

Währungen 7/2023:

Währungsmodelle

Taktische Währungs-Allokation

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

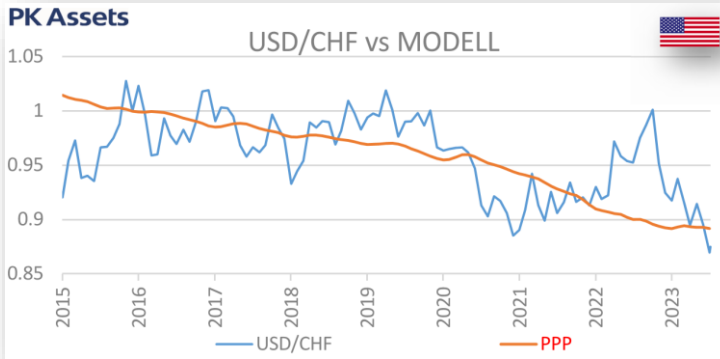
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Die Modellbausteine

1. = **Purchasing Power:** Grosse Divergenzen! USD und CAD bauen das Teuerungs-Differenzial zum CHF schnell und massiv ab, andere fangen erst an, abzubauen (AUD, NZD), andere verharren auf extrem hohen Niveaus (GBP und SEK) und der NOK erhöht das Differenzial sogar

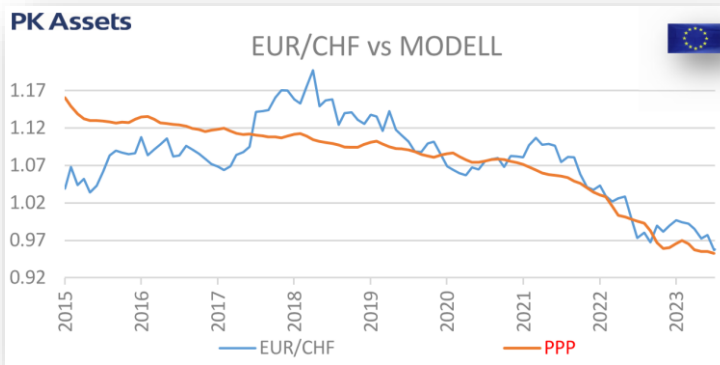


Purchasing Power



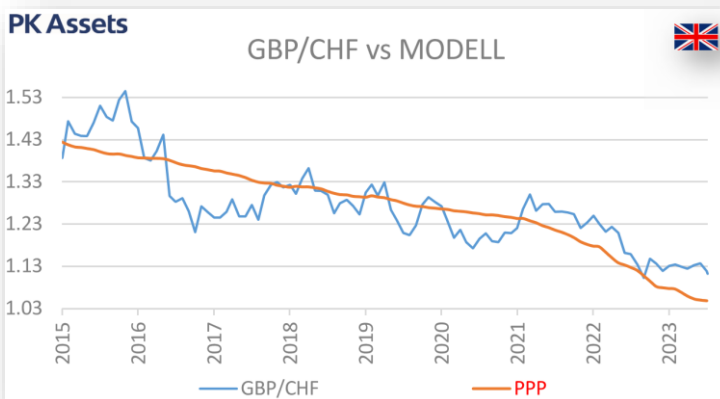
USD

- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial *nimmt ab*
- Das Dollar CPI fällt schneller als das CH-CPI, bleibt aber höher
- Das Inflationsdifferenzial hat sich von 6% auf 1.3% *eingedampft*



EUR

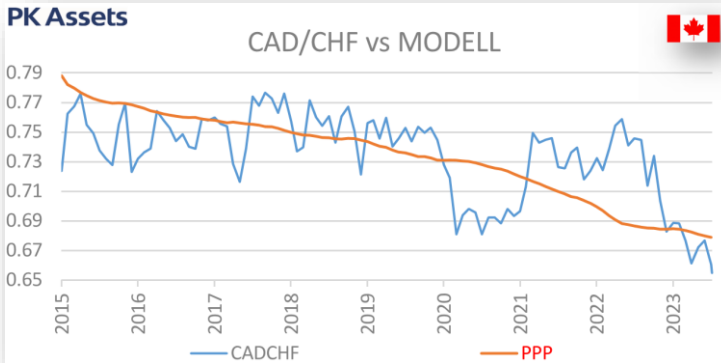
- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial *geht weiter aber weniger stark*
- Das EMU-CPI fällt deutlich, bleibt aber massiv höher als das CH-CPI
- Das Differenzial hat sich von über 7% auf 3.7% *fast halbiert*



GBP

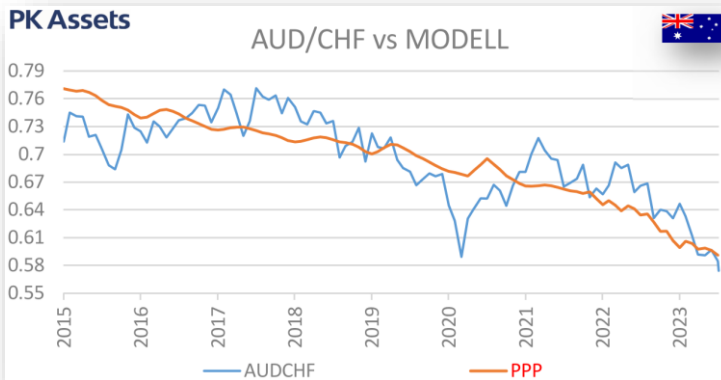
- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial *geht weiter und bleibt stark*
- Das GBP CPI fällt zwar, bleibt aber zuletzt extrem stark, was eine starke laufende Entwertung bringt
- Das CPI-Differenzial hat sich von knapp 8% erst auf 6.2% *ermässigt*

Purchasing Power



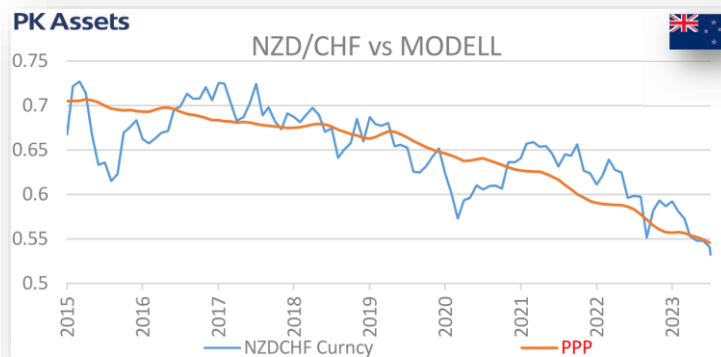
CAD

- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial nimmt deutlich ab
- Das kanadische CPI fällt massiv
- Das Differenzial hat sich von fast 5% auf 1.1% eingedampft



AUD

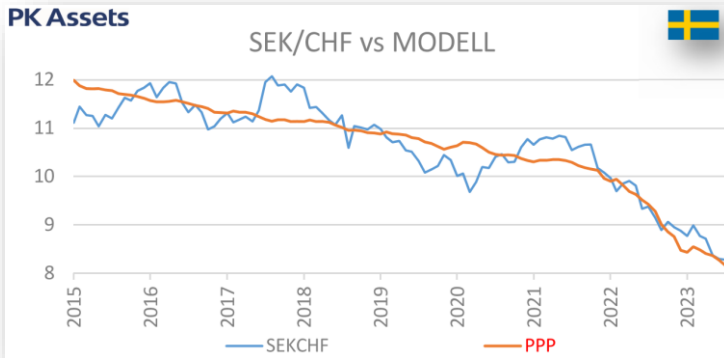
- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial läuft weiter
- Das australische CPI scheint gedreht zu haben aber ein Datapunkt ist noch kein Trend
- Das Differenzial zum CHF bleibt zuletzt beträchtlich bei 4.3%



NZD

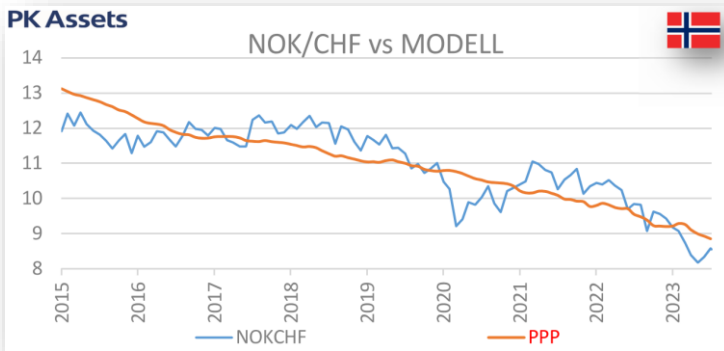
- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial läuft weiter
- Das neuseeländische CPI scheint gedreht zu haben aber ein Datapunkt ist noch kein Trend
- Das Differenzial zum CHF bleibt zuletzt beträchtlich bei 4.3%, analog zum AUD

Purchasing Power



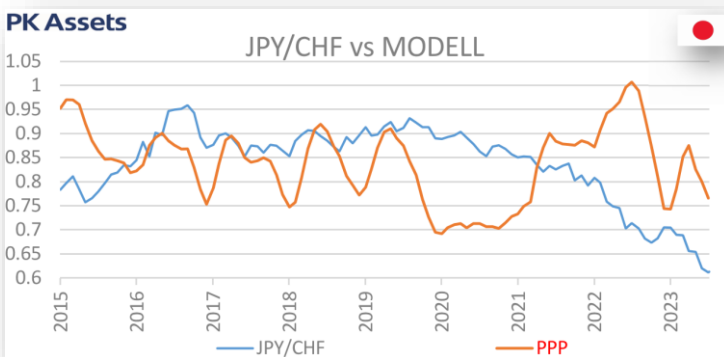
SEK

- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial geht weiter und zwar massiv!
- Das schwedische CPI hat zwar gedreht, war zuletzt bei 9.3% eines der höchsten im Sample
- Die Differenz zum CHF war zuletzt bei 7.6% brutal hoch



NOK

- Die Entwertung über das Inflationsdifferenzial steigt sogar
- Das NOK CPI verharrt auf hohem Niveau
- Das Differenzial zum CH ist auf höchststand bei 4.7%



JPY

- Keine Systematik, die Inflationsdifferenz spielt im JPY/CH kaum eine Rolle

Die Modellbausteine

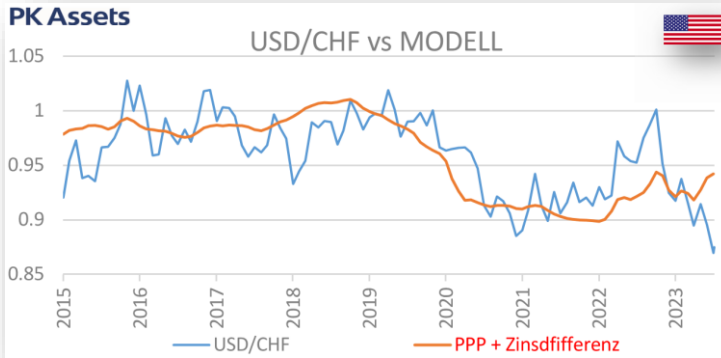
= **Purchasing Power:** Grosse Divergenzen! USD und CAD bauen das Teuerungs-Differenzial zum CHF schnell und massiv ab, andere fangen erst an, abzubauen (AUD, NZD), andere verharren auf extrem hohen Niveaus (GBP und SEK) und der NOK erhöht das Differenzial sogar



+ **Zinsen:** Die Nominalzinsen sehen an vielen Orten sehr attraktiv aus und die mit der realisierten Inflation berechneten Realzinsen sprechen für einen sehr unattraktiven CHF!

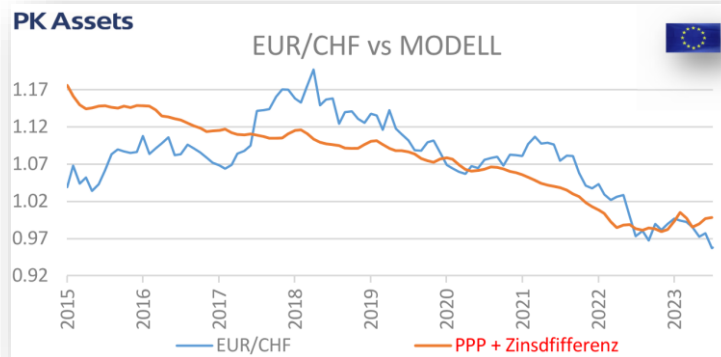


Purchasing Power & Nominalzinsdifferenzen



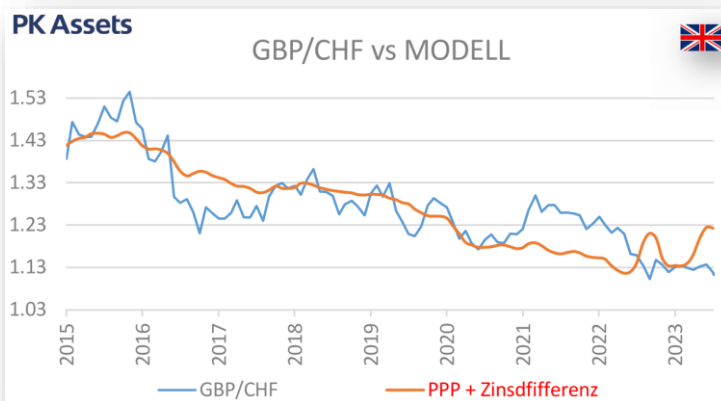
USD

- Die US-Zinsen sind so hoch wie seit langem nicht mehr, die Differenz zum CH (5y) steigt wieder
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation brechen nach oben aus



EUR

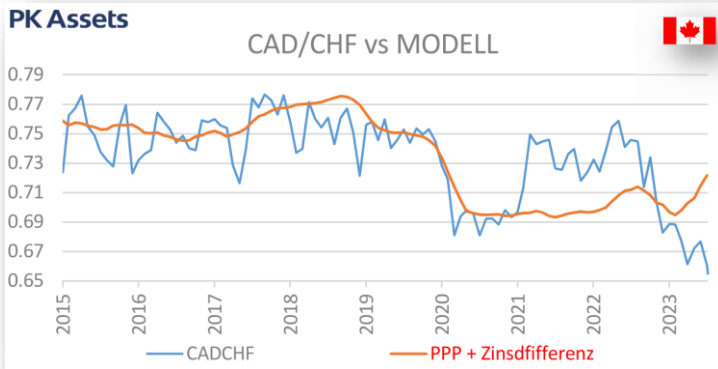
- Die Zinsdifferenz (5y) ist unglaublich hoch und baut sich weiter auf
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind nach wie vor tiefer als in der CH, holen aber auf



GBP

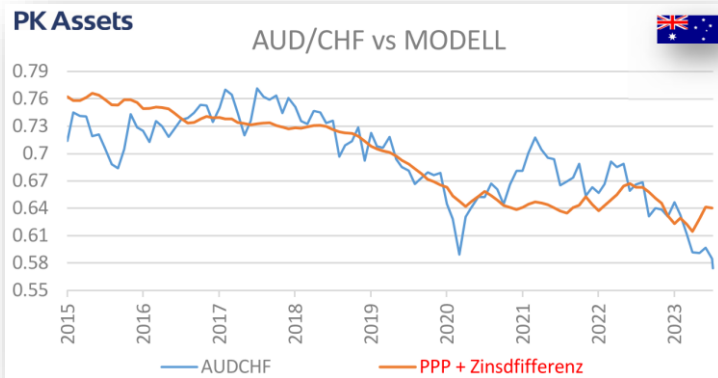
- Die Zinsdifferenz (5y) ist unglaublich hoch und baut sich weiter auf
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind nach wie vor tiefer als in der CH, holen aber massiv auf!

Purchasing Power & Nominalzinsdifferenzen



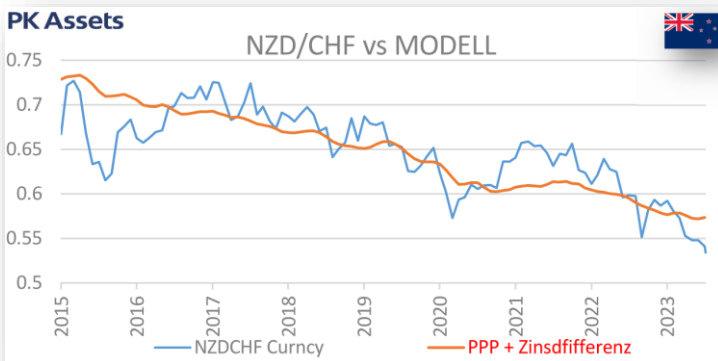
CAD

- Die Zinsdifferenz (5y) ist steigt massiv
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation brechen nach oben aus



AUD

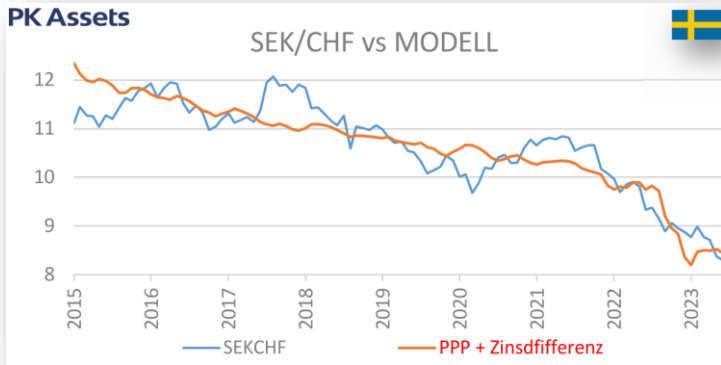
- Die Zinsdifferenz (5y) ist unglaublich hoch und baut sich weiter auf
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind nach wie vor tiefer als in der CH, holen aber auf



NZD

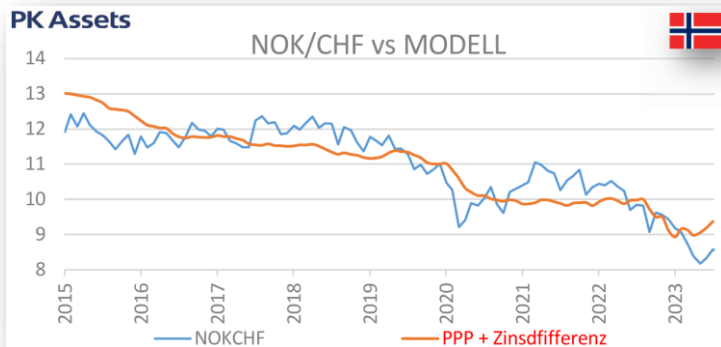
- Die Zinsdifferenz (5y) ist unglaublich hoch und baut sich weiter auf
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind nach wie vor tiefer als in der CH, holen aber auf

Purchasing Power & Nominalzinsdifferenzen



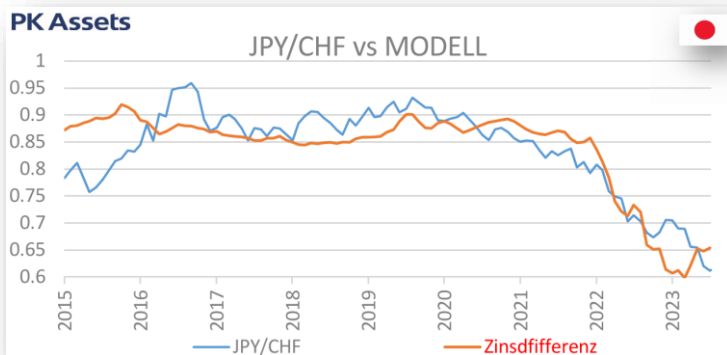
SEK

- Die Zinsdifferenz (5y) ist unglaublich hoch und baut sich weiter auf
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind brutal tiefer als in der CH und holen nur zögerlich auf



NOK

- Die Zinsdifferenz (5y) ist unglaublich hoch und baut sich weiter auf
- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind tiefer als in den CH und machen keinen Boden gut



JPY

- Die Realzinsen (5y) basierend auf realisierter Inflation sind tiefer als in den CH und machen keinen Boden gut
- Auch die Realzinsen oder die Zinsdifferenz scheint keine dominante Rolle im Währungskalkül zu spielen

Die Modellbausteine

= **Purchasing Power:** Grosse Divergenzen! USD und CAD bauen das Teuerungs-Differenzial zum CHF schnell und massiv ab, andere fangen erst an, abzubauen (AUD, NZD), andere verharren auf extrem hohen Niveaus (GBP und SEK) und der NOK erhöht das Differenzial sogar



+ **Zinsen:** Die Nominalzinsen sehen an vielen Orten sehr attraktiv aus und die mit der realisierten Inflation berechneten Realzinsen sprechen für einen sehr unattraktiven CHF!



+ **Devisenmanipulationen SNB:** Die Manipulationen der SNB sind hoch wirksam und haben lange gegen den CHF gearbeitet, seit 2022 lässt aber die SNB den CHF erstarken um die importierte Inflation zu dämpfen



Die Modellbausteine

= Purchasing Power: Grosse Divergenzen! USD und CAD bauen das Teuerungs-Differenzial zum CHF schnell und massiv ab, andere fangen erst an, abzubauen (AUD, NZD), andere verharren auf extrem hohen Niveaus (GBP und SEK) und der NOK erhöht das Differenzial sogar



+ Zinsen: Die Nominalzinsen sehen an vielen Orten sehr attraktiv aus und die mit der realisierten Inflation berechneten Realzinsen sprechen für einen sehr unattraktiven CHF!



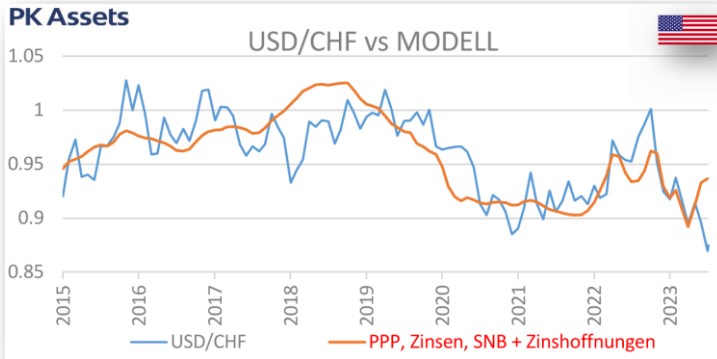
+ Devisenmanipulationen SNB: Die Manipulationen der SNB sind hoch wirksam und haben lange gegen den CHF gearbeitet, seit 2022 lässt aber die SNB den CHF erstarken um die importierte Inflation zu dämpfen



+ Leitzinserwartungen: Konsens ist, dass wir kurz vor dem Ende des Zinszyklus ist, mit einigen spezifischen Ausnahmen. Das bedeutet, dass die Zinsphantasie deutlich abflacht

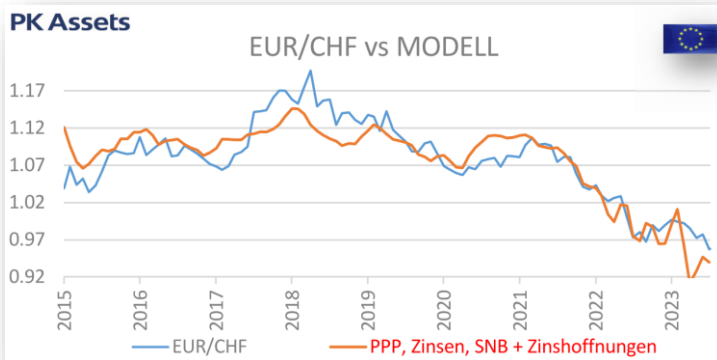


PPP, Zinsen, SNB & Leitzinserwartungen



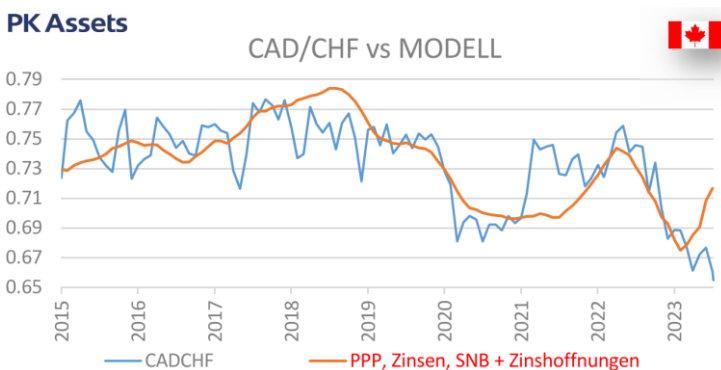
USD

- Von der SNB wird noch maximal 25 bips erwartet
- Vom Fed wird noch max. 1 Schritt erwartet, dann geht's 2 Schritte runter bis Mitte 2026
- Der Impuls der einst starken U.S. Leitzinserwartungen ist verpufft



EUR

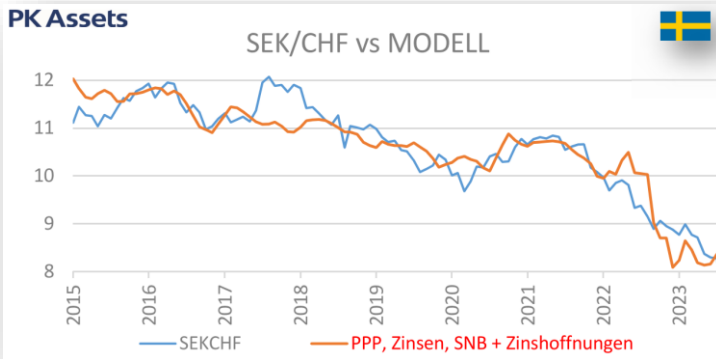
- Von der SNB wird noch maximal 25 bips erwartet
- In der Eurozone ist noch 1 Schritt eingepreist für die nächsten Quartale
- Der Impuls der Leitzinserwartungen ist auch hier verpufft



CAD

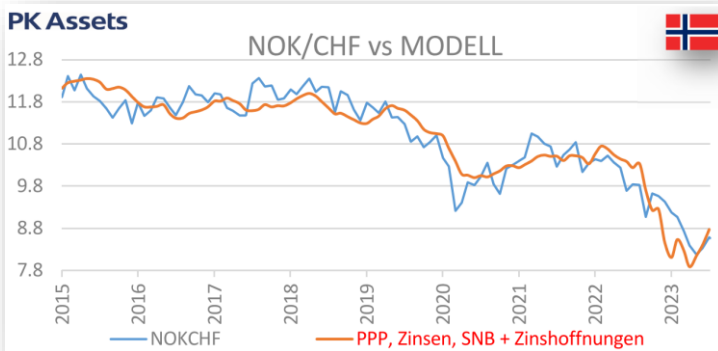
- Von der SNB wird noch maximal 25 bips erwartet
- In Canada wird von der Notenbank vom Markt keine nennenswerte Zinserhöhung mehr erwartet
- Wenig überbleibende Phantasie

PPP, Zinsen, SNB & Leitzinserwartungen



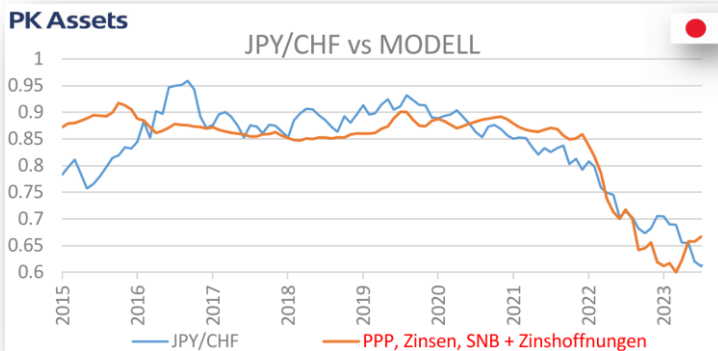
SEK

- In Schweden hat die Teuerung noch nicht eindeutig gedreht
- In Schweden spielt die Zinshoffnung deshalb noch und treibt den SEK höher cet par



NOK

- In Norwegen hat die Teuerung noch nicht eindeutig gedreht
- In Norwegen spielt die Zinshoffnung deshalb noch und treibt den NOK höher cet par



JPY

- Von der BOJ wird keine Zinserhöhung erwartet, höchstens eine Aufweichung der Zinskontrolle
- Die relativen Zinsen waren ein Blutbad in den letzten 15 Monaten, aber mit dem Versiegen der Zinsphantasie in CH könnte sich eine Beruhigung einstellen

Die Modellbausteine

= **Purchasing Power:** Grosse Divergenzen! USD und CAD bauen das Teuerungs-Differenzial zum CHF schnell und massiv ab, andere fangen erst an, abzubauen (AUD, NZD), andere verharren auf extrem hohen Niveaus (GBP und SEK) und der NOK erhöht das Differenzial sogar



+ **Zinsen:** Die Nominalzinsen sehen an vielen Orten sehr attraktiv aus und die mit der realisierten Inflation berechneten Realzinsen sprechen für einen sehr unattraktiven CHF!



+ **Devisenmanipulationen SNB:** Die Manipulationen der SNB sind hoch wirksam und haben lange gegen den CHF gearbeitet, seit 2022 lässt aber die SNB den CHF erstarken um die importierte Inflation zu dämpfen



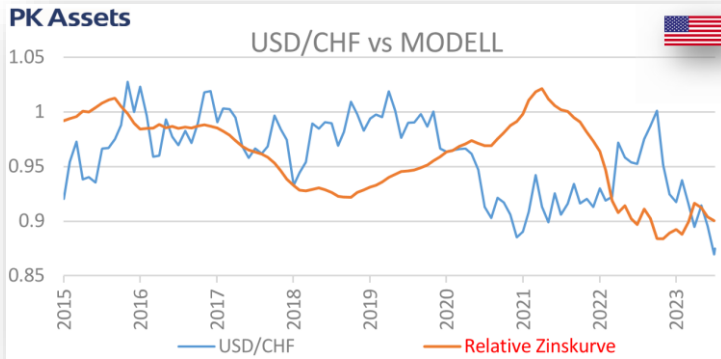
+ **Leitzinserwartungen:** Konsens ist, dass wir kurz vor dem Ende des Zinszyklus ist, mit einigen spezifischen Ausnahmen. Das bedeutet, dass die Zinsphantasie deutlich abflacht



+ **Konjunkturerwartungen:** Wir nehmen die Zinskurve als Proxy für die Konjunkturerwartungen. Diese sind deutlich flacher geworden, keine optimistische Sicht der Lage!

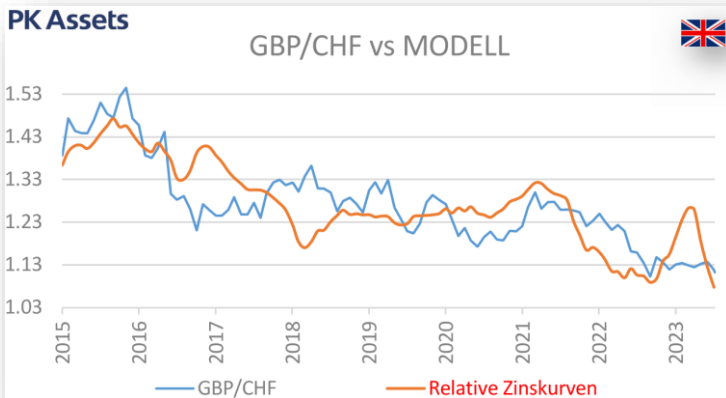


Konjunktur



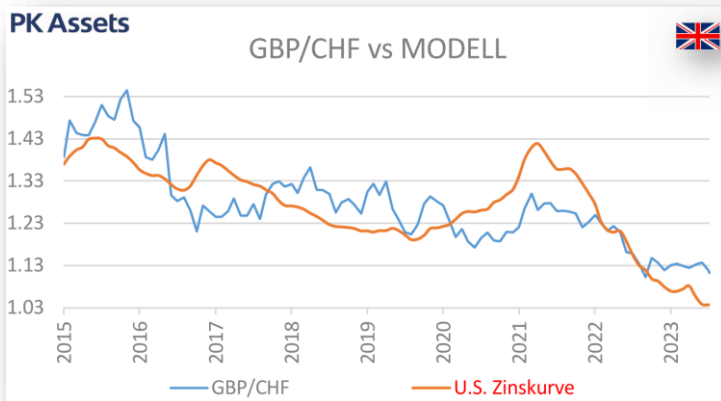
USD

- Die Zinskurve hat früher und schneller invertiert als die CH
- Der Effekt der relativen Zinskurve hat sich dementsprechend verflüchtigt



GBP I

- Die Zinskurve des GBP ist geradezu gecrasht, diese Bewegung liegt wie Blei auf der Bewertung



GBP II

- Das Pfund ist ein Beispiel für die Währungen für welche auch die U.S. Zinskurve als globales Konjunkturbarometer eine Rolle spielt

Die Modellbausteine

= **Purchasing Power:** Grosse Divergenzen! USD und CAD bauen das Teuerungs-Differenzial zum CHF schnell und massiv ab, andere fangen erst an, abzubauen (AUD, NZD), andere verharren auf extrem hohen Niveaus (GBP und SEK) und der NOK erhöht das Differenzial sogar



+ **Zinsen:** Die Nominalzinsen sehen an vielen Orten sehr attraktiv aus und die mit der realisierten Inflation berechneten Realzinsen sprechen für einen sehr unattraktiven CHF!



+ **Devisenmanipulationen SNB:** Die Manipulationen der SNB sind hoch wirksam und haben lange gegen den CHF gearbeitet, seit 2022 lässt aber die SNB den CHF erstarben um die importierte Inflation zu dämpfen



+ **Leitzinserwartungen:** Konsens ist, dass wir kurz vor dem Ende des Zinszyklus ist, mit einigen spezifischen Ausnahmen. Das bedeutet, dass die Zinsphantasie deutlich abflacht



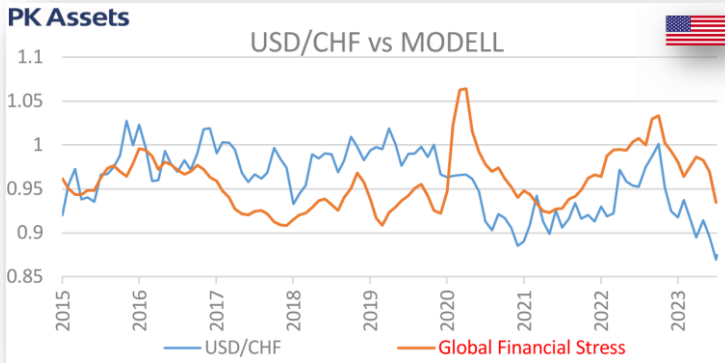
+ **Konjunkturerwartungen:** wir nehmen die Zinskurve als Proxy für die Konjunkturerwartungen. Diese sind deutlich flacher geworden, keine optimistische Sicht der Lage!



+ **Idiosyncracies:** Es gibt einige wesentliche Punkte für die Währungen

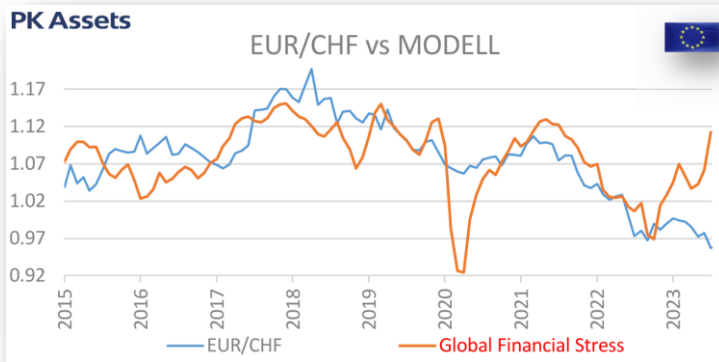


Idiosyncrasies

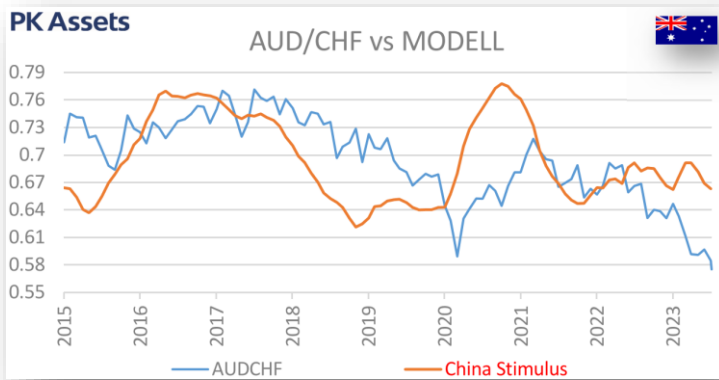


Financial Stress

- *USD ist positiv korreliert zum globalen Stressniveau*



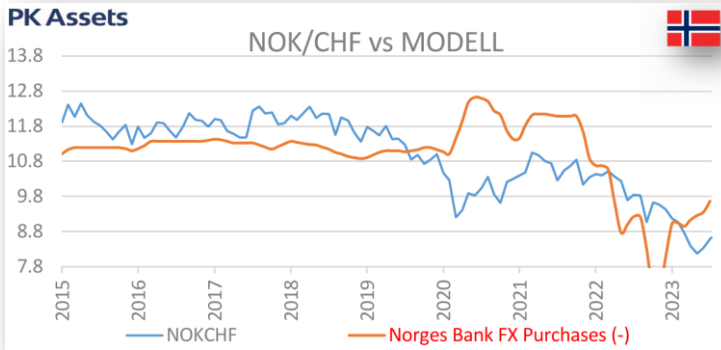
- *EUR/CHF ist negativ korreliert zum globalen Stressniveau*



China

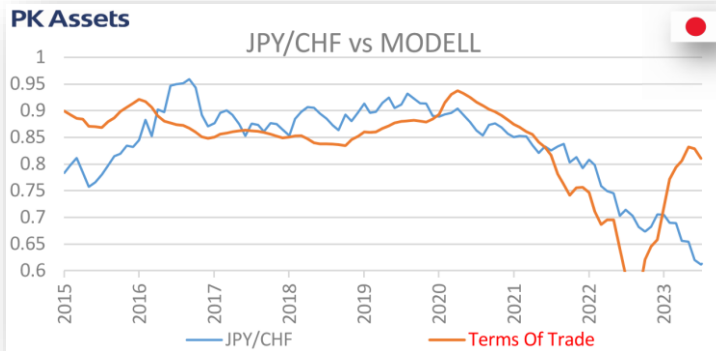
- *AUD ist positiv korreliert zum chinesischen Kreditimpuls*

Idiosyncrasies



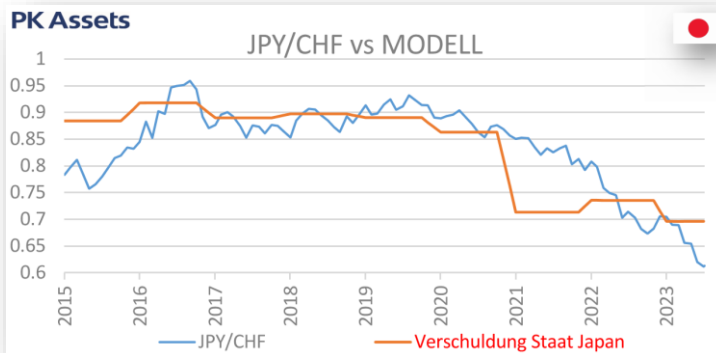
Norges Bank FK-Käufe

- Die norwegische Notenbank verkauft immer noch wie verrückt NOK gegen FX, aber der Effekt ebbt ab



Terms Of Trade

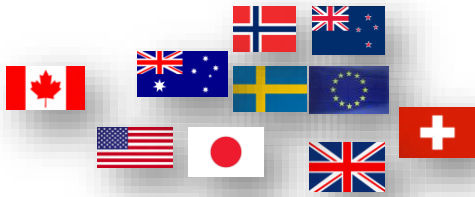
- Für den JPY von eminenter Wichtigkeit



Bonität

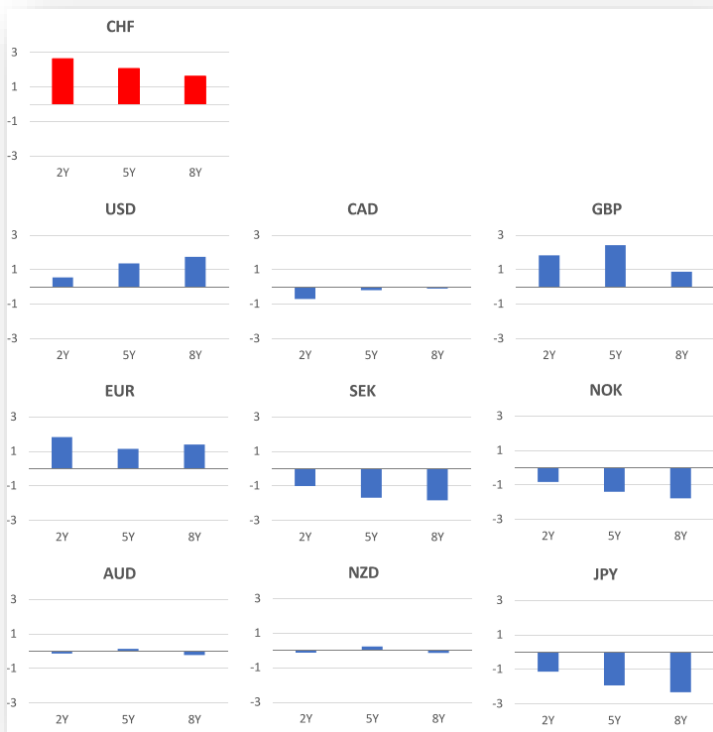
- Im Falle Japans wichtig

Was fällt auf?



Aktuelle Bewertung:

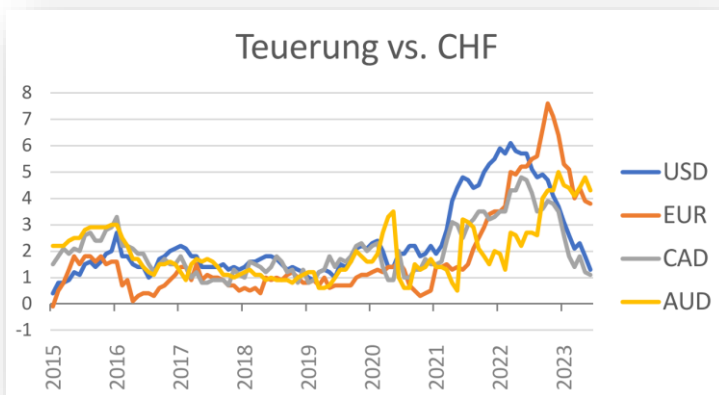
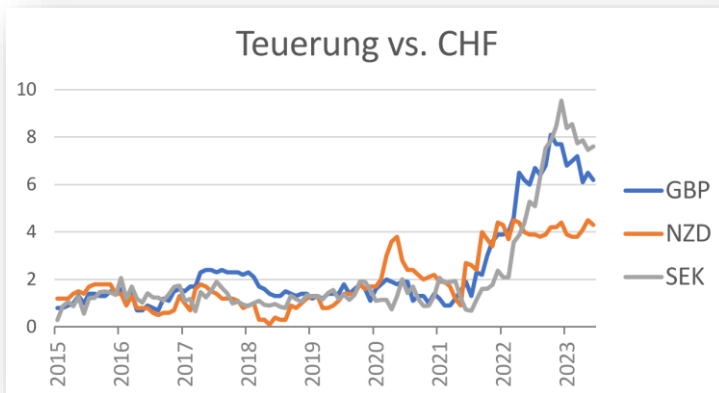
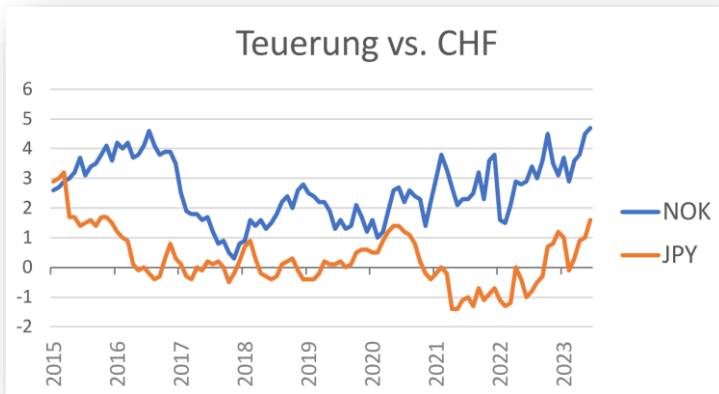
- Keine nennenswerten Fehlbewertungen mit Ausnahme **CAD**, der günstig aussieht
- Die Bewertungen liegen zwischen 8% und 1% weg vom effektiven Kurs
- Der **CHF** sieht leicht überbewertet aus, die Fremdwährungen allesamt eher günstig bzw. gut unterstützt
- Potentielle (positive) Umkehrsituationen zur Beobachtung: **USD, AUD, CAD, NOK, JPY**



REER:

- Welche Währung ist gemäss REER über- oder unterbewertet? Wir haben den Abstand der aktuellen Werte vom Durchschnitt (in Standardabweichungen) berechnet
- Wer an das Konzept von REER glaubt sollte bei der Untergewichtung von **JPY, NOK und SEK** aufpassen, sowie bei der Übergewichtung von **GBP, USD, und EUR** aufpassen
- Der REER des **CHF** sieht teuer aus

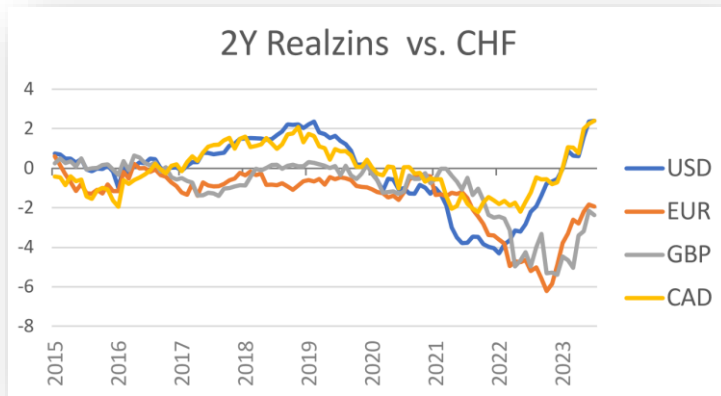
Was fällt auf?



Relative Inflationstrends

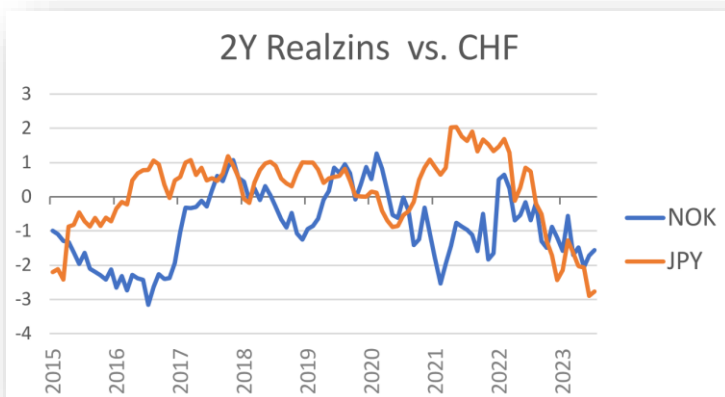
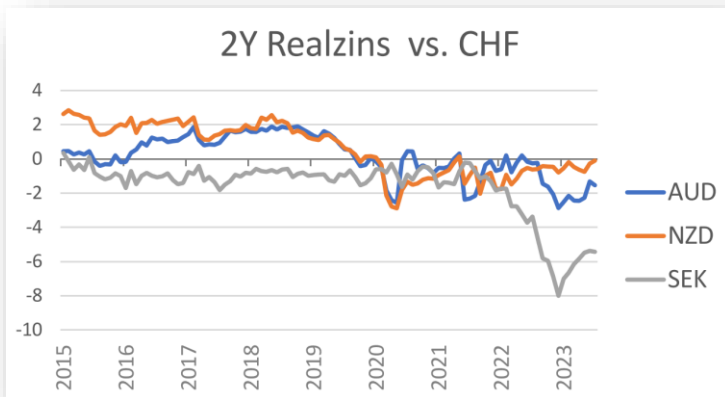
- Mit Ausnahme von JPY/CHF ist die Kaufkraft die wichtigste Komponente in unseren Modellen
- Folgende Währungen sehen **ungünstig** aus im Teuerungstrend: **NOK und JPY**
- Folgende Währungen sehen **neutral** aus im Teuerungstrend: GBP, NZD und SEK
- Folgende Währungen sehen **gut** aus im Teuerungstrend: **USD, CAD, EUR, AUD**

Was fällt auf?

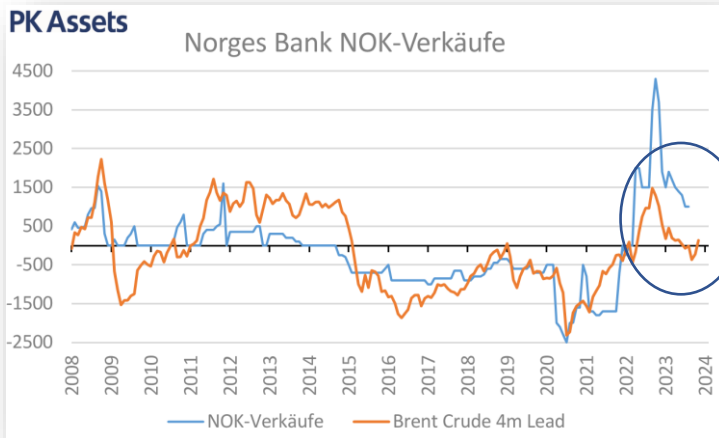


Relative Realzins-Trends

- Zinsen und Inflation dominieren die Währungsmodelle
- Währungen mit **steigenden Zinsen und fallender Inflation** haben gute Karten: **USD und CAD**, aber auch **EUR und GBP**
- Währungen mit einem **neutralen Realzinstrend** fehlt ein wichtiger Impuls: **AUD, SEK, NZD**
- Dort, wo die Teuerung noch nicht gedreht hat leidet auch der Realzinstrend trotz steigenden Zinsen: **NOK**, aber auch die **Spezialsituation JPY**



Was fällt auf?



Spezialsituationen: NOK: Die Norges Bank entscheidet

- Der NOK wurde von der Notenbank in den letzten 18 Monaten von der Notenbank totgeschlagen
- Der Staat garniert so viele (NOK-Dividenden) Staatseinnahmen aus den Ölverkäufen, dass sie sowohl das Staatsdefizit als auch der Staatsfonds alimentiert werden kann.
- Da der Staatsfonds nicht in NOK-Anlagen investieren kann, muss er die übrig bleibenden NOKs verkaufen
- Unser Modell zeigt nun, dass dieser Druck in den nächsten Monaten abnehmen dürfte, ein **bullishes** Zeichen für den **NOK**

Was fällt auf?

Spezialsituationen: JPY: Es kommt Bewegung auf

Mit der Aufweichung der YCC richtung oberes Band neu bei 1% (faktisch, wenn auch nicht offiziell) könnte die BOJ die Büchse der Pandora geöffnet haben

«The Bank of Japan has taken a small step toward relinquishing its longstanding attachment to ultra-loose money» Bloomberg

Auch wenn die Marktbeobachter mehrheitlich weiterhin der BOJ nicht viel zutrauen

«But don't expect the central bank to proceed briskly along the path of anything resembling normal interest rates. Such a move is way off, if it ever happens.» Bloomberg

Aber die Phantasie ist geweckt

«the vagueness of the BOJ's new language may only encourage bets on the demise of YCC and ultimately, negative interest rates. After all, Japan is no longer threatened by deflation and the economy is no longer in the precarious state that existed in 2016 when yields were pegged and the key rate pushed south.» Bloomberg

Reicht das, um den Yen zu drehen?

«the vagueness of the BOJ's new language may only encourage bets on the demise of YCC and we believe the biggest motivation for the BoJ to tweak its YCC policy on Friday, 28 July, was to limit the yen's slide. The move should help lay some preliminary groundwork for an eventual exit from the negative interest rate policy (NIRP) in 2024, in our view. The BoJ still does not have the conviction of achieving stable and sustainable 2% inflation. Even so, the central bank's outlook report showed that its assessment of the risk balance around the medium-term inflation outlook is shifting.» BNP Paribas

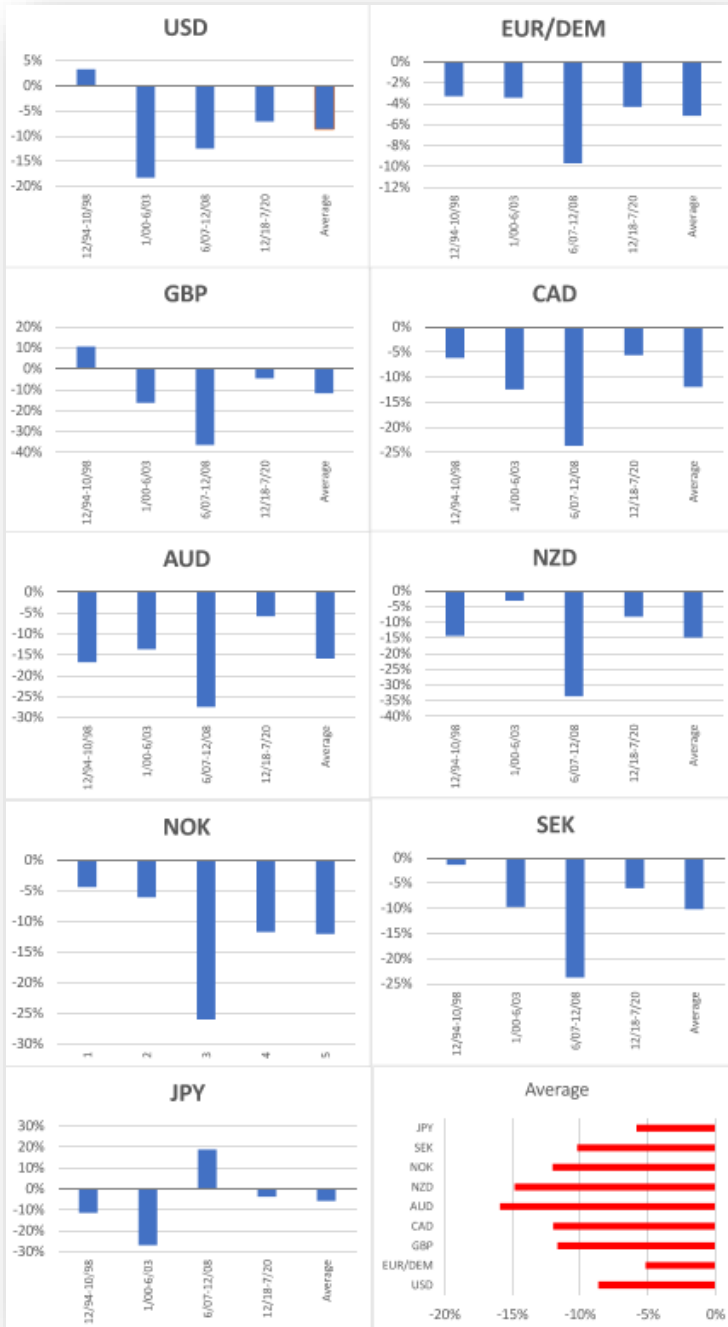
«Japanese fixed-income investors have been caught between a rock and a hard place. Do they allocate money to the domestic bond market, where yield income is paltry and there's the prospect of capital losses should JGB yields duly rise to 1%? Or do they buy Treasuries, hedge the FX, and lock in an effective negative yield? It looks like they have done neither.» Cameron Crise

Noch hat er nicht gedreht

«the yen is once again behaving like a funding currency par excellence, with leveraged FX traders joining Japanese bond investors in exchanging it for higher-yielding alternatives elsewhere. In the grand scheme of things, another 40 bps in JGB yields doesn't change that calculus very much at all. It does leave the street exposed to a reversal in currency-market trends, however, and perhaps the YCC adjustment will serve as a handy excuse when and if a reversal begins.» Cameron Crise

Was fällt auf?

SzenarioAnalyse: Bull-Steepening: Welche Währungen funktionierten in der Vergangenheit?



Wir schauen uns die letzten 4 heftigen Bull-Steepener an:

- 12/04-10/08
- 1/00-6/03
- 6/07-12/08
- 12/18-7/20

Keine Fremdwährung funktioniert:

- **Alle Fremdwährungen** gegen den CHF haben einen schweren Stand in Phasen von Bull Steepeners!
- Jede Episode hat seine eigene Geschichte aber es gilt: Je mehr Risk-On eine Währung (**AUD, NZD, CAD**), desto schlechter die Währungsperformance, je mehr risk-off die Währung (JPY, EUR/DEM, USD), desto relativ besser, wenn auch absolut ungenügend
- Die Währungseffekte werden von **Zinseffekten** (Kapitalgewinn) kompensiert, oft gar überkompensiert, aber man muss lange Bonds besitzen

Fazit



Zügiger Inflationsrückgang hilft. Starke relative Nominalzinsen. Zinszyklus in der letzten Phase? Konjunkturerwartungen sind neutral. Die Währung sieht gegen den CHF insgesamt günstig aus. Interessante Umkehrsituation? Teuer bzgl. REER.



Inflationsabbau läuft, aber die Differenz zum CHF bleibt markant. Die Realzinssituation verbessert sich. Zinszyklus in der letzten Phase? Teuer bzgl. REER.



Hoher, nur zögerlicher Inflationsabbau belastet. Starke relative Nominalzinsen. 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. Interessante Umkehrsituation? Sehr 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. Interessante Umkehrsituation? Sehr fragil bei einem Bull-Steepening-Szenario.



Spät im Inflationsabbau, das belastet. Schlechte Realzinsen. Kaum mehr Zinsphantasie übrig. Wenig Stimulus aus China. Sehr fragil bei einem Bull-Steepening-Szenario.



Inflationswende noch nicht geschafft. Unappetitliche Realzinsen. Zinsphantasie noch vorhanden. Vermindert die Norges Bank die FX-Käufe? Wir glauben ja. Interessante Umkehrsituation? Extrem günstig bzgl. REER.



Hoher, nur zögerlicher Inflationsabbau belastet. Unappetitliche Realzinsen. Zinsphantasie noch vorhanden. Extrem günstig bzgl. REER.



Kaum Impulse von der Zinsfront. 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