

# FX Marktbericht Q2 2023

Inflation, rezessive Tendenzen und Zentralbankpolitik –  
die wichtigsten Themen, die die Devisenmärkte bewegten

## **Autoren**

Jasper Düx, CIO  
Maximilian Kühl, Head of Research



## Jasper Dux CIO

Jasper ist als Chief Investment Officer für die Entwicklung und Umsetzung aller Investmentprozesse von 7orca zuständig und trägt die Gesamtverantwortung für die Performance und Implementierung.



## Maximilian Kühl Head of Research

Maximilian Kühl verantwortet als Head of Research mit seinem Team sämtliche Forschungsaktivitäten im Quantitative und Economic Research von 7orca.

## Highlights

- In unserem Kapitel zu den [globalen Währungsmärkten](#) erläutern wir was die neue Phase des Zinszyklus für die Währungsmärkte bedeutet
- Im Abschnitt "[Eurozone und USA](#)" beleuchten die Autoren, wie durch die Entziehung der Liquidität aus dem Kapitalmarkt die Inflation bekämpft werden soll und weshalb das Resultat ein stärkerer US-Dollar vs. dem Euro sein dürfte
- Wir erläutern, weshalb [Großbritannien](#) einer der konjunkturschwächsten G20-Staaten ist und weswegen das britische Pfund dennoch teurer wird
- In [Japan](#) erstaunt die stoische Fortführung der ultralockeren Geldpolitik, die den Yen weiter schwächt

## 7orca Asset Management AG

Am Sandtorkai 77  
20457 Hamburg  
Telefon: +49 40 3346046-0  
E-Mail: [info@7orca.com](mailto:info@7orca.com)

## Inhalt

1	Globale FX-Märkte im Überblick	4
2	Eurozone und USA	7
3	Großbritannien	10
4	Japan	13



# 1 Globale FX-Märkte im Überblick

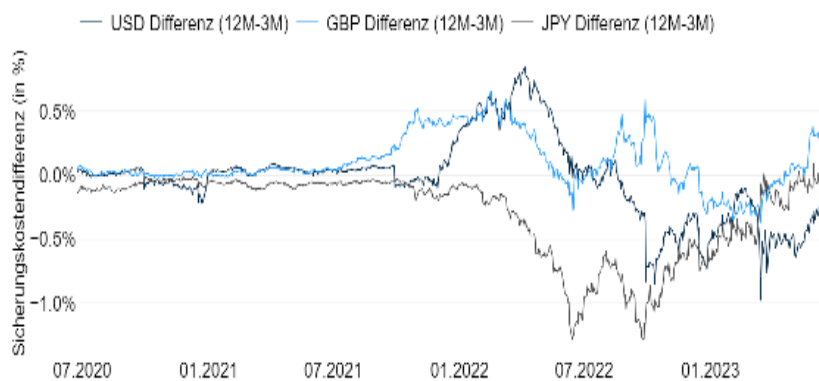
## 1.1 Geldpolitik

### Zinspause, nicht Höhepunkt

Eine neue Phase des Zinszyklus hat begonnen. In ihrer Juni-Sitzung sah die Fed das erste Mal seit 10 FOMC-Sitzungen von einer weiteren Zinserhöhung ab. Diese Zinspause bedeutet allerdings nicht, dass der Zinshöhepunkt erreicht ist. Die Fed plant zwei weitere Zinserhöhungen um 25 Basispunkte im Jahresverlauf. Dies spiegelt eine globale Tendenz wider. Nach Zinspausen in Kanada und in Australien agierten die Zentralbanken in ihren letzten Zinssitzungen erneut und erhöhten den jeweiligen Leitzins um ebenfalls 25 Basispunkte. Abbildung 1 verdeutlicht die jüngsten Tendenzen. Ein Wert oberhalb von 0% signalisiert eine striktere zukünftige Geldpolitik im Ausland gegenüber der Eurozone. Unterhalb steht eine antizipierte Einengung der Zinsdifferenzen.

- Die Annäherung der Zinsen in Europa zu den USA ist weitestgehend ausgepreist. Es wird erwartet, dass die Fed ähnliche Zinsschritte wie die EZB durchführt.
- Im UK, wo die Zinsen stark weiter steigen müssen, kann auch weiterhin von einer offensiveren Politik der Bank of England ausgegangen werden
- In Japan stabilisiert sich die hohe Zinsdifferenz. Von der Bank of Japan wird aus monetärer Sicht nicht viel erwartet.

**Abb. 1 | Kostendifferenz aus 12- und 3-monatigem Sicherungsgeschäft**



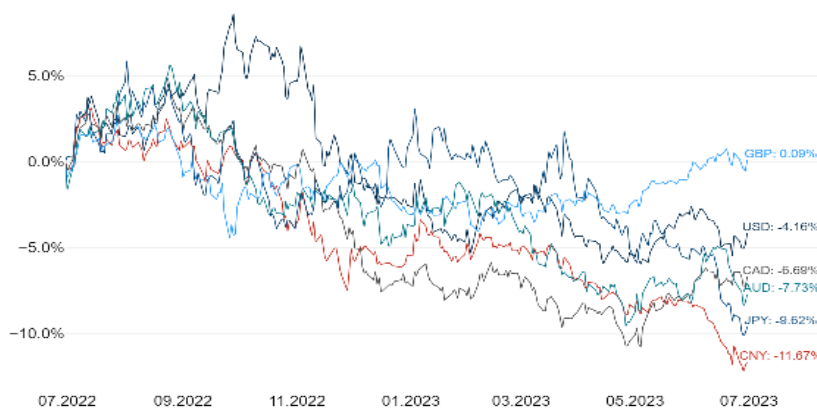
Quelle: Torca Asset Management AG, Bloomberg (01.07.2022 – 30.06.2023)

## 1.2 Konjunktur

### Dunkle Wolken am Horizont

Die globale Wirtschaftswachstum verlangsamt sich weiter. Die Fed hob die Konjunkturprognosen der USA für das laufende Jahr um 0,6%-Punkte an. In Großbritannien variieren die Prognosen zwischen Stagnation und Rezession. Die Eurozone ist, getrieben vom wirtschaftlich schwachen Deutschland, formal in einer technischen Rezession angekommen. Die chinesische Volkswirtschaft ist trotz den großen Hoffnungen einer Post Covid-Erholung in einer realwirtschaftlich schwachen Verfassung. Die Exporte sanken zuletzt, der Handelsbilanzüberschuss reduzierte sich und die Industrieproduktion kontrahierte. Die Bank of China sah sich derweil gezwungen die Leitzinsen zu senken, was die angeschlagene Währung weiter unter Druck setzte.

**Abb. 2 | Entwicklung verschiedener Währungspaare vs. dem Euro**



Quelle: Torca Asset Management AG, Bloomberg (01.07.2022 - 30.06.2023)

Die meisten Länder befinden sich derzeit in einer Stagnation. Dies überrascht vor dem Hintergrund der teils sehr düsteren Prognosen und multipler makroökonomischer und geopolitischer Schocks positiv. Auf der anderen Seite eröffnet der konjunkturelle Spielraum eine offensivere Geldpolitik. In den kommenden Monaten liegt ein besonderer Fokus auf der realwirtschaftlichen Entwicklung. Drehen die relevanten realökonomischen Indikatoren ins Negative, nähert sich das Ende des Zinszyklus.

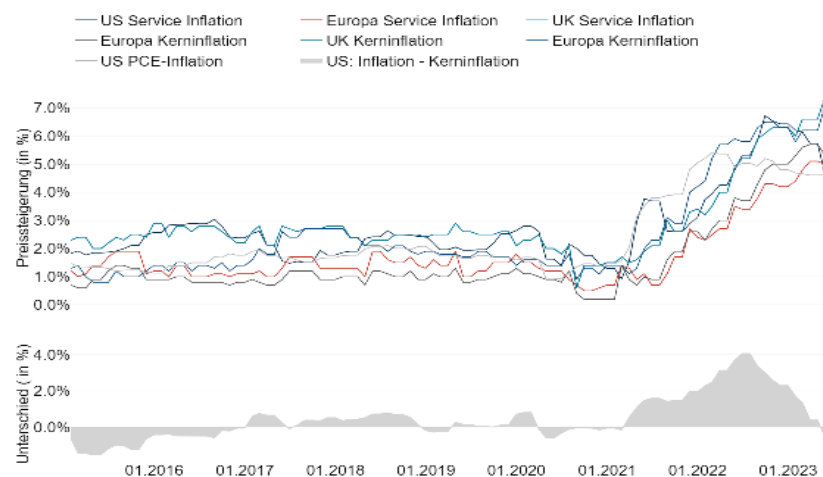
### 1.3 Preisentwicklung

#### Entspannung bei der Inflation – Entwarnung?

In der Preisentwicklung ist der Trend erkennbar, dass die Inflationsrate in vielen Ländern unter die Kerninflationsrate sinkt. Die Ursache hierfür liegt unter anderem in einem preislichen Rückgang der volatilen Energiekomponente und verdeutlicht die schwierige Aufgabe, die nun vor den Zentralbanken liegt. Die Preise auf dem Energiemarkt sind aus der Perspektive der Zentralbanker exogen, können also nicht gesteuert werden. Innerhalb ihres Mandats liegt jedoch die Reduktion des zugrundeliegenden Preistrends über die Nachfrage-seite. Diese ist in vielen Ländern weiterhin überhitzt, was zuletzt durch eine erneut angestiegene Kerninflation, beispielsweise in Großbritannien (7,1 %), verdeutlicht wurde. Der für die Kerninflation wesentliche Faktor ist die sehr dynamische Lohnentwicklung, die derzeit über der Produktivitätssteigerung der meisten Volkswirtschaften liegt.

Insbesondere im Dienstleistungssektor ist das Weiterreichen der höheren Preise an die Konsumenten zu beobachten. Hier nehmen die Lohnkosten einen hohen Anteil der Gesamtkosten ein. Die Zentralbanken müssen derzeit durch die schnell sinkende Inflationsrate hindurchblicken und die dahinterliegende Dynamik brechen. Weitere Zinsanstiege unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung sind daher zu erwarten.

**Abb. 3 | Entwicklung unterschiedlicher Inflationszeitreihen**



Quelle: Torca Asset Management AG, Bloomberg (01.10.2015 - 30.06.2023)

## 2 Eurozone und die USA

„Are we done? Have we finished the journey? No, we are not at destination. Do we still have ground to cover? Yes, we have ground to cover.” Christine Lagarde, EZB-Präsidentin, 16.06.2023

### 2.1 Geldpolitik

#### Quantitative Tightening dies- und jenseits des Atlantiks

Die Bilanzabbauprogramme (Quantitative Tightening) zur Steuerung der längerfristigen Zinsen werden mit einer neuen Vehemenz durchgeführt. Die Rückabwicklung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erreicht in Europa ein höheres Tempo, die auslaufenden Papiere werden nun nicht mehr durch Neukäufe substituiert. Nachdem in den USA die Zentralbankbilanz durch die Notfallhilfen im Zuge der Bankeninsolvenzen kurzzeitig wieder anwuchs, wird der Abbau nun wieder fortgesetzt. Dieser reguläre Abbau übersteigt im Volumen jenen der EZB. Die Effekte eines solchen Programmes sind aufgrund fehlender historischer Beispiele allerdings mit hoher Unsicherheit belastet. Erste Evidenz suggeriert zumindest einen Rückgang in der Kreditvergabe und damit den gewünschten Effekt einer Nachfragereduktion. Die Geldpolitik ist in den USA, auch aufgrund der kommunizierten weiteren Anhebung der Leitzinsen im Jahresverlauf, weiterhin restriktiver als in Europa. Auch wenn Lagarde eine striktere europäische Zinspolitik vermittelt, ist es fraglich inwieweit die bereits schwächelnde europäische Konjunktur diese Schritte weiter tragen kann. Ein stärkerer US-Dollar gegenüber dem Euro scheint realistisch.

**Abb. 4 | Basismarktdaten EUR/USD**



## 2.2 Konjunktur

### **Leichte Rezession in der Eurozone, USA weiter robust**

Die Eurozone ist in einer (leichten) Rezession. Nach zwei Quartalen wirtschaftlichen Rückgangs stellt sich die Frage, wie hoch das Zinserhöhungspotential in dieser Situation ist. Die wirtschaftliche Schwäche wird insbesondere von Deutschland getrieben, was einen BIP Rückgang von -0,3% im letzten und -0,5% im Vorquartal aufwies. Der ifo-Konjunkturindex fiel in diesem Kontext auf 88,5 Punkte. Ursächlich hierfür waren insbesondere die negative Erwartungen (83,6) in der Chefetage deutscher Unternehmen. Die Lücke, die sich hierbei zwischen Dienstleistungs- und dem produzierenden Sektor auftut, weitet sich weiter aus. Die entsprechenden Einkaufsmanagerindizes in Europa lagen im Mai mehr als 10 Punkte auseinander, mit dem produzierenden Sektor (44,8) klar unter der Expansionsschwelle von 50.

In den USA prägte auch die Diskussionen um die Anhebung der Schuldenobergrenze und der drohenden Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung das vergangene Quartal. In diesem Zusammenhang wurden die liquiden Mittel des Finanzministeriums in den USA fast komplett aufgebraucht. Im „General Account“ der Fed, in dem durchschnittlich USD 500 Mrd. gelagert sind, war im Tiefpunkt weniger als USD 50 Mrd. eingelegt. Die Differenz wird derzeit und in den kommenden Monaten schuldenfinanziert wieder ausgeglichen. Dies wird das Angebot an US-Staatsanleihen erhöhen, sollte deren Renditen zumindest kurzfristig weiter steigern und wird den Haushalt weiter belasten.

Die konjunkturelle Gesamtsituation in den USA ist trotz der zwischenzeitlichen politischen Instabilitäten unerwartet robust. Die Fed revidierte den BIP-Ausblick für das Jahr 2023 auf 1%. Damit steht die US-Wirtschaft immer noch auf Expansionskurs, was ebenfalls einem sehr starken Dienstleistungssektor zu verdanken ist. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor überhitzt. Die NFPs sind seit Jahresbeginn bei durchschnittlich über 300.000 zusätzlichen Jobs pro Monat und auf jeden Arbeitslosen fallen 1,6 unbesetzte Stellen.

Im direkten Vergleich bietet die US-Konjunktur gegenüber der Eurozone ein größeres Potential, die Zinsen weiter anzuheben. Strukturell wirkt die Konjunkturseite negativ auf den EUR/USD.

## 2.3 Preisentwicklung

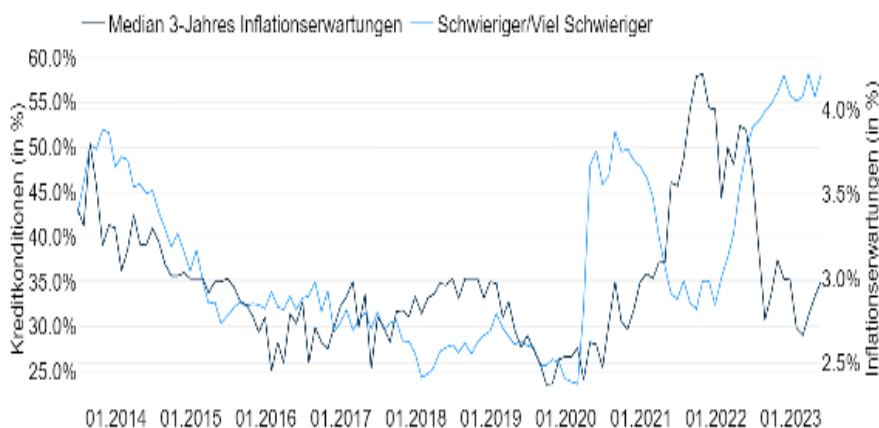
### **Entspannung in den USA, in Europa Preisanstieg**

Die Inflation sank im Mai sowohl in Europa (6,1%, vorher 7%) als auch in den USA (4%, vorher 4,9%). In den USA ist der Preistrückgang inzwischen in vielen



wichtigen Indikatoren sichtbar. So sind laut der New York Fed die 3-Jahres Inflationserwartungen der Verbraucher vom Höhepunkt von über 4% auf unter 3% im Mai gesunken. Dieser Wert lag nur noch leicht über dem Pre-Covid Durchschnitt. In selbiger Umfrage gab ein Rekordanteil von 58% der Befragten an, dass sich die Konditionen für Kreditvergaben schwerer oder viel schwerer im Vorjahresvergleich gestalten. Diese Abkühlung am Kreditmarkt ist ein positives Zeichen für die Nachfrageseite der Inflationsgleichung. Die Indikatoren verlaufen für gewöhnlich invers. Auch die Kerninflation reduzierte sich auf 5,3%, der Rückgang verläuft allerdings ein wenig träge. Besorgniserregend hoch bleibt weiterhin der von der Fed präferierte Core-PCE-Index (Kernrate der privaten Konsumausgaben), der zuletzt nur leicht um 10 Basispunkte sank und seit einigen Monaten auf dem Niveau von 4,6% verweilt. Es bleibt fraglich, ob das derzeitige Zinsniveau hinreichend restriktiv ist, um das 2%-Ziel nachhaltig zu erreichen. Dies gilt insbesondere, da der Rückgang in den Konsumentenpreisen derzeit insbesondere von dem Rückgang in den volatilen Energiepreisen (-11,7%) getrieben ist.

**Abb. 5 | Zusammenhang zwischen wahrgenommenen Kreditkonditionen und Inflationserwartungen der US-Konsumenten**



Quelle: Federal Reserve Bank of New York (30.06.2023)

## 2.4 Gesamteinschätzung EUR/USD

Eine erneut agierende Fed, eine bereits rezessive Eurozone und eine zügiger rücklaufende Preisentwicklung in den USA sprechen für einen mittelfristig schwächeren EUR/USD Wechselkurs.

### 3 Großbritannien

#### 3.1 Geldpolitik

##### **Stärkeres Pfund relativ zum Euro möglich**

Angesichts der ungezügelter Inflation musste die Bank of England (BoE) in der letzten Zinssatzung den Zinssatz wieder auf 50 Basispunkte erhöhen. Mit einem Leitzins von 5% (Hauptrefinanzierungssatz in Europa bei 4%) und Sicherungskosten für eine 12-Monats Laufzeit von über 2% sind darüber hinaus noch weitere Leitzinserhöhungen der BoE eingepreist, die jene der EZB übersteigen sollten. Hieraus kann jedoch kein substantielles, langfristiges Aufwertungspotential des Pfunds abgeleitet werden. Zinsen dienen auch der Inflationskompensation. Steigt letzteres überproportional, sinkt die relative Attraktivität der Währung. Der Realzins ist in diesem Kontext weiter negativ. Im vergangenen Quartal war die Einschätzung am Kapitalmarkt eine andere – das britische Pfund wertete zunächst auf. In einem zunehmend instabilen Umfeld ist die Validität dieser Einschätzung fraglich. Der Zinsausblick weist somit aufgrund des offensiveren Ausblicks der Bank of England auf ein stärkeres britisches Pfund gegenüber dem Euro hin. Diese Komponente muss allerdings im Zusammenspiel mit den nachfolgend beschriebenen Faktoren beleuchtet werden. Mit der Inflationsentwicklung ergibt sich allerdings ein negativer Realzins, der das britische Pfund negativ beeinflussen könnte.

**Abb. 6 | Basismarktdaten EUR/GBP**



Quelle: 7orca Asset Management AG, Bloomberg (01.07.2022 – 30.06.2023)

### 3.2 Konjunktur

#### Großbritannien führt die Liste von hinten an

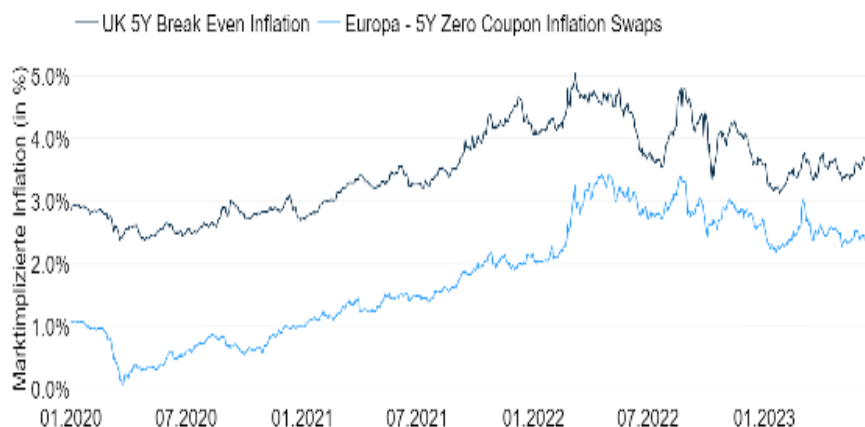
Das vereinigte Königreich ist unter den G20 Ländern eines der konjunkturellen Schlusslichter (dahinter liegen nur noch Deutschland und Russland). Einige der zuvor scheinbar stabileren Frühindikatoren, wie Einkaufsmanagerindizes, kontrahierten in der letzten Messung erneut. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang der Rückgang im Dienstleistungssektor (-1,5 Punkte). Die Industrieproduktion sank zudem zum Vormonat um 0,3%-Punkte und das Konsumentenvertrauen ist tief im negativen Bereich bei -24 zu finden. Es ist alarmierend, dass eine konjunkturelle Schwäche auf stark steigende Preise trifft und somit das Zinserhöhungspotential der Bank of England beschnitten wird. Aus konjunktureller Sicht kristallisiert sich zunehmend ein negatives Bild für die britische Wirtschaft und das Pfund heraus.

### 3.3 Preisentwicklungen

#### Inflation und Lohnspirale drücken den Wert des Pfunds

Die Inflation im Vereinigten Königreich ist zu hoch und verfestigt sich mit einer Kerninflation von mehr als 7% inzwischen in den Erwartungen. Dies entspricht dem „Worst-Case-Szenario“ für jeden Zentralbanker, da Inflationserwartungen ein guter Prädiktor für die tatsächliche Inflation sind. Setzt sich ersteres fest, ist die Gefahr hoch, dass letzteres ebenfalls hoch bleibt. An den Märkten wird die langfristige Inflationserwartung bei erneut über 4% bepreist. Dieser Wert liegt auf den Niveaus des vergangenen Jahres, als Theresa May mit einer unsoliden Haushaltspolitik die Märkte kurzzeitig in Panik versetzte. Im direkten Vergleich zur Eurozone, wo die langfristigen Erwartungen in der Nähe von 2% verankert sind, ist dies alarmierend. Die Lohnentwicklung, welche weiterhin deutlich über der Produktivitätsentwicklung liegt, verstärkt diesen Trend. Im direkten Vergleich zur Eurozone wirkt dieses höher inflatorische Umfeld mit negativem Ausblick wertmindernd auf das britische Pfund.

**Abb. 7 | Markteingepreiste Inflationsdaten**



### 3.4 Gesamteinschätzung EUR/GBP

Großbritannien ist in der Preisentwicklung ein global negativer Ausreißer. Die Bank of England reagierte und straffte die Geldpolitik stärker als die der Eurozone. Konjunkturell sind sowohl Großbritannien als auch die Eurozone am Rande einer Rezession. Der instabile Preisausblick in Großbritannien gibt den Ausschlag für eine insgesamt negative Sicht auf das britische Pfund.

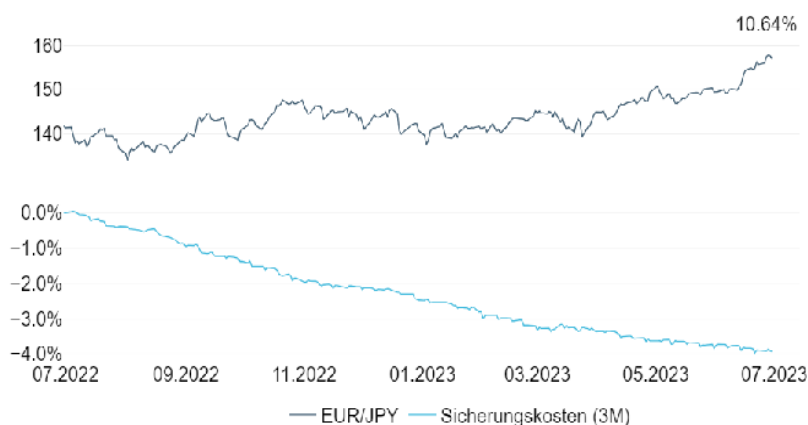
## 4 Japan

### 4.1 Geldpolitik

#### Ändere niemals ein „funktionierendes“ System

Der neue Zentralbankchef der Bank of Japan Kazuo Ueda kommuniziert stoisch die Fortführung der expansiven Geldpolitik. Japan nimmt weiterhin geldpolitisch die Rolle eines globalen Ausreißers ein. Die zwischenzeitlich festgesetzte Überprüfung dieser Politik ist auf über ein Jahr festgeschrieben. Ein kurzfristiges Abweichen vom derzeitigen Kurses scheint damit unwahrscheinlich.

Abb. 8 | Basismarktdaten EUR/JPY



Quelle: Torca Asset Management AG, Bloomberg (01.07.2022 – 30.06.2023)

Die Negativzinsen am kurzen Ende der Zinsstruktur und die Zinskontrolle am langen Ende führen zu einem weiterhin substanziellen Abwertungsdruck auf den japanischen Yen. Die Sicherungserträge sind über die Zinsstruktur stabil auf einem hohen Niveau, sodass weiterhin aus der Zinskomponente eines Yen-Hedges ein hoher Ertrag generiert werden kann. Die Zinskurvenkontrolle verbleibt intakt und der spekulative Druck reduzierte sich merklich, da Ueda ein klares Bekenntnis zur der gegenwärtigen Politik kommunizierte.



**Abb. 9 | Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen als Indikator für das Aufrechterhalten der Zinskurvenkontrolle**



Quelle: Bloomberg (01.07.2022 - 30.06.2023)

## 4.2 Konjunktur

### Lokaler Rückhalt, globaler Gegenwind

Gestützt von der expansiven Geldpolitik steht die japanische Wirtschaft robust da. Das vergangene Wirtschaftswachstum betrug im ersten Quartal 2023 0,7%, konnte an Momentum gewinnen und damit die Markterwartungen übertreffen. Die Arbeitslosigkeit liegt bei derzeit nur 2,6% und das produzierende Gewerbe scheint solide aufgestellt. Ein größerer Unsicherheitsfaktor ist jedoch das nachlassende Exportvolumen (-12% im Mai), das in der global schwächelnden Konjunktur begründet ist. Die Gesamtlage in Japan ist aus der realwirtschaftlichen Perspektive optimistischer als in Europa einzuschätzen, der schwache Export wirkt jedoch abwertend auf den Yen.

## 4.3 Preisentwicklungen

### Yen unter Druck mit Inflation von über 4%

Der zentrale Indikator für die Zinspolitik der Bank of Japan (BoJ) ist die Inflation ohne Frischwaren und Energie, welcher konzeptionell mit der europäischen Kerninflation vergleichbar ist. Mit einem Wert von inzwischen 4,3% ist das ausgerufen Ziel eines zeitlich stabilen Wertes von 2% deutlich überschritten. Die Begründung für die fehlende Anpassung seitens der Zentralbank ist unter anderem ihre Prognose, die den Rückgang der Kerninflation auf 1,8% in diesem Jahr sieht. Damit steht die BoJ am unteren Ende der vorliegenden Projektio-

nen. Beispielsweise sehen Ökonomen von Goldman Sachs die Preissteigerung im gleichen Zeitraum bei 2,8%. Die vergangenen Prognosefehler der Zentralbank suggerieren einen größeren Realismus der höheren Zahl. Die fehlende Anpassung der Geldpolitik auf eine zunehmend inflationäre Entwicklung sorgt für negative preisliche Impulse auf den japanischen Yen.

#### 4.4 Gesamteinschätzung EUR/JPY

Mit einer weiterhin erhöhten Inflationsrate und einer expansiven Geldpolitik, inklusiver hoher Zinsdifferenz, ist der Ausblick für den japanischen Yen strukturell weiterhin negativ.

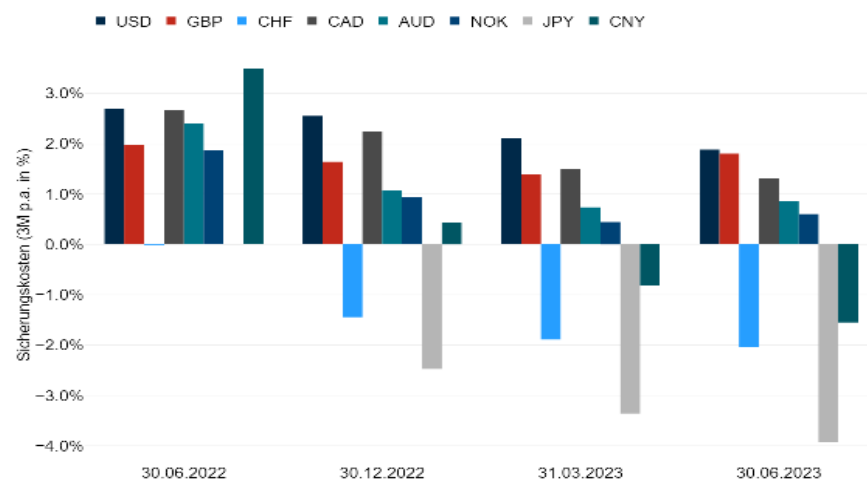
## Datenübersicht

**Tab. 1 | FX-Wertentwicklungen verschiedener Zeiträume**

Währung	YTD	1 Monat	3 Monate	1 Jahr
USD	-1,56%	-1,63%	0,15%	-4,16%
GBP	3,27%	0,59%	2,35%	0,09%
CHF	0,97%	-0,60%	1,97%	2,07%
CAD	0,61%	1,20%	2,26%	-6,69%
AUD	-4,13%	0,54%	-0,91%	-7,73%
NZD	-5,39%	-0,35%	-2,72%	-6,18%
NOK	-9,94%	2,91%	-2,65%	-11,50%
SEK	-5,36%	-1,47%	-4,63%	-9,23%
JPY	-10,99%	-4,77%	-7,66%	-9,62%
CNY	-6,59%	-3,80%	-5,26%	-11,67%

Quelle: Bloomberg (30.06.2023)

**Abb. 10 | Sicherungskostenentwicklung zu verschiedenen Stichtagen**



Quelle: Torca Asset Management AG, Bloomberg (30.06.2023)

## Disclaimer

Die in diesem Dokument vorgestellte Strategie zur Absicherung von Währungsrisiken (Currency Overlay Management) richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger i. S. d. WpHG und kann auch nur für solche Anleger (typischerweise in einer Fondsstruktur) umgesetzt werden. Sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben basieren auf der standardisierten Ausgestaltung der aktiven Currency Overlay Management-Strategie, die zu marktüblichen Durchschnittskosten ausgeführt wurde. Nähere Informationen zu diesem Standard-Investment-Prozess können Sie dem Generic RfP entnehmen, der jederzeit auf Rückfrage bei der 7orca Asset Management AG erhältlich ist. Aufgrund der unterschiedlichen Investorenbedürfnisse und -situation sowie der daraus resultierenden, spezifischen Preisgestaltung bleiben weitere, individuelle Kosten für Verwaltung und Verwahrung unberücksichtigt. Doch erstellt 7orca Asset Management AG Ihnen gerne ein spezifisches Angebot, welches Ihre individuellen Anforderungen und Gegebenheiten reflektiert. Die Anlagestrategie einer aktiven Währungssicherung hat einen trendfolgenden Charakter. Unter denselben Marktbedingungen sollte sie daher zu denselben Ergebnissen führen. Da sich die Marktbedingungen regelmäßig aber nicht in identischer Form wiederholen, können die in diesem Dokument aufgeführten Sicherungsquoten und Performancekennzahlen zwar die Charakteristik unserer Strategie verdeutlichen. **Sie beziehen sich aber auf die vergangenen Preisentwicklungen von Währungspaaren und sind damit kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.** Alle Informationen dieses Dokuments wurden nach bestem Wissen auf Grundlage der uns verfügbaren Daten erstellt. Eine zivilrechtliche Haftung kann diesbezüglich dennoch nicht übernommen werden. Hinweise auf konkrete Finanzinstrumente sind rein exemplarisch und keinesfalls als Empfehlungen im Sinne einer Anlageberatung zu verstehen. Eine Veröffentlichung der 7orca Asset Management AG. (30.06.2023)