



FOKUS EUR/USD: WAS STECKT HINTER DER PLÖTZLICHEN STÄRKE DES EUROS?

3. August 2017

Der Euro hat sich aus seiner Handelsspanne von rund 1,05 bis 1,15 gegenüber dem US-Dollar gelöst, nachdem das Währungspaar über den Jahreswechsel hinaus nahe der Parität notiert hatte. Der Kurswechsel ist auf eine ganze Reihe von Faktoren zurückzuführen.

Zunächst fast ein bisschen unbemerkt ist der Euro gegenüber dem US-Dollar aus seiner lange geltenden Handelsspanne von rund 1,05 bis 1,15 ausgebrochen und notiert aktuell erstmals seit Anfang 2015 wieder oberhalb von 1,17. Die Aufwärtsbewegung der Gemeinschaftswährung setzte schon im April ein, doch erst im Juli konnte die benannte Handelsspanne verlassen werden. In der Spitze lief die Aufwertung des Euro kurzzeitig sogar auf über 1,19, doch zuletzt sind die Zugewinne wieder etwas abgebrockelt. Was hat zu dieser Neueinschätzung des Währungspaares geführt, nachdem sich das Kursverhältnis über den Jahreswechsel hinaus noch nahe bei der Parität bewegt hatte?

Ein Grund ist, dass sich die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik von EZB und Fed geändert haben. Ein Blick zurück: Die Fed hat ihr Anleiheankaufprogramm 2014 beendet und Ende 2015 einen Zinserhöhungszyklus begonnen, in dessen Folge sie das Zielband für ihren Leitzins bereits vier Mal auf derzeit 1,00 bis 1,25 % angehoben hat. Die letzte Zinsanhebung ist im Juni erfolgt und für 2017 ist von der Notenbank noch eine weitere in Aussicht gestellt worden. Zudem beabsichtigt die Fed relativ zeitnah, ihre Bilanz zu normalisieren, die sich im Zuge der umfangreichen Anleiheankäufe auf 4,5 Bill. US-Dollar aufgebläht hat. Im deutlichen Gegensatz zu der Straffungspolitik der US-Notenbank stand lange Zeit die ultralockere Geldpolitik der EZB. Diese hatte ihren Leitzins auf 0,00 % gesenkt, kauft Monat für Monat weiterhin Anleihen an und Zinserhöhungen ihrerseits liegen noch in weiter Ferne. Die sehr unterschiedliche Ausrichtung der beiden Notenbanken hatte den Kurs von EUR/USD fast auf die Parität sinken lassen.

Doch nun haben die Notenbanken neue Signale gesendet: Die Inflationsentwicklung in den USA läuft nicht so, wie sich die Fed das vorstellt. Der Preisindex für die Konsumausgaben (PCE Kernrate) lag zuletzt bei 1,50 % und damit deutlich unter der Zielmarke von 2,00 %. Der in den Augen der Fed zu geringe Preisauftrieb könnte zu einer langsameren Gangart bei den Zinsanhebungen führen. Gleichzeitig signalisiert die EZB eine allmähliche Reduzierung ihrer Anleiheankäufe, die konkrete Ankündigung dafür könnte im Herbst erfolgen. Höhere Leitzinsen sind immer noch kein Thema für die EZB, doch das in Aussicht gestellte Tapering in der Eurozone hat zusammen mit dem möglicherweise flacher verlaufenden Zinserhöhungskurs in den USA den Euro gegenüber dem US-Dollar beflügelt.

Ein Blick auf die Markterwartungen – gemessen an den Fed Funds Futures – in Bezug auf den Leitzinspfad in den USA zeigt jedoch keine fundamental neue Einschätzung der Marktteilnehmer. Die Markterwartungen schwanken kaum verändert für das Jahresende 2017 bei rund 1,20 %. Das ist im Vergleich zum jetzigen Zinsniveau noch nicht einmal ein Zinsschritt. Für das Jahresende 2018 haben sich die Erwartungen ebenfalls wenig geändert: Sie liegen bei knapp 1,50 %, womit der Markt bis dahin noch nicht einmal mit zwei weiteren Zinsschritten rechnet. Nur im Anschluss an die US-Präsidentenwahl im November hatte der Markt seine Erwartungen für das US-Leitzinsniveau angehoben. Allerdings ist die große Frage, ob nicht die Marktteilnehmer die Geschwindigkeit der Zins-

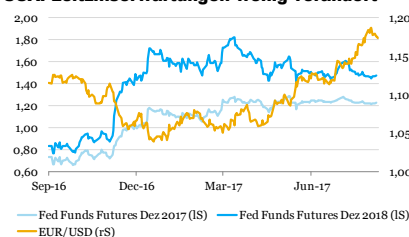
Sintje Boie
Telefon: 040-3333-12820

Euro mit überraschender Aufwertung



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

USA: Leitzinserwartungen wenig verändert



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

erhöhungen unterschätzen, denn der von der Fed prognostizierte Zinspfad ist wesentlich höher als die Markterwartungen.

Die geänderten Erwartungen an die Geldpolitik sind allerdings nur ein Faktor bei der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Denn auffällig ist, dass diese ihren Ausgangspunkt im April hatte; dem Monat, in dem die französische Präsidentschaftswahl mit dem ersten Wahlgang startete. Die Wahl konnte letztlich Emmanuel Macron gewinnen. Damit hat sich in Frankreich ein europafreundlicher Kandidat durchgesetzt, der für Kontinuität in den europäischen Beziehungen sorgen dürfte. Entsprechend haben sich mit dem Wahlausgang die politischen Risiken in der Eurozone reduziert. Auch von ökonomischer Seite bekommt der Euro Unterstützung. Der Aufschwung in der Eurozone, der seit dem zweiten Quartal 2013 zu beobachten ist, gewinnt sowohl auf Sektoren- als auch auf Länderebene an Breite. Insgesamt hat das Vertrauen der Investoren in die Eurozone und die Fähigkeit, die eigenen Probleme lösen zu können, wieder zugenommen, was dem Euro Aufwind gibt.

Während die politischen Entwicklungen den Euro unterstützen, bekommt der US-Dollar von dieser Seite kräftig Gegenwind. Die Schwäche der neuen US-Regierung, an die große Erwartungen geknüpft waren, und der politische Stillstand in den USA werden immer offensichtlicher. Die von Donald Trump anvisierten Reformen – Infrastrukturinvestitionen, Steuer- und Gesundheitsreform – werden immer unwahrscheinlicher und führen nicht zu einer ordentlichen Ankurbelung des Wirtschaftswachstums, auf die viele Marktteilnehmer ihre Hoffnungen gesetzt hatten. Darüber hinaus tobt ein Machtkampf im Weißen Haus, der jede inhaltliche Ausrichtung nahezu unmöglich macht. Die Unklarheit darüber, wie die Zukunft der USA aussieht, nimmt zu, was den US-Dollar belastet.

Was bedeutet diese Gemengelage für die weitere Entwicklung von EUR/USD?

Handelt es sich bei der Aufwärtsbewegung nur um einen kurzfristigen Abstecher in solche Regionen oder hat sich das Austauschverhältnis nachhaltig auf höhere Niveaus verschoben? Wir gehen nicht davon aus, dass das Währungspaar abstürzt und die Parität wieder in Reichweite gerät. Dafür präsentiert sich das Umfeld für die Eurozone momentan als zu stark, während in den USA das politische Chaos dominiert. Rücksetzer für EUR/USD sind allerdings nicht auszuschließen.

Die US-Regierungskrise könnte sich als der entscheidende Faktor für das Währungspaar auf kürzere Sicht erweisen. Eine Zuspitzung der Krise dürfte den Euro gegenüber dem US-Dollar weiter aufwerten lassen und das Währungspaar in Richtung 1,20 und möglicherweise sogar darüber hinaus klettern lassen. Als weiterer Risikofaktor für den US-Dollar ist die notwendige Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA Ende September zu benennen, auf die sich Demokraten und Republikaner einigen müssen.

Allerdings ist auch nicht damit zu rechnen, dass EUR/USD weit über die 1,20 hinaus ansteigt. Eine solche Aufwertung des Euro dürfte der EZB ein Dorn im Auge sein, denn Importe in die Eurozone werden dadurch günstiger, womit es zu einer importierten Deflation kommt, die die Notenbank unter allen Umständen vermeiden möchte. Die Inflationsrate hat sich in der Eurozone nur ganz langsam von der Nulllinie entfernt und liegt derzeit bei 1,3%, immer noch deutlich unterhalb des Preisziels der EZB bei knapp 2%. Die ultralockere Geldpolitik dient dazu, über eine Stimulierung der Wirtschaft die Inflationsraten wieder in die Nähe der 2%-Marke zu bringen. Ein stetig aufwertender Euro konterkariert diese Politik, daher dürfte die Notenbank bei einer fortgesetzten schnellen Aufwertung und/oder EUR/USD-Niveaus deutlich oberhalb der 1,20 verbal intervenieren.

Längerfristig, d.h. zum Jahresende, könnte das Währungspaar niedriger notieren, da sich wieder stärker die Erkenntnis am Markt durchsetzen sollte, dass die Fed ihren Zinsanhebungskurs fortsetzt und ihre Bilanz normalisiert, während die EZB gerade einmal anfängt, ihre Anleihekäufe zu reduzieren, während an ihrer Nullzinspolitik noch nicht gerüttelt wird. Für eine nachhaltige Aufwertung des Euro oberhalb der Marke von 1,20 ist die geldpolitische Ausrichtung auf beiden Seiten des Atlantiks einfach zu unterschiedlich.

Anmerkung:

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der HSH Nordbank unter www.hsh-nordbank.de/publikationen_glossar.

IMPRESSUM

HSH NORDBANK AG

HAMBURG: Gerhart-Hauptmann-Platz 50, 20095 Hamburg, Telefon 040 3333-0, Fax 040 3333-34001

KIEL: Martensdamm 6, 24103 Kiel, Telefon 0431 900-01, Fax 0431 900-34002

REDAKTION UND VERSAND

Volkswirtschaft & Research

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: -15260

Sintje Boie
Analystin
Tel.: -12820

Volker Brokelmann, CFA
Credit Analyst
Tel.: -12249

Jan Edelmann
Analyst
Tel.: -15206

Patrick Harms
Analyst
Tel.: -15207

Thomas Miller, CFA
Credit Analyst
Tel.: -12056

Marius Schad
Analyst
Tel.: -15205

WEITERE ANSPRECHPARTNER DER HSH NORDBANK

Sparkassen & Financial Institutions

Thomas Benthien
Tel.: 0431-900-25000

Sales Corporates and Real Estate

Kristin Ehrhorn
Tel.: 0431-900-25152

Sales Shipping, Energy & Infrastructure

Stefan Masannek
Tel.: 0431-900-25550

Debt Capital Markets

Jan Eibich
Tel.: 0431-900-25311

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich hierbei nicht um eine Kauf- oder Verkaufsaufforderung. Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Markte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der HSH Nordbank AG nicht überprüfbaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die HSH Nordbank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation **Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der HSH Nordbank AG als auch anderer Quellen** beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen die HSH Nordbank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren.

Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die HSH Nordbank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass eine Weitergabe der vorliegenden Materialien an Dritte nicht zulässig ist. Schäden, die der HSH Nordbank AG aus der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien an Dritte entstehen, hat der Weitergebende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die HSH Nordbank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für eine Weitergabe dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Es handelt sich hierbei um eine Publikation. Diese Publikation genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.