

28. Februar 2023

Interview Maximilian Kühl, 7orca Asset Management AG

Die Attraktivität von Kanada-Investments gewinnen wieder an Bedeutung

RECan Global bietet in Partnerschaft mit der 7orca Asset Management AG Anlegern bezüglich seiner Luxemburger RECan Immobilienfonds mit Zielinvestments in Kanada ein optionales EUR/CAD Currency Overlay Management an. Maximilian Kühl ist Senior Quantitative & Economic Researcher bei der 7orca Asset Management AG in Hamburg. Mit seinem erfahrenen Team unterstützt das Unternehmen institutionelle Kunden mit maßgeschneiderten Lösungen zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken.

Die Corona-Pandemie ist weitgehend Vergangenheit, Russlands Krieg gegen die Ukraine ist nach wie vor im Gange. Ganz grundsätzlich: Wie beeinflussen diese Faktoren aktuell die Märkte?

Während der Corona Pandemie senkten fast alle wichtigen Zentralbanken ihre Zinsen auf historische Tiefststände, um die Wirtschaft geldpolitisch zu stützen. Gleichzeitig versuchten die jeweiligen Regierungen über fiskalische Stimuli die Haushalte zu stützen und die Nachfrageseite zu stabilisieren. Diese stark expansiven Maßnahmen trafen auf die aus der Corona-Pandemie gestörten Lieferketten. Durch diesen Nachfrageüberhang kam es zur höchsten Inflation seit dem Ölpreisschock in den 1970er Jahren. Um die Preisstabilität sicherzustellen, erhöhten einige Zentralbanken sehr schnell die Leitzinsen auf ein inzwischen restriktives Niveau. Dabei schloss sich die Europäische Zentralbank erst spät dem neuen Zinszyklus an.



Was die Währungsmärkte entsprechend reagieren ließ.

Ja, die Währungsmärkte reagierten wie üblich auf diese Ausweitung der Zinsdifferenzen über zwei Kanäle: Einerseits wurden durch das erhöhte Zinsniveau die entsprechenden Volkswirtschaften als Investitionsstandort attraktiver. Das waren beispielsweise für europäische Investoren die USA und Kanada. Dies spiegelte sich in einer Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Euro. Andererseits stiegen so die Währungssicherungskosten, die sich aus der Zinsdifferenz ergeben. Der Russland-Konflikt verstärkte die Effekte.

Durch die wirtschaftliche Isolation Russlands kam es im Westen zu einer weit verbreiteten Rohstoffknappheit, insbesondere bei Energieimporten. Dies erhöhte die Erzeugerpreise europäischer Produzenten, welche wiederum an die Verbraucher weitergegeben wurden. Da russische Energieerzeugnisse substituiert werden mussten, konnte Kanada seinen Anteil an diesen Exporten steigern und ebenfalls von den hohen Preisen profitieren. Die kanadische Währung konnte durch diesen Effekt sogar an Stärke gewinnen.

28. Februar 2023

Interview Maximilian Kühl, 7orca Asset Management AG

Die Attraktivität von Kanada-Investments gewinnen wieder an Bedeutung

Was die Währungsmärkte entsprechend reagieren ließ.

Ja, die Währungsmärkte reagierten wie üblich auf diese Ausweitung der Zinsdifferenzen über zwei Kanäle: Einerseits wurden durch das erhöhte Zinsniveau die entsprechenden Volkswirtschaften als Investitionsstandort attraktiver. Das waren beispielsweise für europäische Investoren die USA und Kanada. Dies spiegelte sich in einer Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Euro. Andererseits stiegen so die Währungssicherungskosten, die sich aus der Zinsdifferenz ergeben.

Der Russland-Konflikt verstärkte die Effekte. Durch die wirtschaftliche Isolation Russlands kam es im Westen zu einer weit verbreiteten Rohstoffknappheit, insbesondere bei Energieimporten. Dies erhöhte die Erzeugerpreise europäischer Produzenten, welche wiederum an die Verbraucher weitergegeben wurden. Da russische Energieerzeugnisse substituiert werden mussten, konnte Kanada seinen Anteil an diesen Exporten steigern und ebenfalls von den hohen Preisen profitieren. Die kanadische Währung konnte durch diesen Effekt sogar an Stärke gewinnen.

Nun klingen die Auswirkungen der Corona-Pandemie langsam ab.

Richtig, die Lieferketten funktionieren wieder fast wie gewohnt und die restriktive Geldpolitik beginnt zu wirken, was aktuell zu einem Preisrückgang in den Konsumentenpreisen führt. In der Folge sinkt das Tempo der Zinserhöhungen bei den Zentralbanken, die früh die Zinsen erhöht haben, wie beispielsweise der kanadischen. Es nimmt weiterhin bei denen zu, die später angefangen haben, wie die EZB. Daher engt sich diese Zinsdifferenz derzeit wieder ein, was in den vergangenen Wochen zu geringeren Sicherungskosten des kanadischen Dollars und einer Aufwertung des Euro beigetragen hat.

Der Effekt des russischen Angriffskrieges nimmt derzeit ebenfalls ab. Insbesondere Nahrungsmittel- und Energiepreise sind deutlich zurückgegangen, da sich die Marktteilnehmer an die neue Realität anpassen. Vereinzelt Länder wie Deutschland, die in den vergangenen Jahren eine hohe Abhängigkeit gegenüber Russland aufgebaut haben, müssen allerdings auch mittelfristig mit erhöhten Energiepreisen rechnen.

Abschließend kann festgehalten werden, dass sowohl die Corona-Pandemie als auch der Ukraine-Krieg die Inflation angefacht haben, welche jetzt abklingt. Allerdings besteht die akute Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale, die dem 2%-Inflationsziel westlicher Zentralbanken entgegensteht. Es könnte notwendig werden, die Zinsen weiter anzuheben. Die heterogene Antwort der Zentralbanken auf diese komplexe Gemengelage führt zu einer hohen Volatilität an den Währungsmärkten.

Steigende Zinsen und die anhaltende Inflation haben unter anderem erhöhter Unsicherheit und aktiv regulierenden Zentralbankentscheidungen zu Folge, was auch Aktivitäten von hiesigen Investoren leitet. Wie beurteilen Sie diese Einflüsse im Hinblick auf aktuell steigende Währungsabsicherungskosten?

Es ist richtig, dass wir über einen längeren Zeitraum im vergangenen Jahr einen Anstieg in den Sicherungskosten beobachten konnten. Der Grund war insbesondere die späte Reaktion der EZB auf die Inflation. In den vergangenen Monaten kam es allerdings zu der Erkenntnis, dass die Effekte nicht transitorischer Natur sein werden. Dies führte zu einer Art Aufholjagd der EZB, um wie andere Zentralbanken auf ein restriktives Zinsniveau zu gelangen. Daher haben sich die Sicherungskosten beispielsweise im kanadischen Dollar von in der Spitze 3% im Jahr 2022 auf aktuell fast die Hälfte reduziert. Ähnliche Effekte sind auch für den US-Dollar oder das britische Pfund zu beobachten.

Da inzwischen - abgesehen von der japanischen Zentralbank - sämtliche relevanten Zentralbanken mit höheren Zinsen und einer geringeren Geldmenge auf die Inflation fast synchron reagieren, sollte auch die hohen Sicherungskosten für europäische Anleger abnehmen. Weiterhin muss von einem erhöhten Zinsniveau ausgegangen werden, doch die Zinsdifferenz sollte nicht mehr so stark divergieren. Somit kann man mit international weiter reduzierten Sicherungskosten rechnen, aber nicht mit einem reduzierten Zinsniveau. Dies ist mit dem aktuellen Gleichlauf der globalen Geldpolitik zu begründen.

28. Februar 2023

Interview Maximilian Kühl, 7orca Asset Management AG

Die Attraktivität von Kanada-Investments gewinnen wieder an Bedeutung

Steigende Währungsabsicherungskosten vorausgesetzt, werden Hedging-Kosten jegliche Renditen beeinträchtigen und somit derartige Investments überhaupt in Frage stellen?

Durch die aktuell sinkenden Sicherungskosten werden Auslands-Investments aus einer FX-Hedging-Perspektive eher wieder interessanter. Wir hatten bereits im Juni 2022 in unserem Interview (siehe RECan Notes XX/2022) diskutiert, dass die Inflationsursachen eher in globalen Faktoren begründet liegen und daher auch im globalen Gleichlauf von den Zentralbanken bekämpft werden sollten. In einem solchen Umfeld kann es nicht langfristig zu hohen Sicherungskosten kommen, da die Zinsen immer wieder konvergieren.

Historisch bewegen wir uns, wenn wir die Niedrigzinsphase der kanadischen Zentralbank nach Corona ausklammern, wieder auf einem Durchschnittsniveau der Sicherungskosten. Der negative Renditeeinfluss dieser Sicherungsgeschäfte nimmt also derzeit stark ab und hat sich von den gestressten Niveaus im Herbst letzten Jahres bereits deutlich reduziert.

Aktive und passive Currency-Overlay-Lösungen dienen Investoren zur Fremdwährungsabsicherung durch professionelle Currency Overlay Manager wie 7orca. Worin besteht der Unterschied dieser beiden Strategien?

Bei einer passiven Sicherung wird eine konstante Sicherungsquote festgelegt. 7orca stellt sicher, dass die Sicherung stets im definierten Umfang besteht. Im Rahmen von dynamischen Laufzeiten der Sicherungsinstrumente kann eine weitere Kostenreduktion erreicht werden. Ein aktives Overlay verfügt über ein attraktives, asymmetrisches Rendite-/Risikoprofil.

So kann 7orca auf Fremdwährungsaufwertungen mit einer Sicherungsreduktion und auf eine Abwertung mit einer Erhöhung der Sicherungsquote reagieren. Insbesondere im vergangenen Jahr, in dem ausgeprägte Abwertungstendenzen des EUR zu beobachten waren, konnten die Kunden unseres aktiven Overlays von einer niedrigen Sicherungsquote profitieren. Dies stabilisierte ihre Portfolio-Performance in dem herausfordernden Kapitalmarktjahr 2022. Währungen können im Portfoliokontext einen erheblichen Diversifikationseffekt mit sich bringen, wenn sie professionell gesteuert werden.

Welche Entwicklung bezüglich der kanadischen Zentralbank und daraus resultierend welchen Entwicklungen mit welchen durchschnittlichen Währungsabsicherungskosten in Bezug auf EUR/CAD erwartet 7orca für die kommenden Jahre?

Die kanadische Zentralbank befindet sich derzeit in der komfortablen Situation, dass die Inflation in den vergangenen Monaten stark zurückgegangen ist. Dadurch konnte sie das Zinserhöhungstempo zuletzt reduzieren und setzte den Leitzins in der letzten Sitzung nur 25 Basispunkte über dem vorherigen Niveau fest. Davor waren Erhöhungen von 50 bis sogar 75 Basispunkten üblich. Diese Verlangsamung deutet derzeit darauf hin, dass der Höhepunkt des Zinszyklus in Kanada bald erreicht sein sollte.

Und in Europa?

Wie bereits angemerkt liegen in Europa noch einige Zinsschritte vor uns. Die Marktteilnehmer preisen einen Schritt von 50 Basispunkten ein; heißt, sie sind in den aktuellen Sicherungskosten bereits berücksichtigt. Da die EZB darüber hinaus noch weitere Zinsschritte in Aussicht stellt, sind aktuell die Sicherungskosten umso geringer, je länger die Laufzeit des Sicherungsgeschäfts ist. Aktuell ist es günstiger, ein Sicherungsgeschäft mit einer 12-monatigen Laufzeit abzuschließen, als bei heutigem Niveau die Währungen jedes Quartal erneut abzusichern. Dies ist genau das Resultat der Zinskonvergenz, die ich eingangs beschrieben habe. Mittelfristig sollten sich die derzeit sinkenden Sicherungskosten weiter den historisch normalen Niveaus annähern. Das heißt, aus Perspektive der Fremdwährungssicherungskosten liegt das Schlimmste für europäische Investoren derzeit hinter uns.

Herr Kühl, herzlichen Dank für das Gespräch!

Das Gespräch führte Jan Kaulfuhs-Berger
Director Corporate Communications, RECan Global GmbH