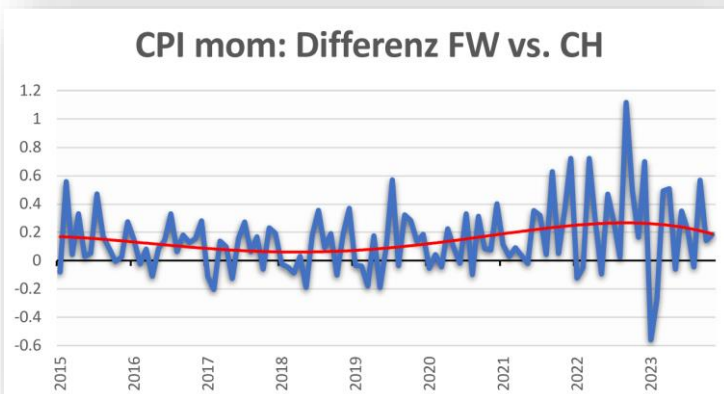
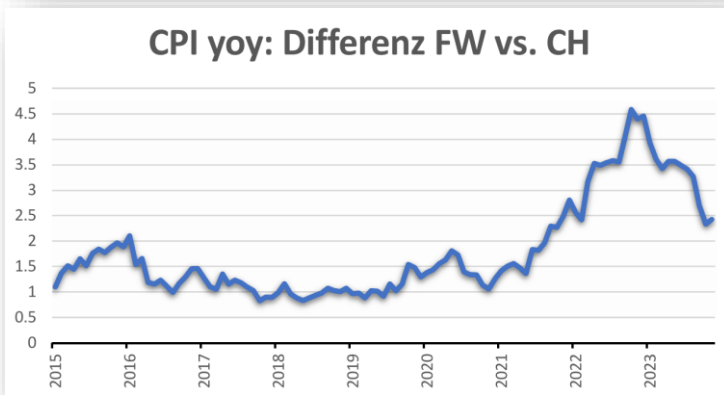
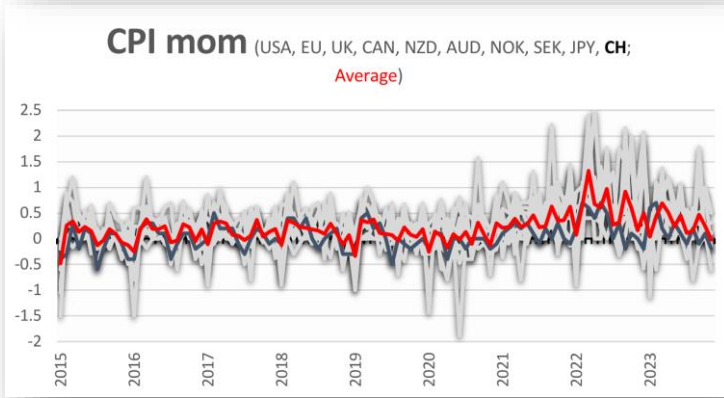
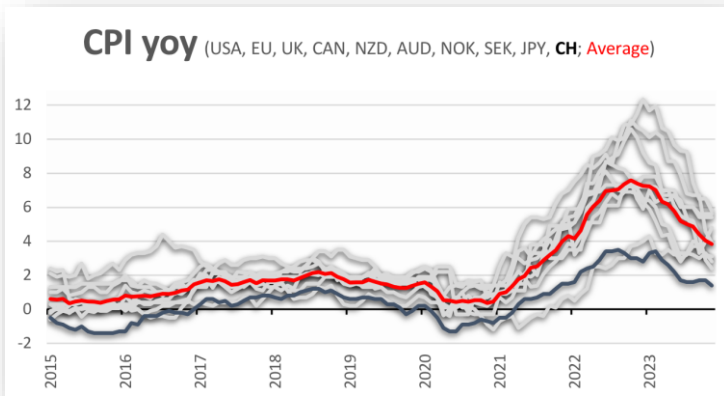


Währungen 1/2024:

Währungsmodelle

Taktische Währungs-Allokation

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

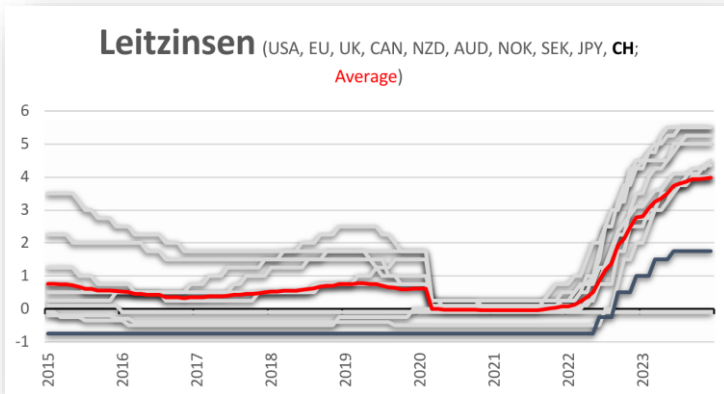


Teuerung

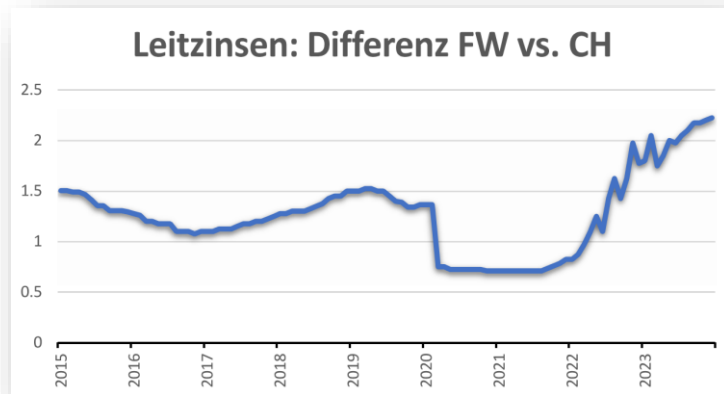
- Die Teuerungsraten der Fremdwährungen fallen, zwar uneinheitlich, aber in der Gesamtheit schneller als diejenige der CH
- Bei den Fremdwährungen handelt es sich nicht nur um einen Basiseffekt, auch das monatliche Momentum nimmt ab
- Gleichzeitig bleibt die CH-Teuerung weiterhin tiefer als diejenige der Fremdwährungen
- Das bedeutet, dass die Inflationsbedingte Abwertung der Fremdwährungen ggü. CHF weiter geht, aber wohl mit geringerer Stärke

„Inflationsbedingte Aufwertung des CHF dürfte weitergehen, aber langsamer“

Notenbanken

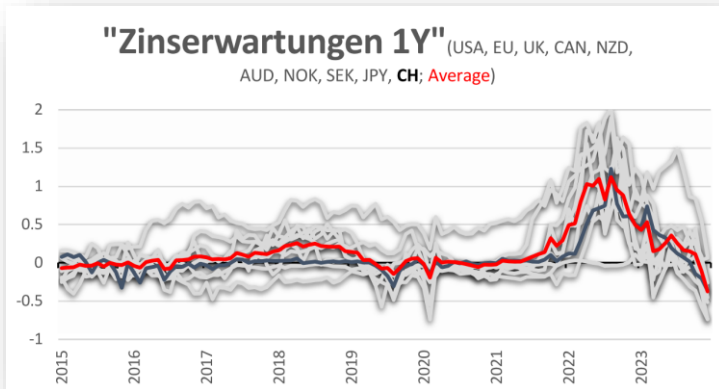


- Die Notenbanken haben den Zinserhöhungszyklus wohl abgeschlossen
- Der Zinsmarkt hat bereits Zinsreduktionen einpreist
- Die Differenz der Leitzinsen der Fremdwährungen vs. CHF ist u.E. beim Top, wir erwarten nicht, dass die SNB vor allen anderen Notenbanken mit den Zinsen runter geht

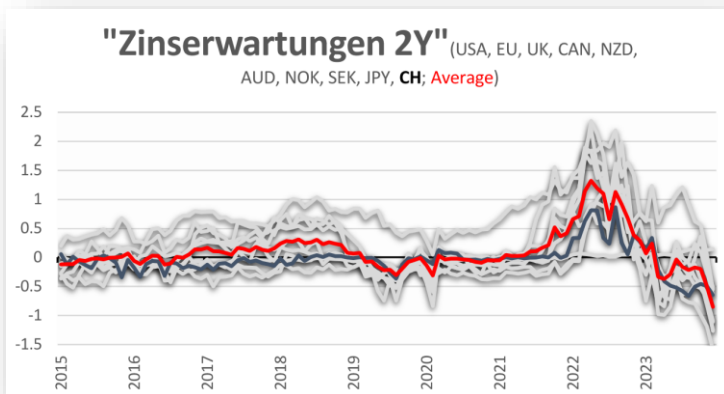


„Positiv für Fremdwährungen: Die Zinsdifferenz am kurzen Ende ist hervorragend“

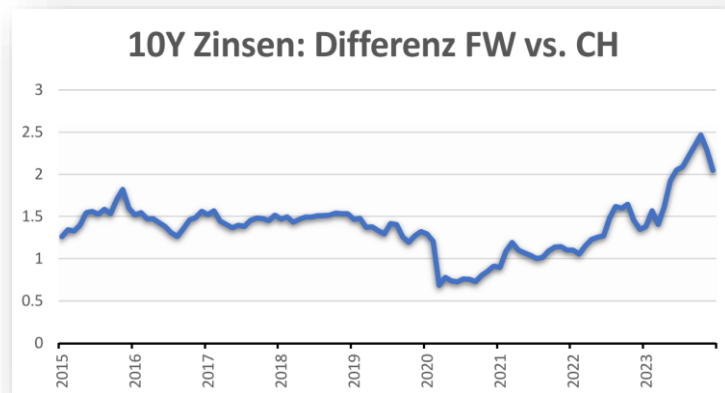
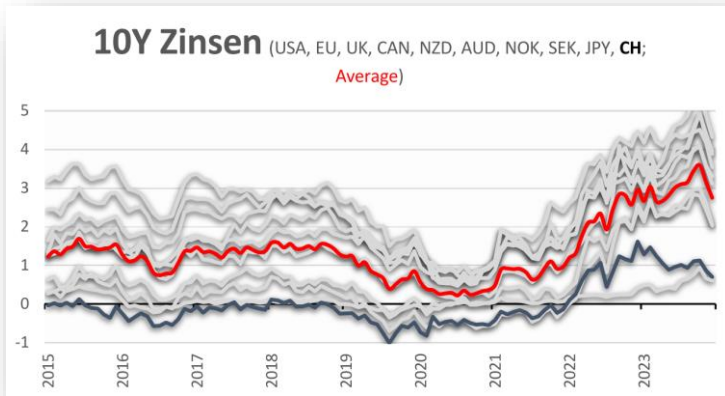
Leitzinserwartungen



- *Wir vergleichen die 2-Jahres- und 1-Jahreszinsen mit den Leitzinsen und interpretieren die Differenz als Leitzinserwartungen*
- *Das Sentiment hat komplett gekippt*
- *Der Zinsmarkt antizipiert deutliche Zinsreduktionen*



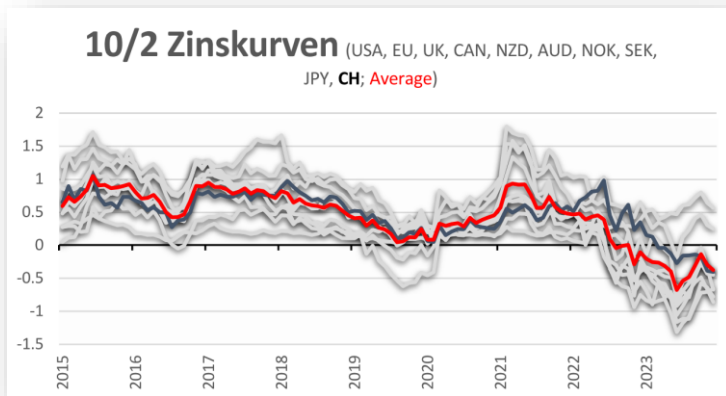
„Negativ für Fremdwährungen: Die Zinserhöhungs-Phantasie ist raus, das Momentum kippt massiv“



10Y-Zinsen

- *Trotz einer gewissen Korrektur bleiben die längeren Kapitalmarktzinsen attraktiv gegen den CHF*
- *Das Renditedifferenzial gegen den CHF bleibt hoch, deutlich höher als in den Jahren zuvor*
- *Wer an eine weitere Verringerung des FW-Spreads glaubt ist mit langen FW-Bonds am richtigen Platz und kann mit deutlichen Kapitalgewinnen rechnen, die historisch die damit verbundene Währungsschwächen von FW überkompensierten*

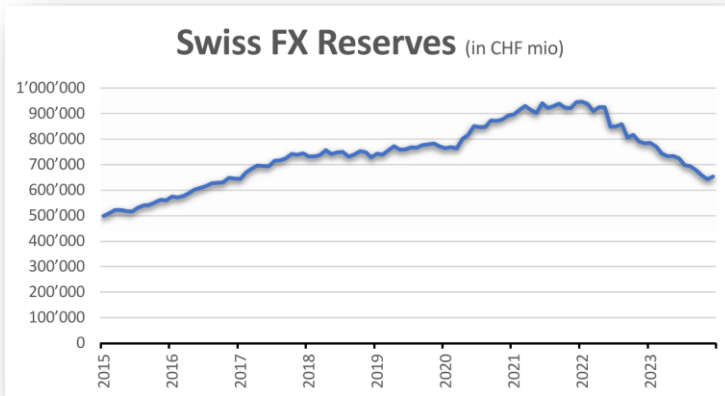
„Positiv für Fremdwährungen: Die Zinsen sind attraktiv; negativ für Fremdwährungen: Die Differenz könnte bei einem Bondrally weiter fallen“



Zinskurven

- *Wir berücksichtigen die Zinskurven in unserer Währungstaktik in zweierlei Hinsicht:*
- *Erstens: Je flacher die Zinskurve, desto unattraktiver der 10Y auf Carry Basis*
- *Zweitens: je flacher die Zinskurve, desto schlechter die Konjunkturerwartungen, desto attraktiver der 10Y auf Basis erwarteter Zinspolitik*
- *Die Zinskurven sind unisono extrem flach, wenn auch nicht so flach wie zuletzt im Herbst 2023*
- *Die Rezession wird immer erst mit dem Re-Steepening eingeläutet, dieses ist bisher noch nicht nennenswert erfolgt*

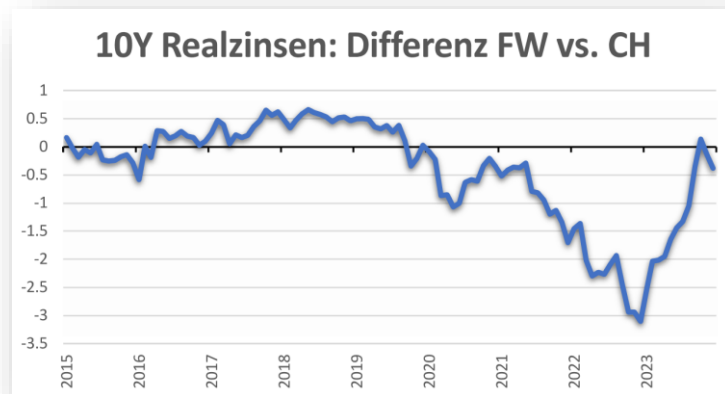
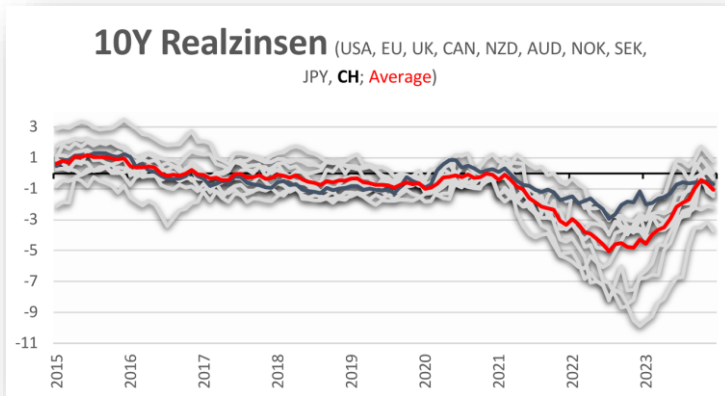
„Negativ für Fremdwährungen: Die Zinskurven sind flach und implizieren wenig Konjunktur-Impulse; positiv für Fremdwährungen: Die Zinskurven sind nicht am implodieren“



SNB Währungsmanipulation

- *Wie lange schwächt die SNB noch den CHF?*
- *Noch ist viel zu viel FX auf den SNB-Büchern, v.a. verglichen zu Zeiten vor der Grossen Finanzkrise*
- *Dieser Aspekt der FX-Verkäufe ist ein wichtiger Baustein in unseren Währungsmodellen*
- *Allerdings hat die SNB annonciert, dass diese FX-Verkäufe sistiert werden könnten*
- *“The SNB is still willing to intervene, but no longer believes it is necessary to express a bias for selling FX reserves. We think from this point on we should see the value of FX sales falling, making it harder for CHF to strengthen much further in the medium-term.” Nomura 12/2023*

„Positiv für Fremdwährungen: Die wichtigen SNB-FW-Verkäufe könnten auslaufen, diese Belastung könnte somit aus dem Spiel genommen werden“

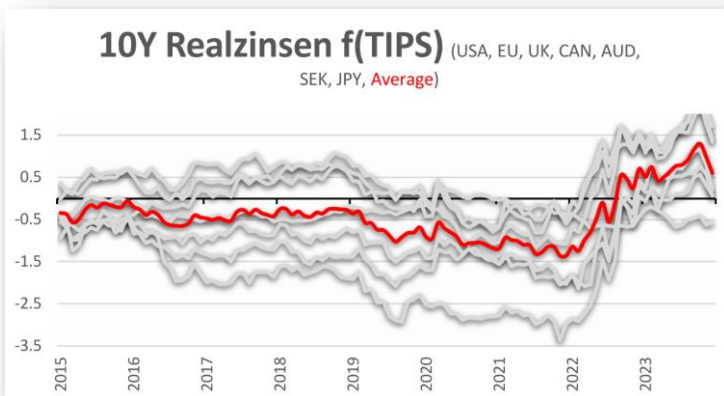
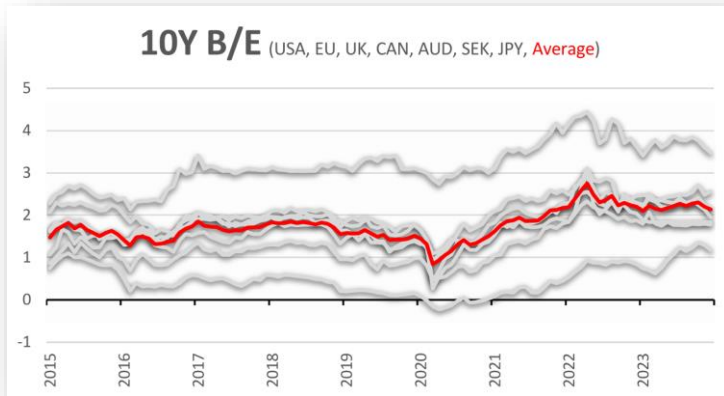


10Y-Real-Zinsen f(realisierte Teuerung)

- *Kalte Dusche für FW-Bond-Investments:*
- *Die Realzinsen haben zwar normalisiert...*
- *... von unglaublich tiefen Niveaus aus..*
- *...bleiben aber in den FW tiefer als im CHF (!)*
- *Und bewegen sich auf Niveaus, die nicht besonders attraktiv erscheinen*
- *Nur eine zügige Reduktion der Teuerung machen FW-Bonds somit attraktiv*

„Negativ für Fremdwährungen: Die Realzinsen basierend auf realisierter Inflation sehen nicht besonders attraktiv aus“

10Y-Real-Zinsen f(Inflationserwartungen)



- Was wenn man an Inflationserwartungen aus den Linker-Märkten glaubt?
- Es gibt in einigen Währungen Linker-Märkte, diese sind allerdings nicht alle liquide
- Die CH verfügt nicht über einen Linker-Markt
- Basierend auf diesen Märkten bleiben die Inflationserwartungen (B/E) moderat, und steigen nicht
- So gesehen schauen die Realzinsen ausserordentlich gut aus

„Positiv für Fremdwährungen: Die Realzinsen basierend auf Inflationserwartungen sehen sehr attraktiv aus“

Umfeld

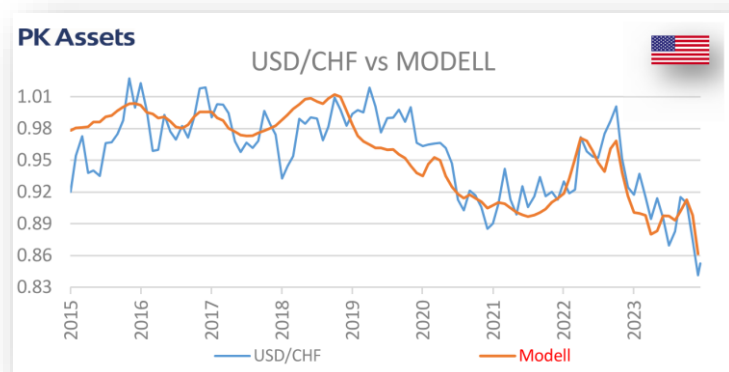
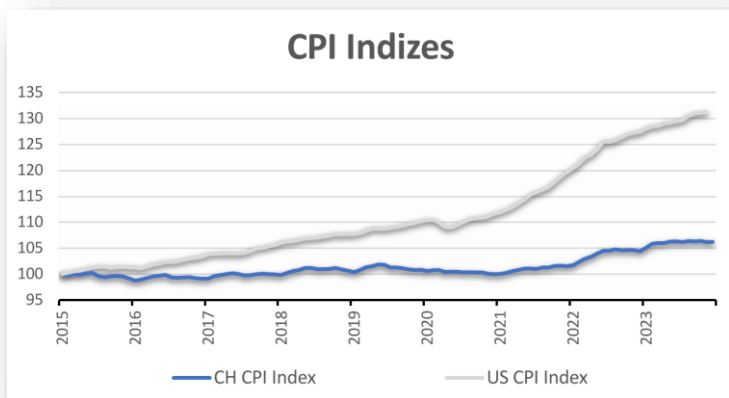
Währungsbewertung REER

- Gemäss REER gibt es zwei spott-billige Währungen: Yen und NOK
- Gemäss REER gibt es eine teure Währung: Den USD
- Der CHF wäre neutral

„Yen und NOK billig, USD teuer“



Währungs-Steckbriefe



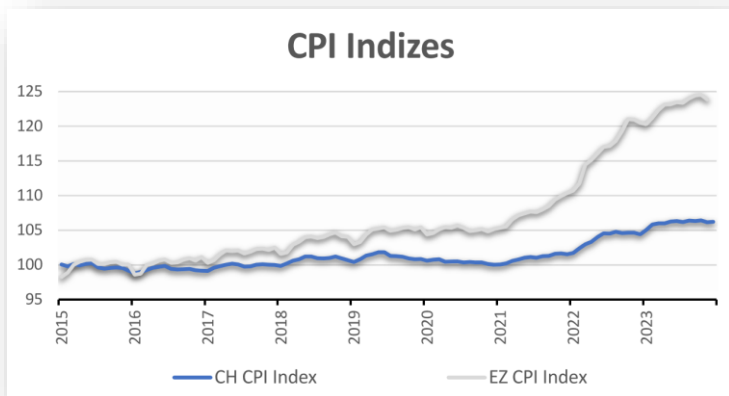
Der USD leidet trotz hohen Zinsen

- Die PPP-Abwertung ist aktuell noch nicht völlig gestoppt
- Der USD leidet unter einer relativ grossen historischen Inflationsdifferenz zum CHF verglichen mit anderen FW
- Gemäss REER sieht der Dollar überbewertet aus
- Das Zinsdifferenzial sieht beim USD dafür sehr gut aus
- Der USD hat den drittgrössten Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den USD
- Die Absenz von Risikoaversion wirkt dämpfend auf den USD

Falls die Leitzinsen drehen:

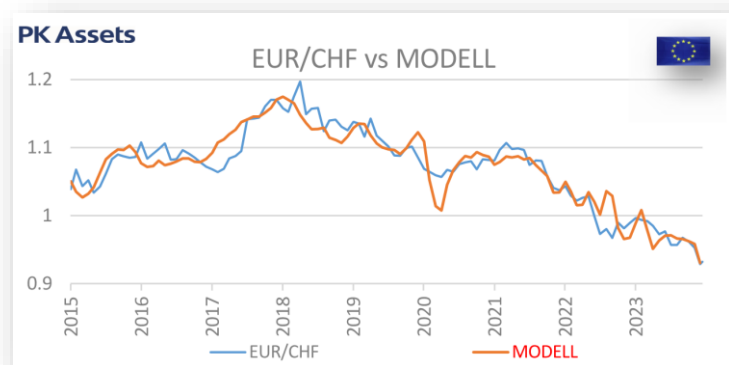
Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

- Episode 5/00-6/03: -19%
- Episode 6/06-12-08: -12.6%
- Episode 05/19-03/20: -3.5%



Der EUR hat aktuell keine gute Prognose

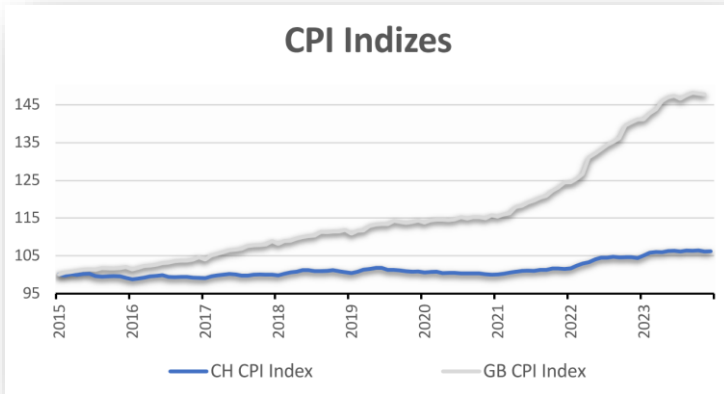
- Die PPP-Abwertung ist aktuell gestoppt
- Der EUR profitiert von einer relativ kleinen historischen Inflationsdifferenz ggü. dem CHF verglichen mit anderen FW
- Gemäss REER sieht der EUR etwas teuer aus
- Das Zinsdifferenzial sieht beim EUR nach wie vor sehr hoch aus
- Der EUR hat den drittkleinsten Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den EUR



Falls die Leitzinsen drehen:

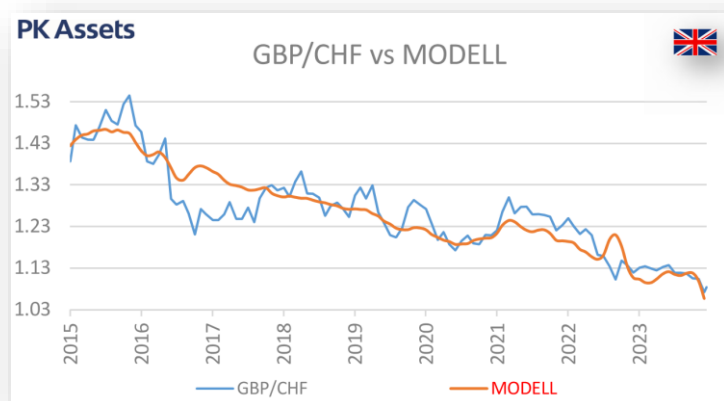
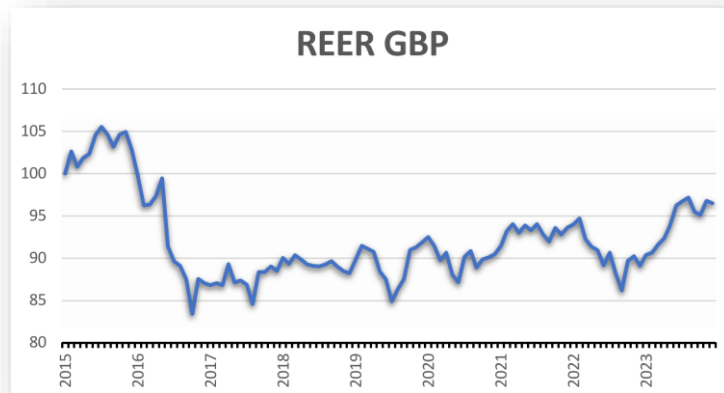
Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

- Episode 5/00-6/03: -6.3%
- Episode 6/06-12-08: -4.6%
- Episode 05/19-03/20: -5.3%



Das Pfund leidet unter den Zinserwartungen

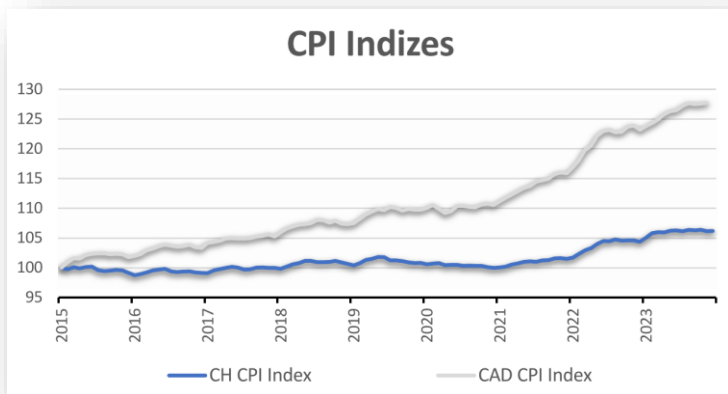
- Die PPP-Abwertung ist aktuell fast gestoppt
- Der GBP leidet unter einer relativ grossen historischen Inflationsdifferenz zum CHF verglichen mit anderen FW
- Gemäss REER sieht das Pfund eher teuer aus
- Das Zinsdifferenzial sieht dafür beim GBP weiterhin hoch aus
- Der GBP hat den viertgrössten Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den GBP



Falls die Leitzinsen drehen:

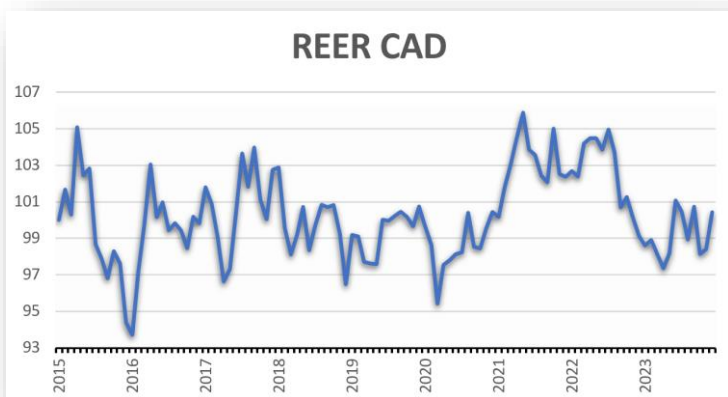
Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

- Episode 5/00-6/03: -15.2%
- Episode 6/06-12-08: -31.1%
- Episode 05/19-03/20: -5.3%

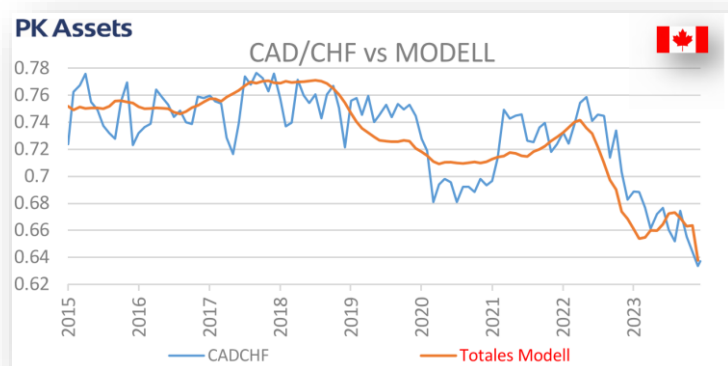


Der Ausblick für den CAD verdüstert sich

- Die PPP-Abwertung ist aktuell fast gestoppt
- Der CAD weist eine mittlere Inflationsdifferenz auf zum CHF verglichen mit anderen FW
- Das Zinsdifferenzial sieht beim CAD weiterhin hoch aus
- Der CAD hat einen mittleren Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den CAD

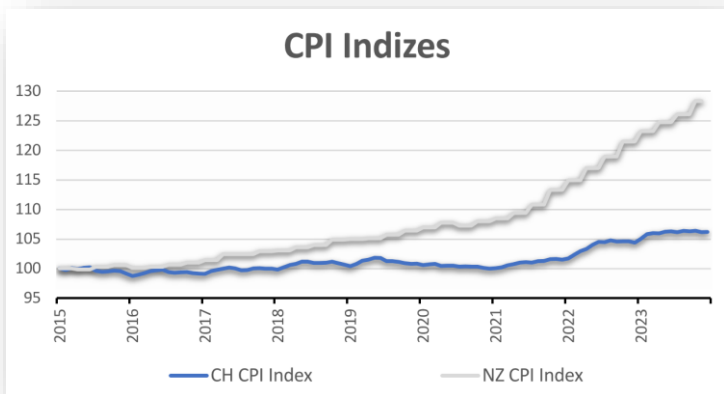


Falls die Leitzinsen drehen:



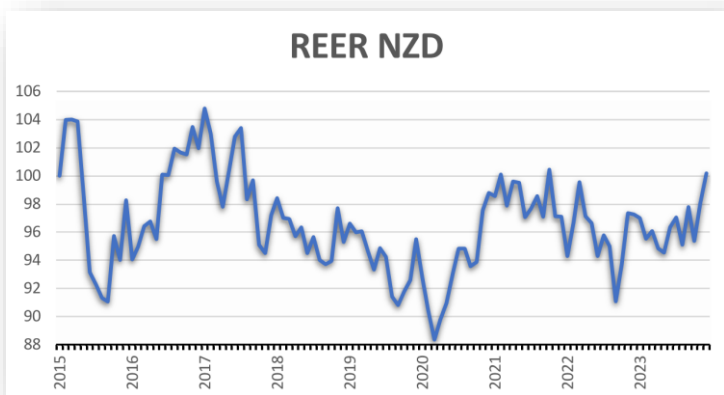
Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

- Episode 5/00-6/03: -18%
- Episode 6/06-12-08: -20%
- Episode 05/19-03/20: -8%

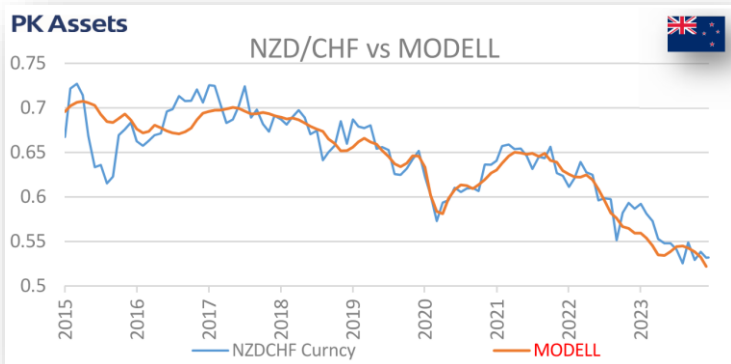


Der NZD ist anfällig

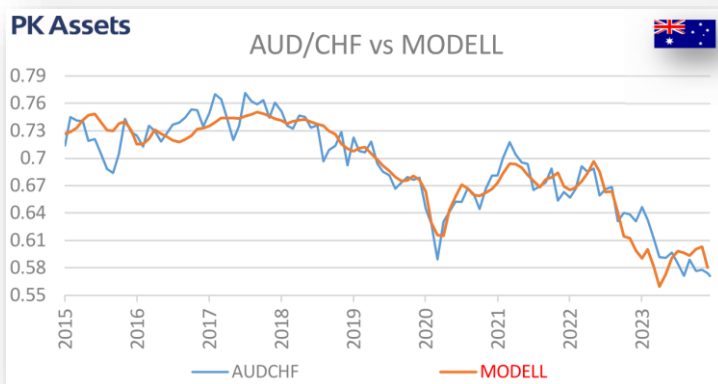
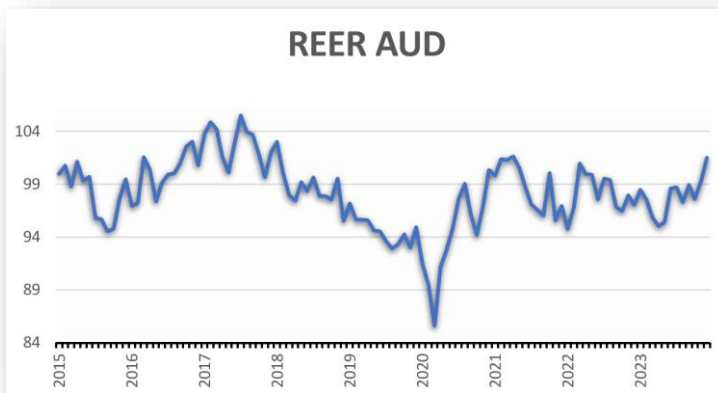
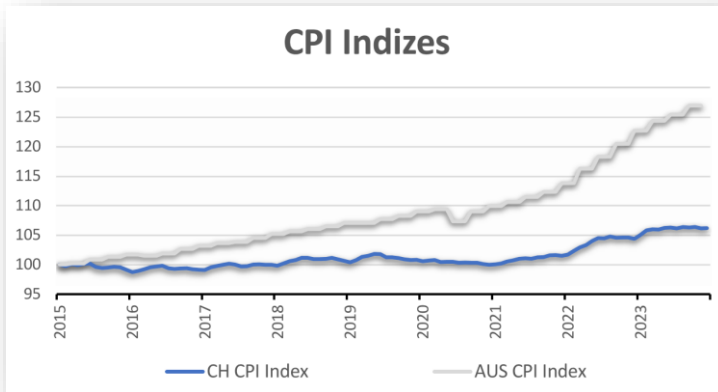
- Die PPP-induzierte Abwertung ist in vollem Gange
- Der NZD weist eine mittlere Inflationsdifferenz auf zum CHF verglichen mit anderen FW
- Das Zinsdifferenzial sieht beim NZD weiterhin sehr gross aus
- Der NZD hat den grössten Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den NZD



Falls die Leitzinsen drehen:



- Episode 5/00-6/03: -3%
- Episode 6/06-12-08: -16%
- Episode 05/19-03/20: -12.5%



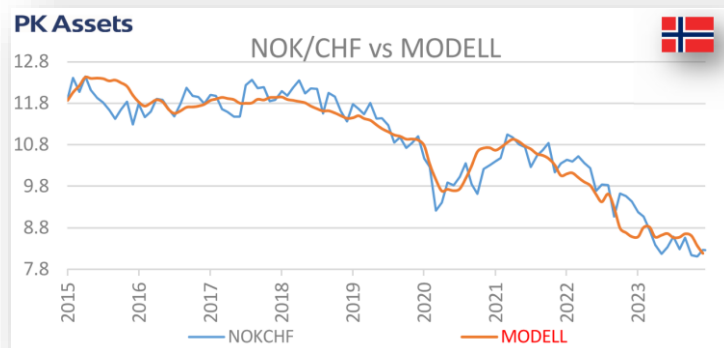
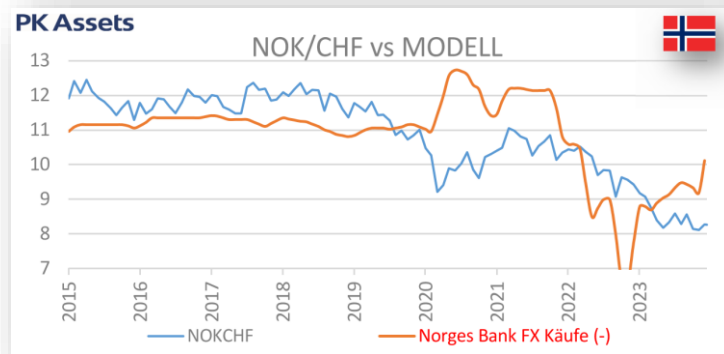
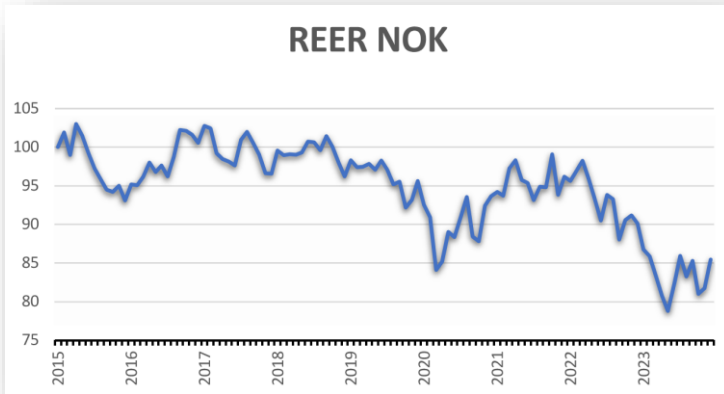
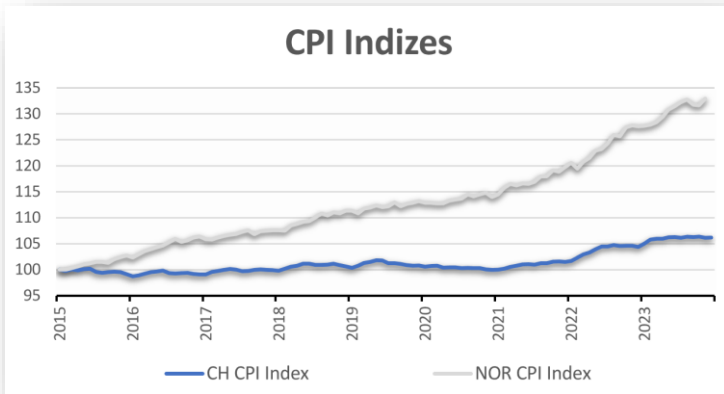
Der AUD hält sich in der Bewertung relativ gut

- Die PPP-Abwertung ist nicht gestoppt
- Der AUD profitiert von einer relativ kleinen historischen Inflationsdifferenz zum CHF verglichen mit anderen FW
- Gemäss REER sieht der AUD eher teuer aus
- Das Zinsdifferenzial sieht beim AUD sehr gut aus
- Der AUD hat den zweitgrössten Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den AUD

Falls die Leitzinsen drehen:

Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

Episode 5/00-6/03:	-3%
Episode 6/06-12-08:	-17%
Episode 05/19-03/20:	-15%



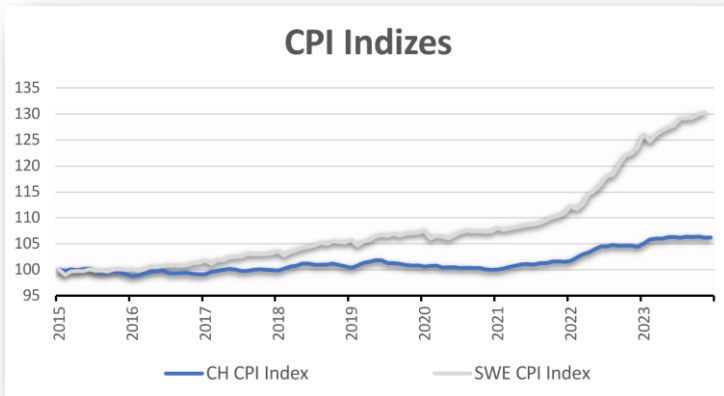
Beim NOK entscheiden die Zinserwartungen vs die FX-Käufe der Notenbank

- Die PPP-Abwertung ist noch nicht gestoppt
- Der NOK leidet unter einer relativ grossen historischen Inflationsdifferenz zum CHF verglichen mit anderen FW
- Gemäss REER sieht der NOK billig aus
- Das Zinsdifferenzial sieht dafür beim NOK gut aus
- Der NOK hat den fünftgrössten Nominalzins 10Y im Sample, also middle of the pack
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den NOK
- Dafür drehen die NOK-Verkäufe der Notenbank

Falls die Leitzinsen drehen:

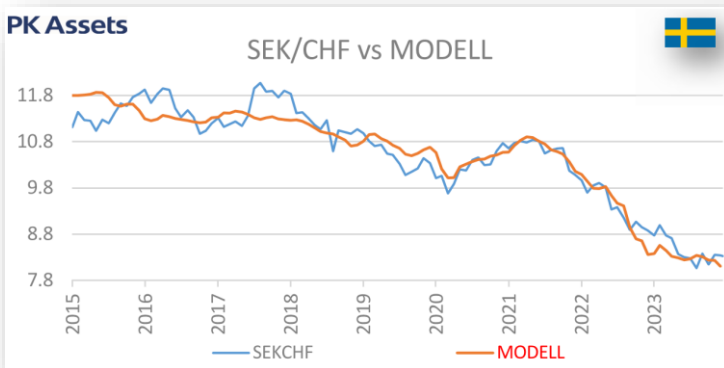
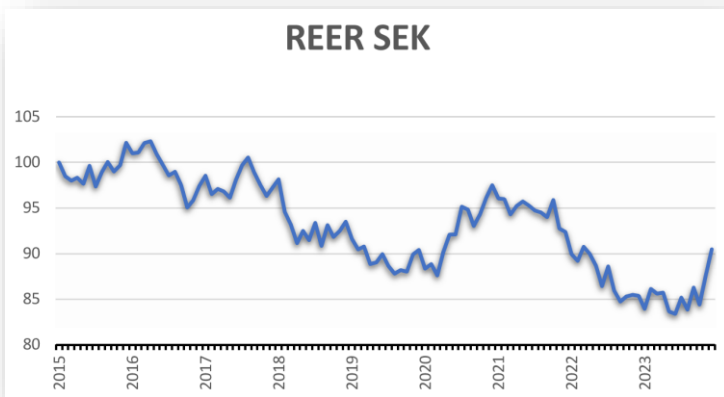
Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

- Episode 5/00-6/03: -3%
- Episode 6/06-12-08: -17%
- Episode 05/19-03/20: -15%



Der SEK sieht nicht eben positiv aus

- Die PPP-Abwertung ist noch nicht gestoppt
- Der SEK leidet unter einer relativ grossen historischen Inflationsdifferenz zum CHF verglichen mit anderen FW
- Das Zinsdifferenzial sieht beim SEK weiterhin hoch aus, ist aber bereits am fallen
- Der SEK hat den viertkleinsten Nominalzins 10Y im Sample
- Die Leitzinserwartungen fallen und üben Druck aus auf den SEK

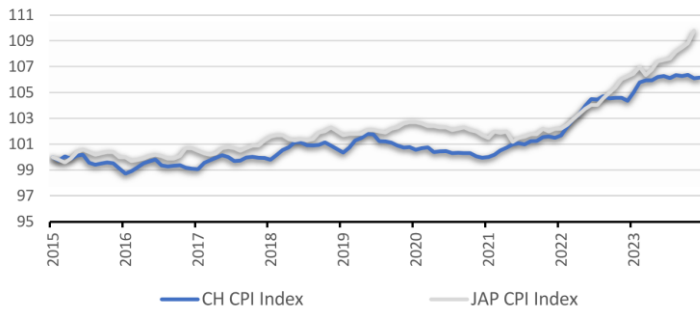


Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

- Episode 5/00-6/03: -15%
- Episode 6/06-12-08: -20%
- Episode 05/19-03/20: -8%



CPI Indizes

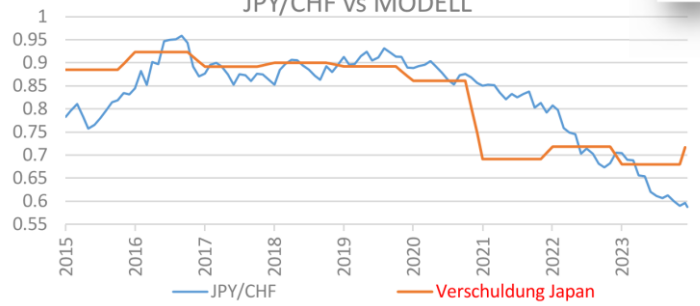


REER JPY



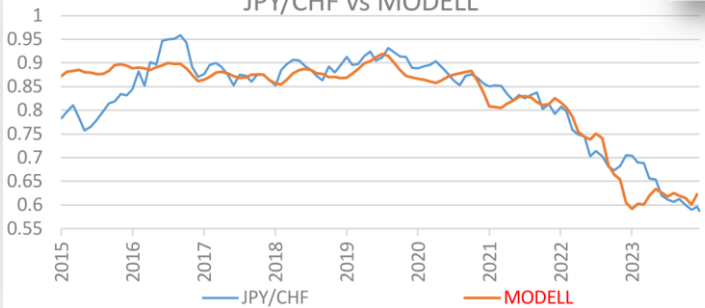
PK Assets

JPY/CHF vs MODELL



PK Assets

JPY/CHF vs MODELL



Der Yen dürfte besser halten, falls der Zinszyklus dreht

- Die Inflation in Japan zieht seit 2022 an, antizyklisch zu den anderen Währungen
- Gemäss REER ist der JPY extrem billig
- Der YEN hat den geringsten Nominalzins 10Y im Sample
- Dafür sieht das Zinsdifferenzial über die Kurve jetzt beim Yen gut aus
- Die Leitzinserwartungen steigen und üben Aufwärts-Druck aus auf den Yen
- JPY/CHF ist der einzige Cross bei welchem die **Verschuldung** eine spürbare Rolle spielt
- Wer an ein globales **Leitzins-Top** glaubt, könnte hier vielleicht auf einen Gewinner setzen:

Wie sah die Währung in den letzten Episoden vom U.S.-Leitzins-Top-to-Trough aus?

Episode 5/00-6/03: -15%
 Episode 6/06-12-08: +10%
 Episode 05/19-03/20: -3%

Fazit Fremdwährungen:

Die kommenden Zinssenkungen bilden sich in den Modellen ab: Druck auf die FW-Bewertungen gegen CHF; zwei objektiv billige Währungen (YEN und NOK), geringe Risikoaversität stützt (noch?) die Risk-On-Währungen. Wer vom Zinsrally profitieren will, muss über die Währungen leiden können



Kommt es zu Zinsreduktionen wegen tieferen CPIs und Wachstum ? Das wäre bearish für den Dollar. Kommt es aber zu Zinsreduktionen wegen Risk-Off, dann sieht der Dollar besser aus als manch andere FX



Trotz unüblich hohem Zinsdifferential ggü. dem CHF sieht der EUR nicht billig aus; Schuld sind die Zinserwartungen in der Kurve



Hier sind die Zinssenkungserwartungen besonders virulent und üben Abwärtsdruck aus



Dürfte in einem globalen Bondrally ebenfalls leiden.



NZ hat die Inflation noch nicht besiegt und trotzdem fallen die Zinserwartungen, kein gutes Package



Analog zu NZD



Komplexer Fall, abhängig vom Risk-On/Off-Umfeld, die Zinserwartungen fallen, die Inflation ist noch nicht besiegt, dafür könnten die FX-Käufe bzw. NOK-Verkäufe der Notenbank drehen



Nicht gerade üppige Zinsen für die relativ hohe Inflation und die fallenden Zinserwartungen



Antizyklisch, die Chance des Jahres 2024?

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch