

Währungen 1/2025:

Währungsmodelle

Taktische Währungs-Allokation:

*Hohe Zinsen,
hohe Teuerung,
hohe Schulden*

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Zusammenfassung

1. *Die Ausgangslage für Fremdwährungen (aus der Sicht des CHF-Investors) sind eigentlich vielversprechend*
2. *Die Zinsen in den Fremdwährungen sind aktuell sehr hoch*
3. *Die Inflationsdifferenzen sind zurückgekehrt auf ein Niveau, das vergleichbar ist mit demjenigen vor der Covid-Disruption*
4. *Damit sehen die Zinsdifferenzen sehr attraktiv aus, sowohl nominal, wie auch real, unabhängig davon ob mit realisierten CPI oder Breakevens berechnet*
5. *Es gibt aktuell keinerlei Finanzstress. Das Umfeld ist Risk-On*
6. *Die Trends in Staatsverschuldung sind seit einigen Jahren abgeflacht, trotz zum Teil hohen, massiven Fiskaldefiziten, steigendem Schuldendienst, verantwortlich für das Ausbleiben von Abstürzen in den Hoch-Schulden-Währungen ist das Differenzial von Nominalwachstum und Schuldzinsen*

Aber:

1. *Wir erwarten nur eine geringe weitere Disinflation, weshalb weiter konstanter Druck auf den Fremdwährungen lastet wegen den weiter laufenden Teuerungsdifferenzen*
2. *Ein Switch zu Erwartungen von Zinsreduktionen über die Erwartungen hinaus würden sofort die CHF-Aufwertung anfachen*
3. *Die Schuldenthematik spielt aktuell keine dominante Rolle, da hohes Nominalwachstum die Verschuldungsraten pro BIP in Schach halten; eine Wachstumsverlangsamung könnte ein Game Changer darstellen*

Die wichtigsten Tage seit 2015

15. Januar 2015: Schweizer Nationalbank (SNB) hebt den Mindestkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro auf

23. Juni 2016: Brexit-Referendum

8. November 2016: Sieg von Trump

5. Februar 2018: "Volatility Squeeze"

3. Januar 2019: "Flash Crash" JPY, AUD und TRY

11. März 2020: WHO erklärt COVID-19 zur globalen Pandemie; im März senkt das Fed die Zinsen mehrmals und macht QE

9. November 2020: Durchbruch bei der COVID-19-Impfstoffentwicklung

4. November 2021: BOE erhöht überraschend die Zinsen als erste große Zentralbank nach der Pandemie

24. Februar 2022: Russlands Invasion in der Ukraine

4. Mai 2022: Die Fed erhöht die Zinsen um 50 Basispunkte, die größte Erhöhung seit 2000,

15. Juni 2022: Die Fed erhöht die Zinsen um 75 Basispunkte

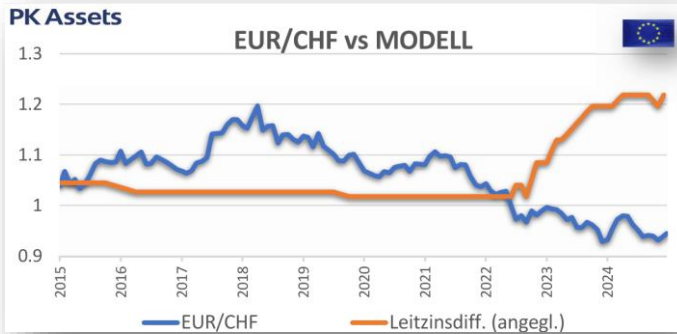
18. September 2024: Erste Zinsreduktion durch das Fed

20.1.25 Inauguration Trump



Mögest du in interessanten Zeiten leben

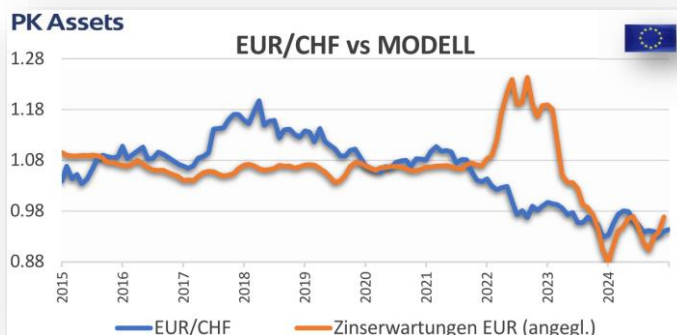
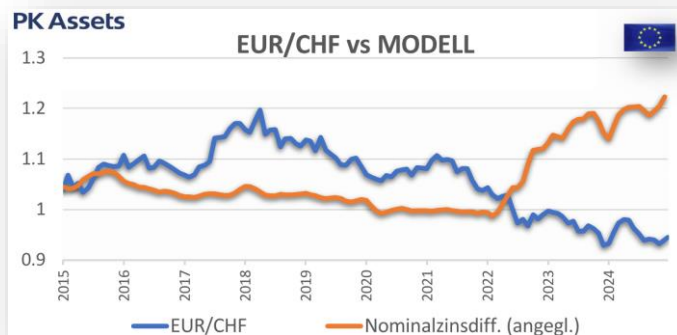
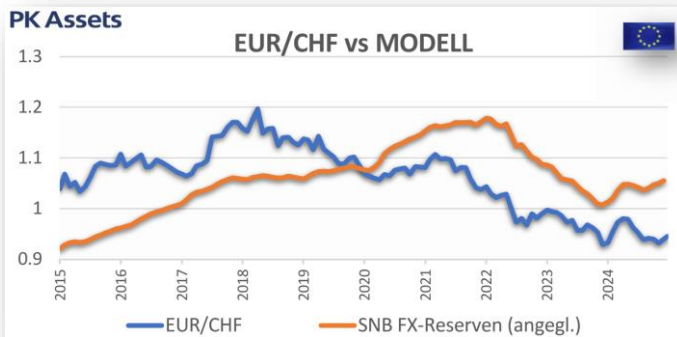
Alter chinesischer Fluch

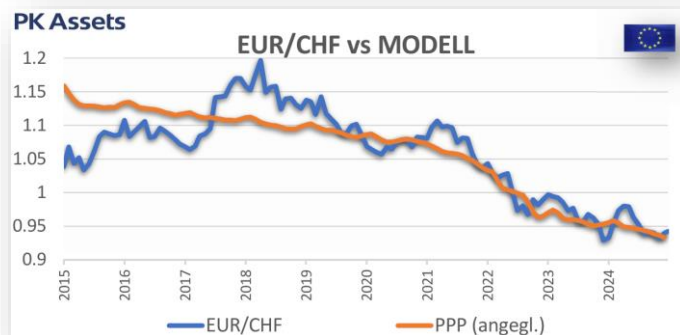
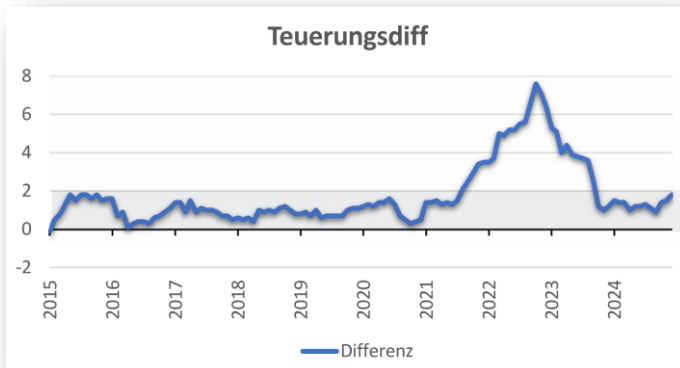
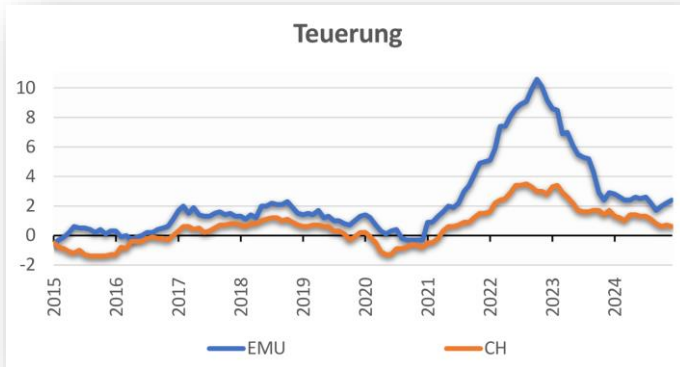


Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

- Die *Leitzinsdifferenz* zugunsten des EUR bleibt hoch, beide Notenbanken sind noch im Senkungsmodus
- Die *SNB* hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die *Nominalzinsdifferenzen* sprechen klar für den Euro, egal ob man die Nominalzinsen über die Kurve verteilt vergleicht..
- ..oder die *Realzinsdifferenzen* (EUR 5y5y-Breakeven, CH: Kern-CPI) vergleicht
- Die EZB ist im Zinssenkungsmodus, trotzdem gehen die 2-Jahreszinsen nicht deutlich runter, d.h. die Zinserwartungen sind nicht überschäumend, was den EUR stützt
- Die wieder normalisierte Zinskurve 2/10 stützt den EUR deutlich!

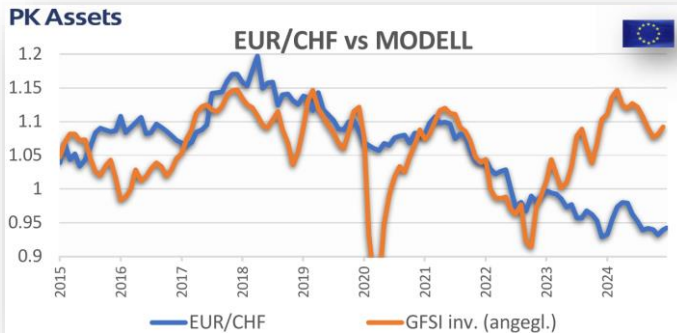




Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

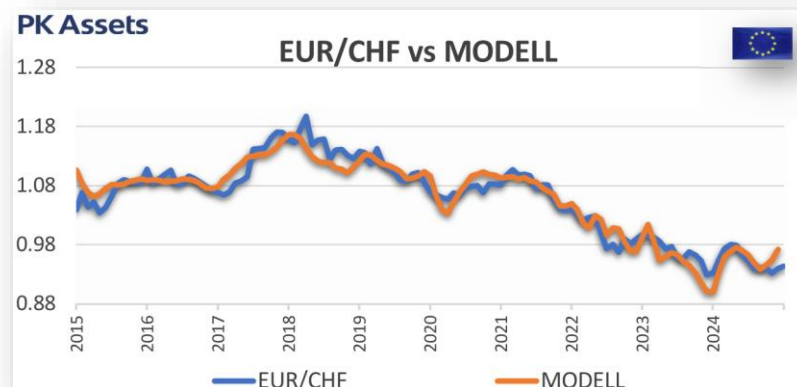
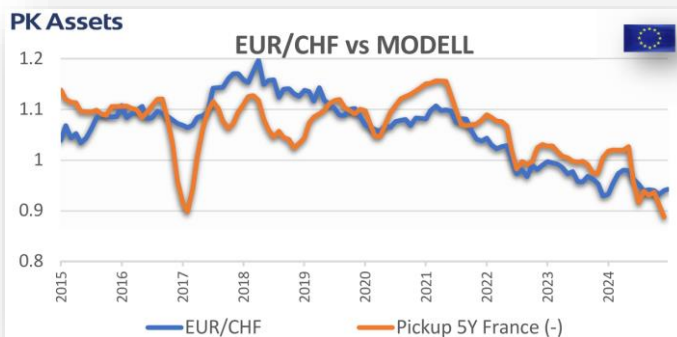
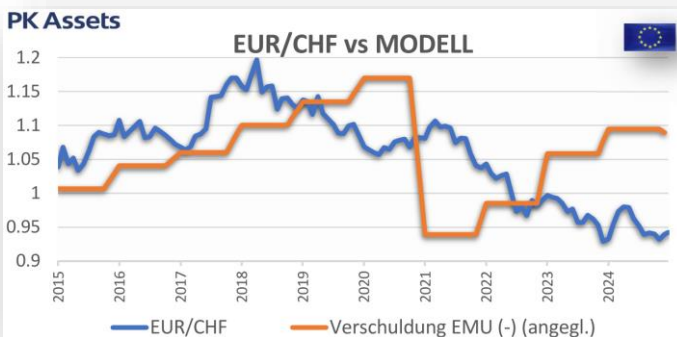
- Nach dem monumentalen Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder im Rahmen der Periode vor Covid, allerdings am **oberen Ende**
- Das bedeutet ein **klarer Abwärtsdruck** auf den EUR
- Der Wechselkurs oszilliert um den Graphen des PPP, allerdings sind längere Abweichungen die Regel



Die wichtigsten Treiber:

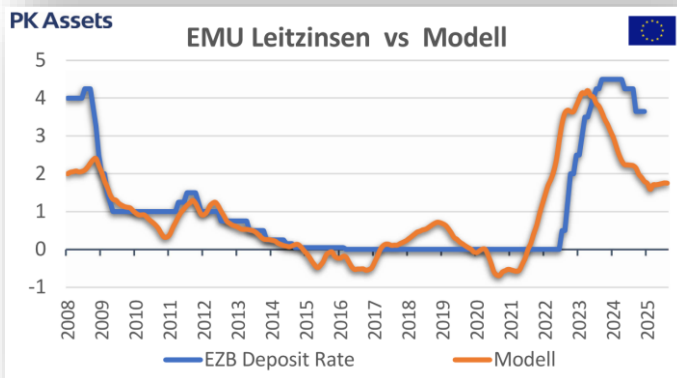
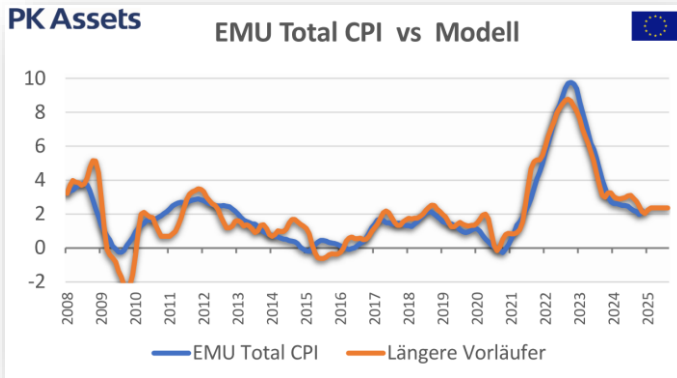
Stress

- Der Einbezug des **Global Financial Stress Indicators** verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress, das spricht für den EUR
- Auch die **Verschuldung** spielt seit geraumer Zeit keine Rolle, zumal sie zwar enorm hoch ist und die Schulden rasch wachsen
- Aber auch das nominale BIP wächst schnell und dieser Effekt kompensiert in den letzten Jahren den Fiskaldefizit-Effekt
- Das Länderrisiko Frankreichs ist negativ korreliert mit dem Euro und zeigt **Abwärtsdruck** auf die Währung an



Bewertung

Die hohen Zinsdifferenzen halten die Euro-Käufer noch bei der Stange, die Währung sieht gut unterstützt aus, aber das PPP wiegt schwer auf dem Wechselkurs



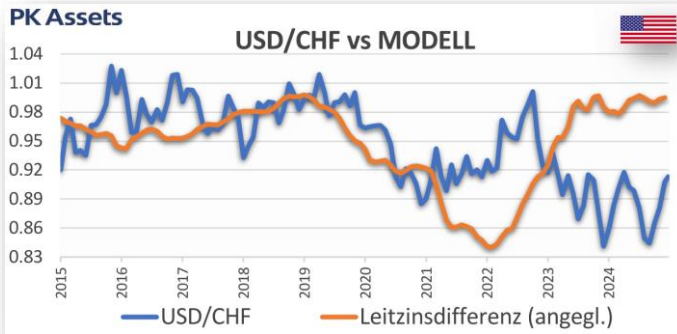
Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

- Wir erwarten ein EMU-**CPI** in den nächsten zwei Quartalen bei ca. 2% und fast Null in der CH..
- ..d.h. der Abwärtsdruck dürfte **bestehen bleiben**
- Unser EZB-Modell basiert auf unseren CPI-Prognosemodellen, auf die Break Evens, Taylor und den Arbeitsmarkt und **impliziert Leitzinsen von 2% im Euroraum**
- Der Markt rechnet ebenfalls mit einem Leitzins 2025 von 2%
- Für die CH gehen wir von Leitzinsen bei Null aus
- Damit ergibt sich eine **Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für Abwärtsdruck auf den EUR/CHF

"We forecast the **EURUSD to be at parity** by end-2025 on further widening in US-EUR rate differentials and markets pricing in Trump's tariff policies. For Q1, there are two eurozone-specific factors we are watching that could challenge our view. The first consideration is the **prospect of increased government spending**. This would help lift eurozone growth expectations and, with that, the EUR. The second catalyst is a **potential resolution to the Russia-Ukraine war**. This factor is closely tied to the first insofar as a resolution may require an agreement on defence spending in Europe first. A resolution **could benefit the EUR** through both the sentiment and growth channel. Even if neither of these catalysts materialises, the fact that the eurozone still runs a **historically-wide current account surplus** could prevent a more sustainable break. The eurozone is likely to see tepid growth in 2025 while avoiding a recession. We see quarterly 25bp cuts by the ECB until it reaches **2% policy rate**. Risks as likely skewed to the downside, in our view as trade uncertainty and tariffs pose a negative risk to growth" **BNP Paribas**

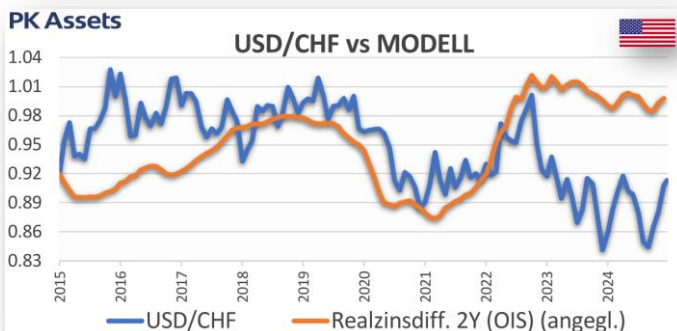
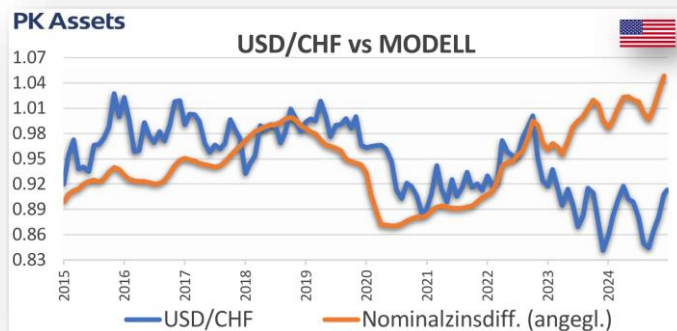
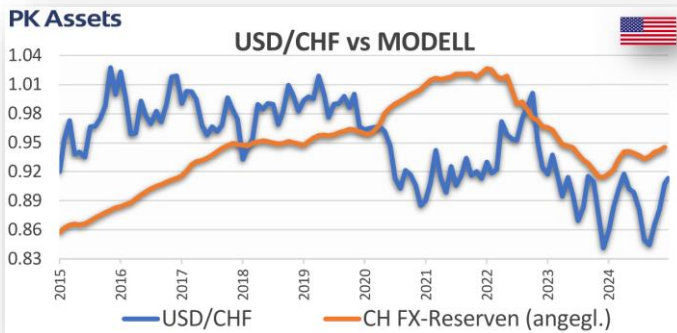


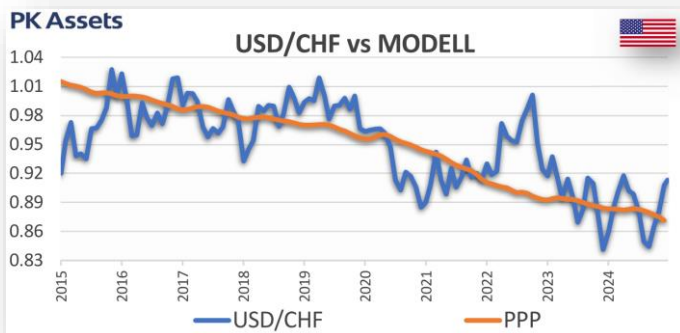
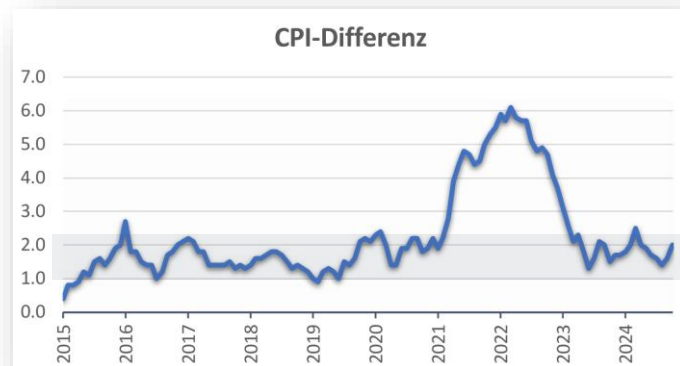
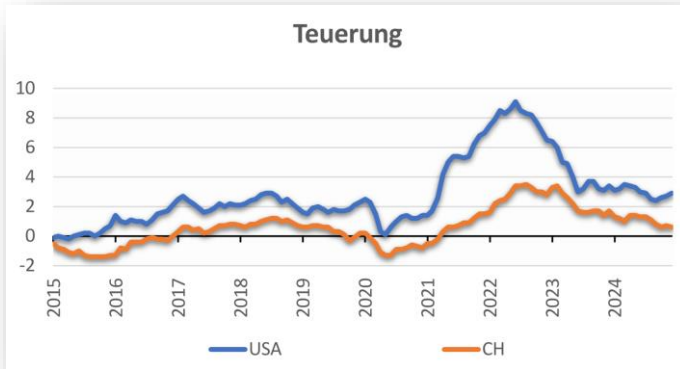


Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

- Die *Leitzinsdifferenz* zugunsten des USD bleiben hoch, beide Notenbanken sind noch im Senkungsmodus
- Die *SNB* hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die Nominalzinsdifferenzen *sprechen klar für den Dollar*, egal ob man die Nominalzinsen über die Kurve verteilt vergleicht..
- ..oder die Realzinsdifferenzen (USA 10y-Breakeven, CH: Kern-CPI) vergleicht

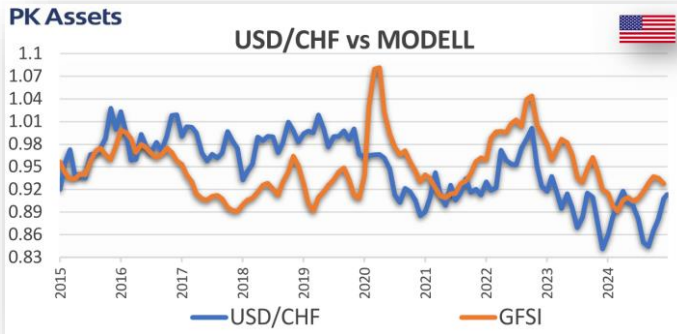




Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

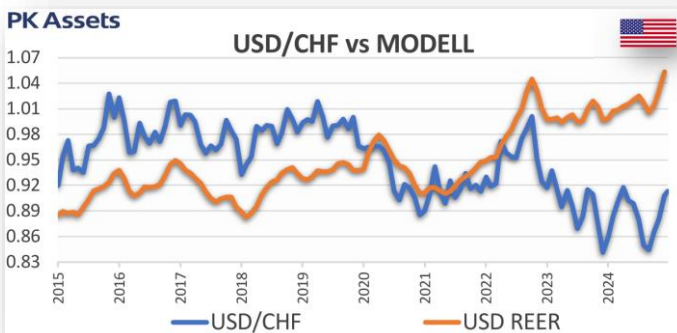
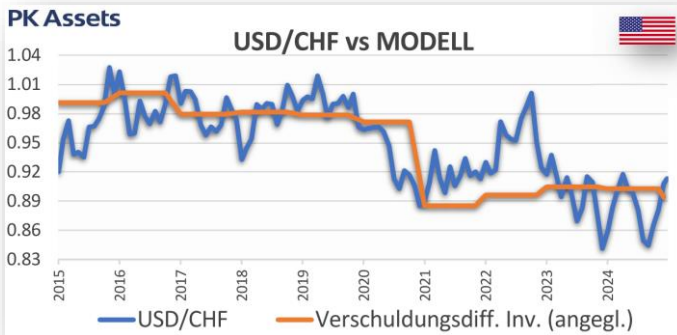
- Nach dem monumentalen Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder im Rahmen der Periode vor Covid
- Das bedeutet ein klarer **Abwärtsdruck** auf den USD
- Der Wechselkurs oszilliert um den Graphen des PPP, allerdings sind längere Abweichungen die Regel



Die wichtigsten Treiber:

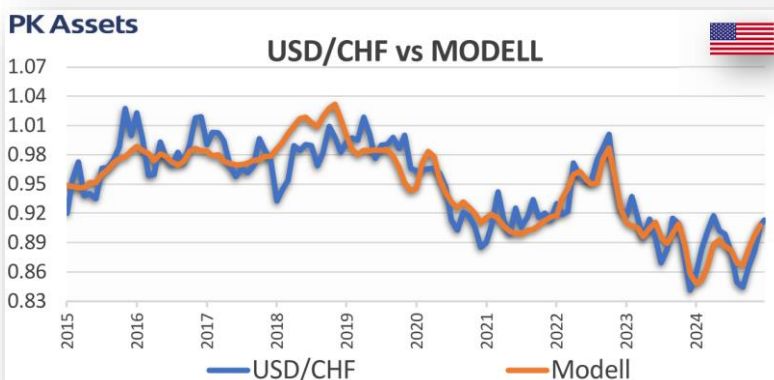
Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress
- Auch die **Verschuldung** spielt seit geraumer Zeit keine Rolle, zumal sie zwar enorm hoch ist und die Schulden rasch wachsen
- Aber auch das nominale BIP wächst schnell und dieser Effekt kompensiert in den letzten Jahren den Fiskaldefizit-Effekt



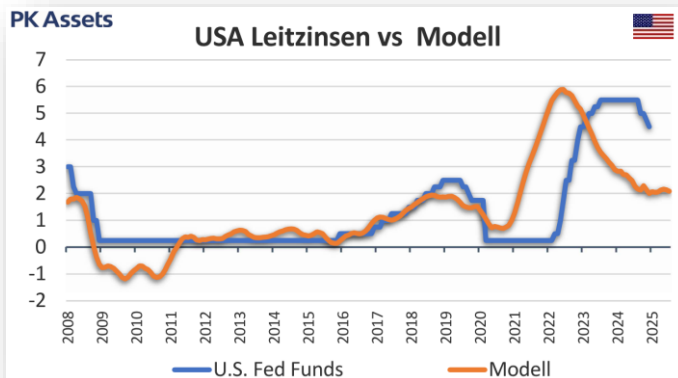
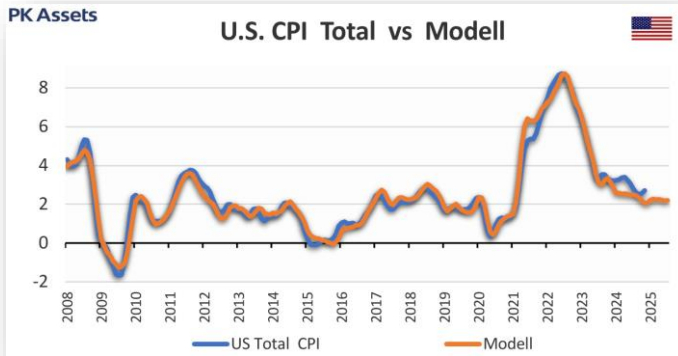
REER

- Der Real effektive Wechselkurs des USD gegen seine Handelspartner ist **extrem hoch bewertet**



Bewertung

Unser Modell impliziert eine **faire** Bewertung des USD/CHF



Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

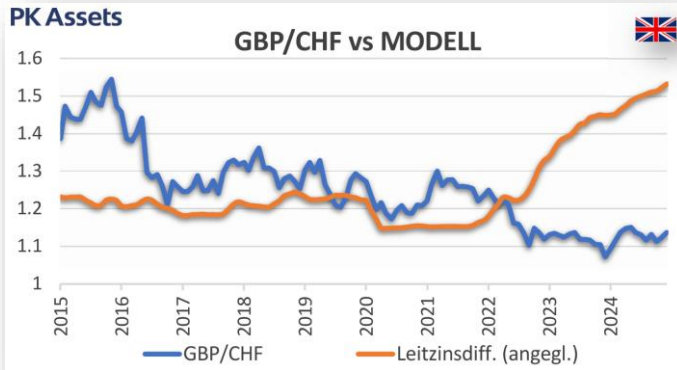
- Wir erwarten ein US-CPI in den nächsten drei Quartalen bei ca. 2% in den USA und fast Null in der CH..
- ..d.h. der Abwärtsdruck dürfte bestehen bleiben
- Unser Fed-Modell basiert auf unseren CPI-Prognosemodellen, auf die Break Evens und auf unsere Arbeitsmarkt-Modelle
- **Eigentlich wäre die Reaktionsfunktion auf Zinsreduktionen ausgelegt**
- Aber die Vorgänge in der Politik und Verschuldung lassen **Zweifel** aufkommen über solche Zinsschritte
- Der Markt geht von 2 Zinssenkungen aus für 2025
- Für die CH gehen wir von Leitzinsen bei Null aus
- Damit ergibt sich eine **Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für Abwärtsdruck auf den EUR/CHF

“Our **still-bullish USD view** rests on three assumptions: 1) The Fed does **not cut this year**. While the bar for hikes is certainly high, we do not rule them out and see a meaningful chance of Fed hikes this year. 2) Tariffs are not fully priced into the market 3) The USD can appreciate even after US real rates have peaked. We note during Trump’s previous term, US real rates peaked towards the end of 2018. The USD rallied throughout 2019 even as US real rates eventually went negative. **Higher US yields** could also make the USD a popular long position for earning carry.” BNP Paribas



Mögest du in interessanten Zeiten leben

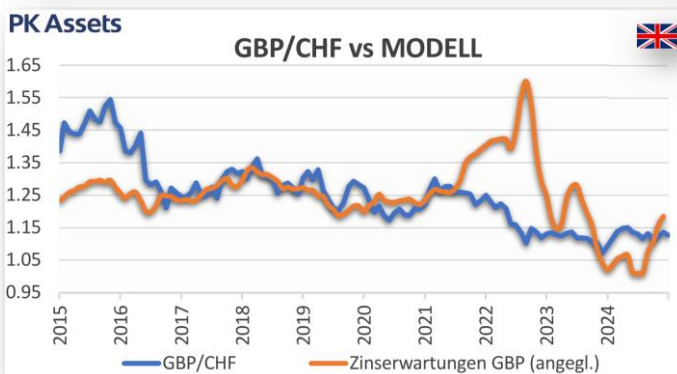
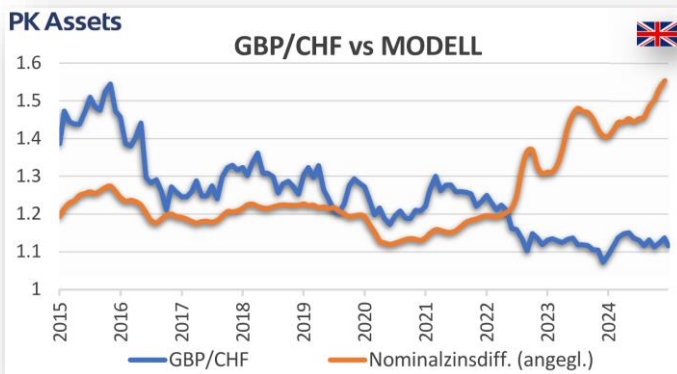
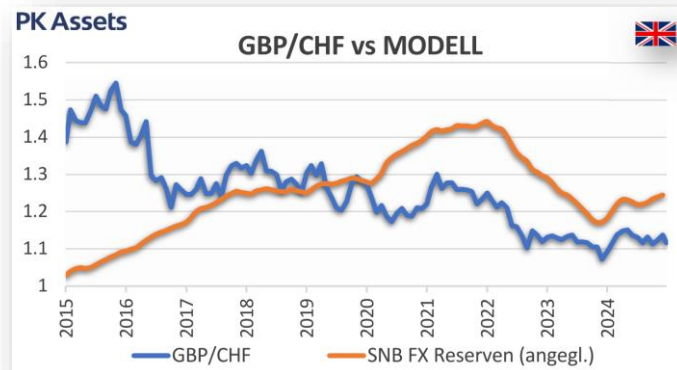
Alter chinesischer Fluch

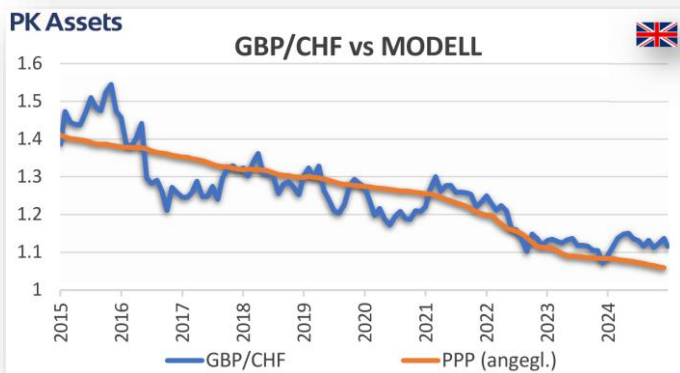
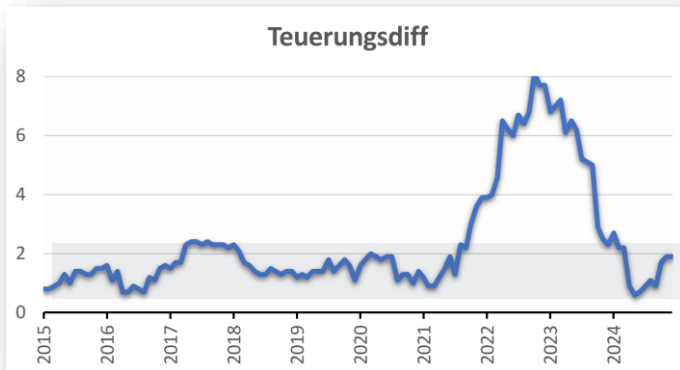
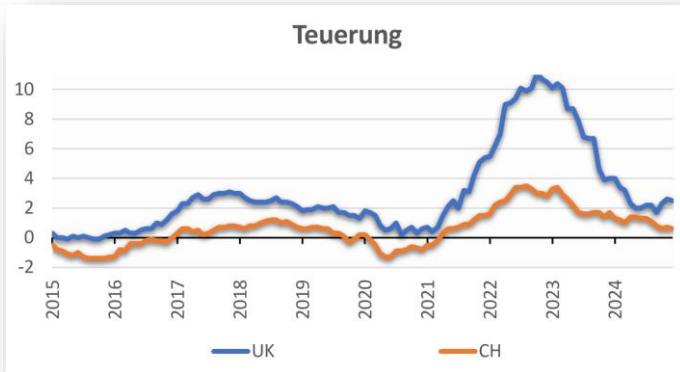


Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

- Die Leitzinsdifferenz zugunsten des GBP sind extrem hoch
- Die SNB hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die Nominalzinsdifferenzen sprechen klar für das Pfund..
- .. Nominal wie real
- Die BoE hat angefangen zu cutten, trotzdem geben die 2-Jahreszinsen nicht nach, d.h. es stockt in den Zinserwartungen nach unten, das unterstützt das Pfund
- Ebenfalls unterstützend für das Pfund wirkt die normalisierte Zinskurve 2/10

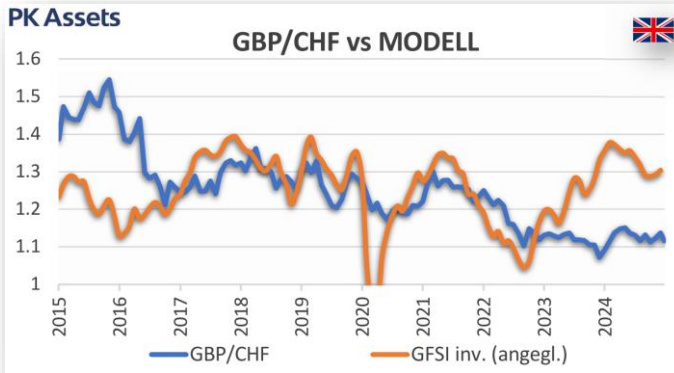




Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

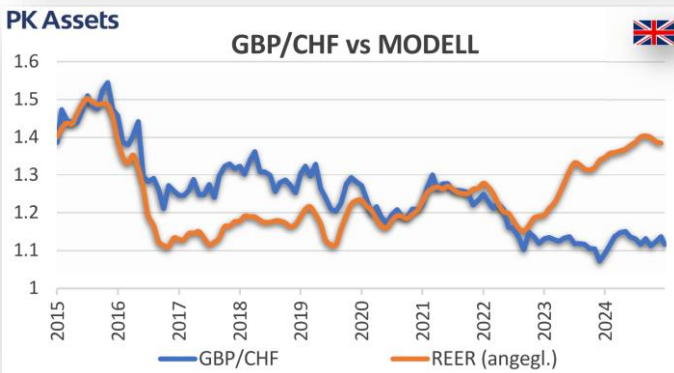
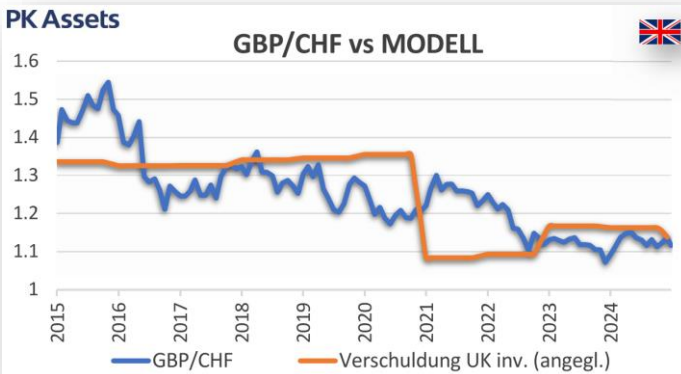
- Nach dem monumentalen Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder im Rahmen der Periode vor Covid, allerdings am oberen Ende
- Das bedeutet ein **klarer Abwärtsdruck** auf das Pfund
- Der Wechselkurs oszilliert um den Graphen des PPP, allerdings sind längere Abweichungen die Regel



Die wichtigsten Treiber:

Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress
- Auch die **Verschuldung** spielt seit geraumer Zeit keine Rolle, zumal sie zwar enorm hoch ist und die Schulden rasch wachsen
- Aber auch das nominale BIP wächst schnell und dieser Effekt kompensiert in den letzten Jahren den Fiskaldefizit-Effekt

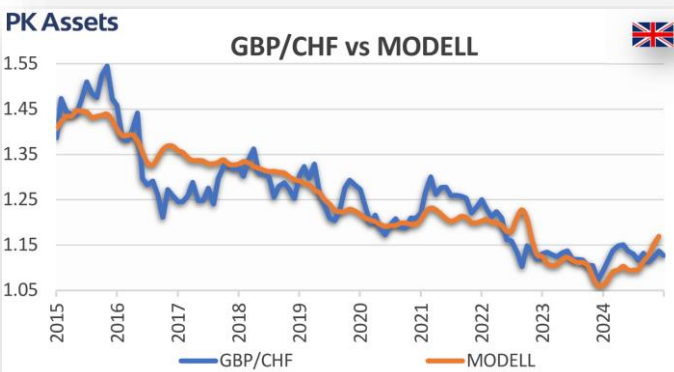


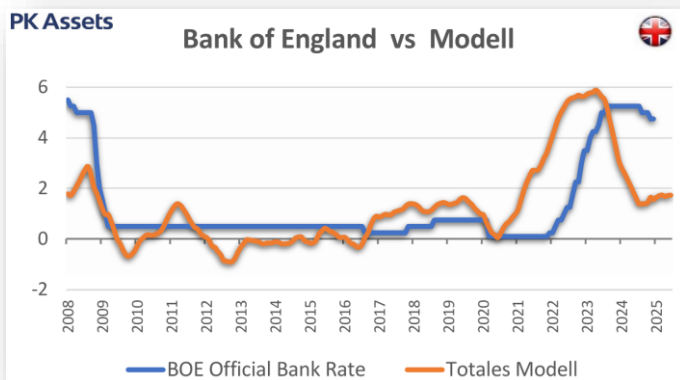
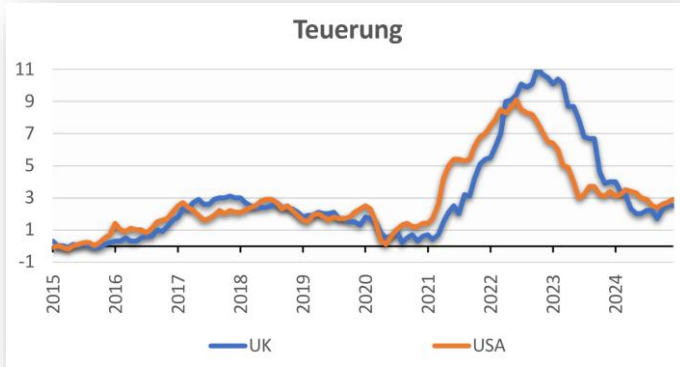
REER

- Gemäss real effektivem Wechselkurs ist das GBP **sehr hoch bewertet**

Bewertung

Unser Modell impliziert eine **günstige** Bewertung des GBP/CHF





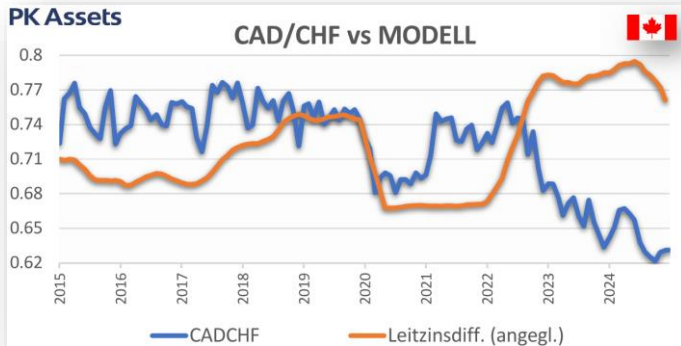
Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

- Wir erwarten ein US-CPI in den nächsten drei Quartalen bei ca. 2% in den USA und fast Null in der CH..
- ..und da die britische **Teuerung** dem US-CPI folgt heisst das, dass der **Abwärtsdruck bestehen bleiben** dürfte
- Unser Modell für die BoE basiert auf der Teuerung, den Breakevens, der Taylorregel, dem BIP-Wachstum und den Löhnen, sowie den Häuserpreisen
- UK hat noch nicht richtig mit Zinssatzsenkungen begonnen
- Gemäss unserem Modell der BoE-Reaktionsfunktion gibt es einigen Raum für Zinssenkungen, mit einem Leitzins von potentiell unter 2%
- Der Markt geht von 3 Zinssenkungen aus für 2025 und einem Niveau von 4%
- Für die CH gehen wir von Leitzinsen bei Null aus
- Damit ergibt sich eine **Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für Abwärtsdruck auf den GBP/CHF

“the recent rise in UK yields has **increased debt servicing costs** to the extent that the government no longer has sufficient headroom against its debt rule. We think this raises the prospect of a change in fiscal policy – tax rises or spending cuts – that would be **negative for growth**. This in turn would lead to a more challenging UK growth outlook and, via the second channel, **sharper rate cuts** by the BoE. Our base case is for four 25bp rate cuts this year and, as this is not sufficiently priced in by front-end UK rates, we see this undermining the GBP.” **BNP Paribas**

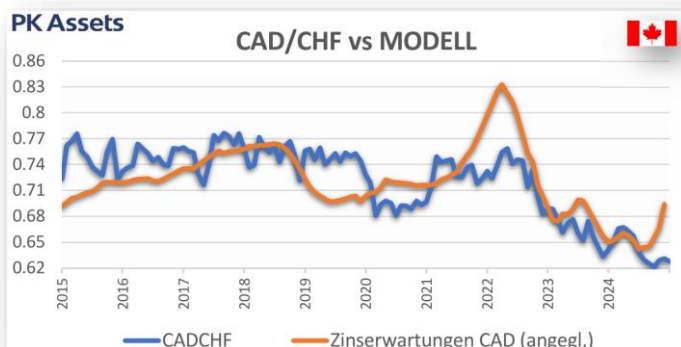
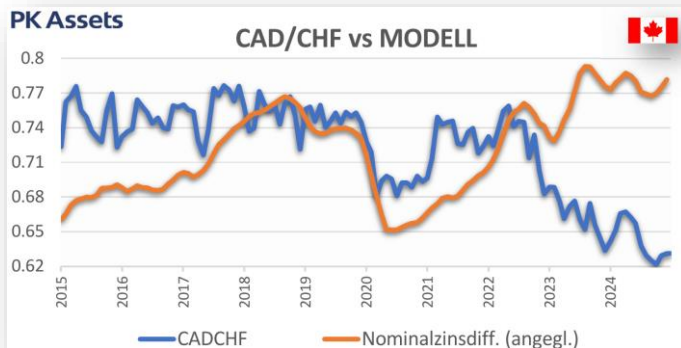
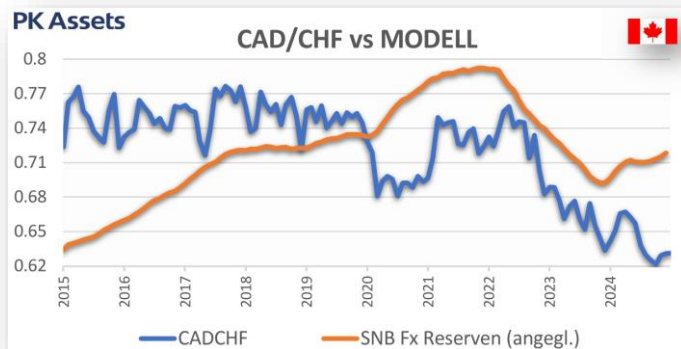


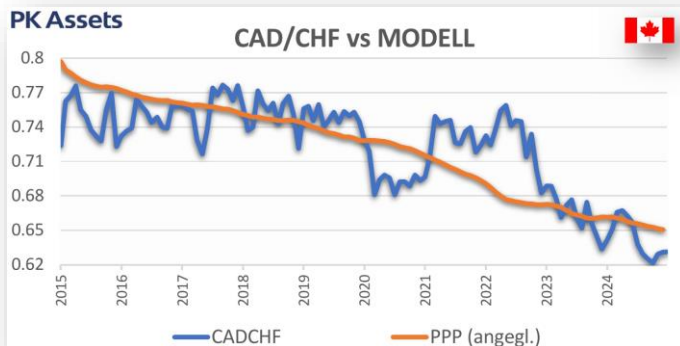
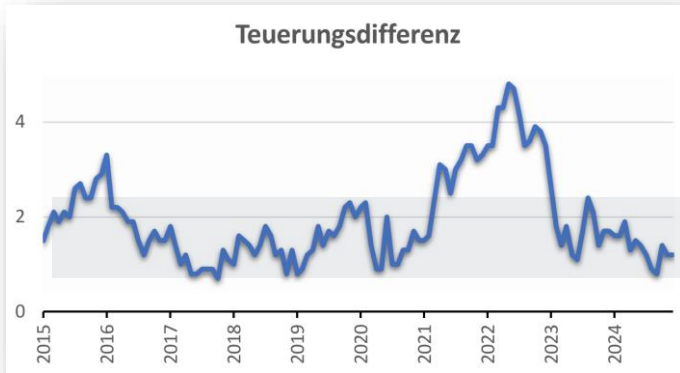
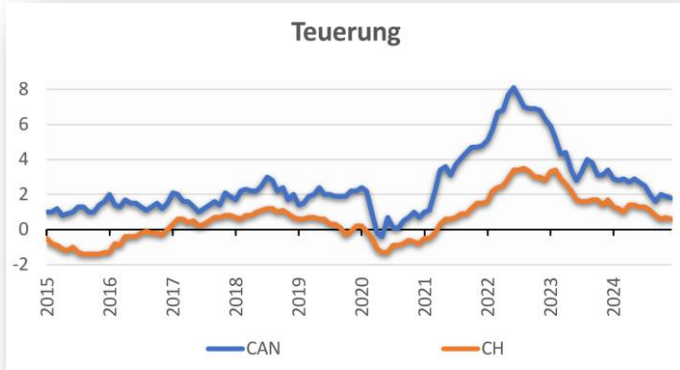


Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

- Die *Leitzinsdifferenz* zugunsten des CAD sind trotz grosser Cuts der BoC immer noch hoch
- Die *SNB* hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die *Nominalzinsdifferenzen* sprechen klar für den CAD
- Die Normalisierung der Kurve im kurzen Bereich (2y-3m = „Leitzinserwartungen“ und insbesondere im 10/2-Bereich stützen den CAD



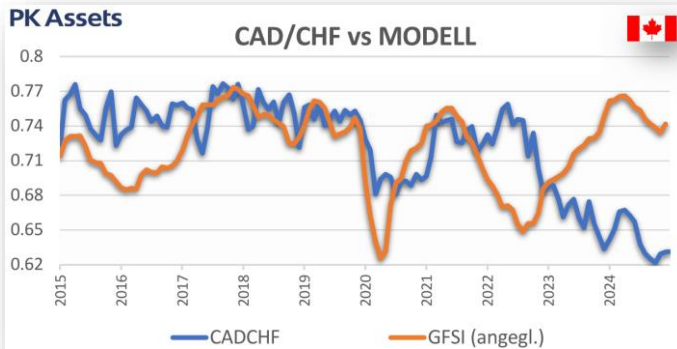


Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

- Nach dem Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder im Rahmen der Periode vor Covid, und zwar am unteren Ende
- Das bedeutet ein **leichter Abwärtsdruck** auf den CAD
- Der Wechselkurs oszilliert um den Graphen des PPP, allerdings sind längere Abweichungen die Regel

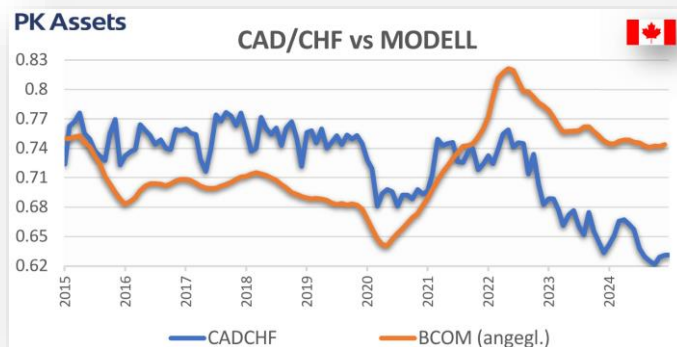
“The need to support domestic demand is driving the BoC’s easing cycle, with inflation now appearing to be back on target. Market expectations are for the cycle to end in the vicinity of a 2.75% policy rate, the mid-point of the range where the BoC estimated the neutral rate to be in April 2024 (2.25%–3.25%). Recent employment growth has been better than expected and wage growth has softened, though the unemployment rate remains at elevated levels. We think that downside risks from tariffs may cause markets to price in additional BoC cuts.” *BNP Paribas*



Die wichtigsten Treiber:

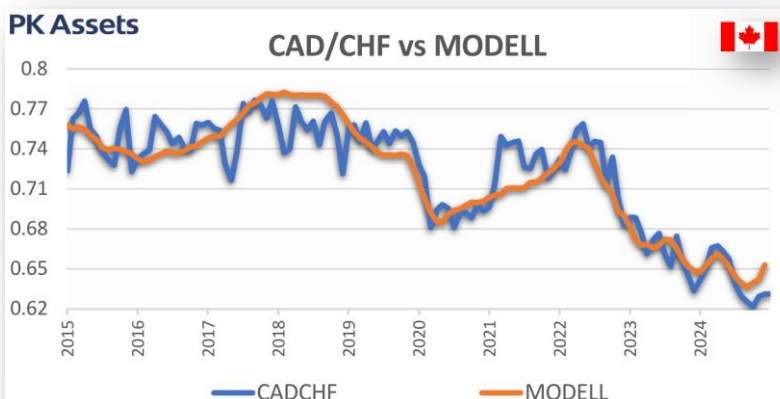
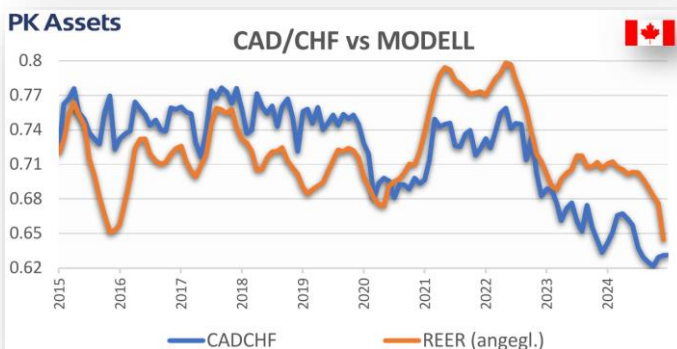
Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress
- Der CAD ist (rechnerisch) sehr hoch korreliert mit den Commodity-Preisen, hier ist allerdings seit längerem kein Impuls feststellbar



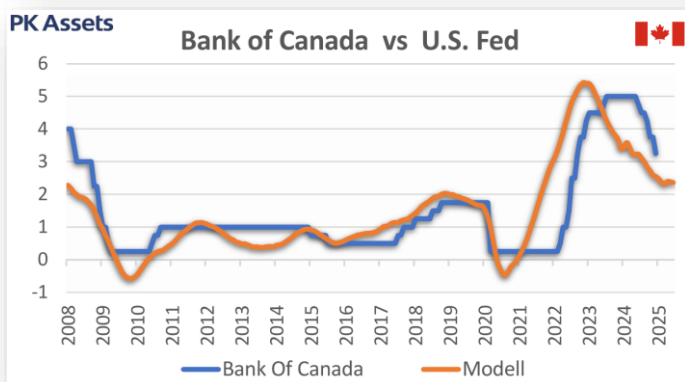
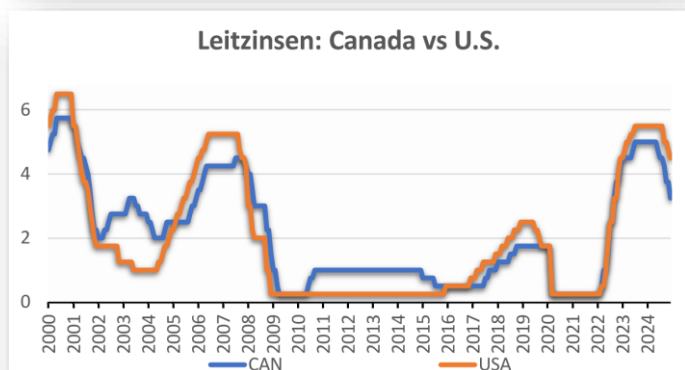
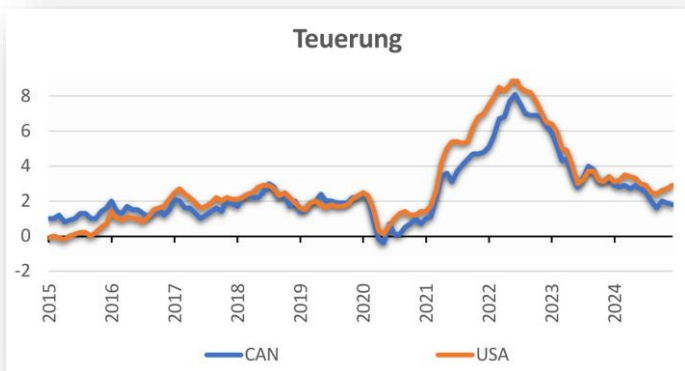
REER

- Gemäss real effektivem Wechselkurs ist das GBP tief bewertet



Bewertung

Unser Modell impliziert eine **günstige** Bewertung des CAD/CHF



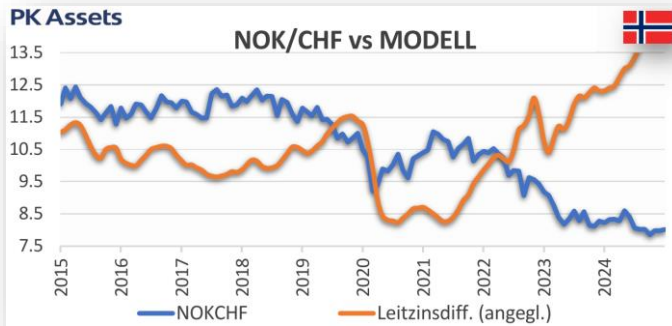
“We think that the pair will be driven this year by **trade tensions** between the US and Canada. Our tariff analysis indicates that Canada would be **particularly vulnerable** due to their large share of exports to the US (over 75%). Should tariffs materialize, markets may price a **deeper BoC cutting path** than is currently implied by neutral rate forecasts. To be sure, US imposing tariffs on Canada is **not in our base case**. But because of the outsized impact they can have, it is a **tail risk** worth hedging, in our view” BNP Paribas

Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

- Wir erwarten im Leitzmarkt USA ein CPI in den nächsten drei Quartalen bei ca. 2% in den USA und fast Null in der CH..
- ..das kanadische CPI ist bereits unter 2%, ist zwar hoch korreliert mit dem U.S.-CPI, unterschießt dieses aber normalerweise; summa summarum dürfte ein gewisser **Abwärtsdruck** zum CHF **bestehen bleiben**
- Die Leitzinsen Kanadas sind hoch korreliert mit denjenigen der USA
- Unser Modell für die Reaktionsfunktion der Bank of Canada umfasst die Teuerung, Taylor, Konjunktur und das Fed-Modell; eine Reduktion der Leitzinsen auf 2% scheint angebracht
- Der Markt geht von 2-3 Zinsreduktionen aus und einem Niveau von 2.65%
- Für die CH gehen wir von Leitzinsen bei Null aus
- Damit ergibt sich eine **leichte Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für etwas Abwärtsdruck auf den GBP/CHF

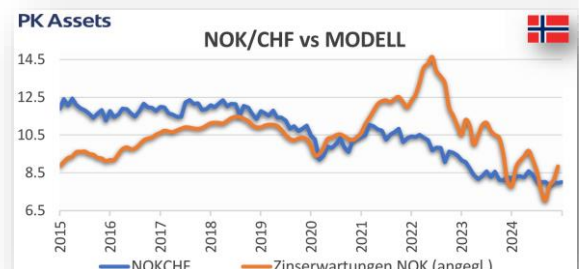
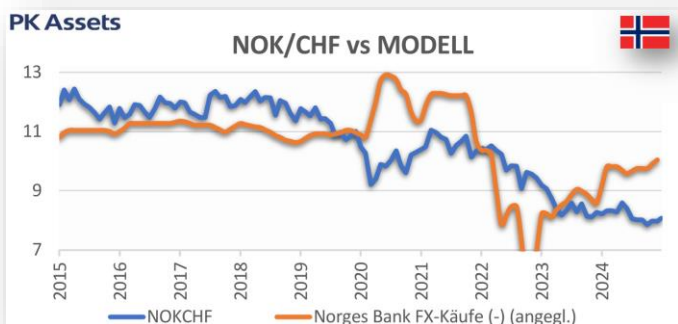
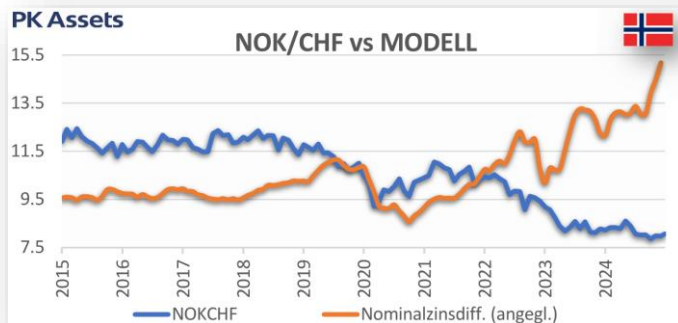
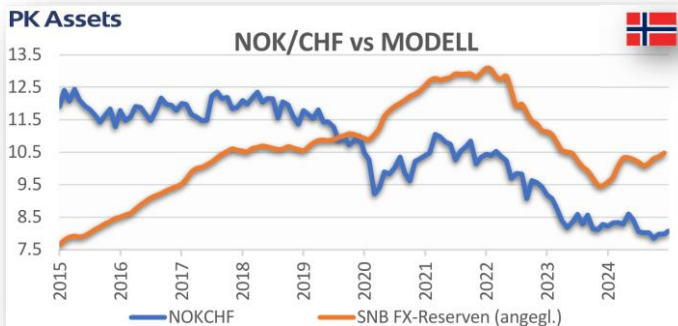


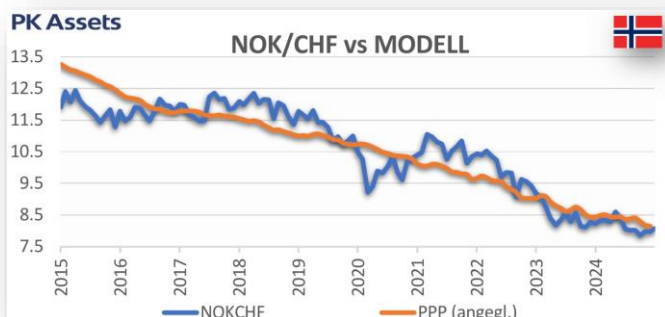
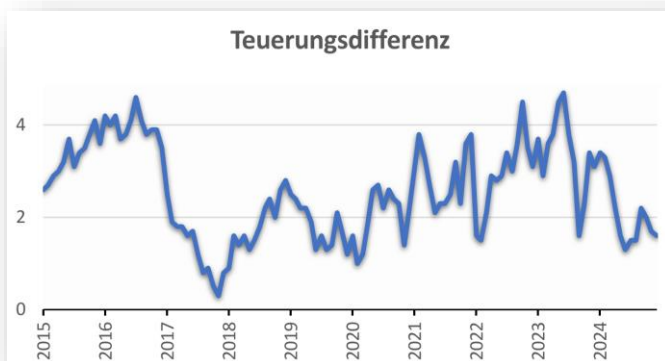
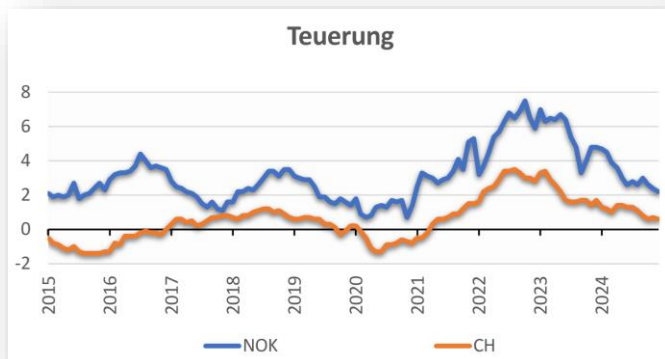


Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

- Die *Leitzinsdifferenz* zugunsten des NOK sind brutal hoch, die Norges Bank dürfte ab März cutten
- Die *SNB* hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die *Nominalzinsdifferenzen* sprechen klar für den NOK
- Die *Kronen-Verkäufe der Norges Bank* hat die FX-Verkäufe Ende 2023 haben sich von den Höchstständen 2022 ermässigt und belasten den NOK nicht mehr in so einem massiven Ausmass mehr
- Die *Zinserwartungen* stützen den NOK, da der 2Y-Zins hoch bleibt bei über 4%

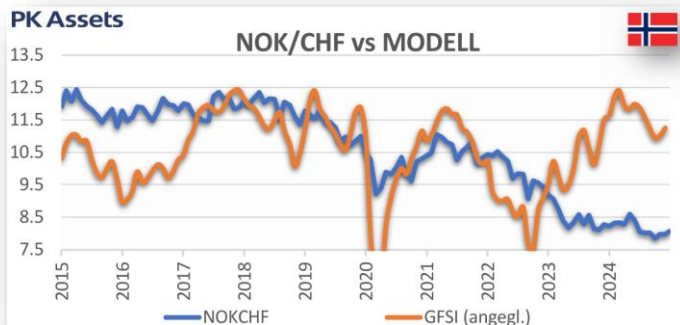




Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

- Teuerung ist das Kardinalproblem des NOK
- Nach dem Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder zurückgekommen und aktuell eher am unteren Ende der Spanne, aber immer noch signifikant
- Das bedeutet ein **Abwärtsdruck** auf den NOK
- Der Wechselkurs und das PPP sind so hoch korreliert, wie fast nirgendwo, wegen des konstant hohen CPI-Differenzials



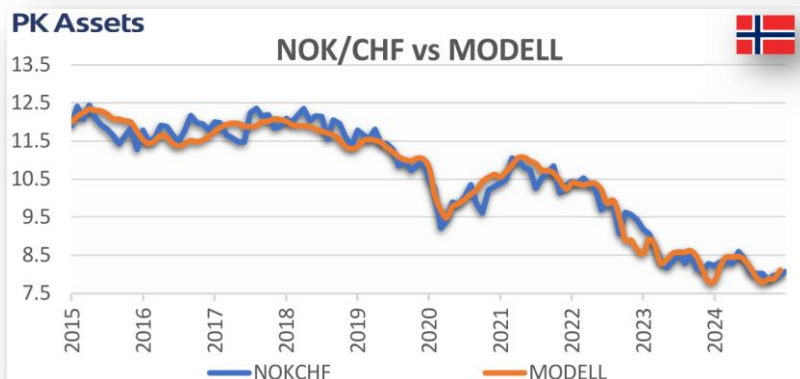
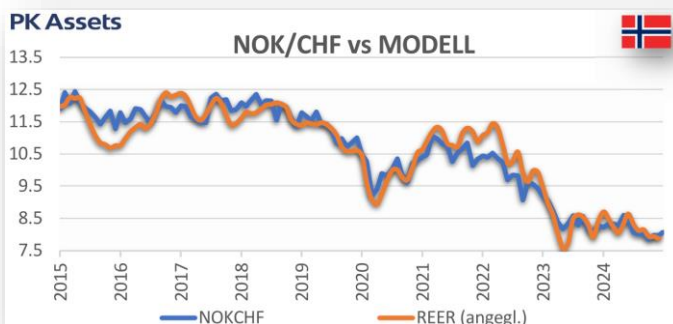
Die wichtigsten Treiber:

Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark; der NOK ist eine Risk-On-Währung par excellence und ist abhängig von der Liquidität im Finanzsystem
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress

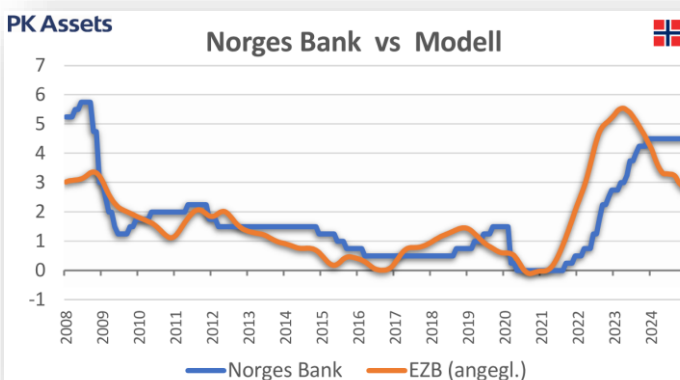
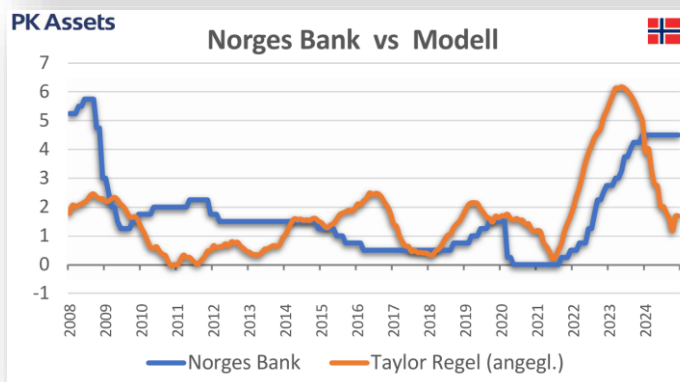
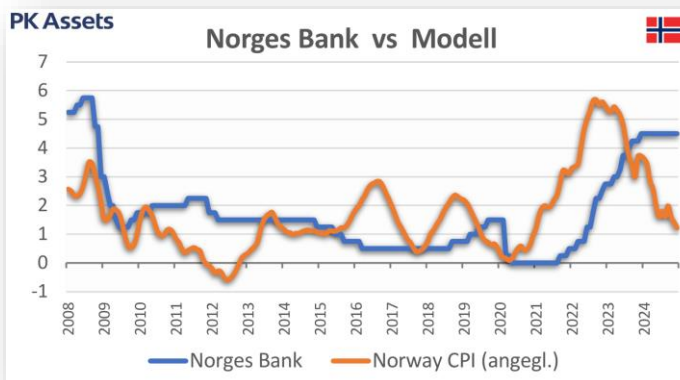
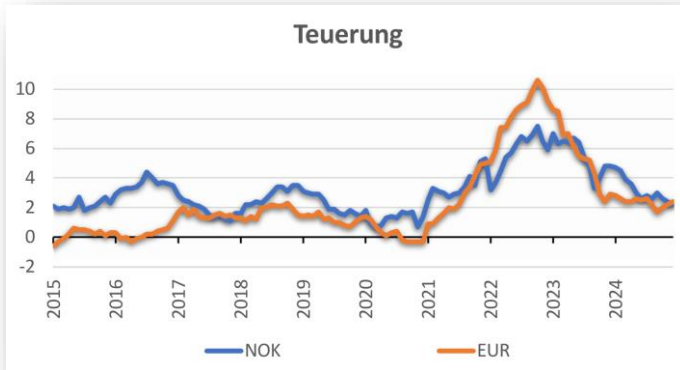
REER

- Gemäss real effektivem Wechselkurs ist der NOK **extrem tief bewertet**



Bewertung

Unser Modell impliziert eine **faire** Bewertung des NOK/CHF



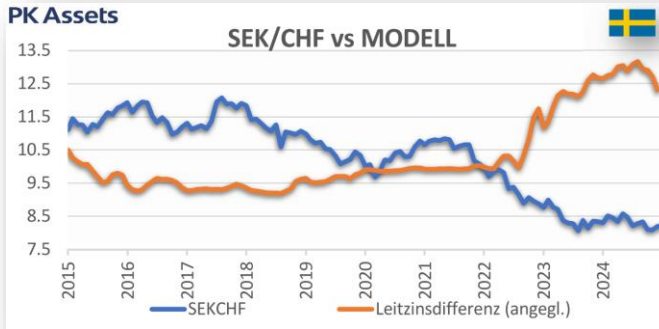
Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

- Das norwegische CPI ist normalerweise höher als dasjenige der Eurozone, aktuell aber identisch, das spricht eher für das NOK
- Allerdings scheint das CPI in Norwegen wie anderorts sticky zu bleiben, d.h. die Teuerungsdifferenz zur CH bleibt und damit auch der Abwärtsdruck des NOK
- Alle Leitzins-Faktoren stehen auf senken: CPI, Underlying CPI, Taylorregel, EZB, ein Unterschneiden von 2% ist möglich
- Der Markt sieht 2 Schritte voraus bis Mitte Jahr auf dann 4%
- Damit ergibt sich eine **Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für Abwärtsdruck auf den NOK/CHF

“Norges Bank kept its policy rate on hold at the December meeting. The statement suggested a **rate cut is likely in March this year: this is not a major shift, as the** bank previously indicated a cut in Q1 2025, although the more explicit language cemented the expectation for one. We think that as the bank simultaneously slightly raised its projections for the policy rate at the end of the year, it suggests that **rate cuts are unlikely to be pronounced** and can keep NOK rate differentials supportive for the currency.” BNP Paribas

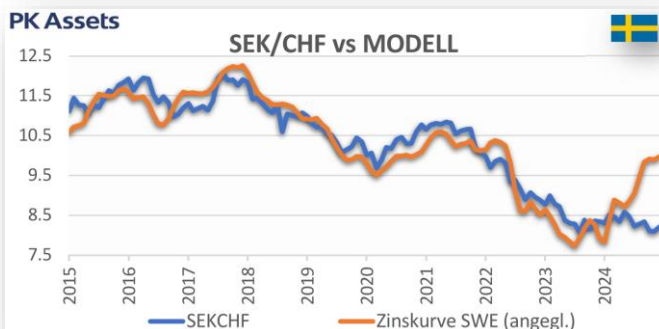
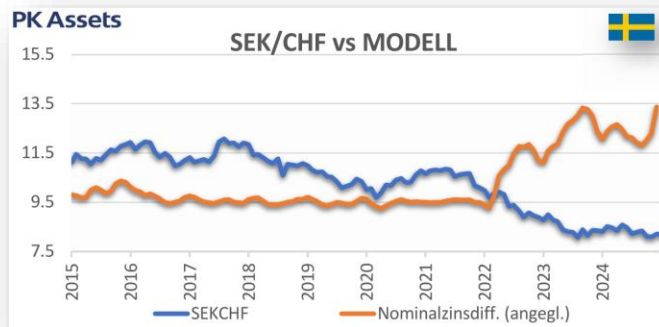
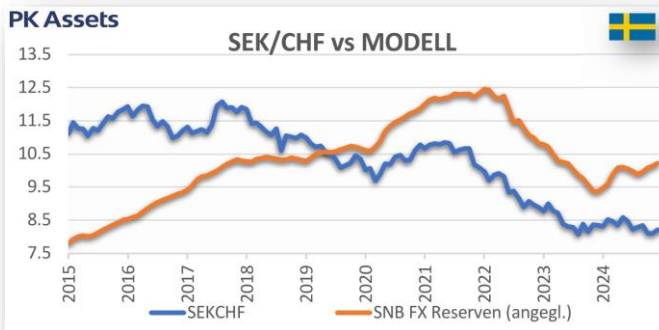


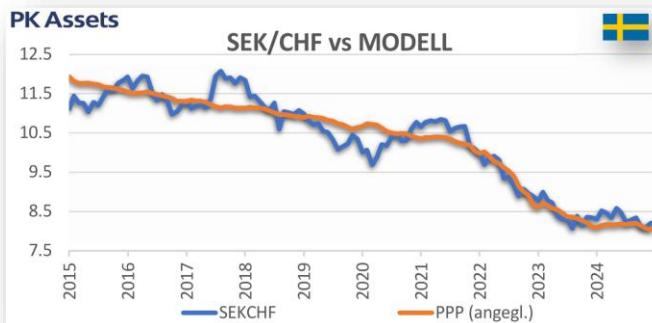
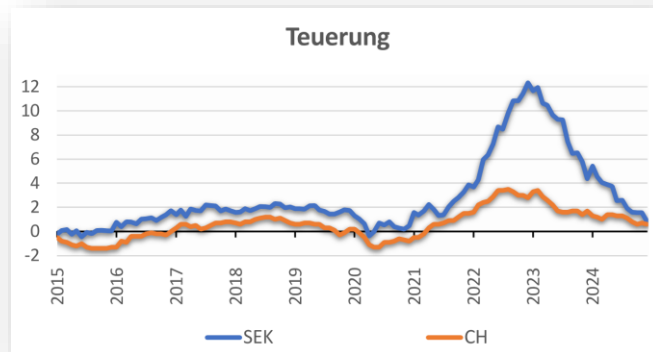
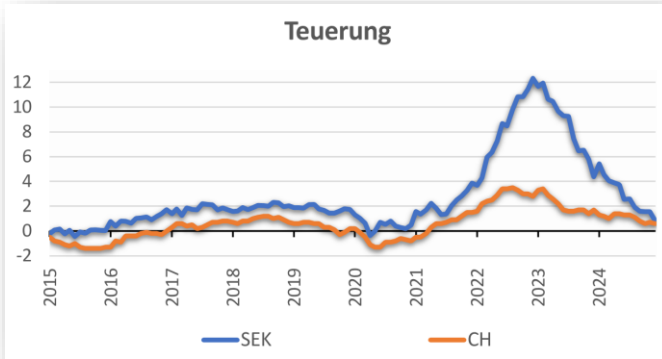


Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

- Die *Leitzinsdifferenz* zugunsten des SEK ist hoch, obwohl die Riksbank schon kräftig gecuttet hat
- Die *SNB* hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die *Nominalzinsdifferenzen* sprechen klar für den SEK
- Es ist aber insbesondere die *Normalisierung der schwedischen Zinskurve*, die den SEK stützt

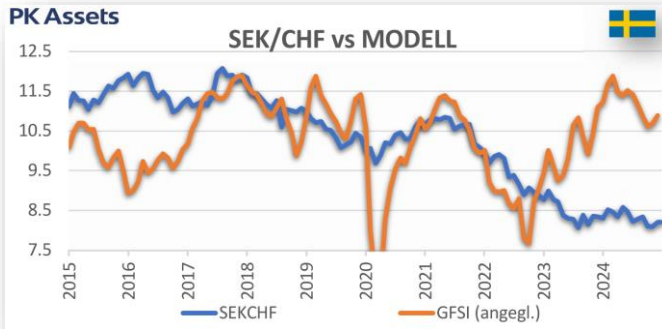




Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

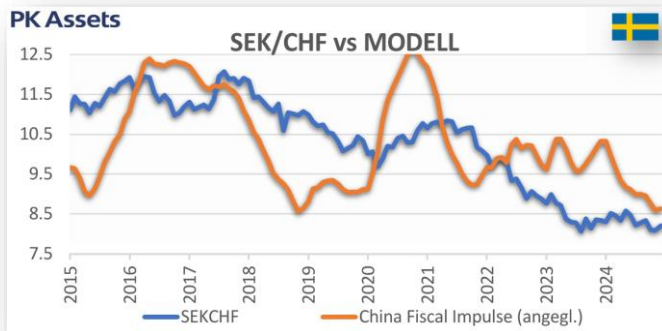
- Schweden hat historisch eine höhere Inflation als die CH, speziell auch im Gefolge von Covid, aktuell allerdings nicht:
- Nach dem Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder komplett zurückgekommen und aktuell so tief wie fast nie
- Das bedeutet kaum Abwärtsdruck auf den SEK
- Der Wechselkurs und das PPP sind so hoch korreliert, wie fast nirgendwo, wegen des konstant hohen CPI-Differenzials



Die wichtigsten Treiber:

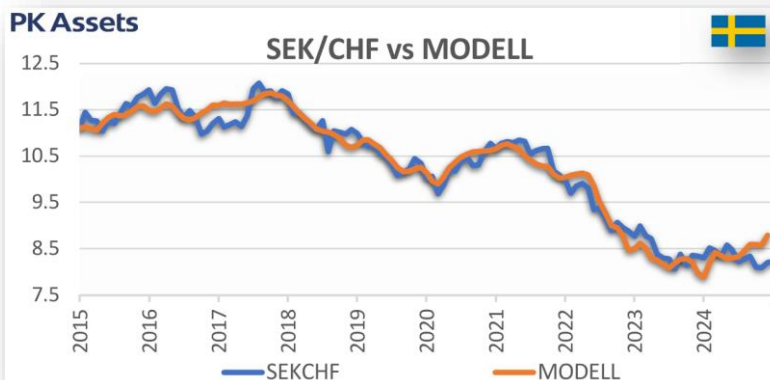
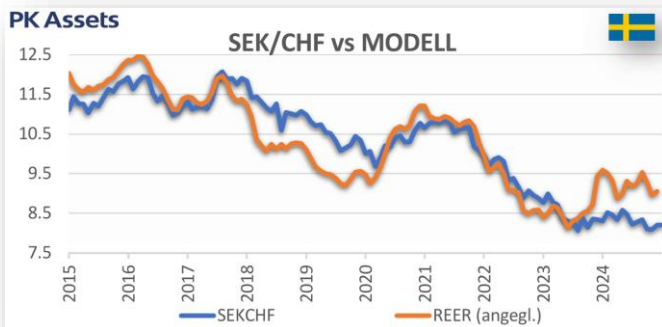
Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark; der SEK ist eine Risk-On-Währung und ist abhängig von der Liquidität im Finanzsystem
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress
- Allerdings als Risk-On-Währung ist der SEK anfällig auf die chinesische Konjunktur



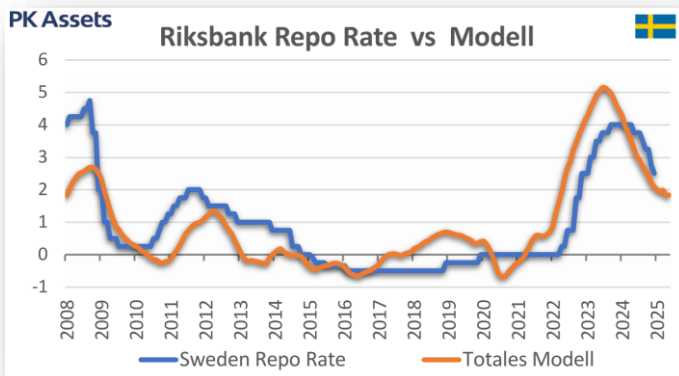
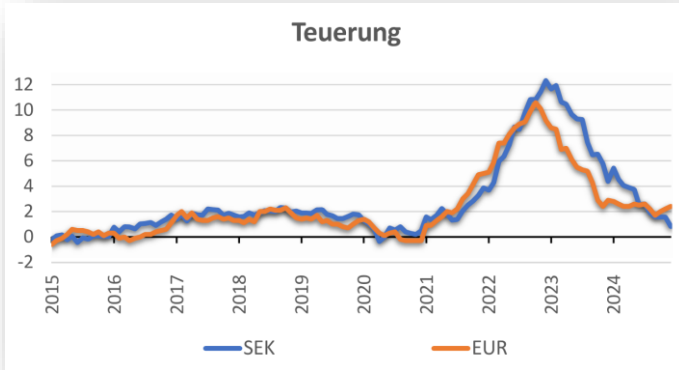
REER

- Gemäss real effektivem Wechselkurs ist der NOK extrem tief bewertet



Bewertung

Unser Modell impliziert eine günstige Bewertung des SEK/CHF



“We’re fundamentally bullish NOK and **bearish SEK**. EURSEK has scope to rise to 11.90, in our view. We think this is underpinned by differing sensitivities to potential **US tariffs**, in which the **SEK could be more sensitive to trade uncertainty** than the NOK. The sensitivity of the SEK to foreign trade could **undermine Sweden’s current account surplus and weaken economic growth**. The Riksbank has already been on a cutting path and we see further headwinds to growth leading to **deeper cuts**. We note the SEK is already at weak levels, although the Riksbank has shown reduced sensitivity to the currency in its cutting cycle so far. The Riksbank suggested scope for just one more rate cut in H1 2025. At face value this suggests the bank is coming towards the end of its cutting cycle, but we do not rule out further rate cuts materialising as growth headwinds from tariffs become apparent.” **BNP Paribas**

Die wichtigsten Treiber:

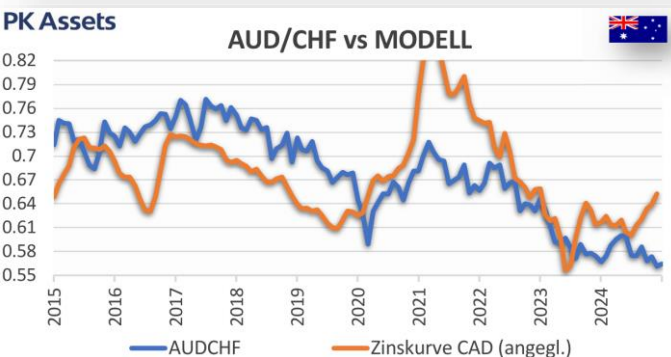
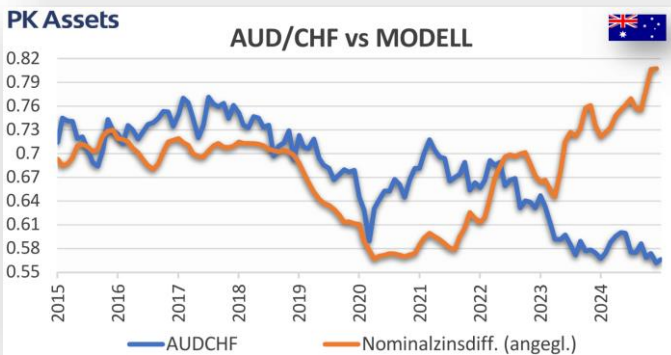
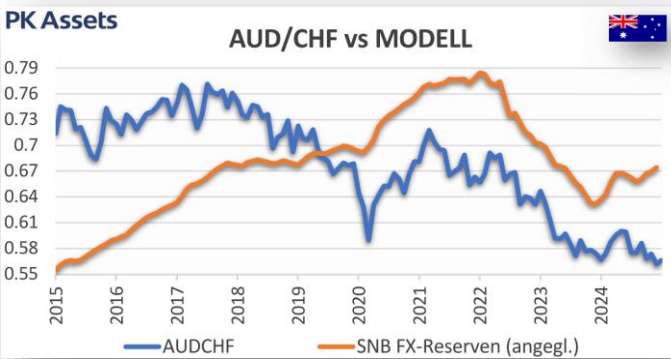
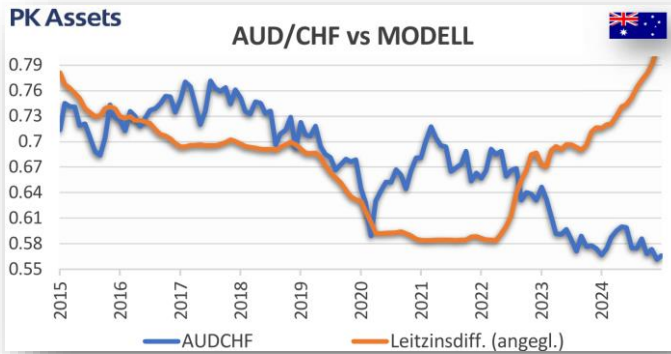
Prognosen

- Das schwedische CPI ist normalerweise fast identisch mit demjenigen der Eurozone, aktuell aber deutlich tiefer, das **spricht für die Krone**
- Alle Leitzins-Faktoren stehen auf senken: CPI, Taylorregel, EZB, das Modell impliziert Leitzinsen von 2%
- Der Markt geht von Leitzinssenkungen aus bis Mitte Jahr
- Damit ergibt sich eine **leichte Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für leichten Abwärtsdruck auf den SEK/CHF



Mögest du in interessanten Zeiten leben

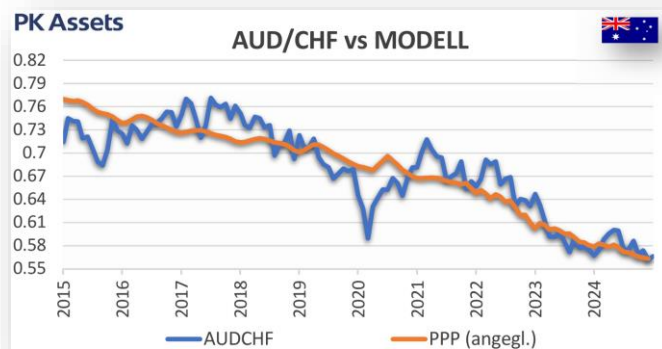
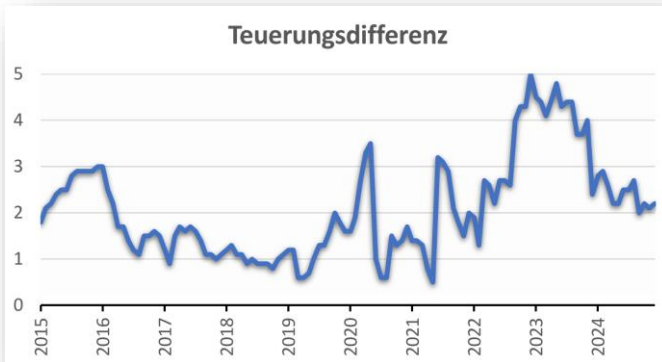
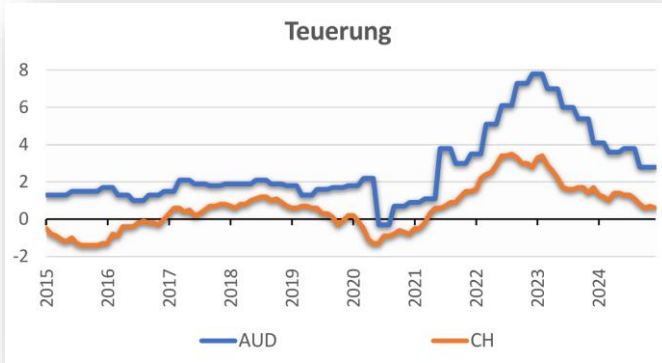
Alter chinesischer Fluch



Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

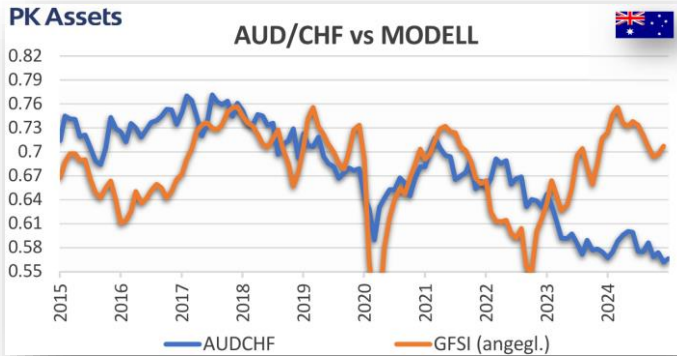
- Die Leitzinsdifferenz zugunsten des AUD sind brutal hoch, die RBA hat noch nicht mit dem Zinszyklus begonnen
- Die SNB hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die Zinsdifferenzen sprechen klar für den AUD
- Die Normalisierung der kanadischen Zinskurve spricht ebenfalls für den CAD



Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

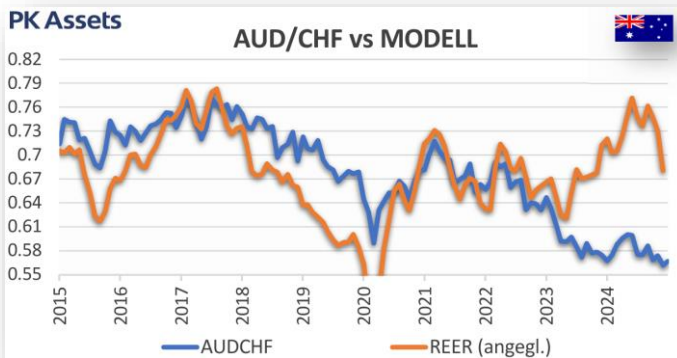
- *Teuerung ist das Kardinalproblem des AUD*
- *Nach dem Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder zurückgekommen aber immer noch am oberen Ende der Spanne*
- *Das bedeutet ein signifikanter Abwärtsdruck auf den AUD*
- *Der Wechselkurs und das PPP sind so hoch korreliert, wegen des konstant hohen CPI-Differenzials*



Die wichtigsten Treiber:

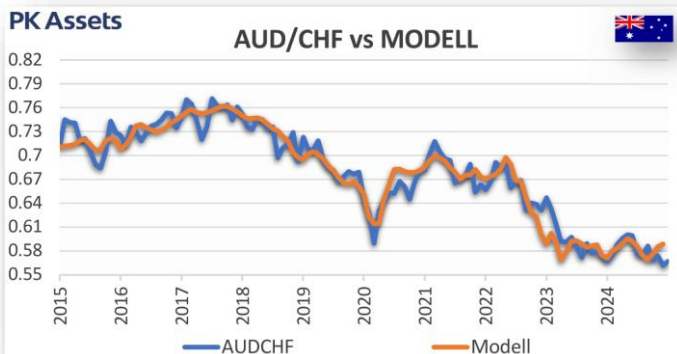
Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark; der NOK ist eine Risk-On-Währung par excellence und ist abhängig von der Liquidität im Finanzsystem
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress



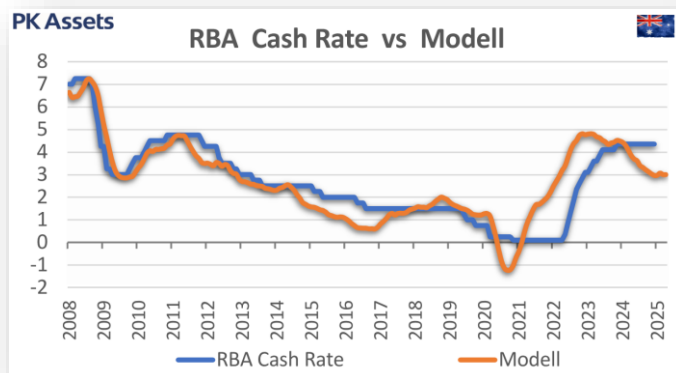
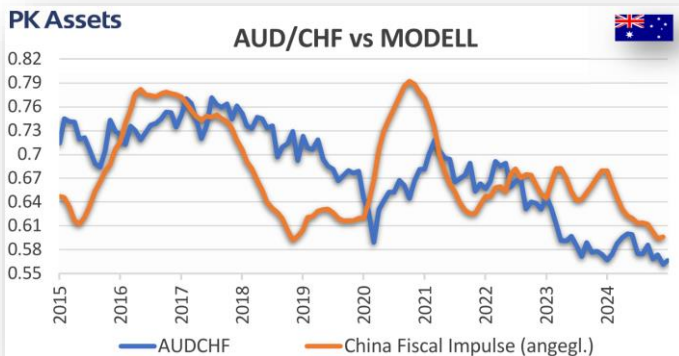
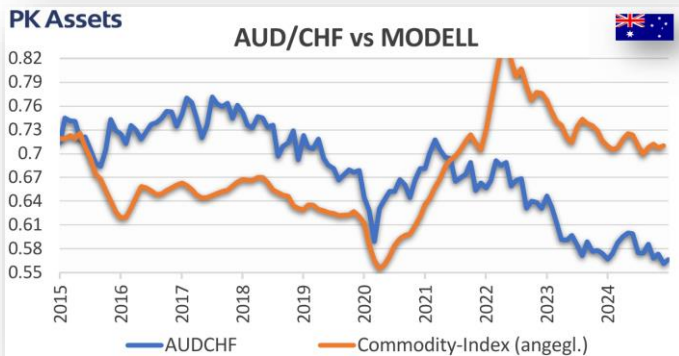
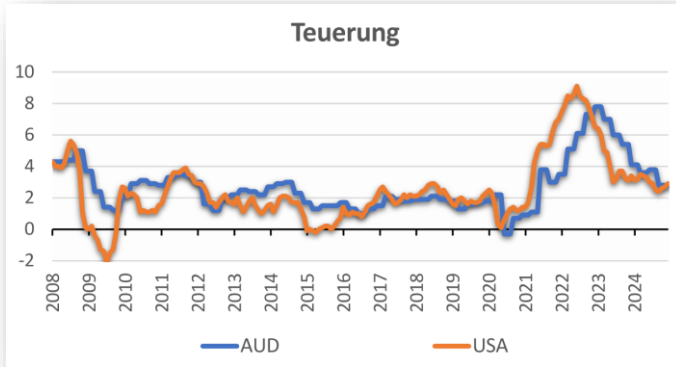
REER

- Gemäss real effektivem Wechselkurs ist der AUD *neutral bis leicht teuer* bewertet



Bewertung

Unser Modell impliziert eine *günstige* Bewertung des AUD/CHF



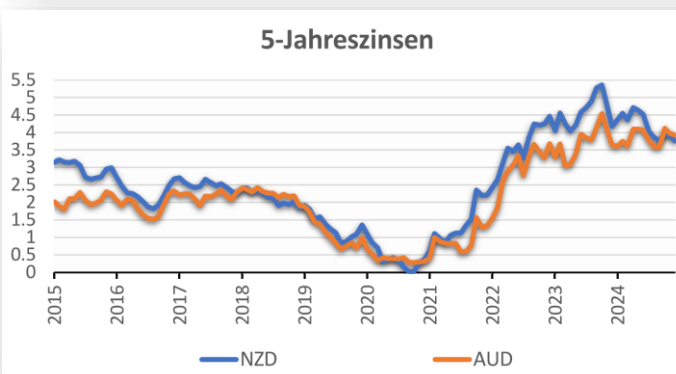
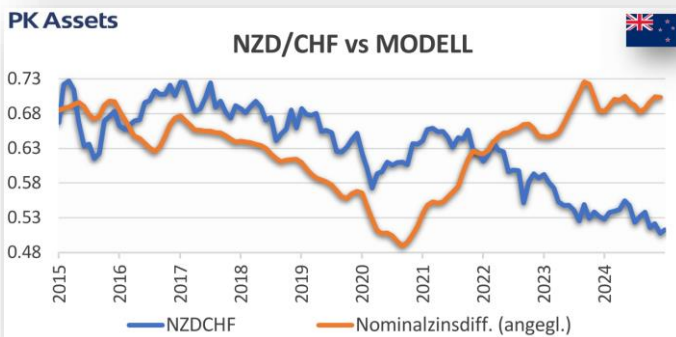
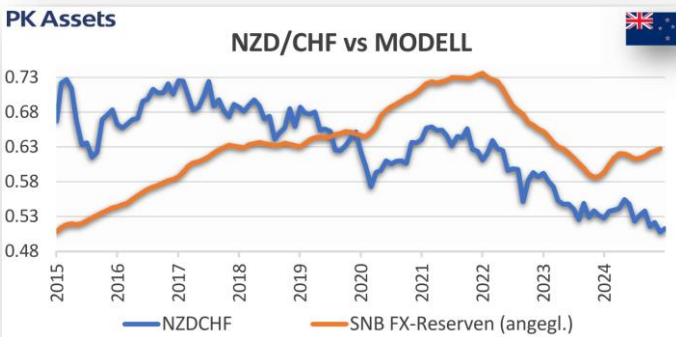
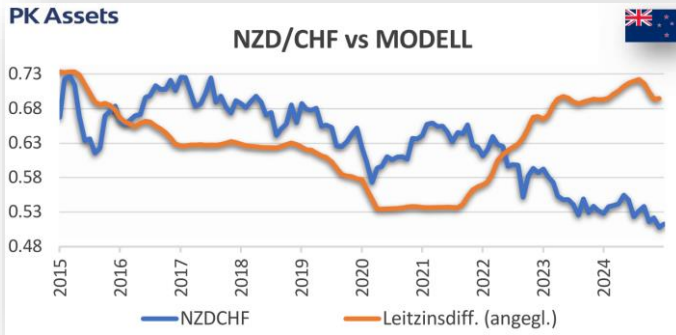
Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

- *Das australische CPI läuft dem amerikanischen hinterher, hier rechnen wir mit einer sticky 2%-Teuerung*
- *Der AUD ist korreliert mit den Commodity-Märkten...und damit auch mit der chinesischen Konjunktur*
- *Die meisten Faktoren in unserem Leitzinsmodell für die RBA sprechen für tiefere Zinsen, ausser dem Arbeitsmarkt und den Löhnen*
- *Damit ergibt sich eine **leichte Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für Abwärtsdruck auf den NOK/CHF*
- *Der Markt rechnet mit drei Zinsreduktionen bis Ende 2025*

*"The **domestic labour market remains resilient** and **sticky core inflation** keeps the RBA more hawkish than peers. Despite positive domestic fundamentals and relatively muted downside from a US trade war, AUDUSD valuations are **cheap**. The RBA remains one of the more **hawkish** central banks, as sticky and broad-based inflation means that the bar is high for it to consider easing of the policy rate. We think Australia current account deficits make them particularly vulnerable to risk-off episodes."*
BNP Paribas

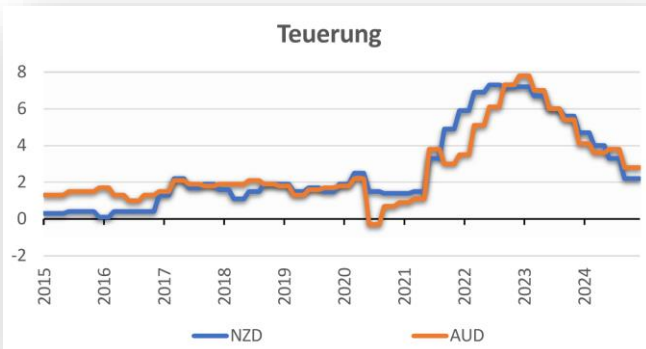
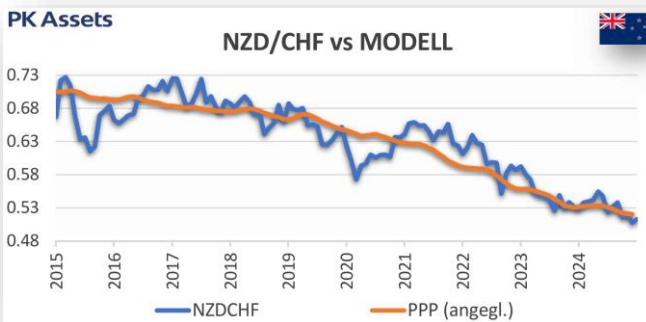
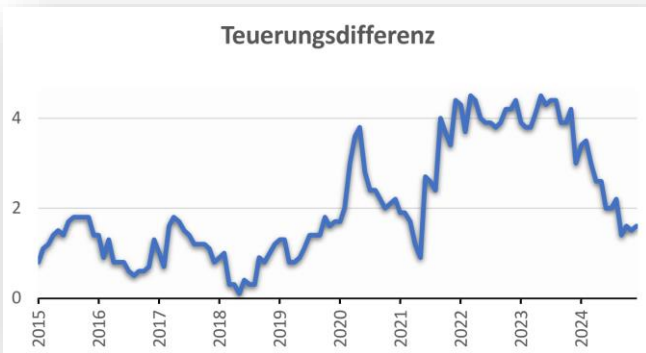
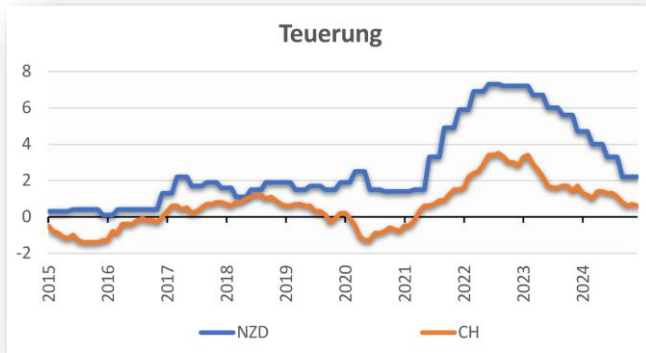




Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

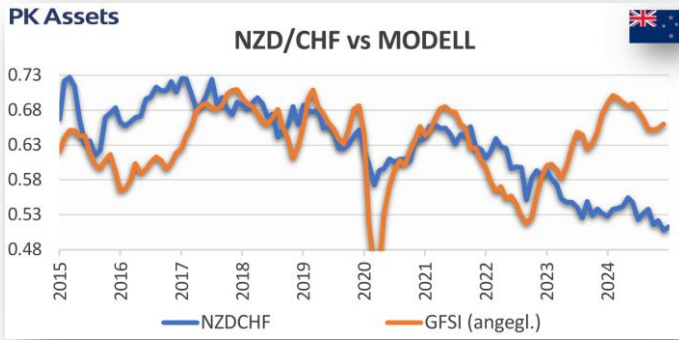
- Die Leitzinsdifferenz zugunsten des NZD sind hoch, die Notenbank hat begonnen, die Zinsen zu reduzieren
- Die SNB hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die Zinsdifferenzen sprechen klar für den NZD
- Gegenüber dem AUD, dem anderen High Yelder bietet der NZD aktuell keinen höheren Zins auf dem Markt
- Die Normalisierung der Zinskurve hilft dem NZD



Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

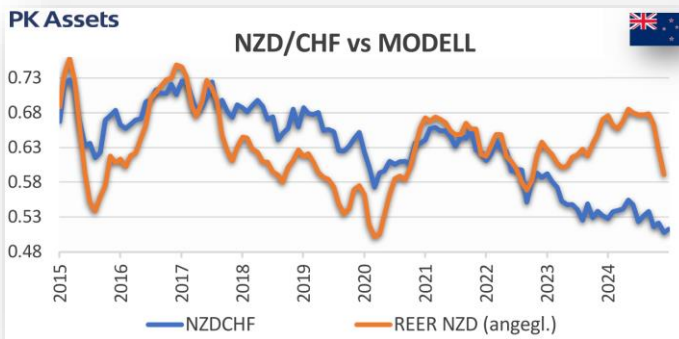
- Teuerung ist das Kardinalproblem des NZD
- Nach dem Spike von 2021/22 sind die **Inflationsdifferenzen** wieder zurückgekommen aber immer noch am oberen Ende der Spanne
- Das bedeutet ein **signifikanter Abwärtsdruck** auf den NZD
- Der Wechselkurs und das PPP sind so hoch korreliert, wegen des konstant hohen CPI-Differenzials
- Im Vergleich zum AUD bietet der NZD zwar etwas weniger Rendite, verfügt aber auch über etwas weniger Teuerung



Die wichtigsten Treiber:

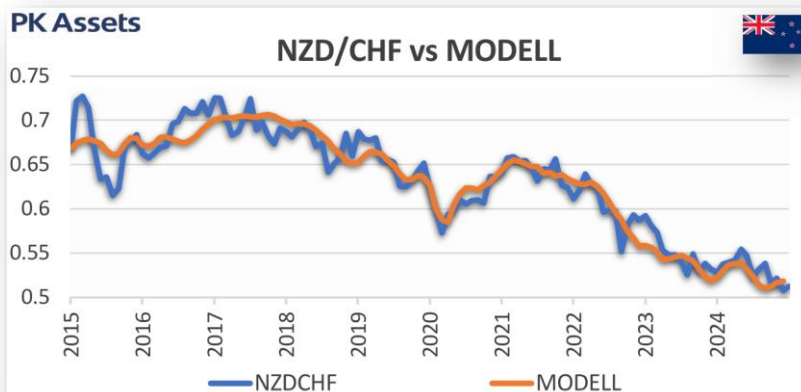
Stress

- Der Einbezug des *Global Financial Stress Indicators* verbessert die gesamte Korrelation des Modells stark; der NOK ist eine Risk-On-Währung par excellence und ist abhängig von der Liquidität im Finanzsystem
- Aktuell ist keine Rede von Finanzstress



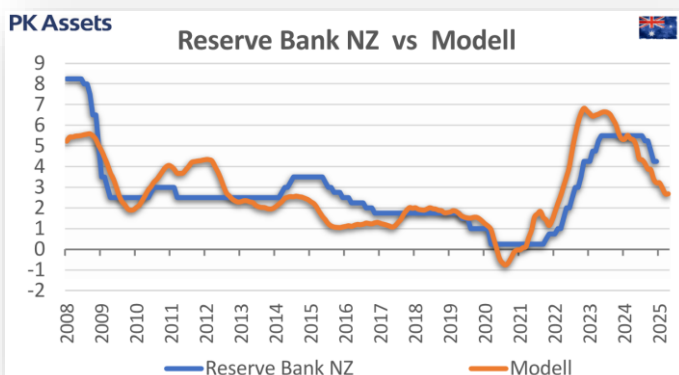
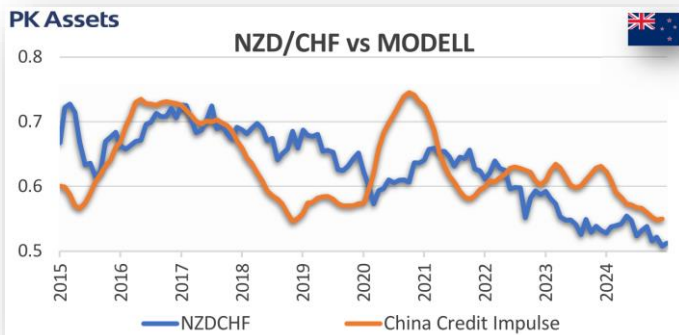
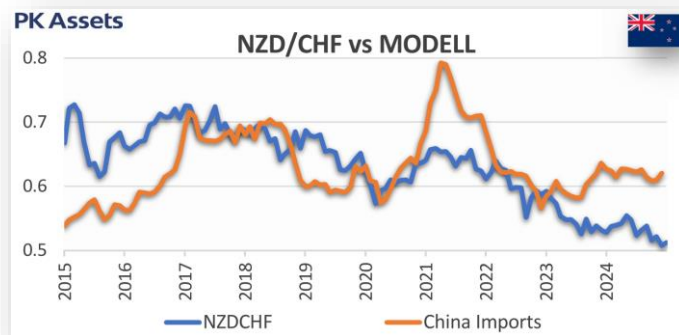
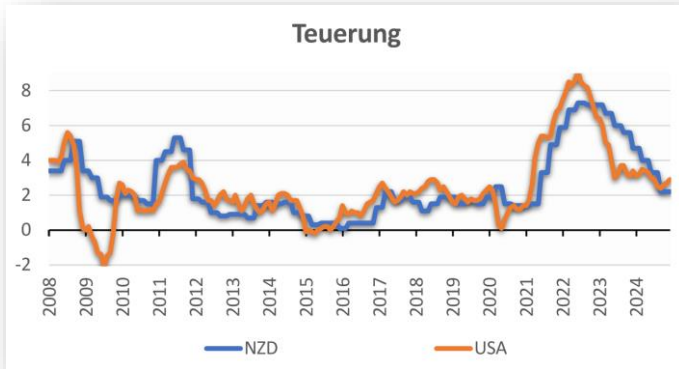
REER

- Gemäss real effektivem Wechselkurs ist der AUD *neutral bis leicht teuer* bewertet



Bewertung

Unser Modell impliziert eine *faire* Bewertung des NZD/CHF

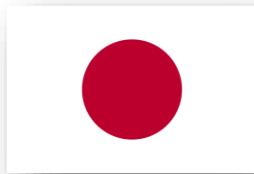


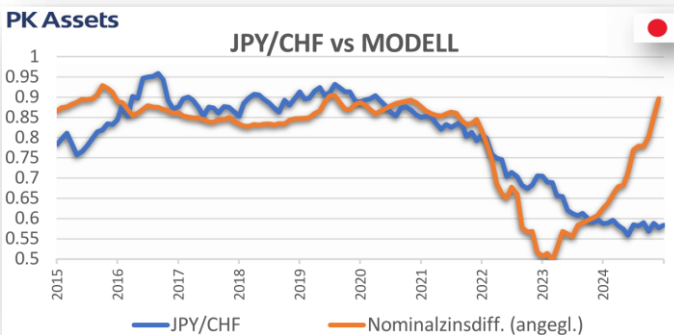
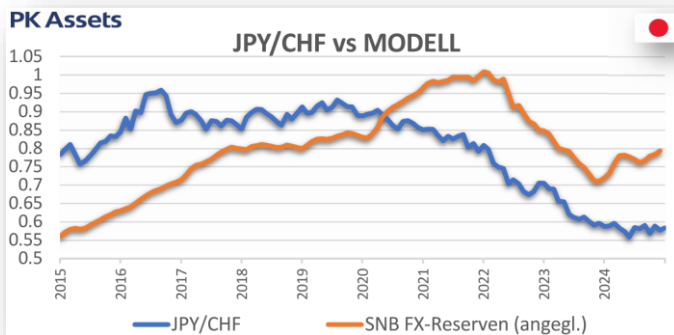
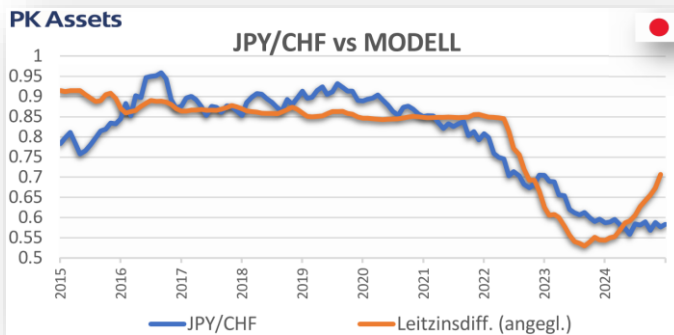
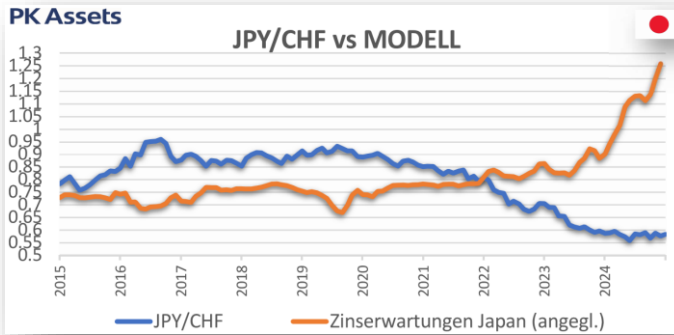
Die wichtigsten Treiber:

Prognosen

- Das neuseeländische CPI läuft dem amerikanischen hinterher, hier rechnen wir mit einer sticky 2%-Teuerung
- Der NZD ist korreliert mit den Commodity-Märkten...und damit auch mit der chinesischen Konjunktur, im Speziellen mit den chinesischen Importen
- Unser Notenbankmodell spricht für weitere Zinsreduktionen
- Damit ergibt sich eine **Verringerung der Leitzinsdifferenz** und Potential für Abwärtsdruck auf den NZD/CHF
- Der Markt rechnet mit **vier bis fünf** Zinsreduktionen bis Ende 2025

“The RBNZ seeks to **rapidly ease** after arguably the most aggressive hiking cycle in G10 while AUD yields remain stickier. In New Zealand, a lot of negativity seems to be already priced in. This is understandable, as New Zealand’s **growth is the weakest** in the G10 complex. The greatest risk for markets is therefore domestic data starting to improve on the back of the recent RBNZ cuts. We think Australia and New Zealand’s **current account deficits** make them particularly vulnerable to risk-off episodes. New Zealand has run a persistently wide deficit since 2021.” **BNP Paribas**

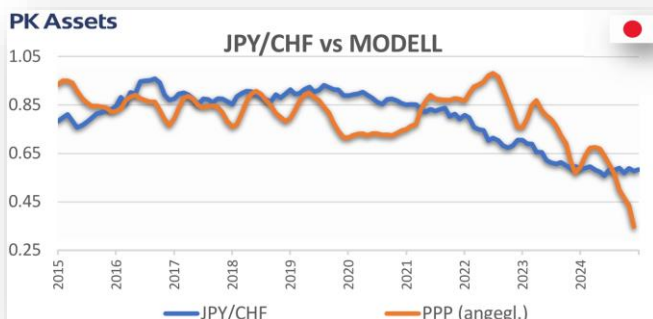
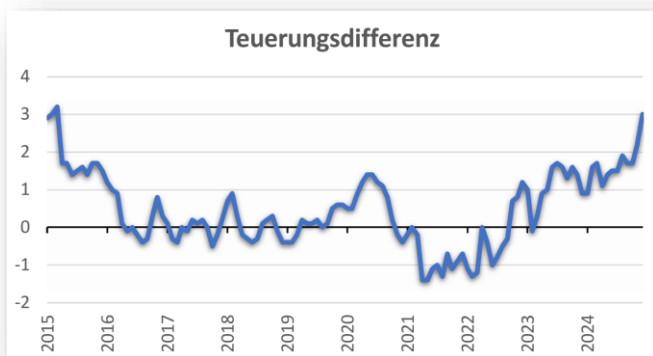
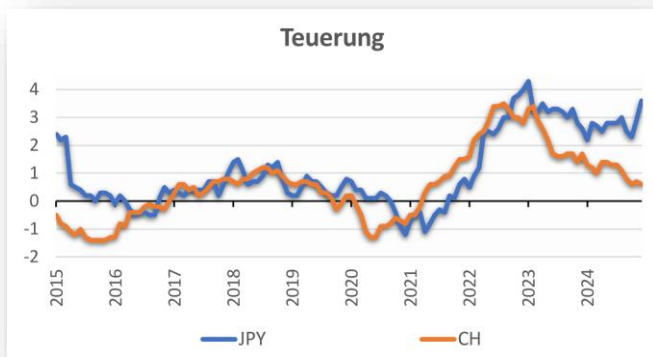




Die wichtigsten Treiber:

Notenbanken & Zinsen

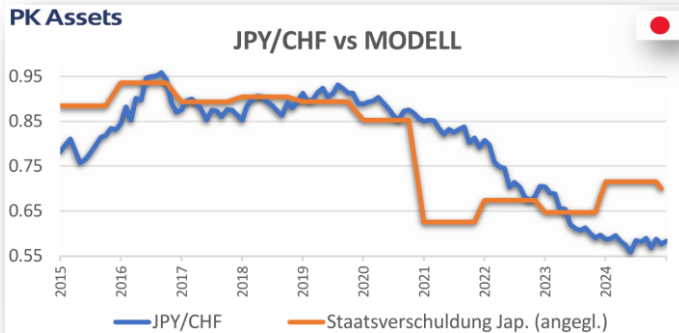
- Die unglaubliche Explosion der japanischen Zinsen ist das interessanteste Phänomen der letzten Jahre
- Die Leitzinsdifferenz bewegen sich zugunsten des Yen
- Die SNB hat die FX-Verkäufe Ende 2023 auslaufen lassen und damit eine leichte Aufwertung der FW zugelassen, seither schwanken die Reserven mit den Währungskursen, die SNB-Devisenoperationen sind aktuell kein Faktor im FX
- Die Zinsdifferenzen sprechen massiv für den Yen
- Ganz klar: Die Versteilerung der Zinskurve gibt dem Yen Auftrieb



Die wichtigsten Treiber:

Teuerung

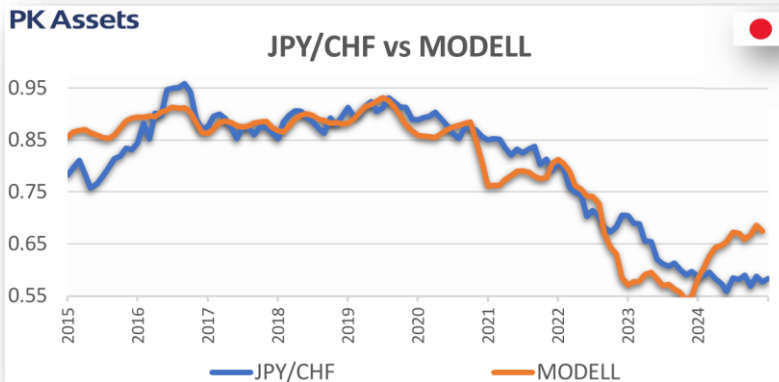
- *Teuerung ist ein neueres Phänomen für Japan und spricht zunehmend gegen den Yen*
- *Die Teuerung ist jetzt so hoch, dass trotz höheren Nominalzinsen in Japan die Realzinsen –basierend auf realisierter Inflation- nicht höher sind als im Dezennium nach der Grossen Finanzkrise*
- *Das Währungspaar ist nicht mit dem PPP korreliert, da Teuerung in Japan lange keine Rolle spielte, aber trotzdem ist die Wirkung extrem belastend für den Yen*



Die wichtigsten Treiber:

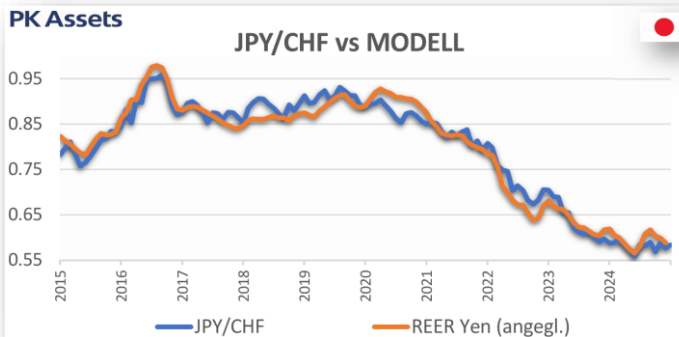
Schulden

- Die Staatsverschuldung – bei 250% des BIP – ist die grosse Achillesferse des Yen



Bewertung

Unser Modell impliziert eine **billige** Bewertung des NOK/CHF



REER

- Aber: Der REER des JPY hat sich fast deckungsgleich mit dem nominalen JPY/CHF-Kurs nach unten bewegt
- Das heisst: Der Markt baut laufend einen Malus in den Yen rein, vermutlich wegen der hohen Verschuldung und der ungenügenden Verzinsung

“We expect the JPY to outperform other low yielders (EUR, CHF, CNH) on the crosses. This reflects our view that the **BoJ's policy rate** will converge further with that of the ECB and the PBoC. We also expect both the eurozone and China to be impacted more by **Trump's tariff** policies than Japan. Should USDJPY trade back to 160, we think the JPY's weakening may be viewed by the BoJ as a reason to turn more hawkish and potentially increase the threat of **FX intervention**. Given the still wide rate spreads between Japan and the US currently, we think **debt repatriation** from Japanese investors is unlikely. We still foresee BoJ policy rate at 1% by end-2025 and at 1.5% by end-2026. **Strong inflation** readings and likely solid **spring wage negotiations** support a more hawkish BoJ. The risk to our view is that any renewed volatility in markets from policy tightening may cause the BoJ to not pursue faster hikes. The JPY is trading at **extremely cheap** levels from a valuation perspective.” BNP Paribas

PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

Home

Firmenprofil

Team

Anlagephilosophie

Track Records

Marktanalysen

ESG-Analysen

Dienstleistungen

Archiv

Kontakt

Links

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

- Obligationen
- Aktien
- Währungen
- Modelle
- Spezial-Themen und Fragestellungen
- Bonitäts-Analysen
- ESG-Themen

Bonitätsanalyse – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Update/Anwendung U.S. BBB: [download](#)

ESG – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update **Dezember 2023:** "Bonds: Der Bulle ist los!" [download](#)

[Inputs Q1 2024](#)

Fixed Income: Der Bulle ist los! [download](#)

Währungen: Taktische Allokation [download](#)

Makro-Zahlen: 1. Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten? [download](#)

Makro-Zahlen: 2. Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 3. Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 4. Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten? [download](#)

the market
NZZ

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Der Bündner ist Vater von zwei Kindern und beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für gescheite Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.