

## Währungen 5/2023

Investieren in Fremdwährungen

Ein Erfahrungsbericht

# Fragestellung

## Investieren in Fremdwährungen statt in CHF:

Die **Vermutung** liegt nahe, dass über die Zeit für den CHF-Investoren ein **neutrales** Resultat herauschaut:

- Starke Währung, tiefe Cashflows (CHF)
- Schwache Währung, höhere Cashflows (Fremdwährungen)

## Stimmt das?

*Wir schauen folgendes an:*

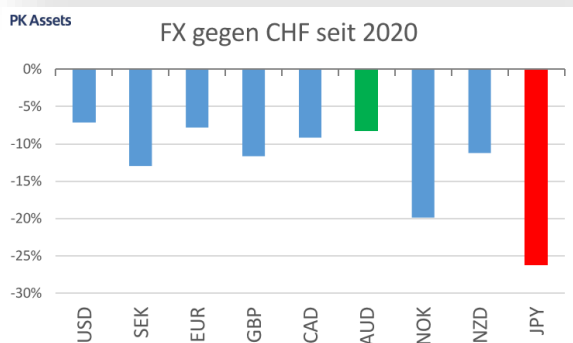
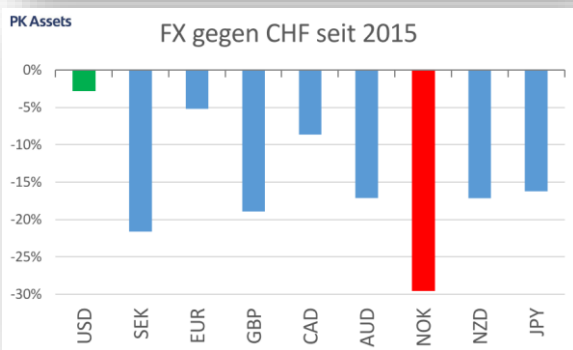
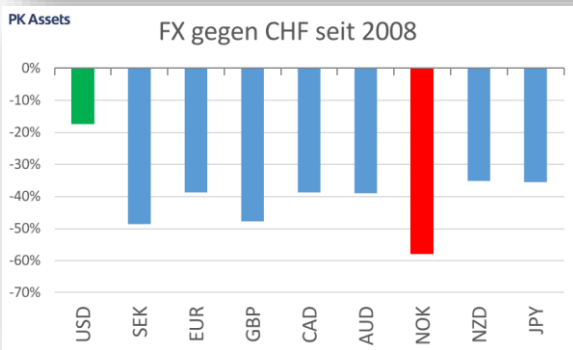
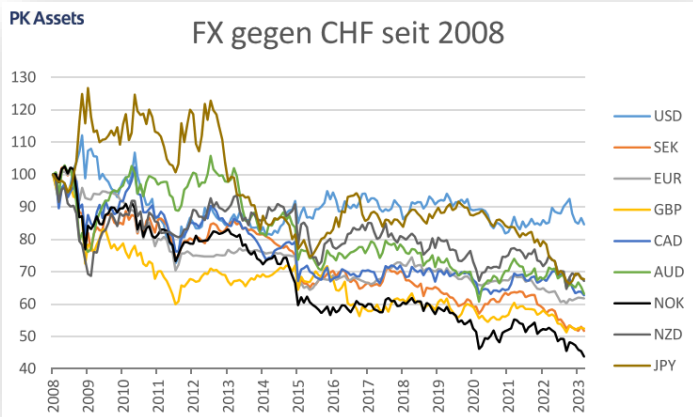
- *Engagements in 9 Fremdwährungen*
- *Über drei Perioden bis Ende 2022; eine lange seit 2008, eine mittlere seit 2015 und eine kurze seit 2020*
- *Zinsen: Wir nehmen die 2-Jahres-Regierungsanleihe-Zinsen, die jeweils jährlich zu pari gerollt werden, um einerseits Durations-Risiko-Effekten zu entgehen und zweitens weil uns keine durchgehende Geldmarktzinsen-Daten zur Verfügung stehen*

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

- 1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt**

# Währungen vs. CHF



Ein gutes Geschäft?...

- ..sieht anders aus
- Massive **Entwertung** der Fremdwährungen
- **Flops** NOK, JPY, SEK, GBP
- Nur der **Dollar** hält sich einigermaßen

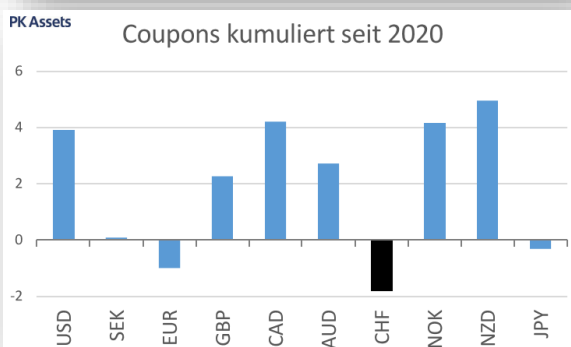
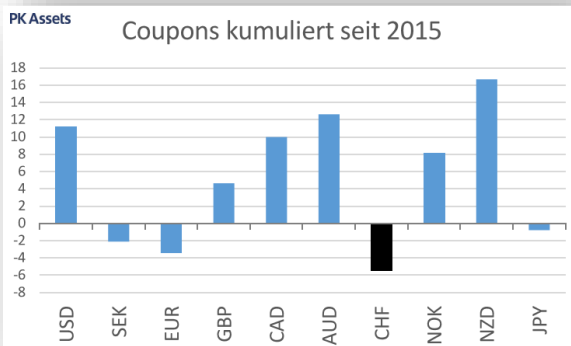
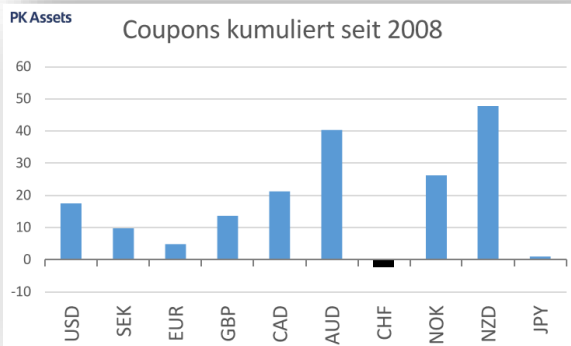
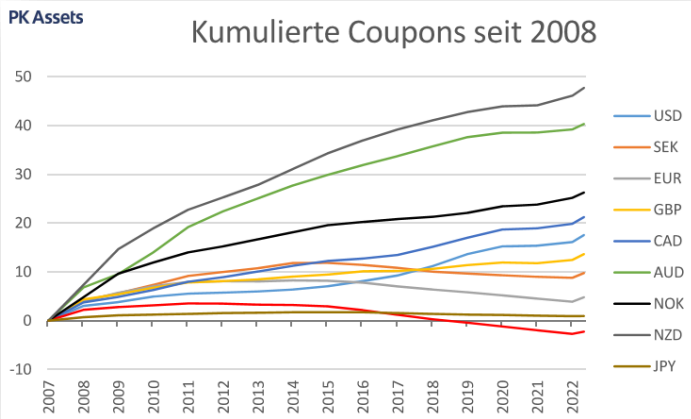
# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. **Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt**

# Cash Flows

## Kumulierte Coupons



*Stimmen wenigstens die Cash Flows?*

- *Speziell in der CH-Negativzins-Phase waren die positiven Zinsen in den Fremdwährungen ein wichtiges Kaufargument*
- *Umsomehr als der Zinsenzins spielt (hier nicht berücks.!)*
- *Tatsächlich gibt es grosse Unterschiede bei den vereinnahmten Zinsen\* in den Fremdwährungen*
- *In der Gesamtheit kann man tatsächlich von interessanten Cash Flows in der Mehrzahl der Fremdwährungen sprechen...*
- *...aber die Unterschiede sind frappant:*
- *Tops: High Yielder NZD, AUD*
- *Flops: EUR, SEK, JPY*

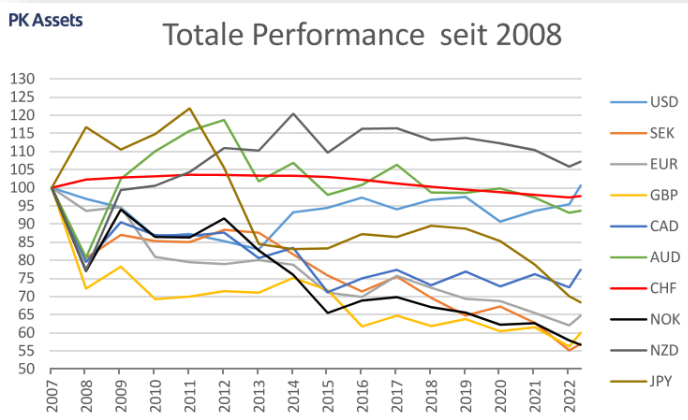
\* In Ermangelung von konsistenten Geldmarktzahlen nehmen wir die 2-J-Zinsen für Staatsanleihen und rollen das Kapital jährlich in den neuen 2-J-Zins

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

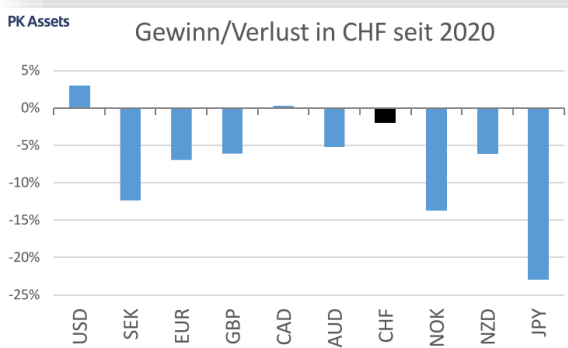
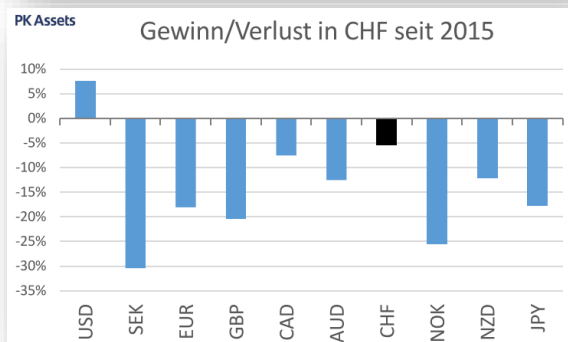
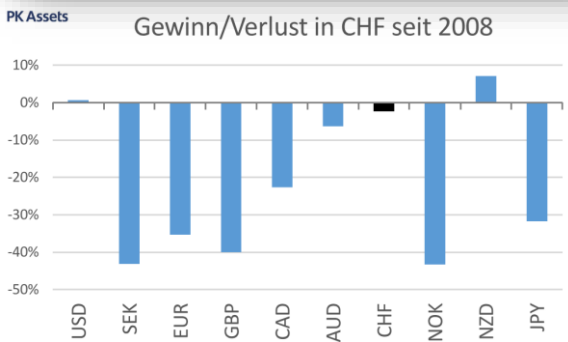
CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. **Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt**

# Total Performance in CHF



*Was hat's gebracht? Viel Frust, nur vereinzelt Freude*



- *Inklusive Zinsenzinsen 15 Jahre investieren, und per Saldo fast nur Enttäuschung!*
- *Investitionen in Geldmarkt CHF: Nur Spesen*
- *Investitionen in FW-Geldmarkt umgerechnet in CHF\* : Sehr ernüchternd!*
- *Zum Teil katastrophale Einbussen!*
- *Massive Unterschiede zwischen den Währungen*
- *King Dollar und High Yielder*
- *Mega-Flops NOK, SEK, GBP, aber auch EUR und JPY*

\* In Ermangelung von konsistenten Geldmarktzahlen nehmen wir die 2-J-Zinsen für Staatsanleihen und rollen das Kapital jährlich in den neuen 2-J-Zins, somit eine Annäherung



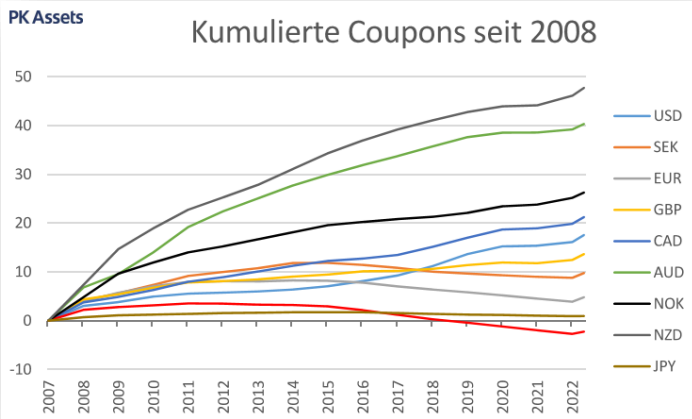
# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt
4. **Wie sind solche brutale Unterschiede möglich?**
  1. Vermutung: Unterschiedliche Zinsen ... erklären die Unterschiede – wie eben gezeigt - leider nicht:

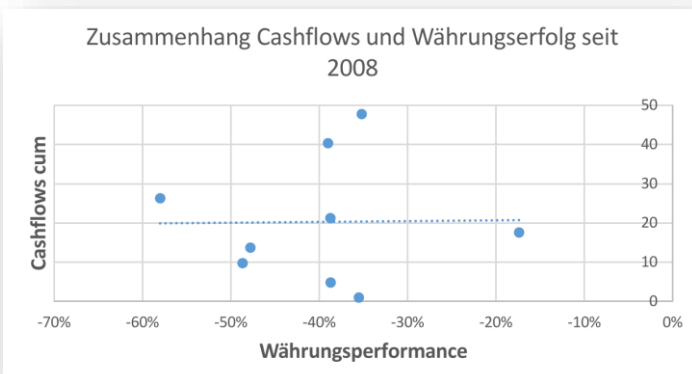
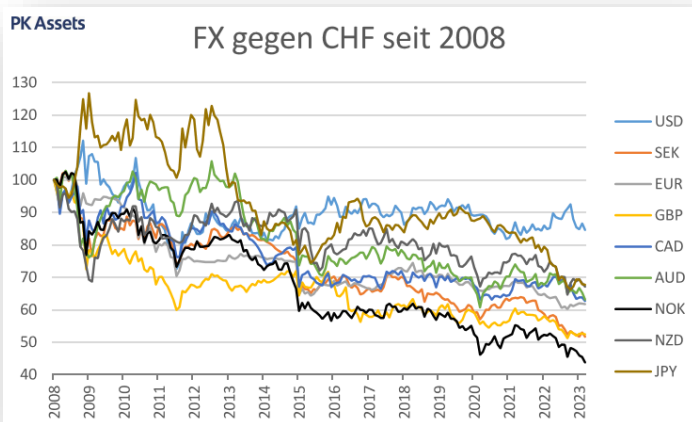
# Zinsen

Höhere Zinsen = Stärkere Währung?



*Erklären höhere Zinsen\* die Performance der Währungen?*

- *Leider: Nein!*
- *Der Zusammenhang über die längere Periode 2008-2023 zeigt **keinen** statistisch brauchbaren Zusammenhang zwischen Zinsen und Währung*
- *Bei kürzeren Perioden übrigens auch nicht*
- *Bsp. NOK: Schlechteste Währg. trotz rel. hohen Zinsen*
- *Das erstaunt dann doch: Denn als Investor interessiert in erster Linie: Cashflows*
- *Es müssen somit andere wichtige Parameter mitspielen*



\* In Ermangelung von konsistenten Geldmarktzahlen nehmen wir die 2-J-Zinsen für Staatsanleihen und rollen das Kapital jährlich in den neuen 2-J-Zins, somit eine Annäherung

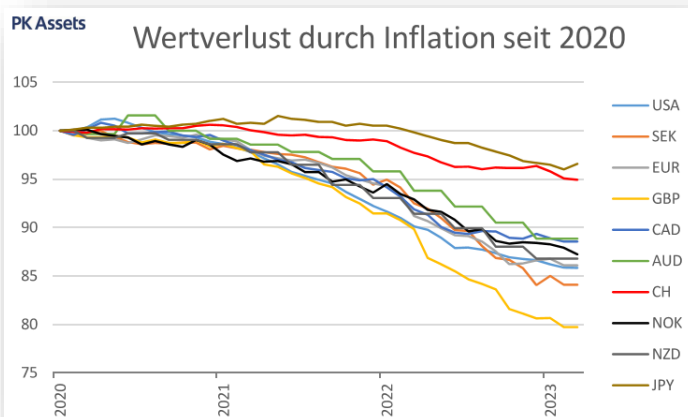
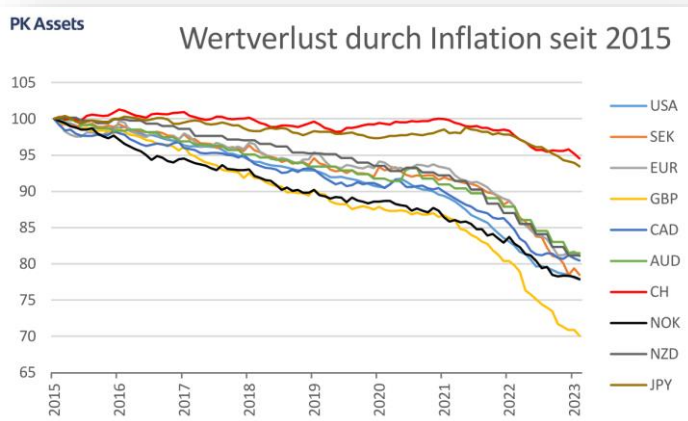
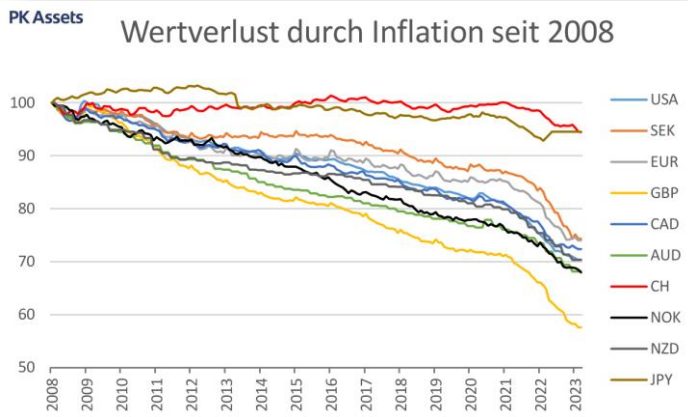
# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt
4. **Wie sind solche brutale Unterschiede möglich?** 1.  
Vermutung: Unterschiedliche Zinsen ... erklären die Unterschiede leider nicht
5. **2. Vermutung: Kaufkraftverluste ... scheinen tatsächlich eine massgebliche Rolle zu spielen!**

# Kaufkraft

Hohe Kaufkraft = Starke Währung?



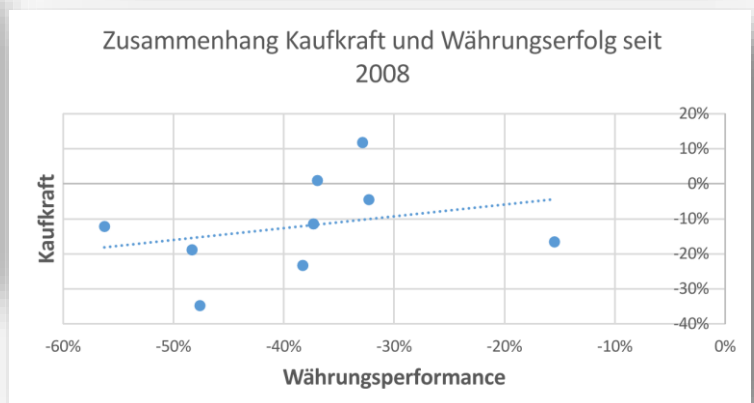
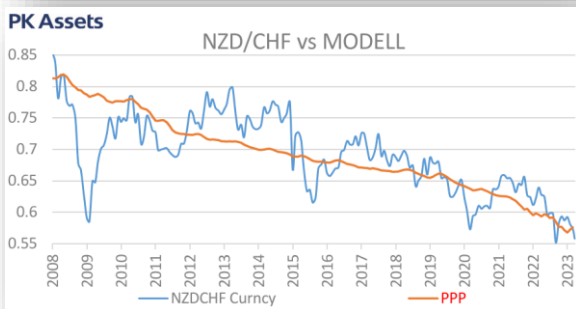
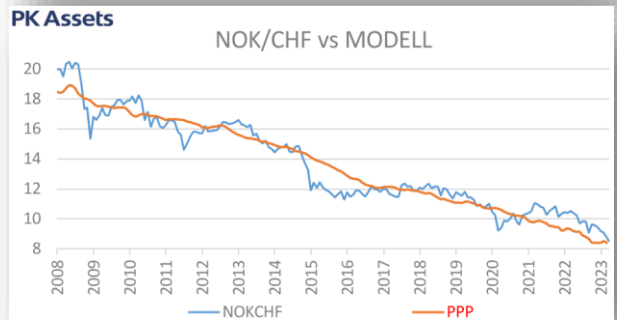
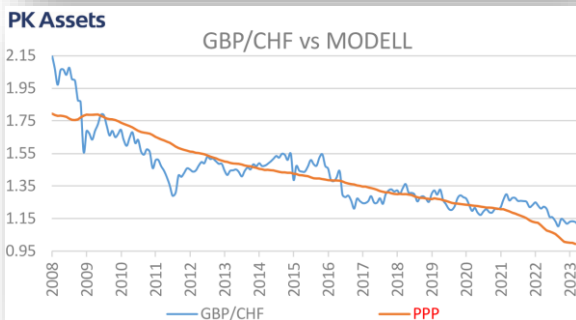
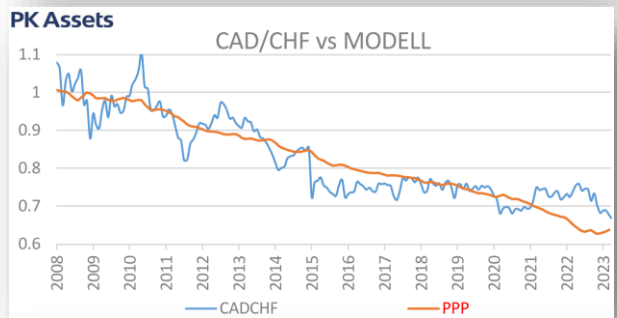
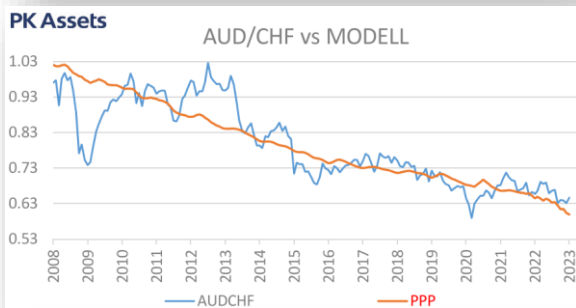
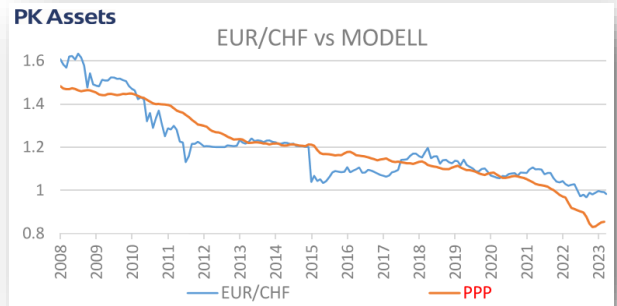
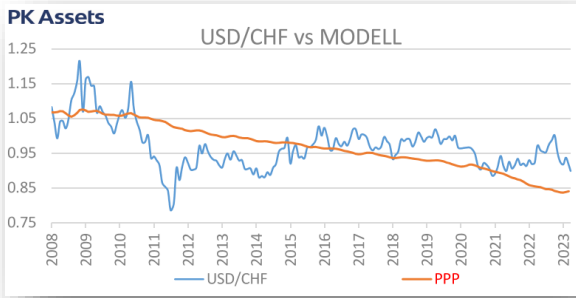
*Die Vermutung, dass die Kaufkraft der Wahrungen\* eine Rolle spielt ist naheliegend:*

- Was geschieht mit 100.– über die Zeit?\*
- Wer eine Währung kauft und unter die Matratze steckt hat ein massives Problem:
- Inflation und Kaufkraft-Zerstörung
- Die zum Teil brutalen Inflationsraten der letzten Zeit führen zu hohen Wertverlusten
- Auch hier: Grosse Unterschiede in der Währung

\*Hier: Ohne Zins und Zinseszins

# Kaufkraft

## Der CHF-Bonus tiefer Teuerung



Inflationsdifferenzen sind wichtig, erklären einen guten Teil des Niedergangs der FW. Wir glauben, dass Inflationsdifferenzen nicht nur wichtig sind, sondern geradezu dominant

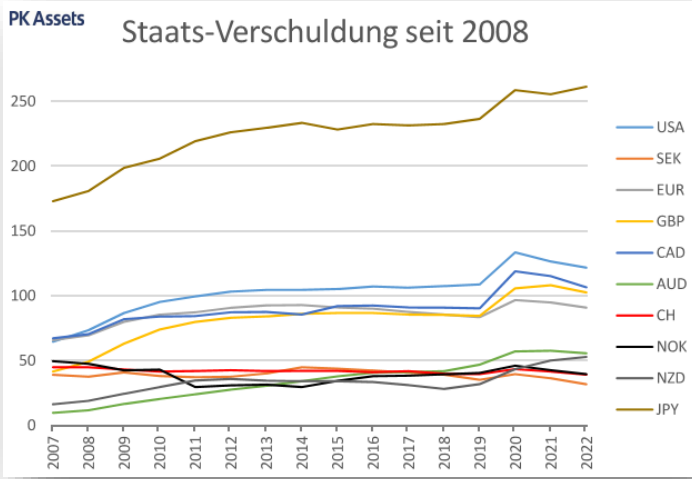
# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt
4. **Wie sind solche brutale Unterschiede möglich?** 1.  
Vermutung: Unterschiedliche Zinsen ... erklären die Unterschiede leider nicht
5. 2. Vermutung: Kaufkraftverluste ... scheinen tatsächlich eine massgebliche Rolle zu spielen!
6. **3. Vermutung: Staatsverschuldung ... scheint einmal eine Rolle gespielt zu haben, seit geraumer Zeit aber kaum mehr!**

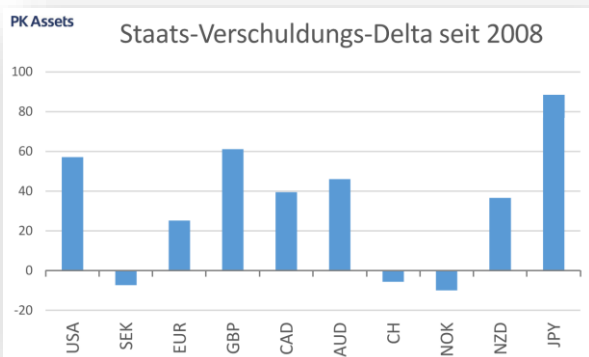
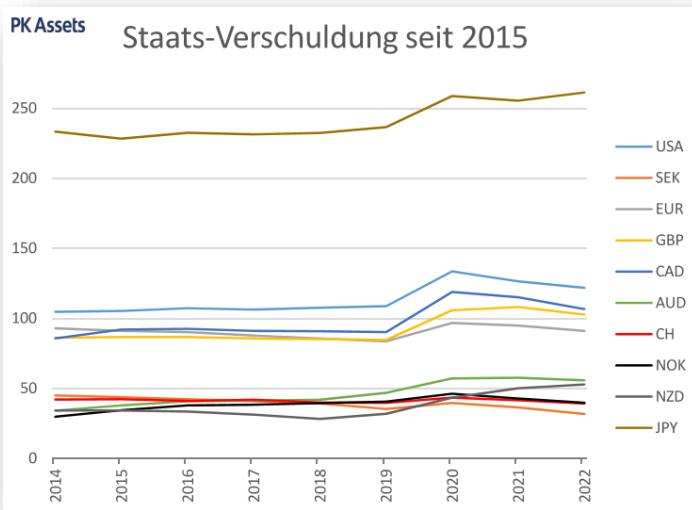
# Verschuldung

Hohe Schulden = Schlechte Währung?



*Auch die Vermutung, dass die Verschuldung der Länder eine Rolle spielt ist naheliegend:*

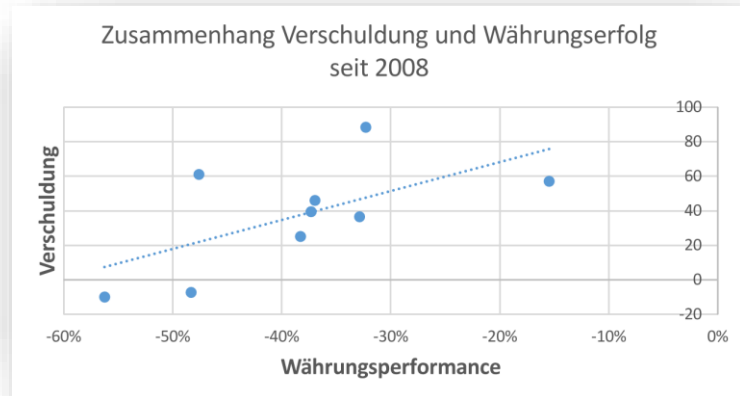
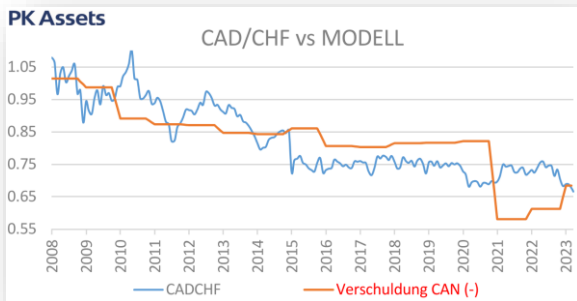
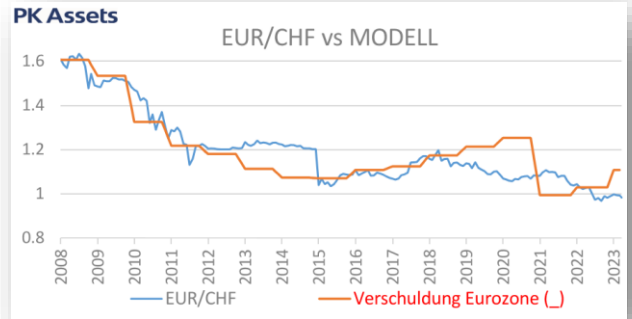
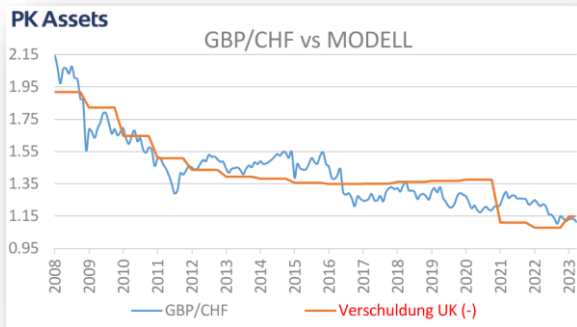
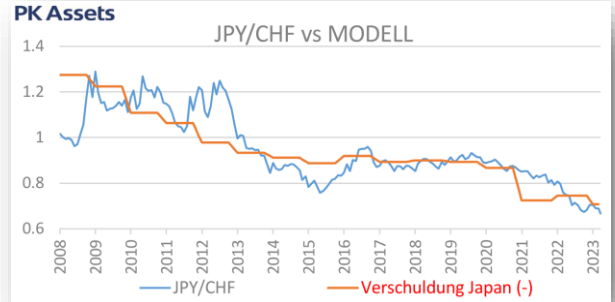
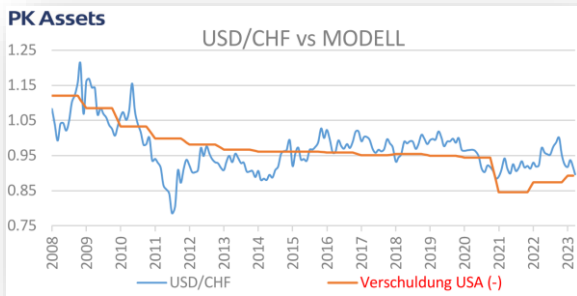
- **Verschuldung hat mit Vertrauen zu tun**
- **Es gibt eine 3-Klassengesellschaft**
- **Länder mit tiefen Schulden**
- **Länder mit hohen Schulden**
- **Ein Land mit grotesken Schulden**



*Spielt das eine Rolle?*

# Verschuldung

Ein Trendfaktor?



Die Aussage unserer Modelle ist interessant:

- Die Verschuldungsproblematik scheint **entschärft**
- Nur bei zwei Währungen bleiben Schulden in unseren Modellen ein Thema: **JPY** wegen der Höhe und des Trends der Schulden sowie **EUR**, im Rahmen der Entspannung sogar positiv.
- Dies trotz **rekordhohen (absoluten) Schulden** z.B. in CAD, USD, GBP
- Die **Inflationsepisode** hat in den letzten Jahren (absurderweise?) zu einer **Entspannung** in der Schuldenfrage geführt



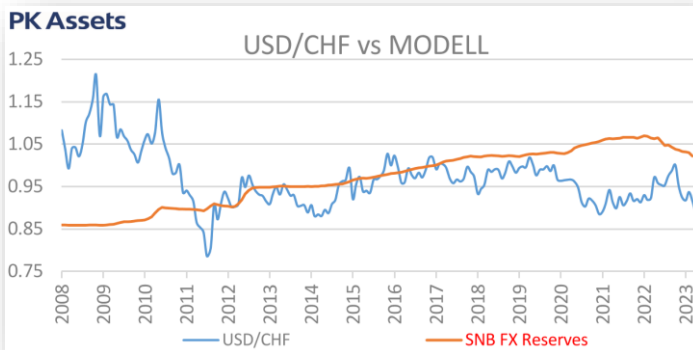
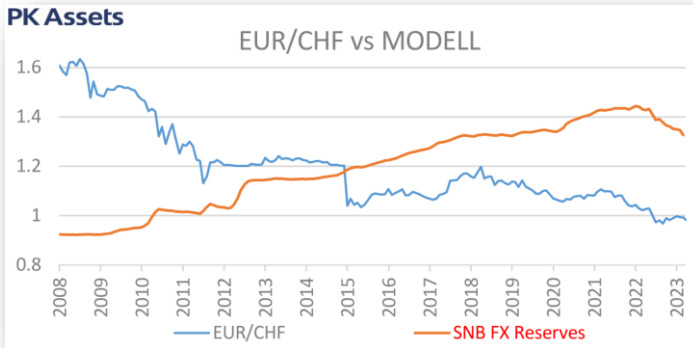
# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt
4. **Wie sind solche brutale Unterschiede möglich?** 1.  
Vermutung: Unterschiedliche Zinsen ... erklären die Unterschiede leider nicht
5. 2. Vermutung: Kaufkraftverluste ... scheinen tatsächlich eine massgebliche Rolle zu spielen!
6. 3. Vermutung: Verschuldung ... scheint einmal eine Rolle gespielt zu haben, seit geraumer Zeit aber kaum mehr!
7. 4. Vermutung: Notenbank-Manipulationen ... scheinen tatsächlich eine tragende Rolle zu spielen!

# Notenbanken

## SNB

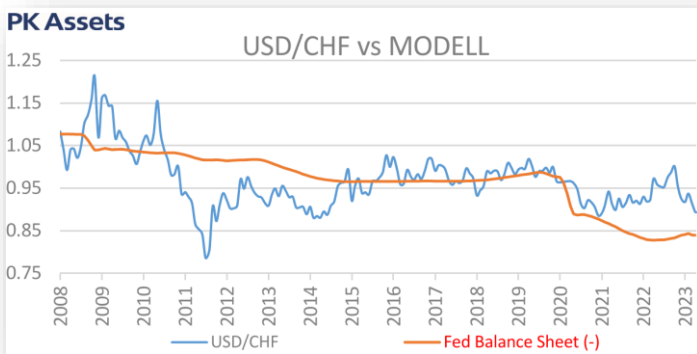
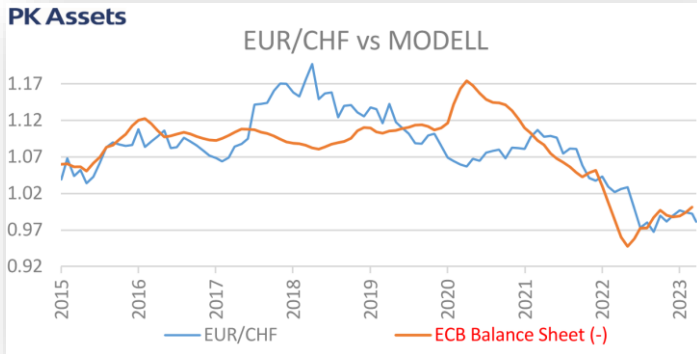


*Selbstverständlich manipulieren die Notenbanken die Währungen, nicht zuletzt die SNB:*

- *Die FX-Interventionen der SNB wirken*
- *Nachdem die SNB sich Jahrzehntlang gegen eine Aufwertung des CHF gestemmt hat, hat sie im Rahmen der Gefahr importierter Inflation (vorübergehend?) umgeschwenkt*
- *Seit 2022 wirken die SNB-FX-Reserven nicht mehr FW-aufwertend sondern stützen den CHF*
- *Für unsere Modelle ist dieser Effekt wichtig*

# Notenbanken

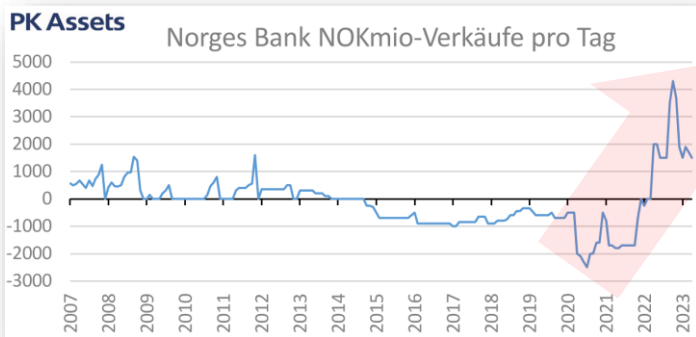
## FED/BOJ/EZB: QE/QT



*QE sollte auch die Heimwährung schwächen: Beggar thy neighbour. Hats gewirkt?*

- Es ist **umstritten**, ob QE eine wichtige Rolle gespielt hat bei den Währungen
- **Alle** Notenbanken haben sich in irgend einer (oder mehreren) Form gegen eine Aufwertung gestemmt
- Die Kakaphonie der unorthodoxen Notenbank-Politiken hat die Sache **unübersichtlich** gemacht
- In unseren Modellen verbessern die QE/QT-Inputs die Korrelation **kaum**, höchstens punktuell

# Notenbanken



## Norges Bank

*Hier finden wir wirklich etwas Wesentliches:*

*Die Notenbank zerstört den NOK geradezu!*

*Warum?*

- *Das Land erzielt massive Erlöse aus dem Ölhandel, v.a. auch Dividenden (NOK) von Statoil*
- *Mit diesem Geld füttert das Land das Budgetdefizit*
- *Was darüber verbleibt, verkauft die Notenbank gegen Devisen und pumpt diese in den Staatsfonds (darf nur in FW anlegen)*
- *Solange die Öleinnahmen das Budgetdefizit übertreffen besteht Druck auf dem NOK wegen den Devisenkäufen*
- *Der Shift seit 2020 ist massiv!*

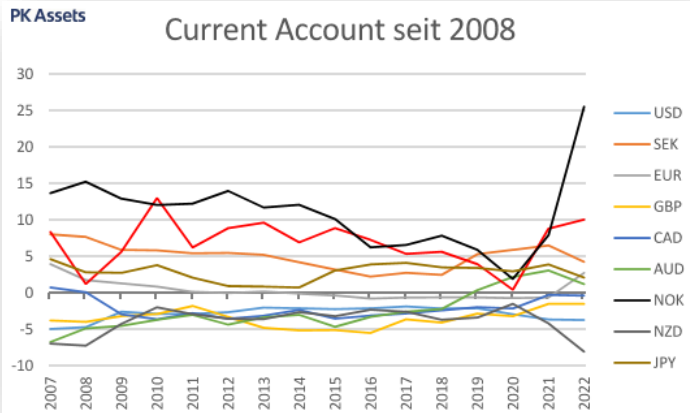
# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

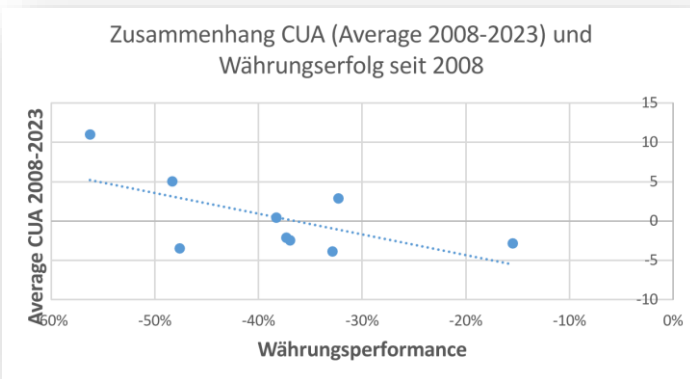
1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt
4. **Wie sind solche brutale Unterschiede möglich?** 1.  
Vermutung: Unterschiedliche Zinsen ... erklären die Unterschiede leider nicht
5. 2. Vermutung: Kaufkraftverluste ... scheinen tatsächlich eine massgebliche Rolle zu spielen!
6. 3. Vermutung: Verschuldung ... scheint einmal eine Rolle gespielt zu haben, seit geraumer Zeit aber kaum mehr!
7. 4. Vermutung: Notenbank-Manipulationen ... scheinen tatsächlich eine tragende Rolle zu spielen!
8. **5. Vermutung: Flows: Zahlungsbilanzen und Terms of Trade scheinen höchstens punktuell eine Rolle zu spielen**

# Flows

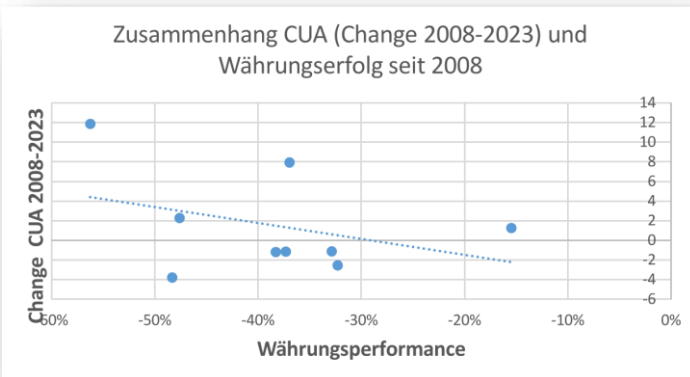
## Zahlungsbilanz



Die Vermutung drängt sich auf, dass wer über eine chronisch positive Zahlungsbilanz verfügt auch eine starke Währung hat, stimmt das?



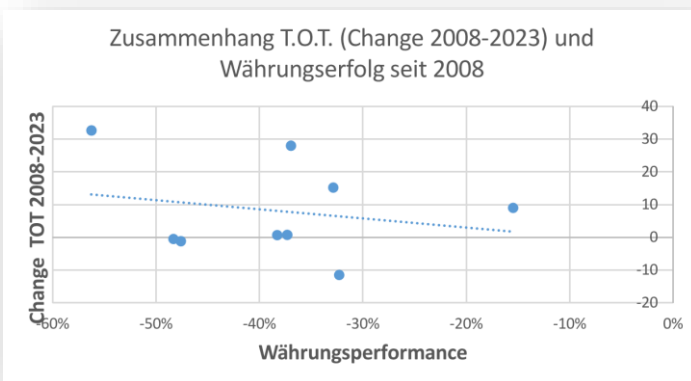
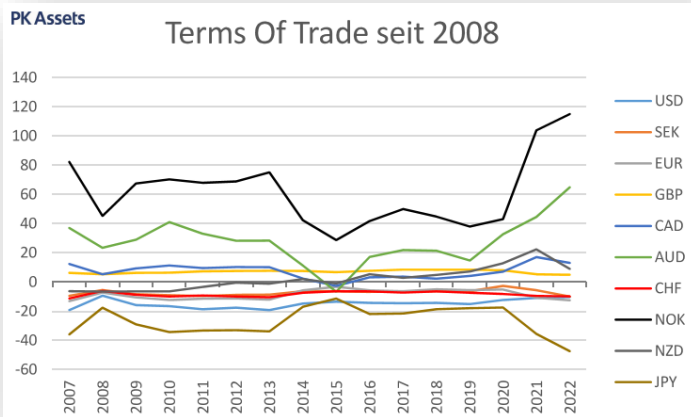
- Die CH hat einen chronisch positiven ZB-Saldo und die Währung ist stark, macht Sinn
- Und sonst?
- **Zahlungsbilanzdaten bringen kaum Mehrwert, sie sind nicht korreliert mit den Währungen**



- **Mindestens nicht strukturell**
- Die durchschn. Höhe des ZB-Saldos hat sogar mit einer Verschlechterung der Währungserfolg korreliert
- Das Vorzeichen ist somit „falsch“
- Nicht gerade das, was man erwarten könnte

# Flows

## Terms Of Trade



*Die Vermutung drängt sich auf, dass Terms of Trade und Währungen korreliert sind*

- *Über die gesamte Zeit hat die Verbesserung der Terms Of Trade nicht mit einem Währungserfolg korreliert, im Gegenteil*
- *Mindestens strukturell sind die T.O.T. kaum ausschlaggebend für den Währungserfolg*
- *In einzelnen Fällen verbessern die relativen T.O.T. allerdings unsere Währungsmodelle*
- *Wir sehen T.O.T. deshalb v.a. für Commodity-Währungen als einen Puzzleteil an, aber nicht einen dominanten*

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre

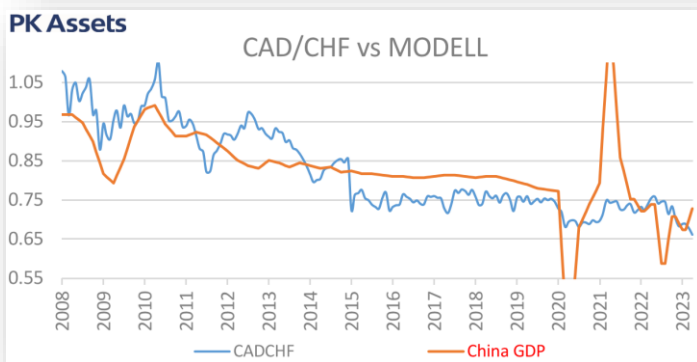
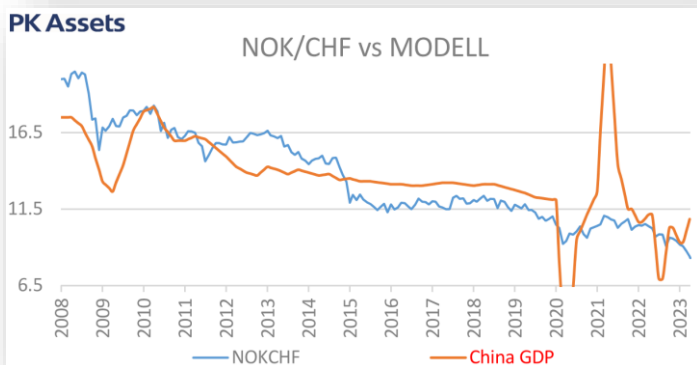
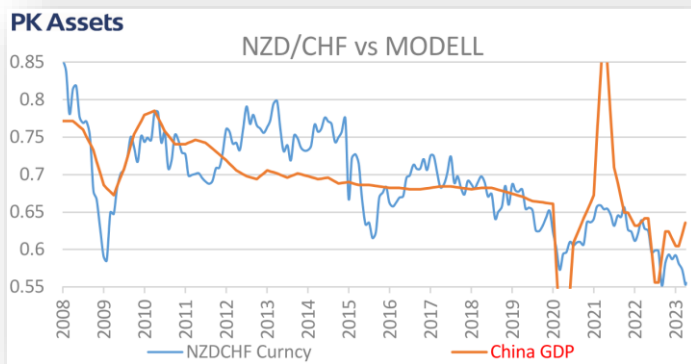
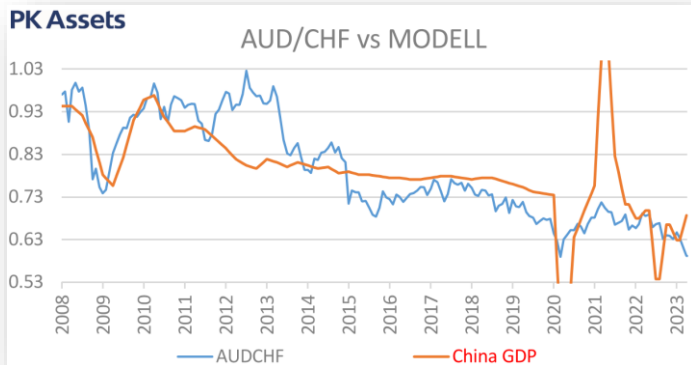
CHF oder Fremdwährungen: Neutral?

1. Die Vermutung, dass die Fremdwährungen über die Zeit Mühe haben gegen den CHF hat sich eindrücklich bestätigt
2. Die Vermutung, dass die Cashflows in den Fremdwährungen höher ausgefallen sind, hat sich ebenfalls bestätigt
3. Die Vermutung, dass summa summarum ein neutrales Resultat herausgekommen ist, hat sich definitiv nicht bestätigt
4. **Wie sind solche brutale Unterschiede möglich?** 1.  
Vermutung: Unterschiedliche Zinsen ... erklären die Unterschiede leider nicht
5. 2. Vermutung: Kaufkraftverluste ... scheinen tatsächlich eine massgebliche Rolle zu spielen!
6. 3. Vermutung: Verschuldung ... scheint einmal eine Rolle gespielt zu haben, seit geraumer Zeit aber kaum mehr!
7. 4. Vermutung: Notenbank-Manipulationen ... scheinen tatsächlich eine tragende Rolle zu spielen!
8. 5. Vermutung: Flows: Zahlungsbilanzen und Terms of Trade scheinen höchstens punktuell eine Rolle zu spielen
9. **6. Vermutung: China: Die Einbettung Chinas in die Weltwirtschaft spielt eine gewisse Rolle, v.a. über Commodities & Risk-on/off**



# China

## BIP-Wachstum



Die Vermutung drängt sich auf, dass das Wirtschaftswachstum von China und die Währungen korreliert sind

- Und tatsächlich macht der Einbezug des chinesischen BIP-Wachstums unsere Modelle besser
- Speziell bei Commodity-Währungen, stärkeres Wachstum in China ist nachvollziehbar gut für Exporte und vice versa
- Neben diesem eher strukturellen Input Chinas kommen taktisch auch noch das chinesische M2-Wachstum und der chinesische Kreditimpuls in die Modelle, beide als zyklische Komponenten

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre:

## Fazit:

**Der Versuch einer Interpretation: Was hat in den letzten Jahren eine Rolle gespielt?**

### **Strukturell:**

- 1. Was bekomme ich in der Währung? Zins**
- 2. Was kann ich mit der Währung kaufen? Kaufkraft**
- 3. Wie vertrauenswürdig ist die Währung? Verschuldung**
- 4. Wie pfuschen die Notenbanken drein?**

### **Zyklisch:**

- 1. Risiko-Neigung**
- 2. Commodity-Märkte**
- 3. Terms of Trade**
- 4. China: Wachstum und Kreditimpuls**

# Hochkomplexe Währungen

„In their classic paper, Meese and Rogoff (1983) argued that *forecasting nominal exchange rates is basically impossible*, as all plausible macro-models fail to beat the *random walk*. (..) There is, however, at least one exchange rate theory that is not totally discredited and has even enjoyed a positive reappraisal over recent years: *PPP theory*. It is indeed one of the oldest theories of economics, as it goes back to the Salamanca school in the 16th century and, in modern times, to Cassel (1918). But if we look back at the 20th century economic history, the consensus on the validity of PPP has shifted back and forward several times. As Dornbusch (1985) has put it “by different authors at different points in time has been considered an identity, a truism, an empirical regularity or a grossly misleading oversimplification”. According to Taylor and Taylor (2004), after a period when the real exchange rates were thought to behave as random walks, the literature has turned full circle to the pre-1970s view that PPP holds in the long run. (..)

Can the mean reverting property of real exchange rates be exploited to beat the random walk in relation to real and nominal exchange rate forecasting? (..)

The strong persistence in the real exchange rate was affirmed in a series of studies conducted in the mid-1980s and early 1990s, which employed more than a hundred years of annual data. From an informal meta-analysis of these studies, Rogoff (1996) inferred that it takes between 3 and 5 years to halve real exchange rate deviations from the mean.”

Investopedia 2023

„the most important variable, particularly in developed markets, is the *trend of real interest rates*. Real interest rates and bond yields are the most important drivers of currency fluctuations in the short term. Crucially, it is the *change in real interest rates spreads between two countries*, not the absolute level, that matters.”

BIS 2014

“*Trade deficits* have the prospect of pushing a currency price down compared to other currencies. Net importers first have to sell their currency in order to buy the currency of the foreign merchant who’s selling the goods they want. When there’s a trade deficit, the local currency is being sold to buy foreign goods. Because of that, the currency of a country with a trade deficit is less in demand compared to the currency of a country with a trade surplus.”

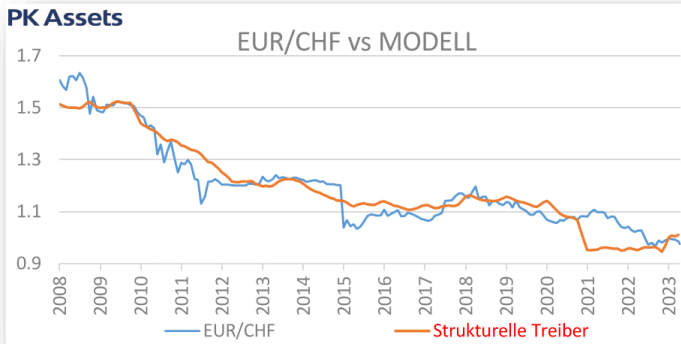
Business Insider 2016

“*Interest rates, inflation*, and exchange rates are all highly correlated. By manipulating interest rates, *central banks* exert influence over both inflation and exchange rates, and changing interest rates impact inflation and currency values. Higher interest rates offer lenders in an economy a higher return relative to other countries. Therefore, higher interest rates attract foreign capital and cause the exchange rate to rise. The impact of higher interest rates is mitigated, however, if inflation in the country is much higher than in others, or if additional factors serve to drive the currency down.”

Investopedia 2023

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: EUR/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber:

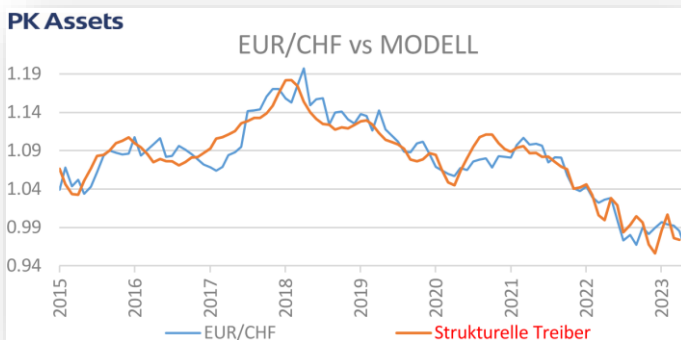
Zinsen/Zinskurve

Kaufkraft

Verschuldung/Spreads

Notenbank-QE/QT

2015 – 2023



Strukturelle Treiber:

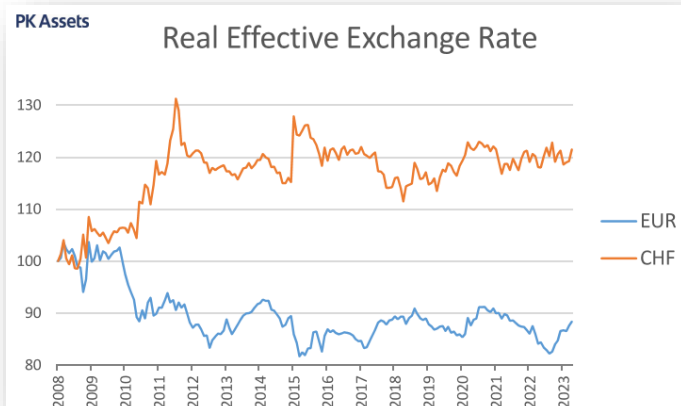
Zinsen/Zinskurve

Kaufkraft

Verschuldung

SNB-FX

Real Effective Exchange Rate

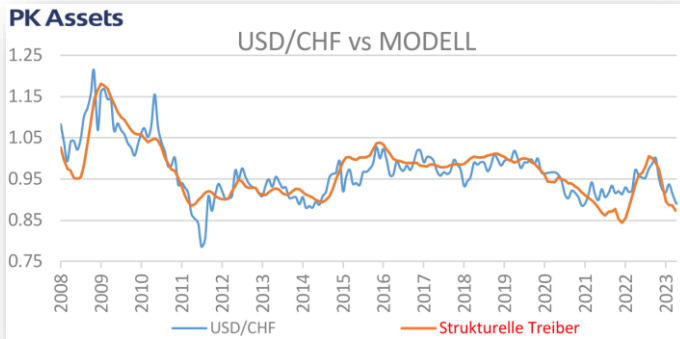


Haupterfahrungen: Flop

- Gegen den **Inflationsvorteil** des CHF ist kein Kraut gewachsen, hier ist eine **Achillesferse** des EUR
- Die FX-Käufe der **SNB** sind wichtiger geworden
- Die **Eurokrise** hat tiefe Furchen im REER hinterlassen
- Die **Verschuldung** hat an Brisanz verloren
- Der Euro hat sich bewertungsmässig stabilisiert

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: USD/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

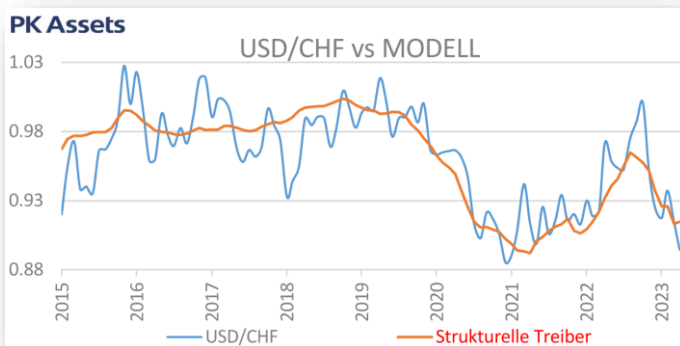
**Commos/T.O.T**

**Kaufkraft**

Zinsen

Verschuldung

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

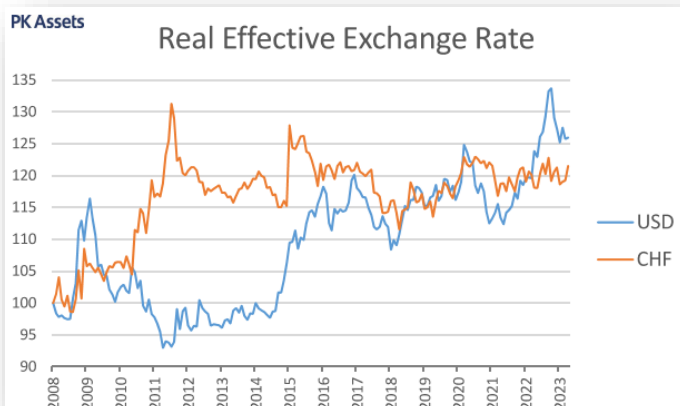
**Commos/T.O.T**

**Kaufkraft**

**SNB FX / U.S. QE**

Zinsen

Real Effective Exchange Rate

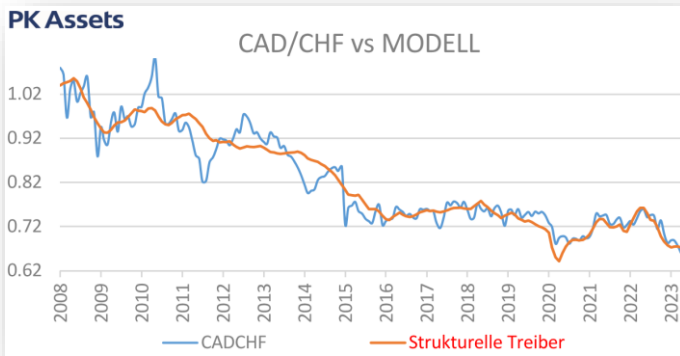


Haupterfahrungen: Gut gehalten

- Der USD hat **real** kräftig aufgewertet
- Der USD ist als Fakturawährung die ultimative **Anti-Commodity-Währung** und dieser Effekt bleibt zentral
- Das **Inflationsdifferenzial** sorgt ständig für starken Abwärtsdruck
- **SNB und Fed** werden immer wichtiger
- **Zinsen** sind wichtig aber nur an 4. Stelle
- **Verschuldung** spielt keine Rolle mehr

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: CAD/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

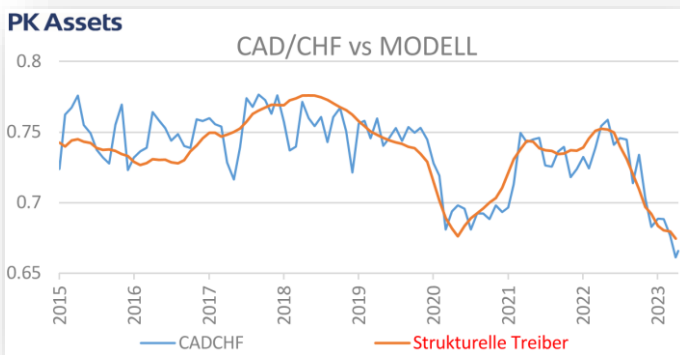
Zinsen

**Kaufkraft**

T.o.T

China

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

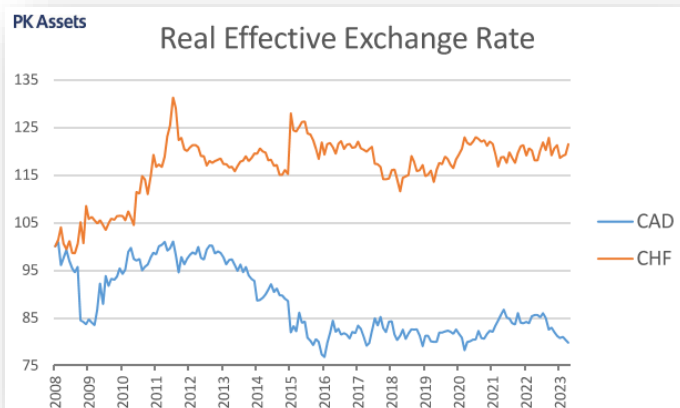
**Zinsen/Zinskurve**

**Kaufkraft**

**SNB FX**

**T.O.T.**

Real Effective Exchange Rate

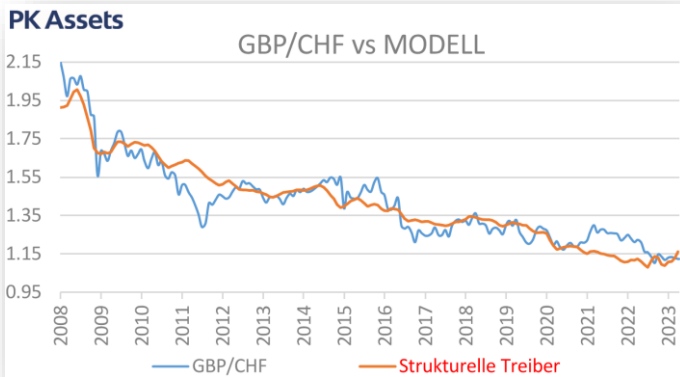


Haupterfahrungen: Flop

- Die **Kaufkraft** ist im CAD zentral, noch wichtiger als **Commodities**, China und Terms of Trade
- Die **SNB-FX-Manipulationen** spielen eine immer wichtigere Rolle, wenn auch nicht die zentrale
- Der CAD hat so stark gelitten, dass sich eine gewisse **Unterbewertung** nach **REER** –je nach Rückwärtshorizont- aufgebaut hat

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: GBP/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

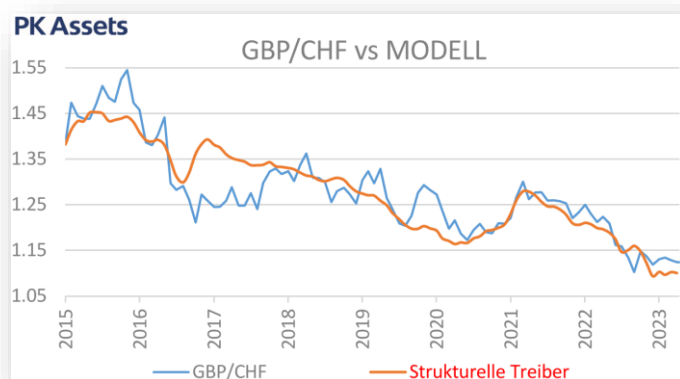
Zinsen

**Kaufkraft**

Verschuldung

Terms of Trade

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

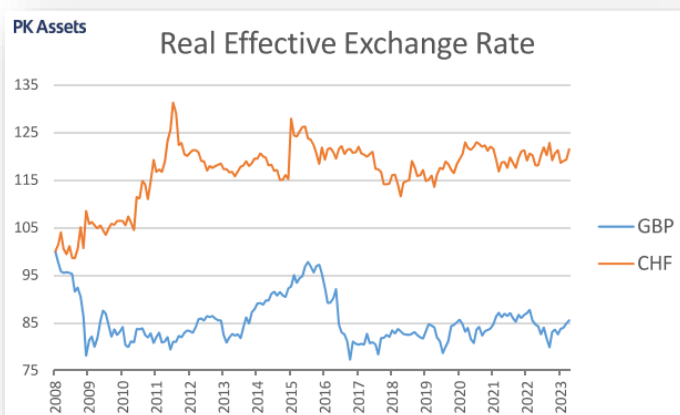
**Zinsen/Zinskurve**

**Kaufkraft**

**SNB FX**

Notenbank

Real Effective Exchange Rate

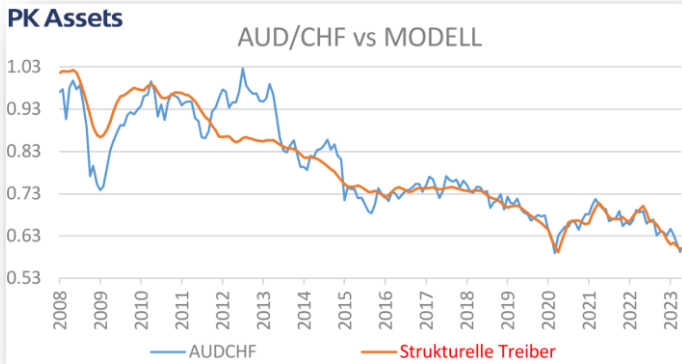


Haupterfahrungen: Flop

- Die **Kaufkraft** ist im GBP zentral, hier hat das Land massiv **gesündigt**
- Die **SNB-FX-Manipulationen** spielen eine immer wichtigere Rolle, wenn auch nicht die zentrale
- Das GBP hat im Brexit stark gelitten, trotzdem ist nicht klar ob sich eine **Unterbewertung** nach **REER** aufgebaut hat, in den letzten 5 Jahren nicht!

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: AUD/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

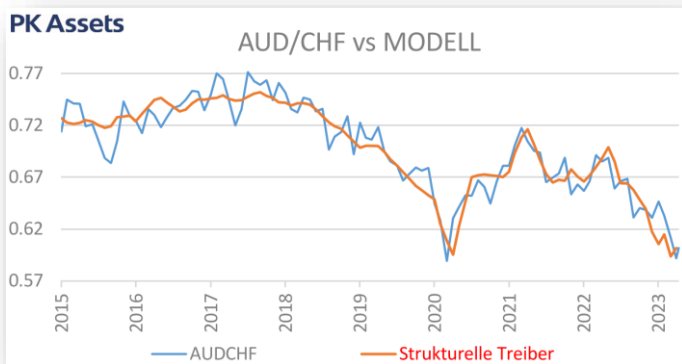
Zinsen

**Kaufkraft**

Commos, Terms of Trade

SNB FX

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

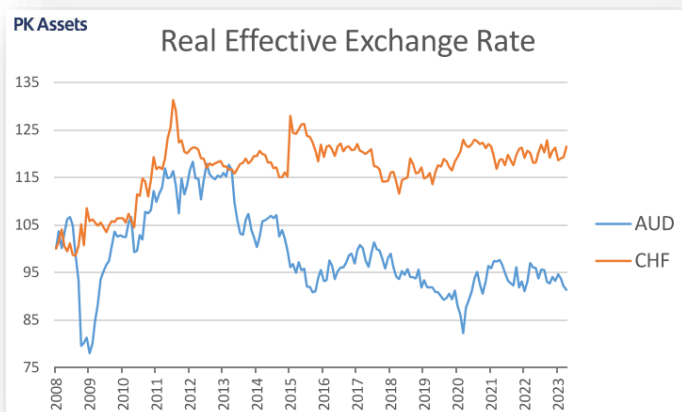
Zinsen/Zinskurve

**Kaufkraft**

SNB FX

China

Real Effective Exchange Rate



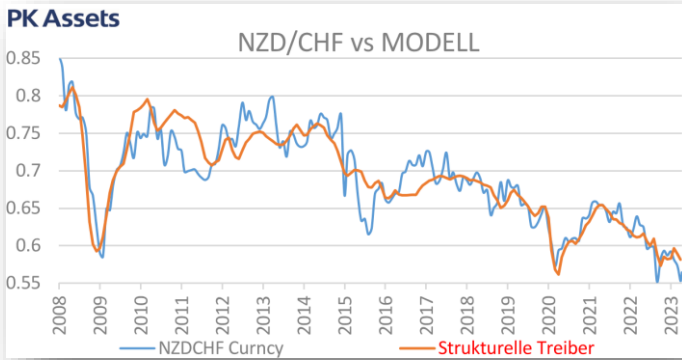
Haupterfahrungen: Unbefriedigend

- Die **Kaufkraft** ist auch im AUD zentral
- High Yields: Hohe Zinsen helfen
- Die **SNB-FX-Manipulationen** spielen eine immer wichtigere Rolle, wenn auch nicht die zentrale
- China spielt eine traditionell wichtige Rolle, der **chinesische Kreditimpuls** ist hier zu nennen
- Es hat sich eine gewisse **Unterbewertung** gegen REER herausgearbeitet



# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: NZD/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

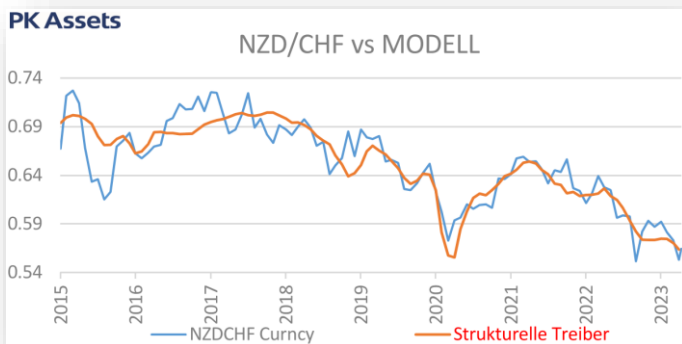
Zinsen/Zinskurve

**Kaufkraft**

Risikolevel

Commodities

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

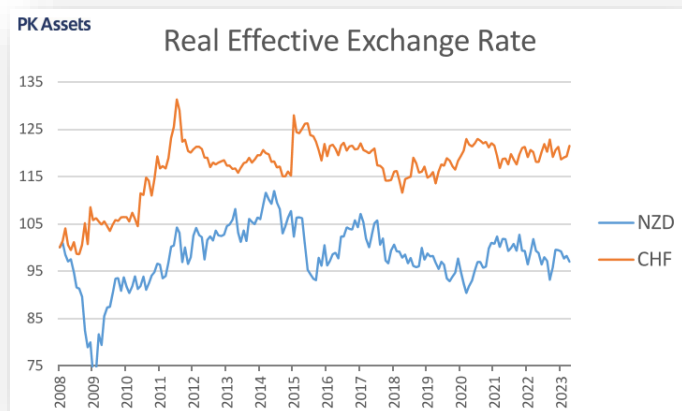
Cashflows

**Kaufkraft**

Risikolevel

Commodities/China

Real Effective Exchange Rate

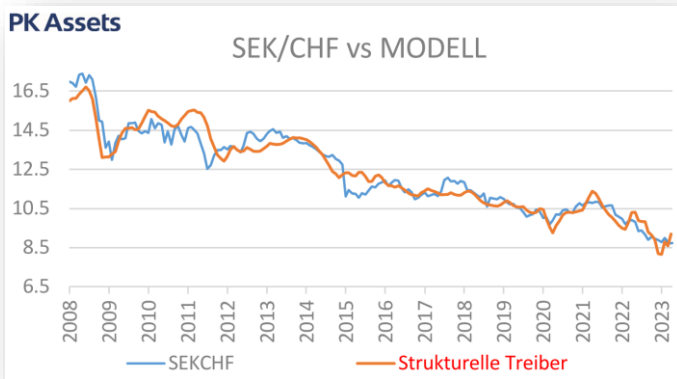


Haupterfahrungen: Relativ stabil

- Die **Kaufkraft** ist auch im NZD zentral
- Highyielder: Hohe Zinsen helfen
- Die **SNB-FX-Manipulationen** spielen eine immer wichtigere Rolle, wenn auch erst an 5. Stelle
- China spielt eine traditionell wichtige Rolle, der **chinesische Kreditimpuls** ist hier zu nennen
- Es hat sich eine marginale Unterbewertung gegen REER herausgearbeitet

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: SEK/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

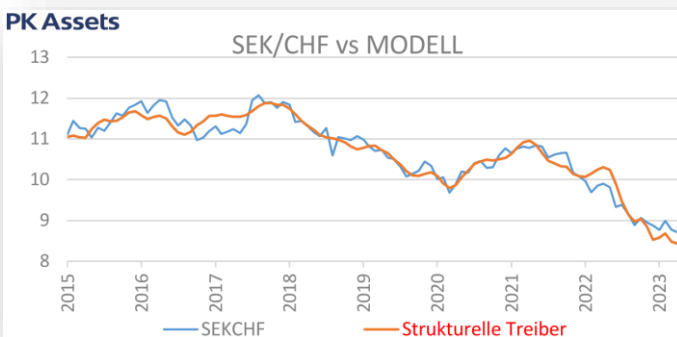
Zinsen

Kaufkraft

T.o.T. und Commodities

SNB FX

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

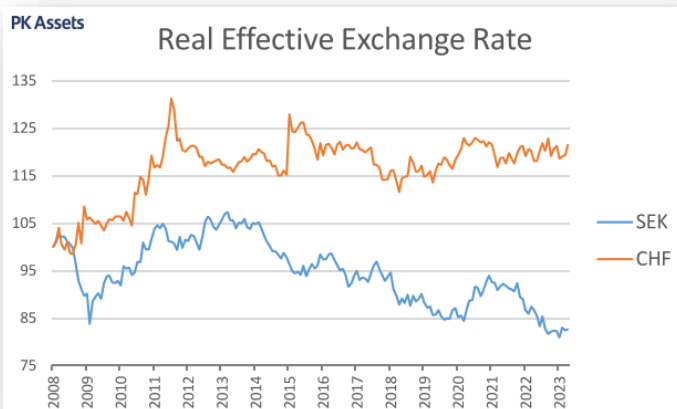
Zinsen/Zinskurve

Kaufkraft

China

SNB FX

Real Effective Exchange Rate

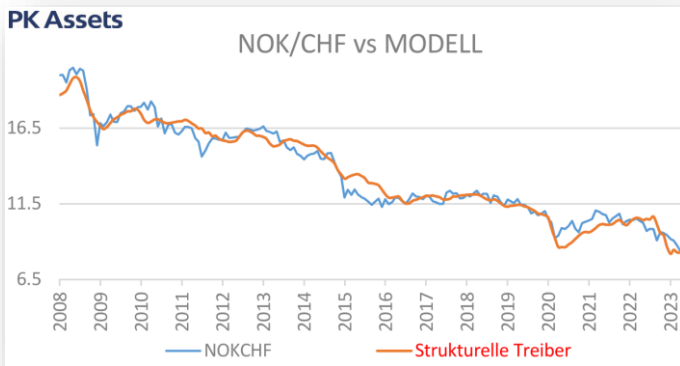


Haupterfahrungen: Totalflop

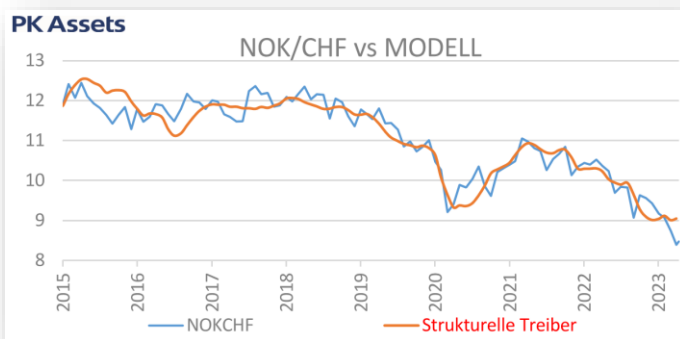
- Die **Kaufkraft** ist auch im SEK zentral, da besonders **schwerwiegend**
- Aber auch die Zinsen und die Zinskurve werden wichtiger
- Die **SNB-FX-Manipulationen** spielen eine wichtige Rolle
- Es hat sich eine **kräftige Unterbewertung** gegen REER herausgearbeitet
- Brutal volatil

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: NOK/CHF

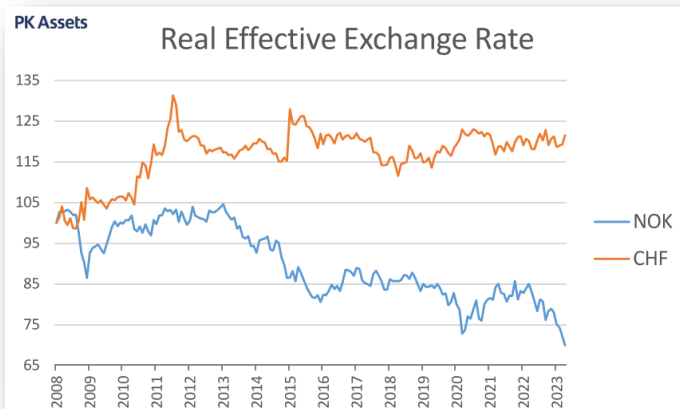
2008 - 2023



2015 – 2023



Real Effective Exchange Rate



Strukturelle Treiber langfristig

Zinsen

**Kaufkraft**

**SNB FX**

Terms of trade

Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

Zinsen/Zinskurve

**Kaufkraft**

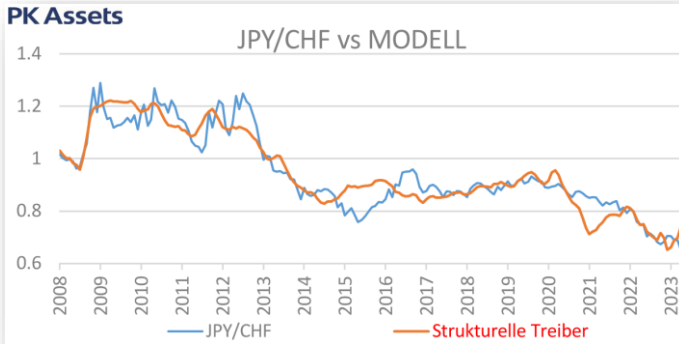
**SNB / Norges Bank**

Haupterfahrungen: Totalflop

- Früher war der NOK positiv mit den **Commos** korreliert heute **negativ**: Wegen der **Rezyklisierung der Öleinnahmen** in FX
- Die Notenbanken haben dem NOK dermassen zugesetzt, dass sich eine **monumentale Unterbewertung** ergeben hat auf Stufe REER
- Die NOK-Einnahmen von Statoil betreffen jeweils die letzten 6 Monate. Fällt der Ölpreis in dieser Phase, dann fallen cet par die NOK-Verkäufe, dies ist bullish für den NOK
- Brutal volatil

# Die Erfahrungen der letzten 15 Jahre: JPY/CHF

2008 - 2023



Strukturelle Treiber langfristig

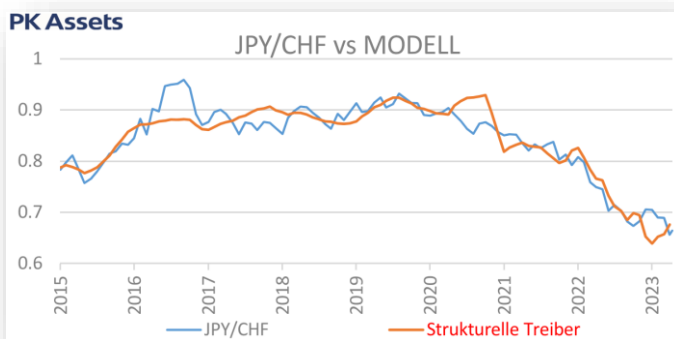
Zinsen & Zinskurve (Zinskontrolle)

Kaufkraft

Verschuldung Japans

SNB FX / BOJ QE

2015 – 2023



Strukturelle Treiber letzte 8 Jahre

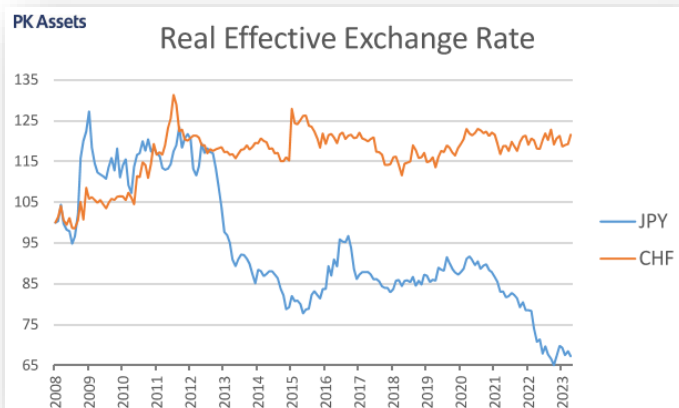
Zinsen

T.o.T & China

Verschuldung Japans

BOJ QE / SNB FX

Real Effective Exchange Rate



Haupterfahrungen: Totalflop

- Der Yen ist die ultimative **Risk-Off**-Währung aber nicht nur
- Der Währungsmarkt hat sich an die **Zinskurvenkontrolle** gewöhnt
- Die Manipulationen der beiden **Notenbanken** werden immer wichtiger
- Die **Verschuldung** bleibt wichtig
- Eine massive **Unterbewertung** hat sich aufgebaut gem. REER, aber Schulden spielen sicher eine grosse Rolle
- Brutal volatil

# Wir fassen zusammen:

1. Investitionen in den Geldmarkt von Fremdwährungen braucht gute Nerven
2. Wir argumentieren mit dem Geldmarkt um nicht Währungs, Zins und Durationsrisiken zu vermischen
3. Über die lange Frist sind Abwertungen aus Inflationsgründen fast garantiert, vom Yen mal abgesehen
4. Ja, die Zinsen sind im Ausland mit wenigen Ausnahmen höher als im CHF, zum Teil deutlich
5. Und ja, es scheint, dass (aktuell) die höheren Schulden in gewissen Währungen keine Rolle spielen
6. Aber einfach in die Märkte mit den höchsten Zinsen investieren ist riskant
7. Die Erfahrungen der letzten 15 Jahren waren teils unbefriedigend (zwar per saldo ansprechendes Resultat aber brutal hohe Fluktuationen verglichen zum CHF-Geldmarkt), teils schlecht, und teils geradezu katastrophal
8. D.h. es war gerade **nicht** neutral oder egal, ob man in Fremdwährungen oder im Heimmarkt in den Geldmarkt investiert
9. Ein wichtiger Aspekt: Notenbank-Manipulationen
10. Ein weiterer wichtiger Aspekt: China: Sowohl direkt (Wachstum), wie auch indirekt (Commodity-Märkte, Terms of Trade, Geldmengen)
11. Mit diesen Faktoren kann man die zum Teil intuitiv schwer erklärbaren katastrophalen Währungs-crashes über die Zeit rationalisieren: Cashflow ist **nicht** ungedingt King in den Währungen!
12. **Man sollte sich deshalb folgende Fragen stellen vor dem Engagement in FW-Geldmärkte: Was bekomme ich in der Währung? Was passiert mit der Kaufkraft? Und trotz allem: Wie vertrauenswürdig ist die Währung? Nicht zuletzt: Wie pfuschen die Notenbanken drein? Und was passiert mit China?**
13. Massive Unterbewertungen haben sich aufgebaut gemäss REER

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)

und:

Besuchen Sie uns auf [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)