorecard

- + Es ist wahrscheinlich, dass der USD gegenüber den meisten G10-Währungen selbst in einem risikobereiten Umfeld an Stärke gewinnen wird.
- + Der australische Dollar (AUD), eine Rohstoffwährung, wird voraussichtlich an Wert verlieren. Schon seit einiger Zeit wird der australische Dollar gegenüber den meisten G10-Währungen abgewertet und die meisten Signale lassen auf keine Besserung schließen.

+ Die meisten europäischen Währungen zeigen gewisse Schwächen, jedoch nicht die norwegische Krone (NOK), die zurzeit davon profitiert, dass sie recht günstig ist. Sie hat jedoch in Anbetracht der Performance ein schwieriges Jahr hinter sich.

+ Rohstoffwährungen wie der kanadische Dollar (CAD) und die NOK könnten in einem risikobereiten Umfeld für Überraschungen sorgen. Sie sind jedoch auch die Ersten, die in panischen Märkten Schaden nehmen würden.

Bibliography

Asness, C.S. and Moskowitz, T.J. and Pedersen, L.H., "Value and Momentum Everywhere" Chicago Booth Research Paper No. 12-53; (June 1, 2012).

Bilson, J.F.O. "The 'Speculative Efficiency' Hypothesis." *Journal of Business*, Vol. 54, No. 3, (June 1981), pp. 435-451.

De Bock R., and De Carvalho Filho I., "The Behavior of Currencies during Risk-off Episodes", IMF Working Paper 13/8 (2013, Washington: International Monetary Fund).

Fama, E., "Forward and Spot Exchange Rates," *Journal of Monetary Economics*, 14, (1984), pp. 319-338.

Ang, A. and Chen, J.S., "Yield Curve Predictors of Foreign Exchange Returns", AFA 2011 Denver Meetings Paper (March 13, 2010).

Wenn nichts anderes erwähnt ist, stammen die Daten von Bloomberg.

Important Information

Communications issued in the European Economic Area ("EEA"): This document has been issued and approved by WisdomTree Ireland Limited, which is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland.

Communications issued in jurisdictions outside of the EEA: This document has been issued and approved by WisdomTree UK Limited, which is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Conduct Authority.

WisdomTree Ireland Limited and WisdomTree UK Limited are each referred to as "WisdomTree" (as applicable). Our Conflicts of Interest Policy and Inventory are available on request.

For professional clients only. The information contained in this document is for your general information only and is neither an offer for sale nor a solicitation of an offer to buy securities or shares. This document should not be used as the basis for any investment decision. Investments may go up or down in value and you may lose some or all of the amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Any decision to invest should be based on the information contained in the appropriate prospectus and after seeking independent investment, tax and legal advice.

This document is not, and under no circumstances is to be construed as, an advertisement or any other step in furtherance of a public offering of shares or securities in the United States or any province or territory thereof. Neither this document nor any copy hereof should be taken, transmitted or distributed (directly or indirectly) into the United States.

This document may contain independent market commentary prepared by WisdomTree based on publicly available information. Although WisdomTree endeavours to ensure the accuracy of the content in this document, WisdomTree does not warrant or guarantee its accuracy or correctness. Any third party data providers used to source the information in this document make no warranties or representation of any kind relating to such data. Where WisdomTree has expressed its own opinions related to product or market activity, these views may change. Neither WisdomTree, nor any affiliate, nor any of their respective officers, directors, partners, or employees accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its contents.

This document may contain forward looking statements including statements regarding current expectations or beliefs with regards to the performance of certain assets classes and/or sectors. Forward looking statements are subject to certain risks, uncertainties and assumptions. There can be no assurance that such statements will be accurate and actual results could differ materially from those anticipated in such statements. WisdomTree strongly recommends that you do not place undue reliance on these forward-looking statements.

Any historical performance included in this document may be based on back testing. Back testing is the process of evaluating an investment strategy by applying it to historical data to simulate what the performance of such strategy would have been. However, back tested performance is purely hypothetical and is provided in this document solely for informational purposes. Back tested data does not represent actual performance and should not be interpreted as an indication of actual or future performance.

Forecasts are not an indicator of future performance and any investments are subject to risks and uncertainties.