

# Unsere Sicht auf Währungen

Ausgabe April und Mai 2024



# Die Bank von Japan hat es getan

**Die Geldpolitik hat die Devisenmärkte zumindest etwas bewegt. Doch im Grossen und Ganzen blieb es bei der übergeordneten Seitwärtsbewegung.**

An den Devisenmärkten hat nach langer Flaute leichter Wellengang eingesetzt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) sorgte mit ihrer Zinssenkung für eine Überraschung. Dies führte zu einer Franken-Abwertung, die sich allerdings in Grenzen hielt.

Der Yen konnte von der Zinserhöhung der Bank von Japan (BoJ) nicht profitieren. Die BoJ hat erstmalig seit 17 Jahren den Leitzins wieder erhöht von -0.1 % auf eine Bandbreite zwischen 0 % und 0.1 %. Obwohl es nur ein kleiner Schritt war, wird die Tatsache, dass die Geldpolitik in Japan restriktiver geworden ist, als historisch angesehen. Eine Aufwertung des Yen blieb aus, denn die japanische Notenbank wird weiterhin Anleihen in unverändertem Volumen kaufen. Lediglich auf eine explizite Steuerung der Zinsstrukturkurve wird verzichtet. Damit hat sich die Geldpolitik de facto kaum verändert.

Die Devisenmärkte sahen daher keinen Grund, den Yen auf Aufwertungskurs zu schicken.

Die japanische Valuta ist unter kaufkraftparitätischen Gesichtspunkten gegenüber dem Dollar um knapp 40 % stark unterbewertet. Gemessen daran würde eine Aufwertung dem Yen gut zu Gesicht stehen. Doch Devisenhändler interessieren sich für diesen Aspekt derzeit nicht, sie wollen mehr als nur einen symbolischen geldpolitischen Beschluss sehen. Damit der Yen an Stärke gewinnt, ist eine weitere Straffung der Geldpolitik erforderlich.

Der Zinsnachteil Japans gegenüber den USA oder auch der Eurozone hat sich durch die jüngste Entscheidung der BoJ kaum verändert. Es bedarf wohl deutlicher Zinssenkungen der Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB), damit der Yen gegenüber dem Dollar und dem Euro etwas zulegt. Dies wäre aber keine Yen-Stärke, sondern eine Dollar- bzw. Euro-Schwäche.

Dr. Thomas Gitzel, **Chief Economist**

# Währungseinschätzung im Überblick

## Währungspaare

- **EUR/USD - Seite 4**  
Erwartete Bandbreite 1.06 bis 1.14
- **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 1.22 bis 1.30
- **EUR/SEK - Seite 12**  
Erwartete Bandbreite 10.80 bis 11.80



- EZB und Fed haben Zinssenkungen im Visier
- Inflationsrestrisiken bestehen dies- und jenseits des Atlantiks, zu raschen Zinssenkungen wird es nicht kommen
- 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 deutlicher schwächen

## Pattsituation

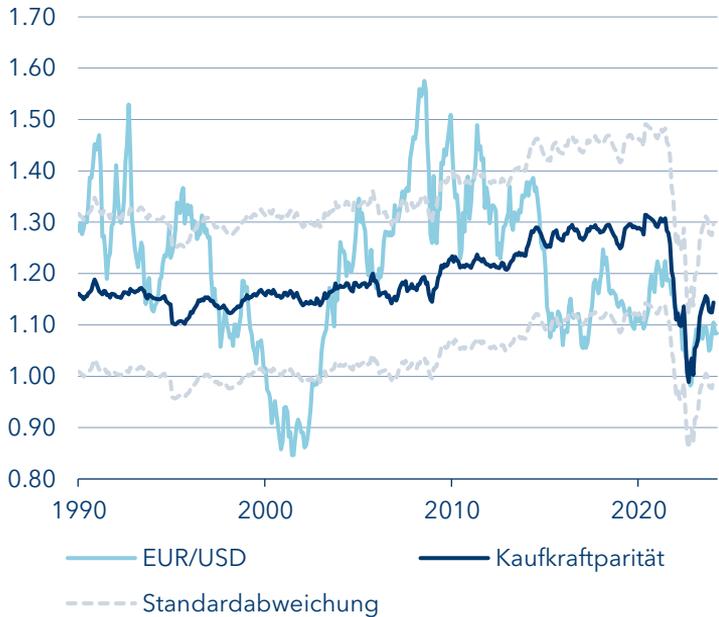
Der US-Inflationsrückgang erweist sich als zäh. Aktuell gibt es deshalb für die Fed keine Notwendigkeit, den Leitzins zügig zu senken. Zu dieser Nachrichtenlage mögen die leichten Abwertungen des Dollar gegenüber dem Euro auf den ersten Blick nicht recht passen. Doch auf der Euro-Seite kam der Inflationsrückgang zuletzt ebenfalls etwas ins Stocken. Zu raschen EZB-Zinssenkungen – etwa bereits im April – wird es nicht kommen. Es herrschte also Pattsituation aus geldpolitischer Sicht. Der Euro war allerdings etwas im Vorteil, weil an den Devisenmärkten insgeheim von der EZB mehr von einer frühzeitigen geldpolitischen Lockerung erwartet worden war. Kurzfristig könnte der Dollar wieder stärker werden, insbesondere wenn die Erwartungen einer Zinssenkung seitens der Fed weiter zurückgenommen werden müssen. Dies ändert jedoch nichts an der übergeordneten Seitwärtsbewegung. Aus diesem Grund sehen wir keine Notwendigkeit, unser Prognoseband anzupassen.

# Unsere Sicht auf EUR/USD



**1.06 - 1.14**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



## Technisches Bild





- Die EZB wird zur Jahresmitte die erste Zinssenkung lancieren
- Kaufkraftparität spricht für einen stärkeren Franken
- Markttechnik legt moderate Aufwertung des Franken nach den jüngsten Abwertungen nahe



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

## SNB überrascht

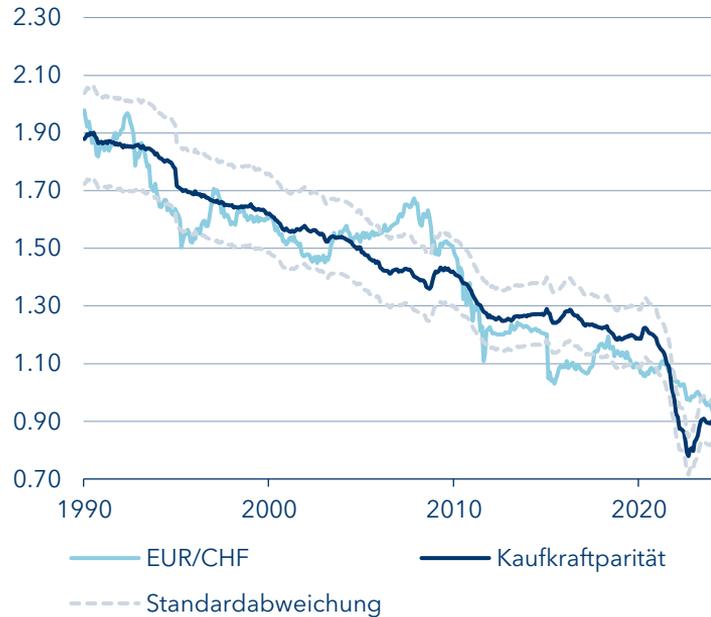
An ihrer März-Sitzung haben die eidgenössischen Währungshüter den Leitzins überraschend um 25 Basispunkte auf nun 1.5 % reduziert. Die deutliche Mehrheit der Volkswirte hatte mit einem gleichbleibenden Leitzins gerechnet, wir ebenfalls. Im direkten Anschluss wertete der Franken ab. Die Kursverluste hielten sich allerdings in Grenzen. Vermutlich werden weitere Zinssenkungen folgen. Wenn Notenbanken den Leitzins senken, dann für gewöhnlich mehrere Male. Denkbar sind bis zu zwei weiteren Reduktionen um jeweils 25 Basispunkte in diesem Jahr. Derzeit dürfte 1 % vermutlich eine Untergrenze darstellen. Die EZB wird wahrscheinlich im Juni ihren Zinssenkungszyklus starten. Bei diesem werden wesentlich mehr Reduktionen erfolgen, als auf der Schweizer Seite, es dürfte sich daher beim Wechselkurspaar EUR/CHF zunächst nicht viel ändern. Wir passen unser Prognoseband leicht nach oben an, rechnen aber vorerst nicht mit grösseren Kursausschlägen.

# Unsere Sicht auf EUR/CHF



**0.95 - 1.00**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



## Technisches Bild



# Unsere Sicht auf USD/CHF



**0.86 - 0.94**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate



- Beide Währungen sind in Zeiten hoher Unsicherheit gefragt
- Würde sich die US-Wirtschaft weiterhin robust erweisen und die Inflationsraten nicht weiter fallen, wäre der Dollar klar im Vorteil



- 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

## Dollar könnte etwas gewinnen

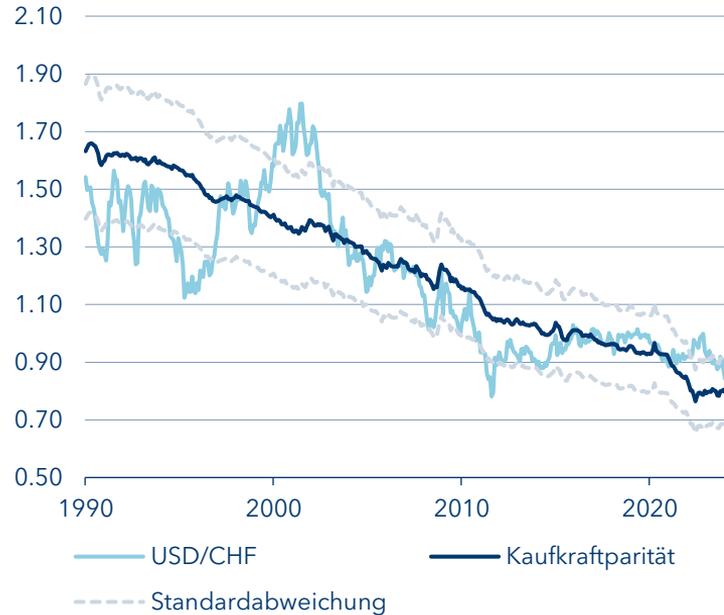
Die jüngste Schwäche des Franken gegenüber den beiden Haupt-Währungen ist nicht nur ein Reflex auf die überraschende Zinssenkung der SNB sondern auch auf die deutlichen Aufwertungen zum Jahresende 2023. Wie der Blick auf das markttechnische Bild zeigt (siehe Folgeseite), war die Abweichung zur 200-Tagelinie zu gross. Eine Bereinigung lag also in der Luft, was nun jüngst auch der Fall war. Über die weitere Entwicklung des Dollar bestimmt die wirtschaftliche Entwicklung und die damit verbundene Inflationsentwicklung. Würde sich die US-Wirtschaft als noch robuster erweisen als bislang erwartet, müsste die Fed entweder Zinssenkungen weiter in die Zukunft verschieben oder vorerst ganz davon absehen. In diesem Fall hätte der Dollar deutlicheres Kurspotenzial. Da dieses Szenario nicht völlig abwegig erscheint, dürfte vorerst der Dollar gegenüber dem Franken im Vorteil sein.

# 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 eklatant unterbewertet
- Der Dollar wird durch Zinssenkungsfantasien geschwächt



- 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

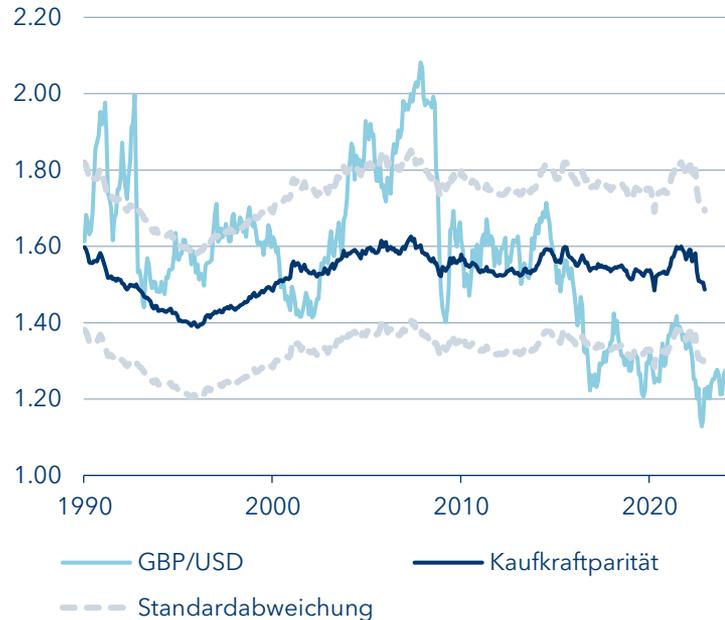
Das Pfund handelt nun seit knapp fünf Monaten in einer engen Bandbreite gegenüber dem Dollar. An den Devisenmärkten scheute man sich davor, eine klare Positionierung einzugehen. Dies dürfte vorerst auch so bleiben. Vor allem die weiterhin robuste Entwicklung der US-Wirtschaft lässt die Wetten auf baldige Zinssenkungen ungewiss erscheinen. In Grossbritannien wiederum bleibt die Lage unverändert schwierig. Der Brexit belastet die Wirtschaft, gleichzeitig bleibt die Inflation auf viel zu hohen Niveaus. Unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise lag die Teuerung zuletzt bei 4.5 %. Für eine Aufwertungen des Pfunds fehlt es schlicht am fundamentalen Gerüst. Dabei ist das Pfund unter kaufkraftparitätischen Gesichtspunkten sogar stark unterbewertet (vgl. Folgeseite, Grafik links). Dieser Aspekt zählt derzeit an den Devisenmärkten wohl nicht.

# Unsere Sicht auf GBP/USD



**1.22 - 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

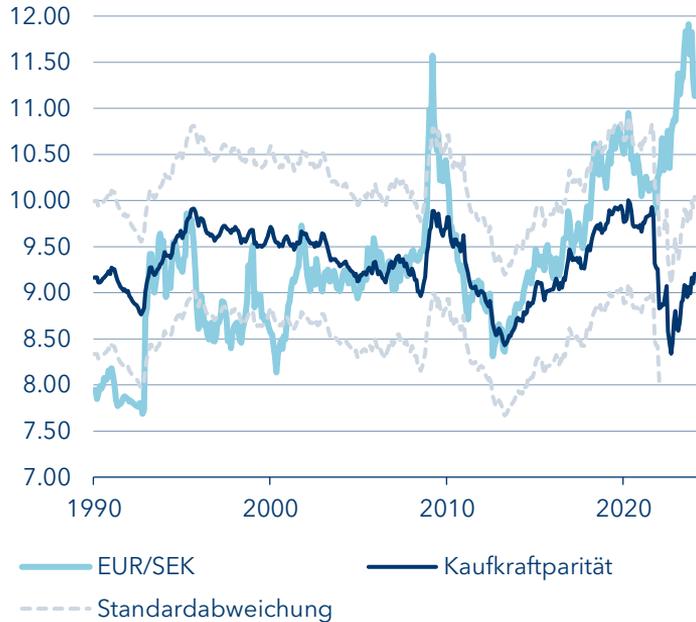
Die Schwächephase der schwedischen Krone hält trotz der eklatanten kaufkraftparitätischen Unterbewertung an (siehe Folgeseite, Grafik rechts). Es ist derzeit nicht das richtige Umfeld für nachhaltige Kursgewinne. Die SEK zählt ihrem Charakter nach zu den High-Beta-Währungen, die in einem Umfeld eines globalen wirtschaftlichen Aufschwungs profitieren. Die hohe geopolitische Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine sowie ein schwaches wirtschaftliches Umfeld lasten auf der SEK. Von einer raschen Auslösung dieser Belastungsfaktoren ist gegenwärtig nicht auszugehen. Die Krone dürfte deshalb noch längere Zeit auf ihren historisch schwachen Notierungen verharren. Zumindest befindet sich die schwedische Inflationsrate auf Rückzugskurs, wenngleich sie mit über 4 % immer noch hoch ist. Der Vorwurf, dass die schwedische Notenbank Inflationsrisiken zu locker nehme, greift zumindest nicht mehr.

# Unsere Sicht auf EUR/SEK

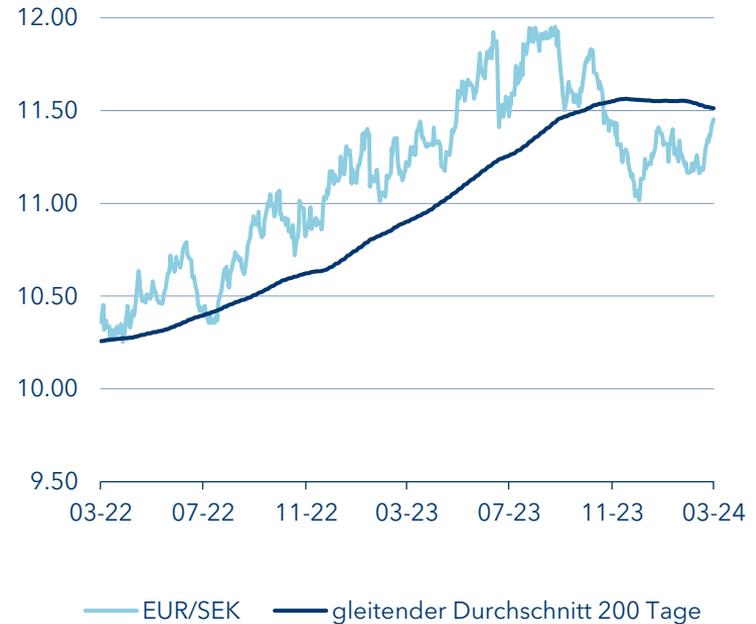


**10.80 - 11.80**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



## Technisches Bild



# 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](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**