

# Unsere Sicht auf Währungen

Ausgabe Oktober und November 2023



# Unterschiedliche Wege der Notenbanken

**Nach dem unerwartet deutlichen Anstieg der Inflationsraten vertrauen die Währungshüter weniger den Modellen und schenken den Ist-Daten mehr Gewicht. Das hat auch Auswirkungen auf die Devisenmärkte.**

Die September-Sitzungen der Notenbanken hatte es in sich. Die Fed beließ zwar erwartungsgemäss ihr Leitzinsband konstant, blieb aber bei ihren falkenhaften Tönen und schliesst eine weitere Zinsanhebung im November nicht aus. In ein ähnliches Horn blies die Schwedische Notenbank (Riksbank). Sie hob den Leitzins an und prüft die Möglichkeit weiterer Zinsanhebungen. Die Riksbank zeigte sich damit ebenfalls überraschend falkenhaft. Sowohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) als auch die Bank von England sorgten auf der anderen Seite für Paukenschläge: Beide Notenbanken beliessen ihre Leitzinsen konstant und wollen zunächst einmal weiter abwarten.

Dem steht ein fast schon fahrplanmässiges Verhalten der Europäischen Zentralbank (EZB) gegenüber: Es wurde eine weitere Zinsanhebung um 25 Basispunkte beschlossen. Zum weiteren geldpolitischen Verlauf hielt man sich in Frankfurt jedoch bedeckt.

Eines wurde deutlich: Die Notenbanken richten ihre Geldpolitik verstärkt an den Ist-Daten aus, nachdem die Inflationsmodelle den starken Anstieg der Teuerungsraten nicht vorhersagten. An den Devisenmärkten agiert man daher vorsichtig. Grosse Wetten werden vorerst nicht abgeschlossen, schliesslich könnten die Notenbanken doch noch weiter an der Zinsschraube drehen. Offen ist auch, ob es in den USA zu einer Rezession kommt oder nicht? Die Verunsicherung ist entsprechend gross. Die Akteure an den Devisenmärkten dürften sich an der Seitwärtslinie derzeit am wohlsten fühlen. In der vorliegenden Ausgabe von «Unsere Sicht auf Währungen» dominiert deshalb der Seitwärtspfeil.

Dr. Thomas Gitzel, **Chief Economist**

# Währungseinschätzung im Überblick

## Währungspaare

- **EUR/USD - Seite 4**  
Erwartete Bandbreite 1.05 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 1.22 bis 1.30
- **EUR/SEK - Seite 12**  
Erwartete Bandbreite 10.80 bis 11.50



- EZB hat das Zinshoch erreicht
- Spekulative Terminverkäufe des Euro sind weitgehend rückabgewickelt
- Die Geldpolitik stützt den Dollar nicht mehr



- Aufkommender Finanzmarktstress hilft dem US-Dollar in seiner Funktion als sicherer Hafen
- Ein nachlassender Wille der EZB im Kampf gegen hohe Inflationsraten könnte eine neuerliche Euro-Abwertung fördern
- Würde die Fed noch längere Zeit Zinsen erhöhen, könnte der Dollar wieder hinzugewinnen

## **EZB hat das Zinshoch erreicht**

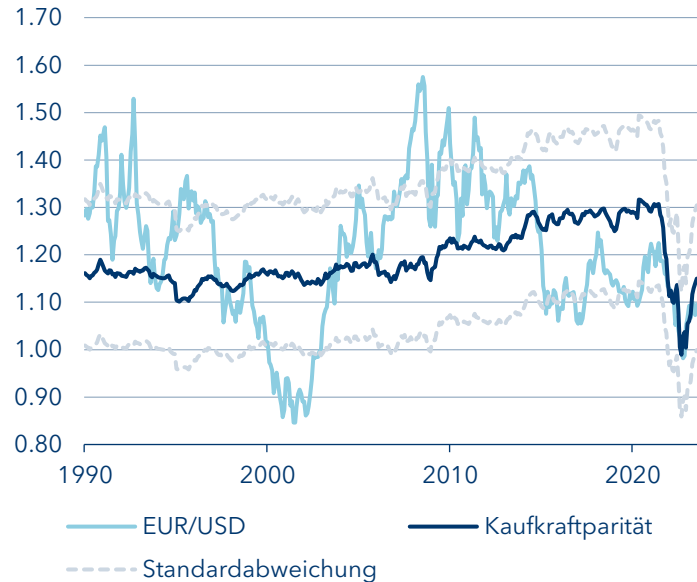
Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihr Zinshoch erreicht. Die Währungshüter formulieren dies nicht so offen, doch die verklausulierte Wortwahl lässt darauf schliessen. Die wirtschaftlichen Risiken rücken in den Vordergrund. Dabei ist es keineswegs so, dass nun unmittelbar Zinssenkungen auf dem Programm stehen. «Höher für eine längere Zeit» lautet nun das Motto der EZB. Damit ist das geldpolitische Überraschungspotenzial auf Seiten des Euro erschöpft. Gerade deshalb adjustieren wir unseren Währungsausblick und erwarten nun eine Seitwärtsbewegung des Währungspaares EUR/USD zwischen 1.05 und 1.12. Aus markttechnischer Sicht sind nun auch die hohen Terminverkäufe des Euro spekulativer rückabgewickelt. Gerade die hohen Terminverkäufe dienen als Kontraindikator für eine Euro-Aufwertung, was ja auch recht zuverlässig funktionierte – schliesslich notierte der Euro gegenüber dem Dollar vor rund einem Jahr noch auf Niveaus von 0.95.

# Unsere Sicht auf EUR/USD

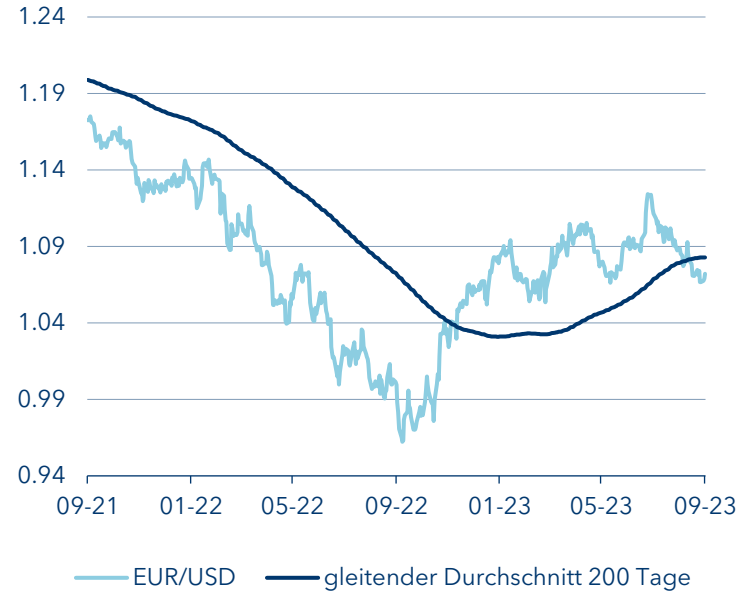


**1.05 - 1.12**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



## Technisches Bild



# Unsere Sicht auf EUR/CHF



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



- Euro verliert geldpolitischen Rückhalt
- SNB könnte ebenfalls am Zinshoch angelangt sein
- Das Währungspaar EUR/CHF ist deshalb von der geldpolitischen Seite vorerst weitgehend unbeeinflusst



- Bliebe die EZB hinter den Markterwartungen zurück, könnte dies den Euro in den kommenden Monaten belasten
- Eine plötzlich einsetzende Flucht in die Sicherheit würde den Euro gegenüber dem Franken deutlicher schwächen

## SNB überrascht

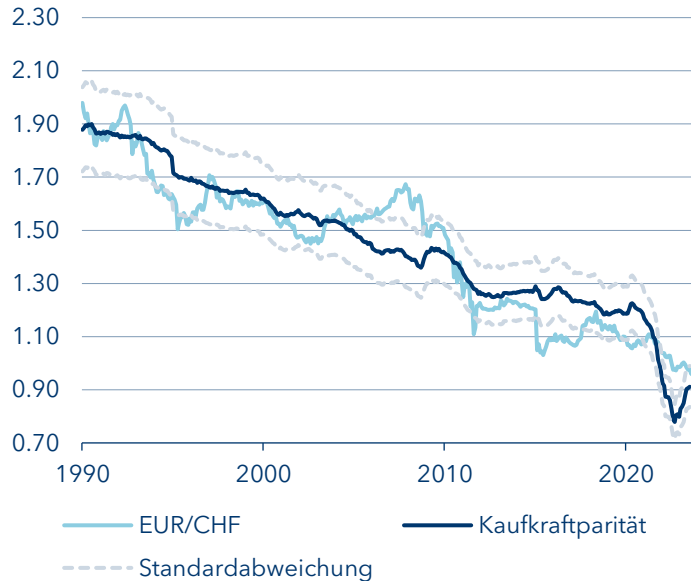
Die Schweizerische Nationalbank (SNB) trat überraschend an die Seitenlinie und pausierte. Die in den letzten Quartalen deutlich gestraffte Geldpolitik wirke dem immer noch vorhandenen Inflationsdruck entgegen, heisst es von der SNB. Die Währungshüter behalten sich dennoch eine weitere Straffung der Geldpolitik vor. Der Franken wertete im Anschluss an das überraschende Pausieren der SNB etwas ab, er blieb aber per Saldo auf festen Niveaus. Wir rechnen nicht damit, dass die SNB-Entscheidung einen nachhaltigen Einfluss auf die Währungsentwicklung haben wird. Die Inflationsraten erreichten in der Schweiz bereits komfortable Niveaus von unter 2 %. Und noch etwas zählt: Der Franken erhält weiterhin Unterstützung durch die SNB. Ihre Bilanzsumme hat sich im Verhältnis zum BIP um 30 Prozentpunkte reduziert (von etwas über 140 % auf knapp 110 % des Bruttoinlandprodukts). Die Devisenbestände werden also reduziert. Damit verkauft die SNB Fremdwährungen (also Euro) und stützt den Franken.

# Unsere Sicht auf EUR/CHF

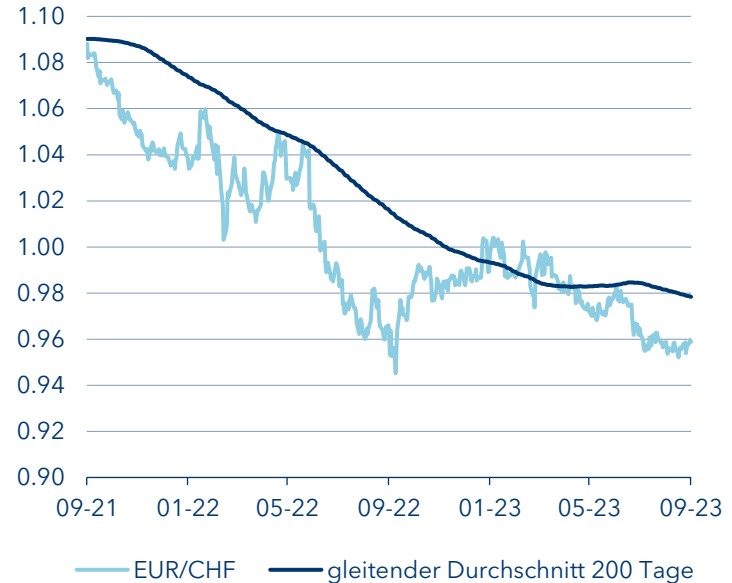


**0.95 - 1.00**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## 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
- Der Dollar verliert geldpolitischen Rückenwind, da die Fed das Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht hat



- Im Fall einsetzender Risikoaversion hätte der Dollar gegenüber dem Franken die Nase vorn
- Würde die SNB in Anbetracht niedriger Inflationsraten vorzeitig Zinssenkungen in Aussicht stellen, könnte dies den CHF schwächen

## Robuste US-Wirtschaft hilft dem Dollar

Zuletzt legte der Dollar global wieder zu. Vor allem die nach wie vor robust laufende US-Wirtschaft dürfte dabei eine zentrale Rolle spielen. Das Kalkül der Märkte lautet: Sollte der US-Wirtschaft trotz der vollzogenen Zinserhöhungen der Fed eine weiche Landung gelingen, würde die Fed zukünftig auch keine deutlichen Zinssenkungen vornehmen. Mehr noch, es bestünde sogar das Risiko weiterer Zinserhöhungen. Damit wäre über einen längeren Zeitraum ein Zinsvorteil des Dollar gegeben. Wir gehen jedoch nach wie vor von einer Rezession aus, sodass auch mittelfristig deutlichere Zinssenkungen auf der Agenda stehen könnten. Gerade deshalb dürfte der Franken grundsätzlich auch gegenüber dem Greenback auf festem Niveau bleiben. Wir tragen allerdings der jüngsten Dollar-Stärke Rechnung und adjustieren unser Zielband leicht nach oben auf 0.86 - 0.94 (alt: 0.84 - 0.90).

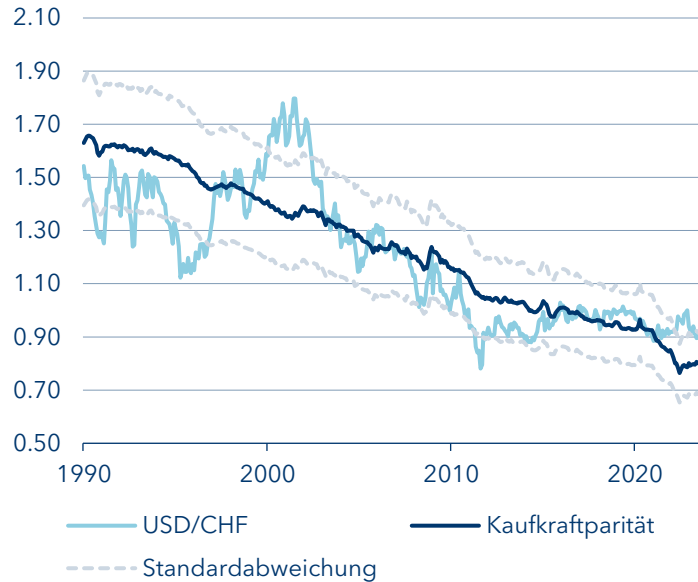


# Unsere Sicht auf USD/CHF

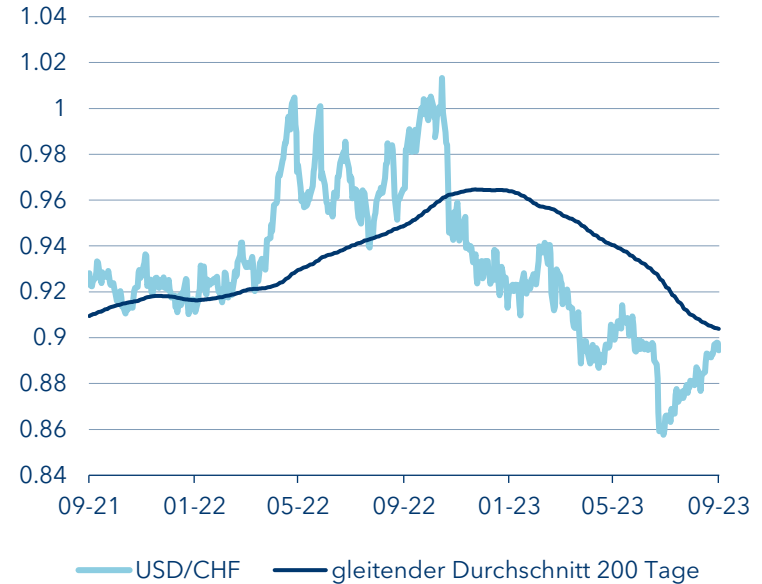


**0.86 - 0.94**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## Kaufkraftparität (Produzentenpreise; Monatsdaten)



## Technisches Bild





- Das Pfund weist eine eklatante Unterbewertung gegenüber dem Dollar aus
- Auf Seite des Dollars ist der Zinserhöhungspfad der Fed abgeschlossen



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

## Bank of England: Keine weitere Zinsanhebungen mehr

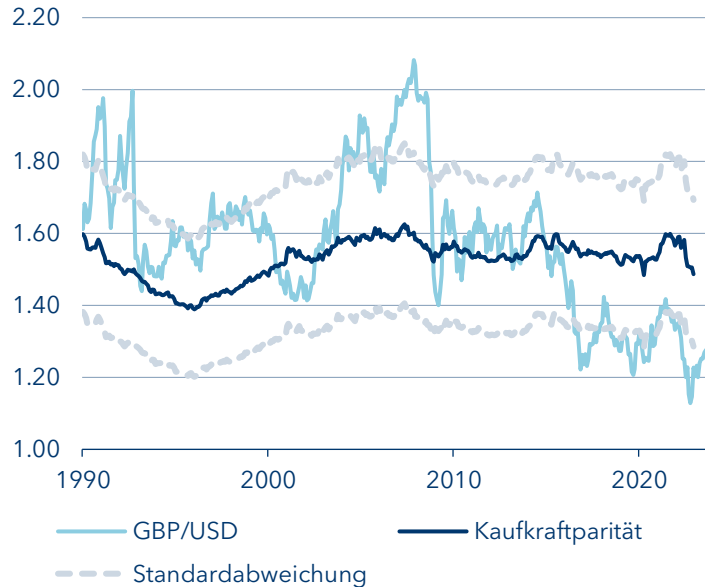
Die Wirtschaft Grossbritanniens zeigt Schwäche. Zwar konnte im zweiten Quartal noch ein positives Wachstum um 0.2 % verzeichnet werden, doch die Rezessionsgefahren sind mit Blick auf das zweiten Halbjahr gross. Die Bank of England (BoE) hat deshalb zuletzt von weiteren Zinsanhebungen abgesehen. Entgegen der Erwartungen hielt die BoE den Leitzins konstant. Es besteht jedoch die Gefahr einer sich auf hohem Niveau verfestigenden Inflation. Dazu könnten vor allem steigende Löhne beitragen. In Anbetracht dieser Risiken bleibt die Bank von England in ihrer Wortwahl zu sehr auf der vorsichtigen Seite, d.h. es fehlt das Bekenntnis im Zweifelsfalle weitere geldpolitische Straffungen vorzunehmen. Dies war zuletzt eine Belastung für das Pfund und auf der anderen Seite liess der Dollar global die Muskeln spielen. Wir adjustieren unser Prognose und erwarten nun neu eine Seitwärtsbewegung im Bereich zwischen 1.22 und 1.30.

# Unsere Sicht auf GBP/USD

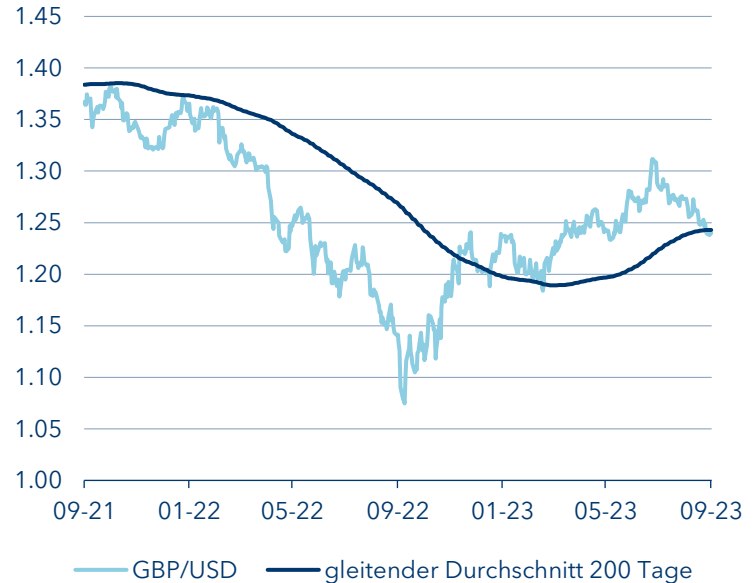


**1.22 - 1.30**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## 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 SEK
- Die schwedische Notenbank klingt in Anbetracht der noch immer hohen Inflation zunehmend zurückhaltend hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen, was die SEK weiter schwächen könnte

## Krone kann von Unterbewertung nicht profitieren

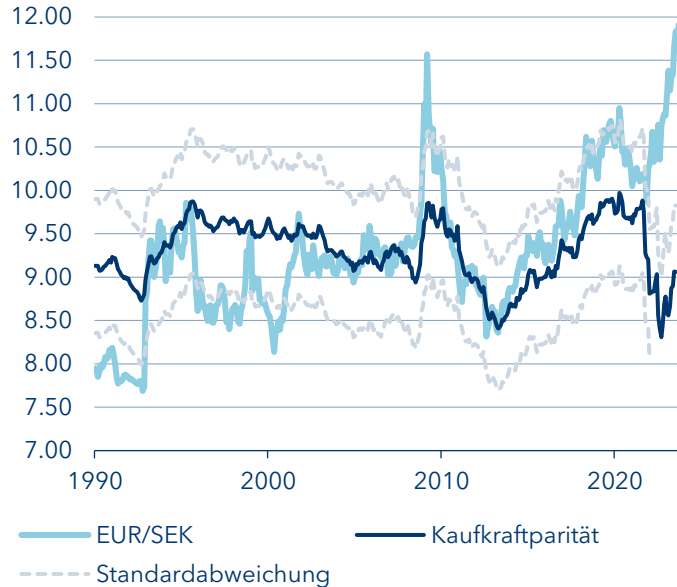
Die Schwedische Notenbank (Riksbank) erhöht im September den Leitzins erwartungsgemäss um 25 Basispunkte auf 4 % und behält sich weitere Erhöhungen vor. Damit könnte es in den kommenden Monaten etwas geldpolitischen Rückenwind für die Schwedische Krone geben, denn die EZB scheint am Zinshoch angelangt zu sein. Die Schwedische Krone wertete derweil in den vergangenen Wochen gegenüber dem Euro weiter ab und notierte zuletzt nur knapp unter der Marke von 12. Da die Riksbank also noch weiter an der Zinsschraube drehen könnte, besteht zu einem gewissen Grad aus geldpolitischer Sicht Aufwertungspotenzial. Dies reflektiert auch unser unverändertes Prognoseband. Für nachhaltige Aufwertungen bedarf es allerdings eines grundlegenden Wandels. Erst im Fall eines weltwirtschaftlichen Aufschwungs wird die SEK über eine längere Periode zulegen können. Niveaus von unter 10 des Paares EUR/SEK werden auf absehbare Zeit nicht auf der Agenda stehen.

# Unsere Sicht auf EUR/SEK

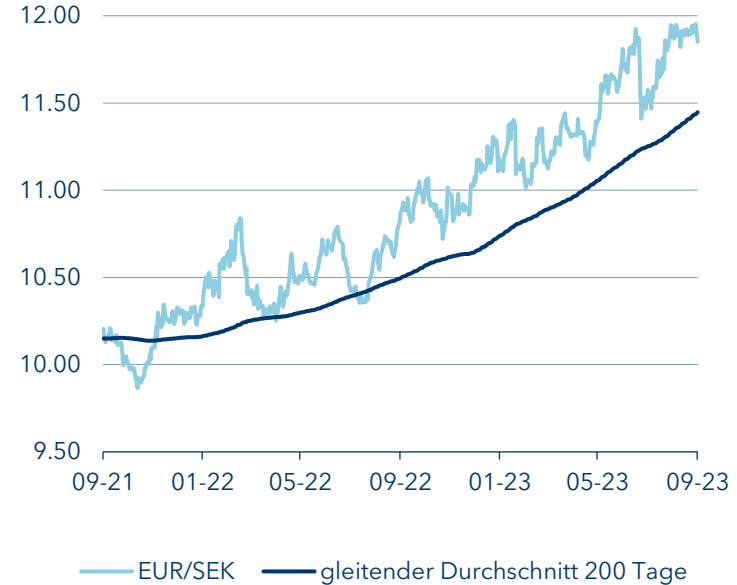


**10.80 - 11.50**  
Erwartete Bandbreite  
auf 3 bis 6 Monate

## 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)**