

Unsere Sicht auf Währungen

Ausgabe Juni und Juli 2024



Die Wege der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks trennen sich

Die Fed wendet sich von raschen Zinssenkungen ab, doch der Dollar profitiert davon nicht.

EZB und Fed gehen hinsichtlich ihrer Geldpolitik getrennte Wege. In der Währungsunion gingen die Inflationsraten weiter zurück. Selbst unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise (Kernrate) liegt das Teuerungsniveau mit 2.5 % in Schlagdistanz zur Zielmarke der EZB von 2 %. Da gleichzeitig der EZB-Einlagensatz bei 4 % liegt und der Hauptrefinanzierungssatz bei 4.75 % ergibt sich für die europäischen Währungshüter Zinssenkungsspielraum. Anders die Situation in den USA: Dort wollen die Inflationsraten nicht unter die 3 %-Marke fallen. Gleichzeitig – und im Unterschied zur Eurozone – läuft die Wirtschaft jenseits des Atlantiks weiterhin sehr robust. Damit besteht für die US-Notenbank keine Notwendigkeit für eine geldpolitische Lockerung. Wer nun aber dachte, dass die sich weitende Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA für eine Aufwertung des Dollar führt,

lag bislang falsch. An den Devisenmärkten glaubt man nicht daran, dass die US-Wirtschaft ein «higher for longer», also eine länger anhaltende Hochzinsphase, ohne grössere Blessuren überstehen wird. Das Kalkül ist: Die EZB würde der Fed lediglich vorausziehen und möglicherweise müssten die US-Notenbanker zu einem späteren Zeitpunkt umso deutlicher die Zinsen senken. Dieses Szenario ist durchaus realistisch. Doch ob es so auch kommt, bleibt mit hoher Unsicherheit behaftet. Tatsache ist, dass die Inflationsentwicklung in den vergangenen drei Jahren mit zahlreichen Überraschungen (nach oben und unten) versehen war. Das wird auch in den kommenden Monaten so sein. Solange aber die Inflationsentwicklung mit Unsicherheiten verbunden ist, ist es die Geldpolitik auch. Und gerade deswegen dürfte man sich mit hohen «Wetteinsätzen» an den Devisenmärkten vorerst weiterhin zurückhalten, was für eine fortgesetzte Seitwärtsbewegung der wichtigsten Währungspaare spricht.

Dr. Thomas Gitzel, **Chief Economist**

Währungseinschätzung im Überblick

Währungspaare

- **EUR/USD - Seite 4**
Erwartete Bandbreite 1.06 bis 1.12
- **EUR/CHF - Seite 6**
Erwartete Bandbreite 0.95 bis 1.00
- **USD/CHF - Seite 8**
Erwartete Bandbreite 0.86 bis 0.94
- **GBP/USD - Seite 10**
Erwartete Bandbreite 1.23 bis 1.30
- **EUR/SEK - Seite 12**
Erwartete Bandbreite 10.80 bis 11.80



- EZB hat Zinssenkungen im Visier
- Inflationsrestrisiken bestehen dies- und jenseits des Atlantiks
- Dollar bleibt als sicherer Hafen in unsicheren Zeiten gefragt



- Umfangreichere als bislang erwartete Zinssenkungen der EZB könnten den Euro deutlich schwächen
- An den Finanzmärkten rechnet man mit einem Soft-Landing der US-Wirtschaft, eine harte Landung könnte den Dollar auf Talfahrt schicken

Dollar profitiert nicht von veränderten Markterwartungen

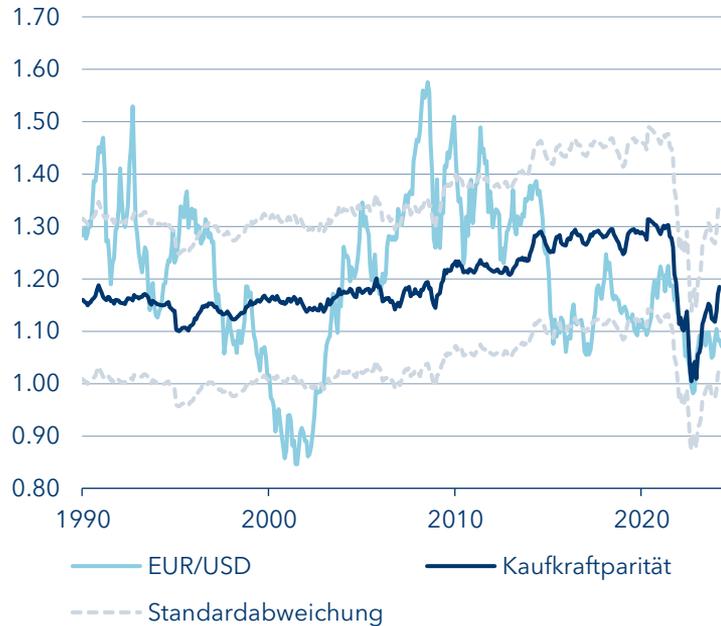
Bisher konnte der Dollar nicht von den veränderten US-Zinserwartungen profitieren. Eine geldpolitische Lockerung im Juni ist keine Option mehr und ob die Fed die Zinsen im laufenden Jahr überhaupt senkt, bleibt fraglich. Gleichzeitig senkte die EZB den Leitzins an ihrer Juni-Sitzung um 25 Basispunkte. Weitere Zinssenkungen werden im laufenden Jahr folgen. Eigentlich müsste man vermuten, dass aufgrund der sich öffnenden Zinsdifferenz der Dollar wesentlich stärker notiert, was er jedoch gerade nicht tut. Vermutlich denkt man aber an den Devisenmärkten bereits einen Schritt weiter. Je länger das Leitzinsniveau auf hohem Niveau bleibt, desto grösser werden die mittelfristigen Gefahren für die US-Wirtschaft und desto deutlicher könnten Zinssenkungen zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen. Diese Denkweise würde wohl erst recht gelten, wenn die Fed im unwahrscheinlichen Falle die Leitzinsen sogar weiter erhöhen würde.

Unsere Sicht auf EUR/USD

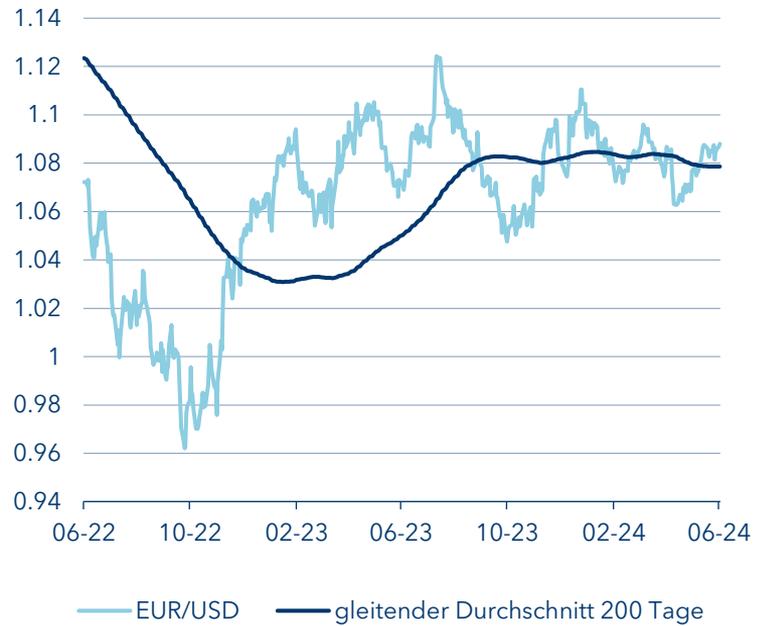


1.06 - 1.12
Erwartete Bandbreite
auf 3 bis 6 Monate

Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



Technisches Bild





- Die EZB lanciert im Juni die erste Zinssenkung
- Kaufkraftparität spricht für einen stärkeren Franken
- Die Markttechnik zeigt ein überwiegend neutrales Bild



- Die SNB überraschte mit einer Zinssenkung. Weitere geldpolitische Lockerungen dürften folgen.
- Eine plötzlich einsetzende Flucht in Sicherheit würde den Euro gegenüber dem Franken schwächen

Niedrige Zinsen müssen nicht in Abwertungen münden

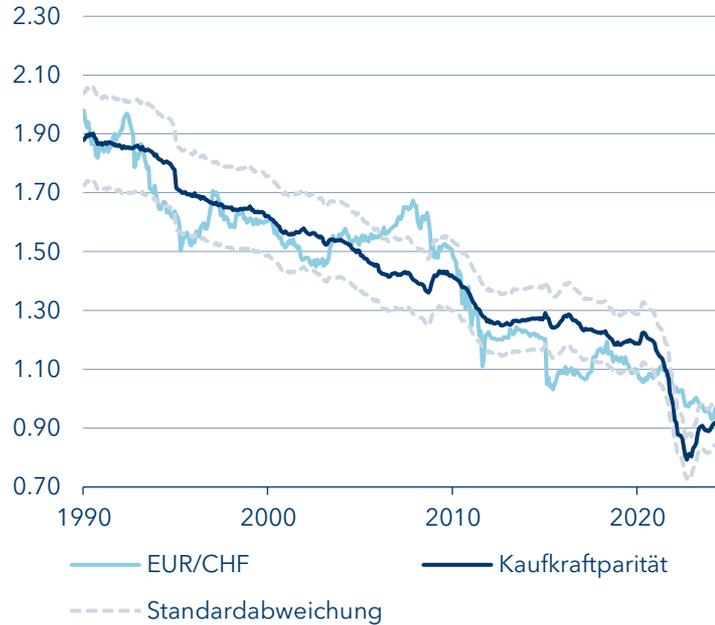
Der Franken schwächte sich nach der unerwartet frühen März-Zinssenkung der SNB um 25 Basispunkte zwar etwas ab, blieb aber per Saldo auf festen Niveaus gegenüber dem Euro. Der Blick in die Währungsgeschichte zeigt: Länder mit einem niedrigen Zinsniveau zeichnen sich durch eine starke Währung aus. Dies galt insbesondere für den Franken aber auch für die frühere Deutsche Mark. Niedrige Zinsen sind Ausdruck einer geringen Teuerung, was in weiterer Folge aus kaufkraftparitätischer Sicht auch für eine Aufwertung der Währung spricht. Zinssenkungen der SNB müssen also nicht in eine Abwertung des Franken münden. Im Gegenteil: Langfristig stehen die Signale auf weitere Kursgewinne des Franken – nicht nur gegenüber dem Euro, sondern gegenüber den allermeisten Währungen. Auf Sicht der kommenden drei bis sechs Monate rechnen wir aber zunächst mit einer Fortsetzung der übergeordneten Seitwärtsbewegung des Währungspaares EUR/CHF.

Unsere Sicht auf EUR/CHF



0.95 - 1.00
Erwartete Bandbreite
auf 3 bis 6 Monate

Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



Technisches Bild





- Beide Währungen sind in Zeiten hoher Unsicherheit gefragt
- Die robuste US-Wirtschaft und die geopolitischen Risiken verschaffen dem Dollar derzeit einen Vorteil gegenüber dem Franken



- Würde die US-Wirtschaft doch in eine Rezession fallen, könnte die Fed deutlicher den Zins senken als bislang erwartet, der Dollar käme unter Druck
- Die Kaufkraftparität spricht für einen deutlich stärkeren Franken

Der Dollar hat die Nase vorn

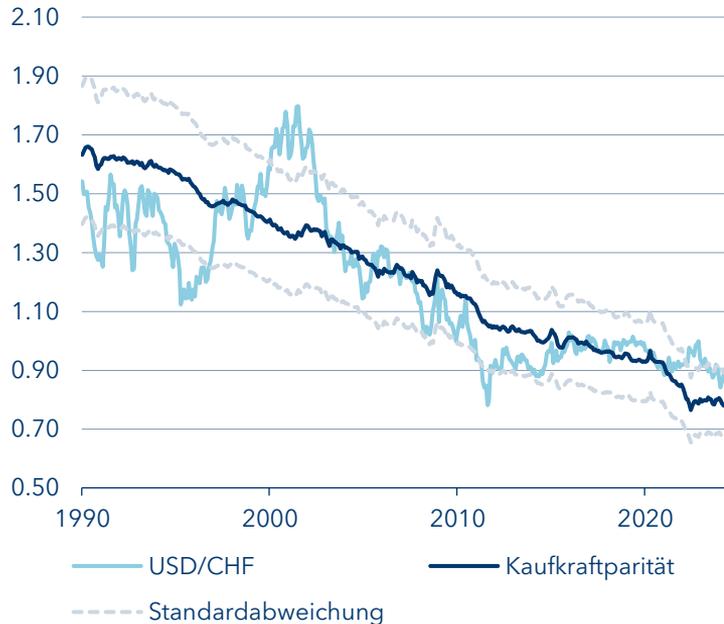
Zuletzt hatte der Dollar gegenüber dem Franken zeitweise die Nase etwas vorn und notierte knapp unterhalb von 0.92. Jüngst zeigte sich nun der Franken wieder etwas stärker. Ganz grundsätzlich gilt jedoch: Die geopolitischen Unsicherheiten – insbesondere im Nahen und Mittleren Osten – helfen dem Greenback. Der Dollar ist Hauptprofiteur im Falle internationaler Konfliktherde. Hinzu kommt ebenfalls, dass die Leitzinsen jenseits des Atlantiks noch längere Zeit auf höheren Niveaus bleiben müssen. Erstens ist die Inflationsrate in den USA zuletzt nicht weiter gefallen, zweitens schlägt sich die US-Wirtschaft weiterhin sehr robust. Der Franken-Raum bleibt damit für die sogenannten «Carry-Trades» interessant. Dabei werden günstige CHF-Geldmarktkredite in Anspruch genommen und anschliessend in eine höherverzinsliche Währung, etwa den Dollar, getauscht. Dies spricht tendenziell auf kurze Sicht für eine erneut moderate Schwäche des Franken gegenüber dem Dollar.

Unsere Sicht auf USD/CHF



0.86 - 0.94
Erwartete Bandbreite
auf 3 bis 6 Monate

Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



Technisches Bild





- Das Pfund ist gegenüber dem Dollar deutlich unterbewertet
- Der Dollar wird durch Zinssenkungsfantasien geschwächt



- Der Brexit mindert das Potenzialwachstum Grossbritanniens, was gegen deutliche Pfund-Aufwertungen spricht
- Das Pfund bleibt aufgrund einer schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung Grossbritanniens grundsätzlich belastet

Strukturelle Faktoren lasten auf dem Pfund

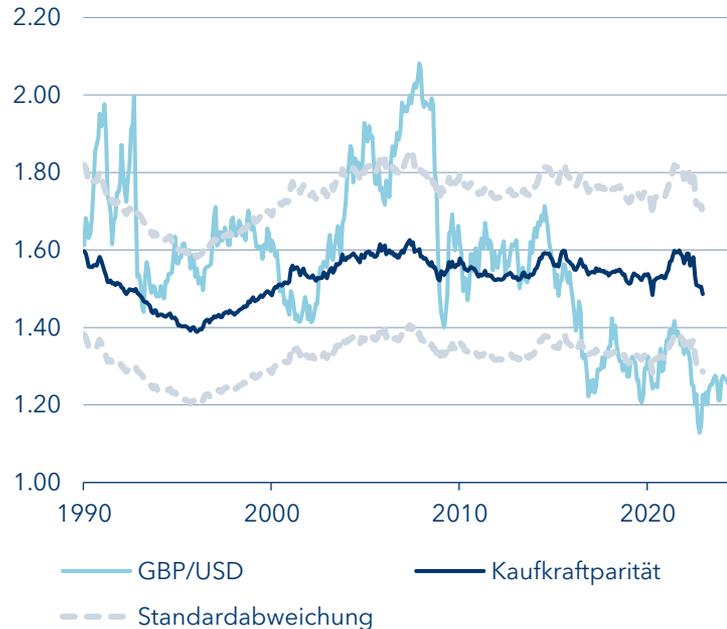
Die britische Teuerung fiel zuletzt auf ein verhältnismässig niedriges Niveau von 2.3 %. Unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise (Kernrate) waren es 3.9 %. Basiseffekte könnten die Teuerungsraten in den kommenden Monaten weiter nach unten drücken – dies gilt auch für die Kernrate. Senkt die Bank von England (BoE) die Leitzinsen im laufenden Jahr deutlicher als bislang angenommen, könnte dies das Pfund belasten. Bleibt die BoE umgekehrt auf einem stabilitätsorientierten Kurs, in dem sie den Leitzins eher behutsam senkt, könnte das Pfund über die Sommermonate hinweg mit leichten Kursgewinnen reagieren. Somit gilt: Der Zinspfad wird den Kurs des Pfund zumindest teilweise beeinflussen. Die Kommentare der Notenbankler lassen aber darauf schliessen, dass der Leitzins wohl deutlich zurück genommen werden soll. Dies stärkt eher die These einer Belastung des Pfund durch die Geldpolitik. Vor diesem Hintergrund rechnen wir nicht mit Kursgewinnen des Pfund über die Marke von 1.30 hinaus.

Unsere Sicht auf GBP/USD



1.23 - 1.30
Erwartete Bandbreite
auf 3 bis 6 Monate

Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



Technisches Bild





- Ein hoher Leistungsbilanzüberschuss und gesunde Staatsfinanzen stehen der Schwäche der SEK entgegen
- Ein nachlassender Wille der EZB im Kampf gegen die noch immer hohe Inflation würde den Euro schwächen



- Aktuell noch ungünstiges Umfeld für High-Beta-Währungen wie die SEK
- Die schwedische Notenbank klingt trotz hoher Inflation zunehmend zurückhaltend hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen, was die SEK schwächen könnte

Kein rascher Trendwechsel in Sicht

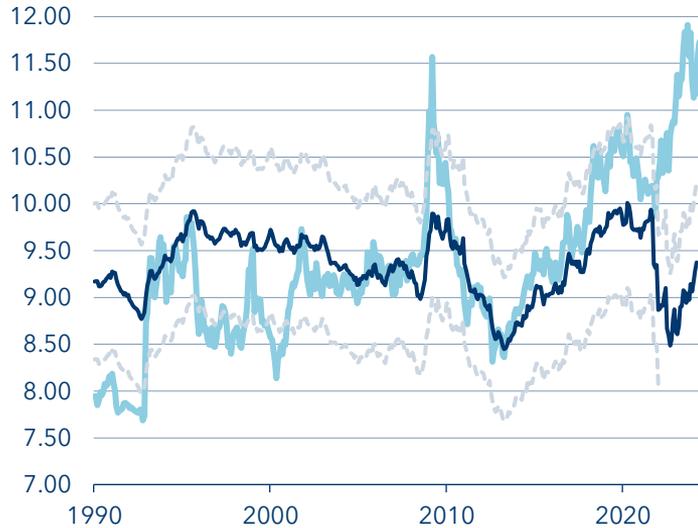
Die schwedische Notenbank (Riksbank) senkte im Mai den Leitzins um 25 Basispunkte. Dies war die erste Zinsreduktion nach dem deutlichen Anstieg der Inflationsrate bis auf 12.2 %. Die Riksbank hatte den Leitzins bis auf 4 % angehoben. Die Inflationsrate lag zuletzt bei 3.9 %. Das von der schwedischen Notenbank bevorzugte Inflationsmass, gemessen auf Basis des Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF), lag hingegen mit 2.3 % nahe dem Notenbankziel von 2 %. Aus diesem Grund hatte die Riksbank grünes Licht für eine Zinssenkung. An den Devisenmärkten war der Zinsschritt antizipiert worden, d.h. die Krone wurde von der Reduktion des Leitzinses nicht beeinflusst. Ohnehin, die Geldpolitik spielt derzeit für die Krone eine nachgelagerte Rolle. Die Schwedische Krone profitiert in einem Umfeld eines nachhaltigen weltwirtschaftlichen Aufschwungs. Dies zeichnet sich bislang nicht ab, weshalb wir vorerst auch nicht mit deutlichen Kursgewinnen der Krone rechnen.

Unsere Sicht auf EUR/SEK



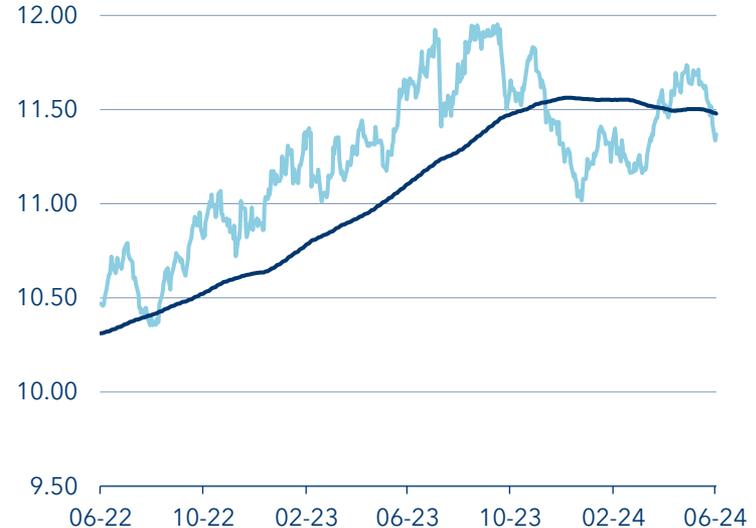
10.80 - 11.80
Erwartete Bandbreite
auf 3 bis 6 Monate

Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



— EUR/SEK — Kaufkraftparität
- - - Standardabweichung

Technisches Bild



— EUR/SEK — gleitender Durchschnitt 200 Tage

Autoren und Disclaimer

Autor:

Dr. Thomas Gitzel, Chefökonom

Zur Kaufkraftparität: Die Purchasing Power Parity (PPP) beschreibt, dass ein Produkt in zwei Ländern gleich viel kostet, solange es ohne Einschränkungen gehandelt werden kann und die Transaktionskosten vernachlässigbar sind. Bei der verwendeten relativen PPP basierend auf Produzentenpreisindizes wird angenommen, dass sich die Preise der Produkte unter Berücksichtigung des Wechselkurses gleich stark verändern, die Preisniveaus sich aber unterscheiden können.

Quelle: Bloomberg

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise