

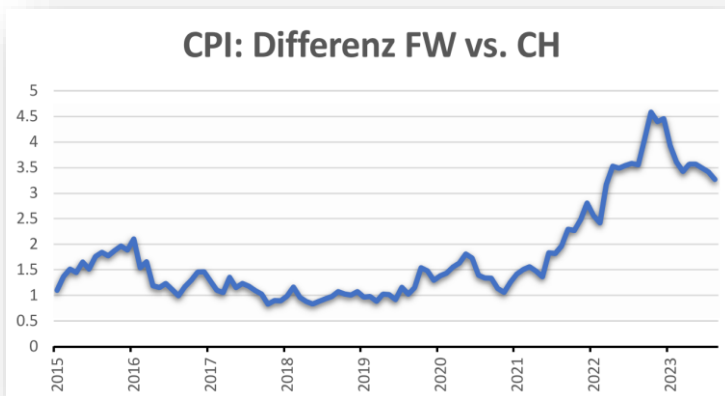
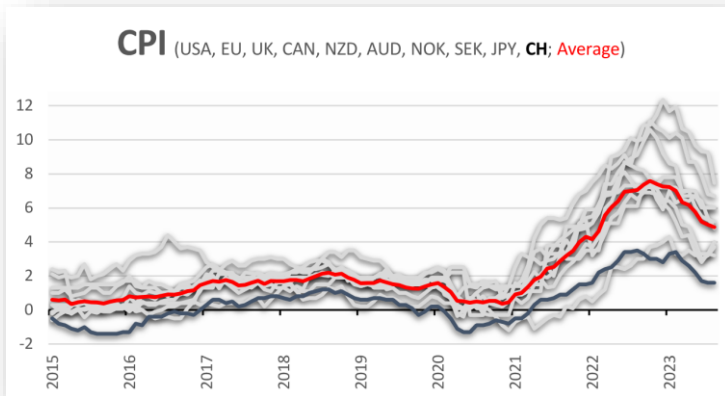
Währungen 10/2023:

Währungsmodelle

Taktische Währungs-Allokation

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

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



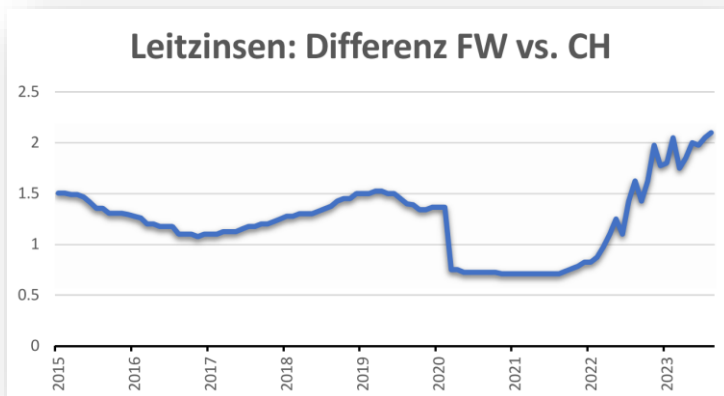
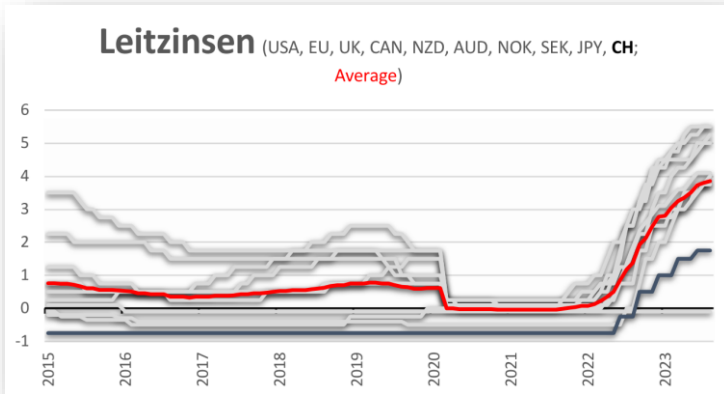
Der PPP bleibt hoch, trotz fallender internationaler Teuerung und trotz technischem Rebound in der CH-Inflation

Teuerung

- Die Teuerungsraten fallen noch, aber ein (kurzer?) Öl-Rebound ist sichtbar
- Die Teuerung in der CH bleibt signifikant tiefer als in den Fremdwährungen, d.h. der PPP-Effekt eines aufwertenden CHF bleibt bestehen
- Allerdings: Die CH-Inflation dürfte bald wieder steigen:

«Zwar befindet sich die Inflationsrate momentan im Zielbereich, was weitere Zinserhöhungen als unnötig erscheinen lässt. Jedoch ist ein baldiger Inflationsschub absehbar. So führt der Anstieg des **hypothekarischen Referenzzinssatzes** ab dem Spätherbst zu einer Verteuerung zahlreicher Mietverhältnisse. Auch werden **Strompreise** 2024 erneut massiv steigen. Hinzu kommt ein **Anstieg der Mehrwertsteuer**. Der jüngste Rückgang der Inflation ist deshalb nur vorübergehender Natur, ein neuerlicher Anstieg der Teuerung über die 2-Prozent-Marke ist wahrscheinlich.»
Thomas Fuster NZZ 9/2023

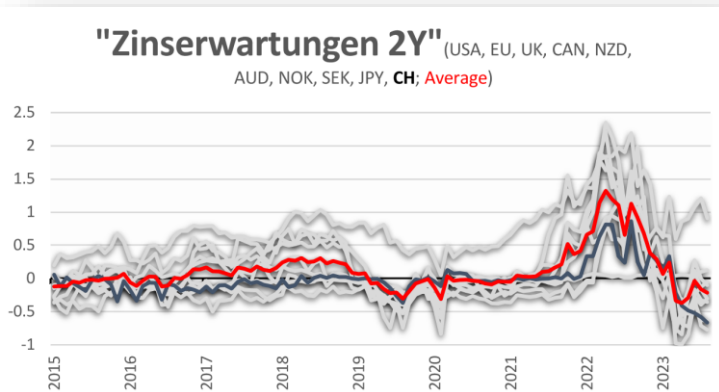
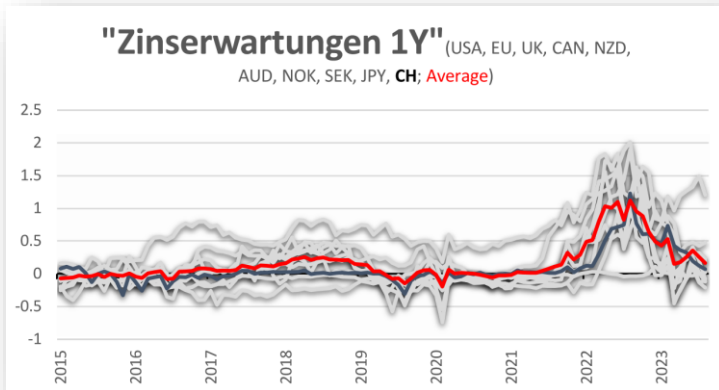
- Verglichen zu 2022 hat sich die Teuerungsdifferenz verringert, bewegt sich aber weiterhin auf einem extrem hohen Niveau



Notenbanken

- Die Notenbanken sind bei den Leitzinsen weit fortgeschritten
- Der Leitmarkt USA dürfte den Zinserhöhungszyklus u.E. abgeschlossen haben
- Der Markt rechnet nicht mit baldigen Leitzins-Reduktionen
- Vielmehr geht man jetzt von einer Periode anhaltend hoher Leitzinsen aus
- Die Differenz der Leitzinsen der Fremdwährungen vs. CHF erscheint uns nahe beim Top
- Wie wird das Sentiment umschlagen, wenn erste Rezessionsspuren sichtbar werden?

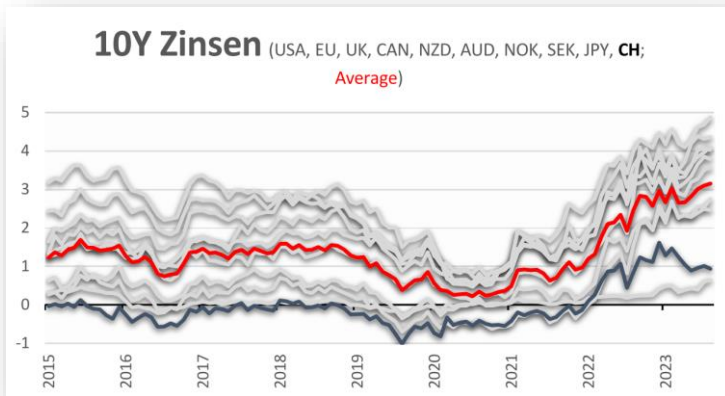
Die Leitzinserwartungen dürften nicht mehr weiter stark steigen, aber die Differenz zum CHF bleibt enorm hoch, mindestens für die nächsten Monate



Leitzinserwartungen

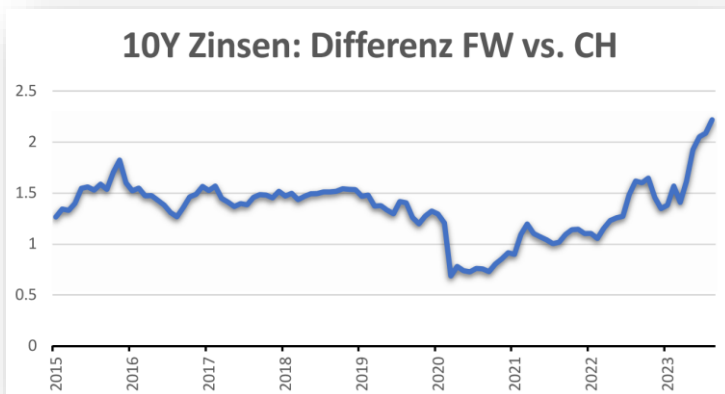
- *Wir benötigen ein relativ unsophistiziertes, primitives Mass für Leitzinserwartungen: Den Unterschied von 1Y bzw. 2Y und Leitzinsen*
- *Die Leitzinserwartungen haben sich fast komplett zurückgebildet*
- *Im Schnitt werden allerdings auf Jahresbasis noch keine Zinsreduktionen erwartet*
- *Auf die mittlere Frist sehen die Aussichten auf Zinsreduktionen beim CHF höher aus*
- *Das könnte sich bei einem Pivot im Sentiment massiv ändern*

Higher for longer scheint der Konsens zu sein, dieser ist aber anfällig für einen Pivot, sobald die ersten Rezessionsboten sich melden

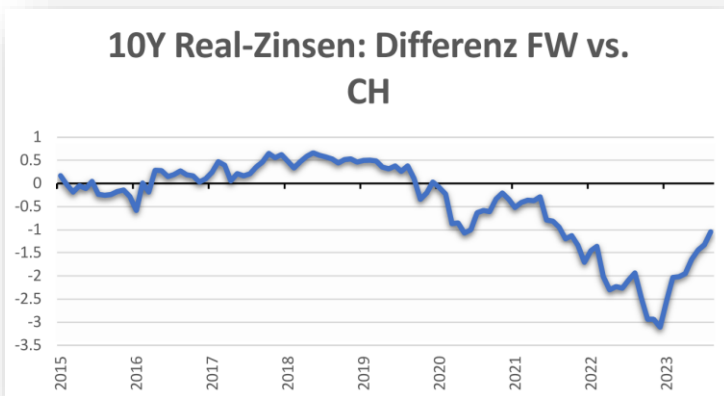
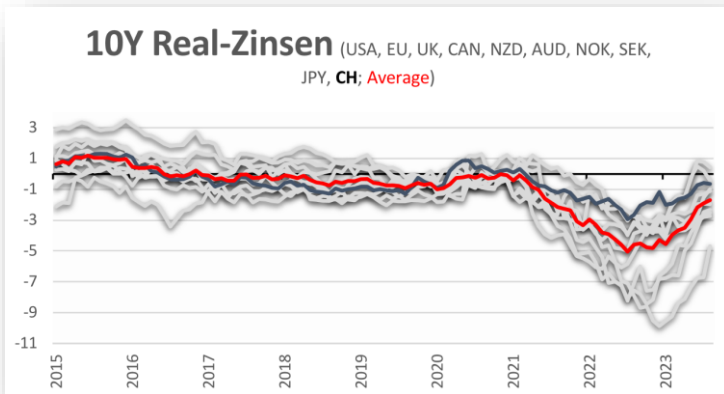


10Y-Zinsen

- Die Zinsen sind in den Fremdwährungen zuletzt weiter gestiegen
- Im CHF nicht
- D.h. die Zinsdifferenz zum CH sieht so gut aus wie noch nie in den letzten 8 Jahren



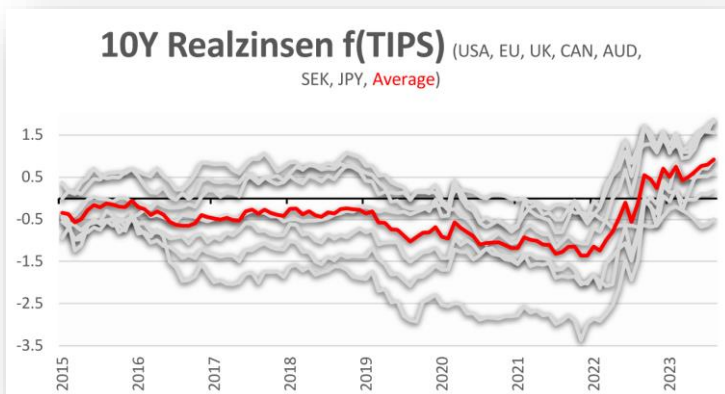
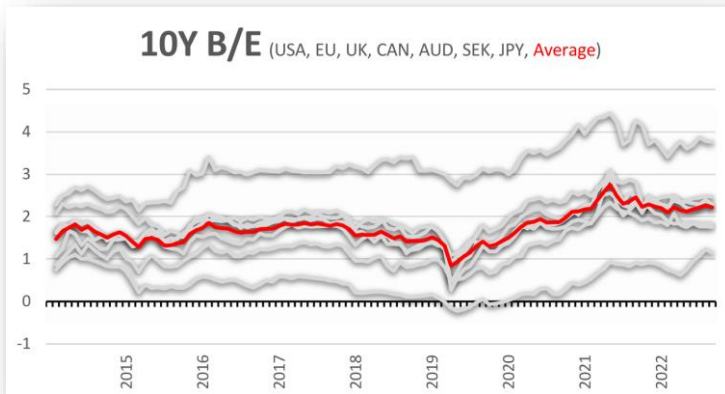
Die Zinsdifferenz zum CHF sieht so gut aus wie schon lange nicht mehr, ein Einstieg in die FW-Zinsmärkte scheint fast ein Muss



10Y-Real-Zinsen

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

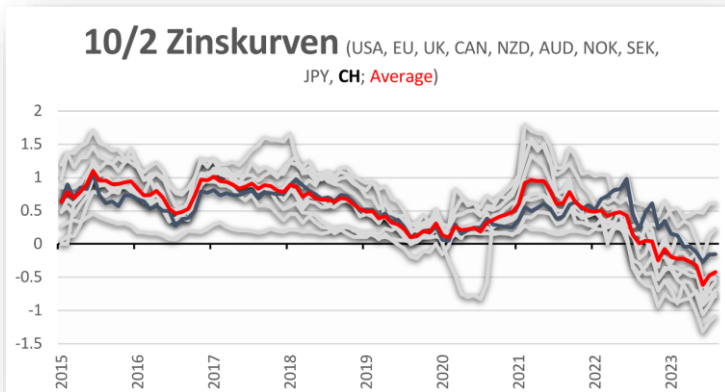
Auf realer Basis sieht die Opportunität, in FW-Bonds zu investieren weniger attraktiv aus



Linker-Märkte

- 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

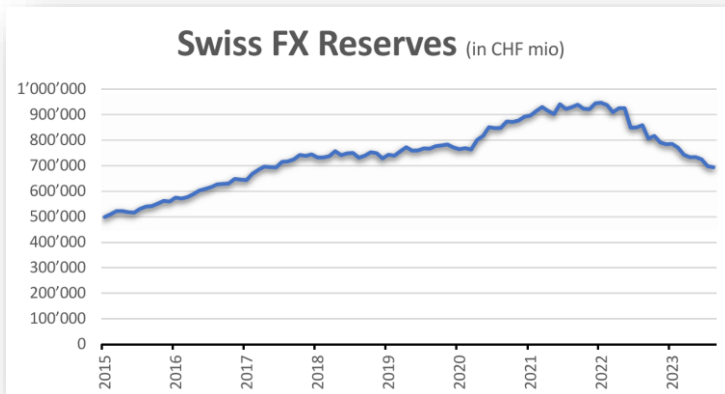
Wer an Break Evens glaubt, sieht sehr attraktive Bondmärkte in FW



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 so flach wie seit 8 Jahren nicht mehr*
- *Die Rezession wird immer erst mit dem Re-Steepening eingeläutet, dieses ist bisher noch nicht nennenswert erfolgt*

Die Zinskurven machen trotz miesem Carry Lust auf Duration!



SNB Währungsmanipulation

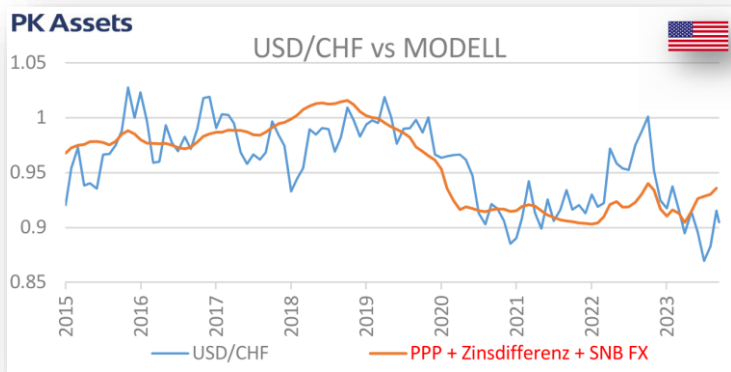
- *Wie lange schwächt die SNB noch den CHF?*
- *Noch ist viel zu viel FX auf den SNB-Büchern, v.a. verglichen zu Zeiten vor der Grossen Finanzkrise*
- *Dieser Aspekt der FX-Verkäufe ist ein wichtiger Baustein in unseren Währungsmodellen*

Die SNB verkauft zuletzt weiter Devisen um die Bilanz zu verkleinern und den CHF zu schwächen

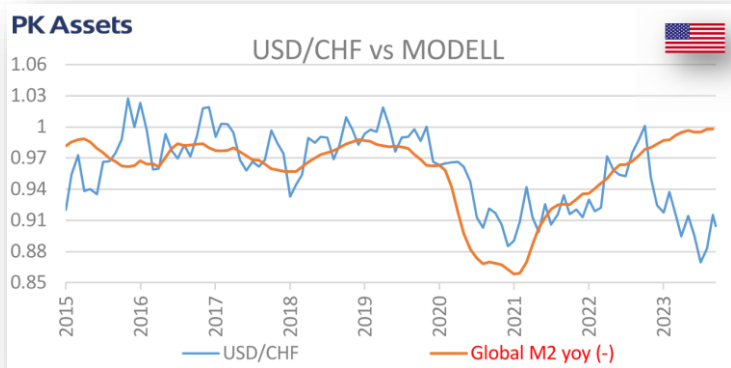
Währungs-Steckbriefe



Der USD sieht gut unterstützt aus, trotz extrem hoher REER-Bewertung



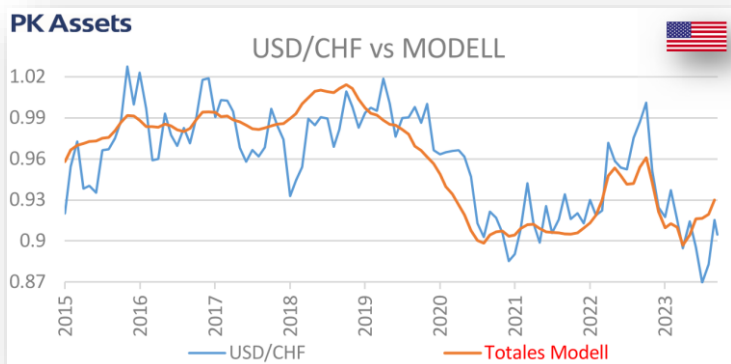
- Die schnell fallende **Teuerung** und die stark steigenden **Kapitalmarktzinsen** in den USA haben den USD attraktiv gemacht, trotz den **SNB-FX-Manipulationen**
- **Zinskurven**: Die kurze Zinskurve in den USA ist stabil geblieben, ebenso die lange Zinskurve, dies stützt den Dollar



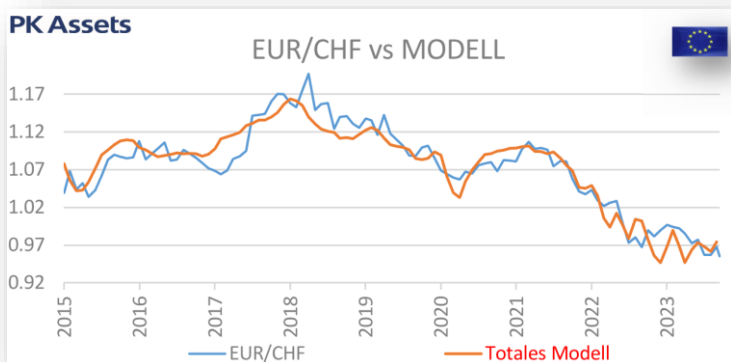
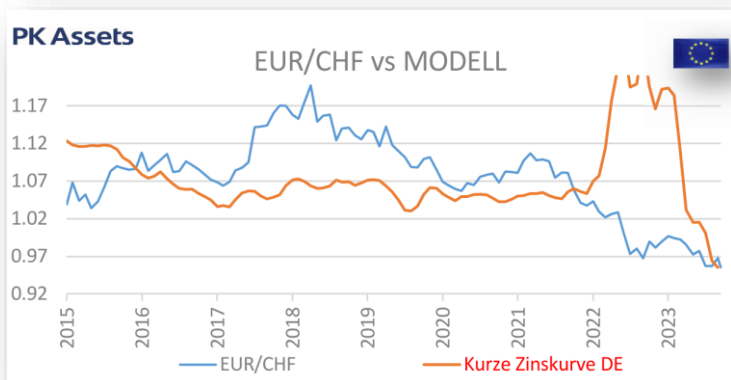
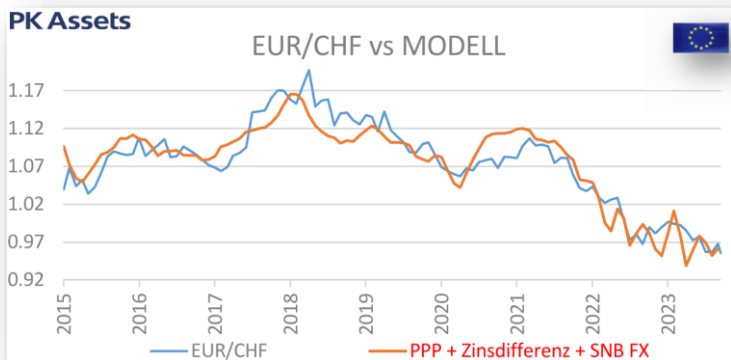
- Der Absturz im Wachstum des **globalen M2** (ohne Währungseffekte) stützt den Dollar
- Wer jedoch an ein **globales Leitzins-Top** glaubt, muss lange Bonds kaufen, um den Währungseffekt zu kompensieren. Dieser kann spürbar ausfallen:

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 sieht ziemlich fair bewertet aus



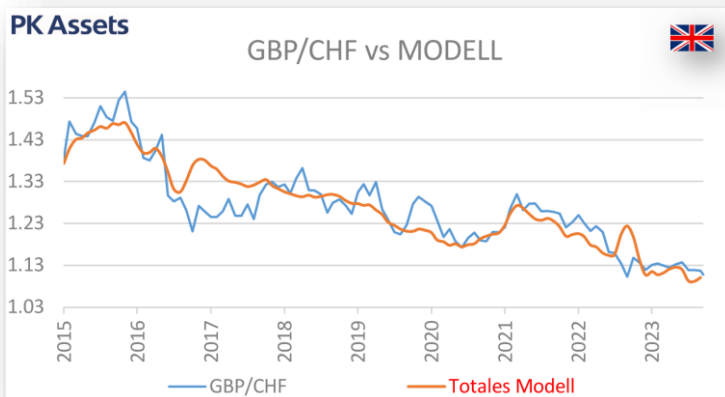
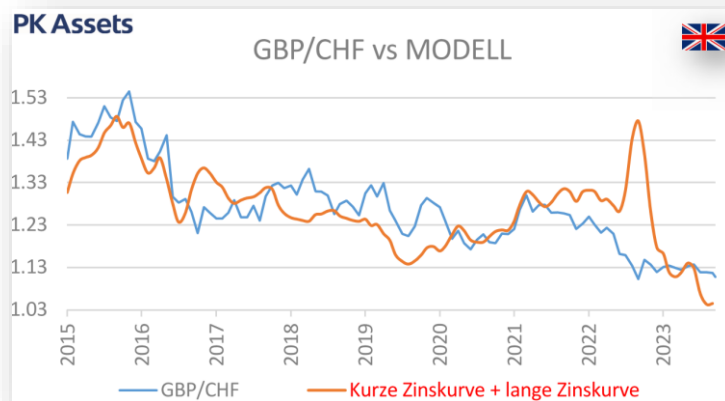
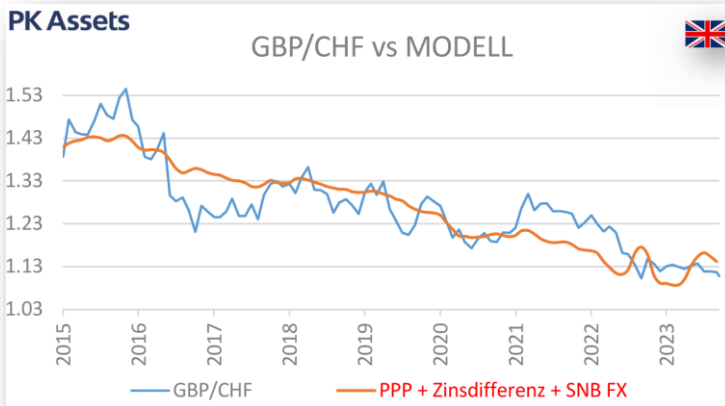
- Die massiv gestiegenen **Zinsdifferenzen** gegenüber dem CHF vermögen den Gegenwind von **Inflation** und **FX-Interventionen** der **SNB** nicht zu überkompensieren
- Die **Zinskurven** in DE und CH sind ähnlich, wobei die deutsche lange Kurve niedriger ist als in der CH, zuletzt hat sie aber aufgezuckt; die Erwartungen an die EZB sind zuletzt wie ein Soufflé zusammengesackt, wenn man auf die kurze Zinskurve abstützt
- Die **SNB-Manipulation** ist in diesem Cross besonders wirksam
- Wer an ein globales **Leitzins-Top** glaubt, der verliert in dieser Währung weniger als anderswo, aber die Zinsen sind auch deutlich tiefer (pot. Kapitalgewinn)

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 sieht trotz optisch hohen Zinsen nicht speziell gut unterstützt aus



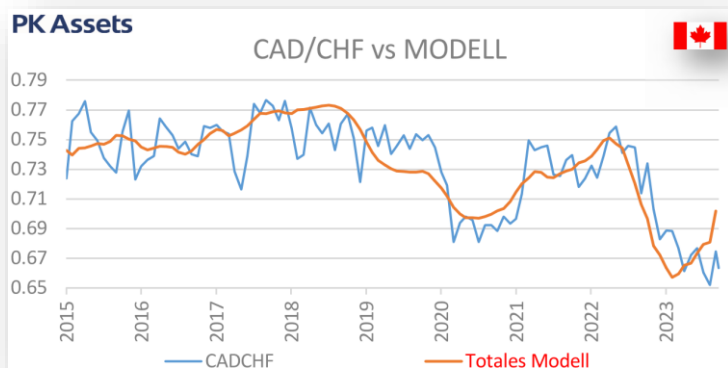
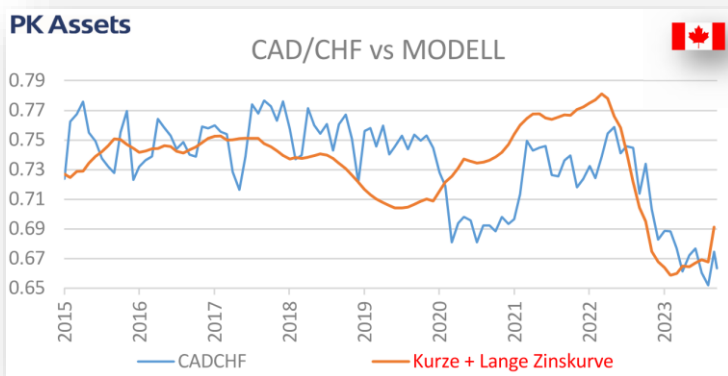
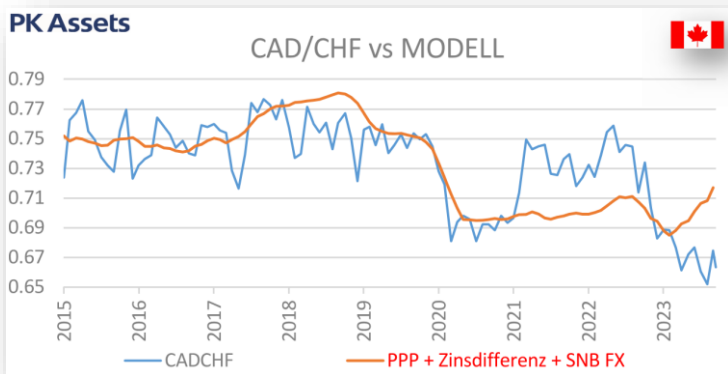
- Die massiv gestiegenen *Zinsdifferenzen* gegenüber dem CHF vermögen den Gegenwind von *Inflation* und *FX-Interventionen* der *SNB* nur knapp zu überkompensieren
- *Zinskurveneffekte*: Per Saldo negativ für das Pfund. Zwar hat sich zuletzt die lange Kurve wieder etwas relativ versteilert, aber die kurze Kurve hat wieder nachgelassen
- Wer an ein globales *Leitzins-Top* glaubt, der verliert in dieser Währung möglicherweise deutlich:

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 CAD sieht gut aus



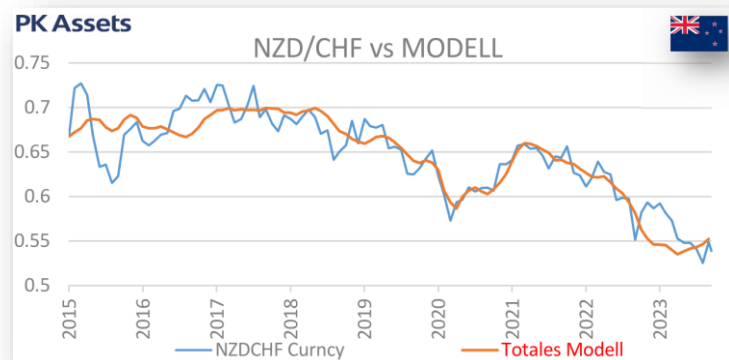
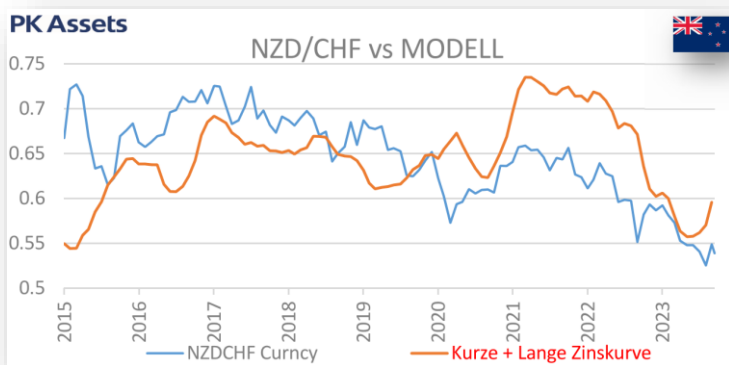
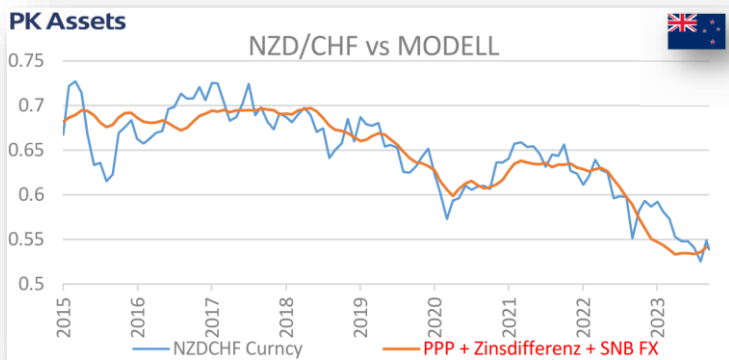
- Die schnell fallende **Teuerung** und die stark steigenden **Kapitalmarktzinsen** in den USA haben den USD attraktiv gemacht, trotz den **SNB-FX-Manipulationen**
- Die lange **Zinskurve** in CAN hat zuletzt wieder aufgezuickt, das hilft, in der kurzen Kurve, den **Leitzinserwartungen** fehlt aber die Dynamik
- Wer an ein globales **Leitzins-Top** glaubt, der verliert in dieser Währung möglicherweise einiges:

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 sieht knapp behauptet as

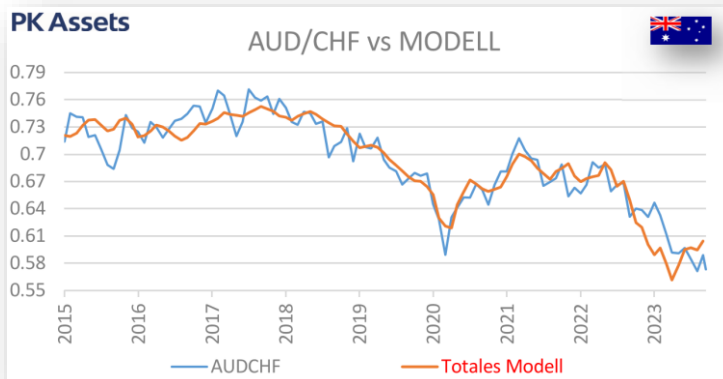
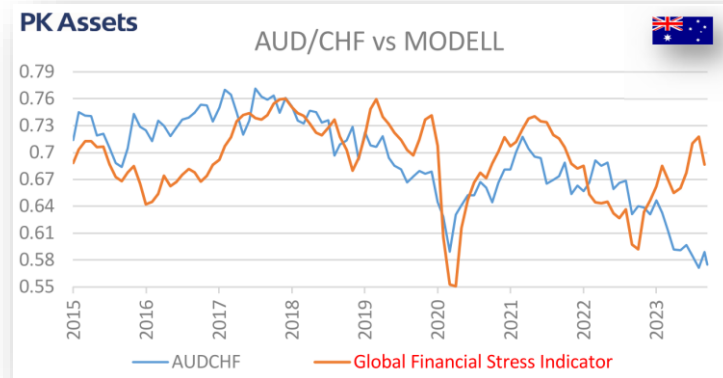
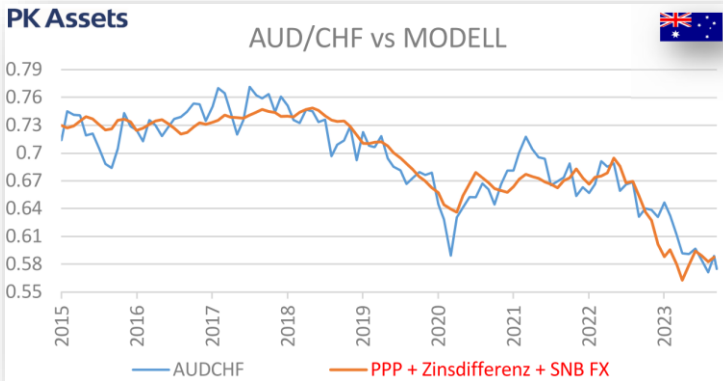


- Die massiv gestiegenen **Zinsdifferenzen** gegenüber dem CHF vermögen den Gegenwind von **Inflation** und **FX-Interventionen** der **SNB** nur knapp zu kompensieren
- Die lange **Zinskurve** ist in NZ wieder angestiegen, das stützt die Währung, ebenso wie die **Leitzinserwartungen**
- Der tiefe **globale Finanzstress** untertützt den AUD
- Wer an ein **globales Leitzins-Top** glaubt, der verliert in dieser Währung im Quervergleich durchschnittlich:

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:	-16%
Episode 05/19-03/20:	-12.5%

Der AUD sieht fair bewertet aus



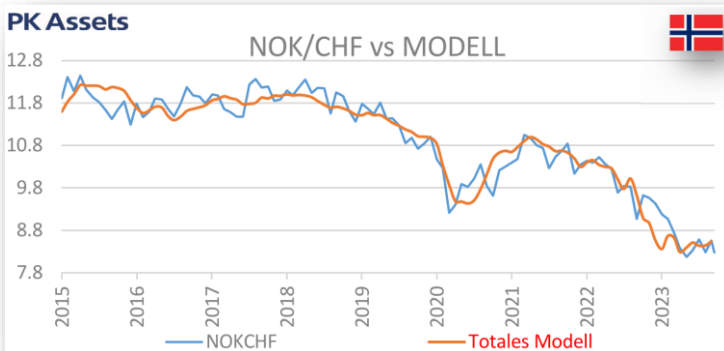
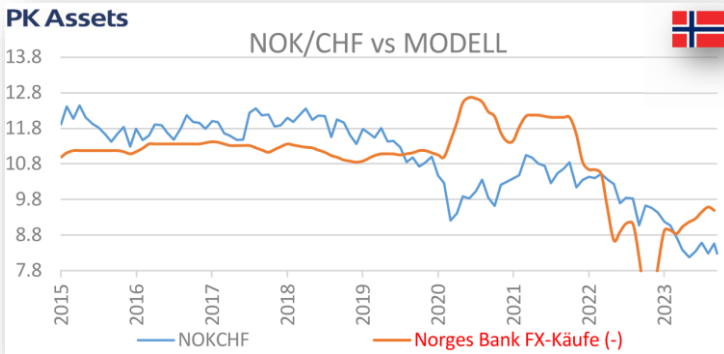
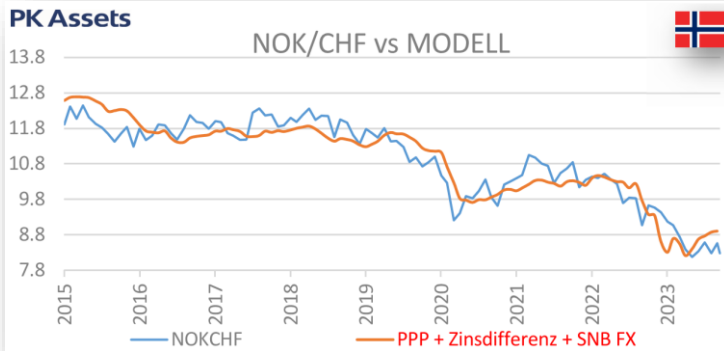
- Die massiv gestiegenen **Zinsdifferenzen** gegenüber dem CHF vermögen den Gegenwind von **Inflation** und **FX-Interventionen** der **SNB** nur knapp zu kompensieren
- Die relative **Zinskurvensteigung** am längeren Ende ist zuletzt deutlich zugunsten des AUD gelaufen, die **Leitzinserwartungen** sind eingeschlafen
- Wer an ein globales **Leitzins-Top** glaubt, der verliert in dieser Währung möglicherweise einiges:

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 NOK sieht nicht speziell gut unterstützt aus



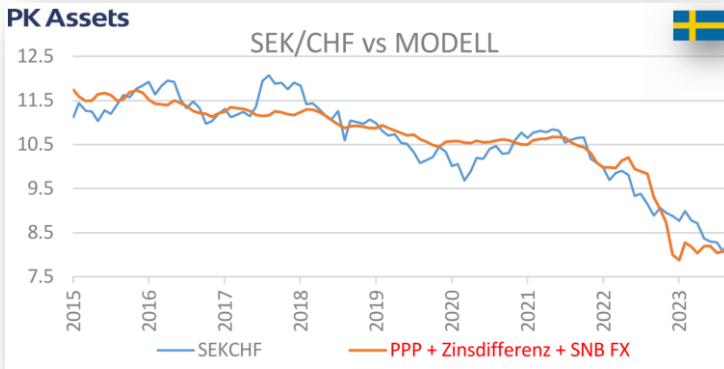
- Die massiv gestiegenen **Zinsdifferenzen** gegenüber dem CHF vermögen den Gegenwind von **Inflation** und **FX-Interventionen** der **SNB** nur knapp zu überkompensieren
- Die Rezyklierung eines Teils der NOK-Einkünfte vom Ölgeschäft in den Sovereign-Fonds (nur FX!) bedingt seit geraumer Zeit beträchtliche NOK-Verkäufe, die den Kurs belasten
- Die **Zinskurven** sprechen nicht für einen höheren NOK
- Wer an ein globales **Leitzins-Top** glaubt, der verliert in dieser Währung möglicherweise einiges:

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

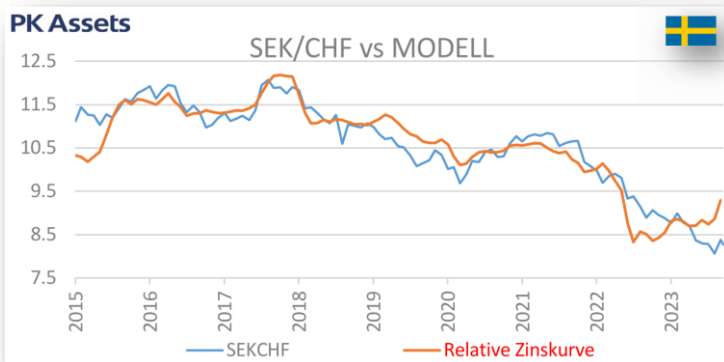
Episode 5/00-6/03:	-3%
Episode 6/06-12-08:	-17%
Episode 05/19-03/20:	-15%



Der SEK sieht fair bewertet aus



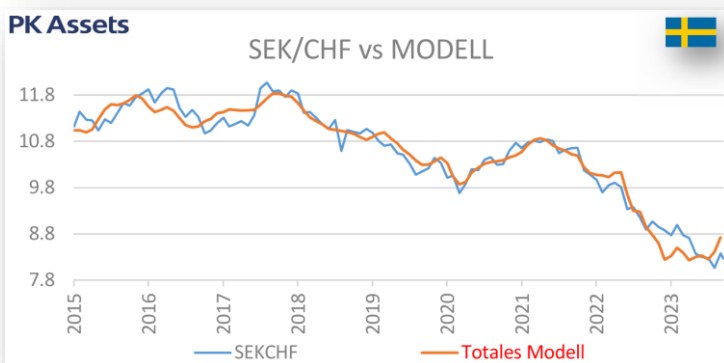
- Die massiv gestiegenen **Zinsdifferenzen** gegenüber dem CHF vermögen den Gegenwind von **Inflation** und **FX-Interventionen** der **SNB** nur knapp zu kompensieren



- Zinskurveneffekte: Der Cross ist hoch korreliert zur relativen **Zinskurvensteigung**, diese spricht zuletzt wieder etwas für den SEK, die kurze Kurve hat in Schweden die Erwartungen nach höheren Leitzinsen rausgepriced
- Wer an ein globales **Leitzins-Top** glaubt, der verliert in dieser Währung möglicherweise einiges:

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

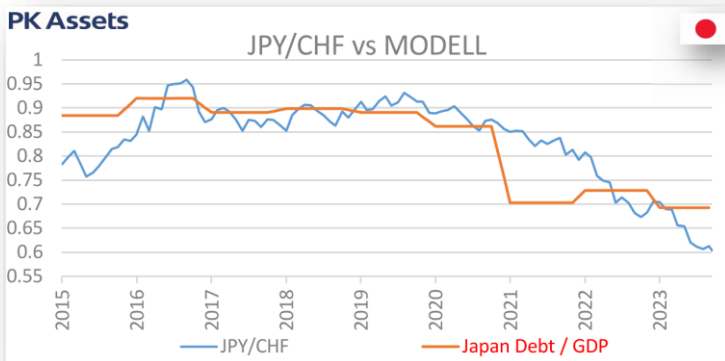
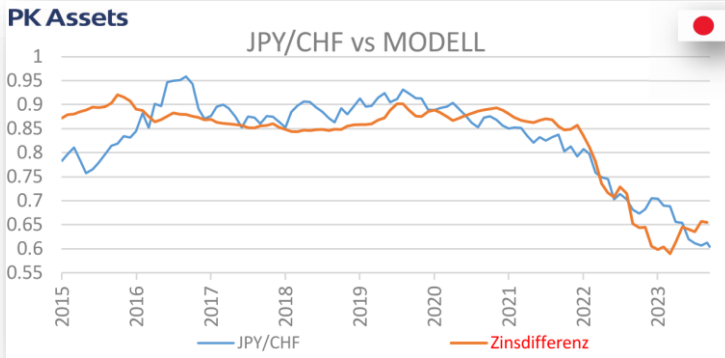
- Episode 5/00-6/03: -15%
- Episode 6/06-12-08: -20%
- Episode 05/19-03/20: -8%





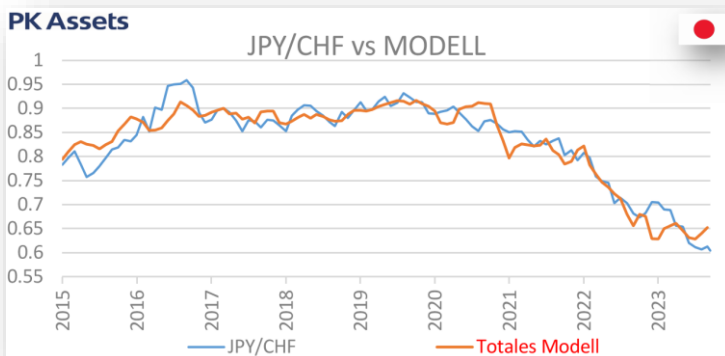
Der Yen sieht ausgeschossen aus

- Die **Zinsdifferenzen** haben gedreht, PPP spielt in diesem Cross keine Rolle
- 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: Es sieht so aus, als ob der langjährige Ausverkauf wegen dem Inflationsdifferenzial fundamental durch höhere Zinsen abgestoppt ist. Kommt jetzt aber der Zinssenkungs-Hammer? Immerhin: Es winken Kapitalgewinne auf langen Bonds



Zügiger Inflationsrückgang hilft. Starke relative Nominalzinsen. Die Realzinsen basierend auf Inflationserwartungen sind bereits attraktiv, die RZ auf Basis realisierter Inflation könnten steigen. Verletzlich im Falle eines globalen Zinsrückgangs. Gilt generell als extrem teuer.



Inflationsabbau läuft, aber die Differenz zum CHF bleibt markant. Die Realzinssituation verbessert sich. Bietet wenig Zins, verglichen mit anderen FW, dafür robuster bei globalen Zinsrückgängen.



Hoher, nur zögerlicher Inflationsabbau belastet. Starke relative Nominalzinsen, aber real bietet das Pfund nicht viel. Die britische Zinskurve belastet den Kurs. Teuer bzgl. REER.



Zügiger Inflationsrückgang hilft. Starke relative Nominalzinsen. Kaum mehr Zinsphantasie übrig. Die Währung sieht gegen den CHF insgesamt günstig aus. Fragil bei einem Bull-Steepening-Szenario.



Spät im Inflationsabbau, das belastet. Starke relative Nominalzinsen, aber Real sieht es nicht gut aus. Kaum mehr Zinsphantasie übrig. Wenig Stimulus aus China. Immerhin: High Yields



Spät im Inflationsabbau, das belastet. Bietet zinsmässig real nicht viel. Kaum mehr Zinsphantasie übrig. Wenig Stimulus aus China. Sehr fragil bei einem Bull-Steepening-Szenario. Deutlich weniger Zins als im NZD.



Inflationswende jetzt geschafft. Vermindert die Norges Bank die FX-Käufe? Günstig bzgl. REER. Deshalb gut abgestützt?



Inflationswende jetzt geschafft. Günstig bzgl. REER.



Leider noch keine Impulse von der Geldpolitik. Von der BOJ wird per Saldo höchstens eine Aufweichung der YCC erwartet. Terms of Trade verbessern sich. Interessante Umkehrsituation? Extrem günstig bzgl. REER.

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch