

ZUR DIALEKTIK DES DOLLARS

Sind am Ende doch die Devisenhändler die weitsichtigsten Kapitalmarktteilnehmer? Können fast 5 Billionen US-Dollar, die täglich im Währungsmarkt in oder aus dem US-Dollar gehandelt werden, falsch liegen? Seit Mitte 2011 hat der Dollar gegenüber einem breiten Währungskorb aufgewertet. Doch zum Jahreswechsel 2016/17 endete diese Rally und der Dollar begann zu schwächeln. Also nur zwei Monate nach der Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten. Hat der Devisenmarkt antizipiert, dass Trumps unorthodoxer Politikstil der globalen Leitwährung schaden könnte? Hat er von vornherein konjunkturelle Überhitzung, steigendes Zwillingsdefizit, Aufkündigung internationaler Handelsverträge, ruppiges Vorgehen gegenüber Verbündeten und eine sinkende Attraktivität des Dollars als dominierende Abwicklungs- und Reservewährung befürchtet?

So könnte man es natürlich sehen. Und mittel- bis langfristig dürften diese Faktoren sicher noch belastend auf den Dollar wirken. Doch man könnte umgehend auch eine Handvoll anderer Gründe, zwingender Kausalitäten und eindrucksvoller Korrelationen finden, welche die Dollar-Schwäche just ab Anfang 2017 erklären. Im Nachhinein ist das bei Devisen nicht schwer. Sich aus dem großen Fundus aus kurz-, mittel- oder langfristigen Einflussfaktoren zu bedienen, um vergangene Bewegungen zu begründen. Was darf es etwa für den jüngsten Dollar-Schub von 1,25 auf 1,15 gegenüber dem Euro sein? Langfristig, die durch Italien wieder aufgeflamte Sorge um die Eurozone? Mittelfristig, die jüngst in den USA anziehende und in Europa nachlassende wirtschaftliche Dynamik? Oder kurzfristig, die Positionierung professioneller Anleger und die Charttechnik?

Wir glauben, dass man im Devisenmarkt selten weit kommt, wenn man nur auf ein Erklärungsmuster vertraut. Es wirkt eine Vielzahl von Faktoren auf Währungen, deren Einflussstärke zudem mit der Zeit variiert. In der vorliegenden Studie wollen wir zeigen, auf welche Faktoren wir uns für unsere neue Dollarprognose stützen, und warum wir der Meinung sind, dass sich bei einem Kurs von EUR/USD von 1,15 die Vor- und Nachteile des Dollars die Waage halten. Bis auf weiteres.



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

„Der Dollar hat unser Kursziel bereits erreicht. Jetzt spricht ebenso viel für wie gegen ihn.“

IN KÜRZE

- EUR/USD hat unser Ende 2017 postuliertes Kursziel von 1,15 schneller als erwartet erreicht.
- Die großen Ungleichgewichte sind unseres Erachtens abgebaut, wir sehen das Währungspaar von hier aus zunächst seitwärts handeln.
- In dieser Studie wollen wir zeigen, warum die Besonderheiten des Devisenmarktes ständige Neubewertungen und Neu-Gewichtungen vieler Variablen erfordern.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Wichtige Begriffe erklären wir in unserem Glossar. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.06.2018

DER DOLLAR UND WIR

Die Herausforderung, der wir uns als Devisenstrategen stellen müssen, liegt weniger in der Beobachtung dieser Faktoren, als in der Beurteilung, welcher Faktor wann zum entscheidenden Treiber einer Währung wird. Man kann langfristige Entwicklungen frühzeitig erkennen, und dennoch lange Zeit am Markt falsch liegen.

Wir arbeiten daher mit Modellen, welche sich im Wesentlichen auf drei Säulen stützen: Makroökonomische Fundamentaldaten, Stimmung (Sentiment) und Positionierung, sowie Markttechnik. Es handelt sich dabei nicht um ein starres, rein quantitatives Modell, sondern um ein dynamisches Rahmenwerk, welches wir regelmäßig mit unserer qualitativen Einschätzung abgleichen.

Unsere Leiterin Devisenstrategie, Stefanie Holtze-Jen, fasst ihre Arbeit so zusammen: *„Beim Währungshandel kommt es darauf an, ein gutes Gefühl für das Zusammenspiel der verschiedenen Treiber zu haben, insbesondere dafür, wann langfristige Faktoren wieder in den Fokus rücken und damit auch kurzfristige Faktoren dominieren. Wir haben neben den fundamentalen makroökonomischen Entwicklungen immer ein Auge auf die Positionierungen der Anleger und auch auf die Signale, die uns die Charttechnik liefert.“*

Während wir etwa aus strategischer Sicht schon längere Zeit auf einen stärkeren Dollar gesetzt hatten, haben wir dies taktisch in vielen unserer Portfolios erst Mitte April umgesetzt. Zu dem Zeitpunkt erschien uns einer-

seits die Positionierung der spekulativen Währungsterminhändler extrem Euro-euphorisch und gleichzeitig war der EUR/USD aus einem mehrwöchigen Seitwärtskanal ausgebrochen, was uns ein wichtiges charttechnisches Signal lieferte.

Der Dollar hat daraufhin dank einer beeindruckenden Rally unser Kursziel von 1,15 schneller als gedacht erreicht. Wir haben nun im Rahmen unserer vierteljährlichen Strategiekonferenz unseren taktischen und strategischen Dollar-Ausblick erneut überprüft. Wir sind dabei zum Schluss gekommen, dass sich auf kurze Sicht die extremen Marktpositionierungen aufgelöst haben und der Kurschart keine klaren Signale liefert. Gleichzeitig sehen wir strukturell einige Faktoren, die den Dollar langfristig und den Euro mittelfristig belasten könnten.

In Summe halten sich unserer Meinung nach diese verschiedenen Kräfte derzeit die Waage, sodass wir für die kommenden zwölf Monate von einer Seitwärtsbewegung dieses Währungspaares ausgehen. Das gilt, wie jede Prognose, auf Basis der jetzigen Lage und unserer heutigen makroökonomischen Prognosen. Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden uns aber bis Mitte 2019 genügend Ereignisse überraschen, die uns Gelegenheit geben werden, auf eine Richtung zu setzen.

DER WÄHRUNGSMARKT – DIE DIVA UNTER DEN KAPITALMÄRKTEN

„Gutes, das man kennt, kaufen, liegen lassen und reich werden.“ Der gängige Rat mancher Investorenlegende mag auf Aktien anwendbar sein. Aber nicht auf Währungen. Hier geht es um relative Wertentwicklungen, „mean reversion“ (Rückkehr zum Mittelwert) und Absicherungskosten. Also in aller Regel um häufiges Handeln und Umschichten. Das erfordert eine klare Meinung. Das ist schon insofern eine Herausforderung, als es schon zu den vergangenen Devisenbewegungen unterschiedliche Meinungen gibt.

Was hat denn dieses Jahr den Dollar getrieben? Die rekordhohe transatlantische Zinsdifferenz¹ oder die ebenfalls rekordhohen Volten, die der US-Präsident bei seiner internationalen Handels- und Abrüstungspolitik an den Tag legt? Und was wird ihn von nun an treiben? Wo steht der Dollar, wo stehen andere Währungen in zwölf Monaten?

Seien wir ehrlich: Wer die letzte Frage mit Sicherheit beantworten kann, der bräuchte eine Analyse wie diese weder zu schreiben noch zu lesen, denn er könnte umgehend genügend Gewinne aus Devisengeschäften anhäufen, um besagte Devisen anschließend mit Genuss in ihren jeweiligen Herkunftsländern auszugeben.

Zur Frage, was eine Währung treibt, sollte man als Kapitalmarktteilnehmer jedoch eine Meinung haben. Allein

¹ Die Zinsdifferenz zwischen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen beläuft sich für 2-Jährige auf 2,35 Prozent, ein 3-Jahreshoch, und für 10-Jährige auf 3,04 Prozent, ein 29-Jahreshoch. Stand: 24.04.2018

schon, weil die Währungsprognose ein wichtiger Einflussfaktor für viele andere makroökonomischen und Kapitalmarktprognosen ist. Gleichzeitig ist sie wiederum Resultat dieser anderen Prognosen. Das ist nur einer der Gründe, die Währungsprognosen so komplex machen. Dazu kommt, dass die Entwicklung einer Währung immer von der Entwicklung der anderen Währungen abhängt. Dieser relativen Sicht kann man sich auch nicht entziehen, wenn man sich anstatt eines Währungspaares die Entwicklung gegenüber einem Währungskorb anschaut. Wer sagt, dass die untersuchte Währung stark und nicht alle anderen Währungen schwach sind?

Devisenprognosen werden auch dadurch erschwert, dass jeder längere Auf- oder Abwärtstrend einer Währung bereits den Grundstein für den Gegentrend legen kann. Etwa beim Thema Wettbewerbsfähigkeit und Export: Eine starke Aufwertung kann die Exportfähigkeit schwächen, was auch der Binnenwirtschaft schaden und damit wiederum die Währung unter Druck setzen könnte. Eine weitere Besonderheit des Devisenmarktes ist, dass es wohl keinen anderen Finanzmarkt gibt, in dem so ein großer Anteil der Teilnehmer ohne Gewinnerzielungsabsicht handelt. George Saravelos hat in einer Studie der Deutschen Bank² geschätzt, dass auf Parteien wie etwa Zentralbanken, Touristen, Unternehmen und andere, die mit dem Kauf und Verkauf von Währungen selber keinen Gewinn erzielen wollen, fast 50 Prozent des Devisenhandels entfallen. Das lässt zwar Zweifel an der Effizienz dieses Marktes im akademischen Sinne zu, kann aber gleichzeitig

höhere Gewinnchancen für spekulativ handelnde Anleger bedeuten. Doch auch dies löst die Hauptproblematik der Devisenprognose nicht: die Vielzahl der möglichen und tatsächlichen Einflussfaktoren. Sind es 10, 100 oder 498 Faktoren, die ein Währungspaar treiben? Ist es nur noch eine Frage der Zeit, bis „Big Data“ und künstliche Intelligenz nachweisen können, dass selbst der berühmte Sack Reis, der in China umfällt, den Renminbi-Kurs beeinflusst? Vielleicht. Bis es soweit ist, gehen wir jedoch weiter davon aus, dass auch bei Devisen das Paretoprinzip greift: Eine kleine Anzahl von Faktoren erklärt einen Großteil der Bewegung. Viel einfacher wird das Ganze dadurch allerdings nicht, denn der Erklärungsgrad der einzelnen Faktoren verändert sich mit der Zeit, ebenso wie der Grad an Interdependenzen der einzelnen Faktoren. Bevor man vor dieser Komplexität jedoch kapituliert, sollte man die menschliche Urteilskraft nicht ganz unterschätzen.

Der Dollar – an ihm hängt, zu ihm drängt, noch alles

In den folgenden Abschnitten gehen wir auf einige der Faktoren näher ein, die wir als wesentliche Treiber sehen, oder die im Markt derzeit am häufigsten als Treiber diskutiert werden. Wir beginnen dabei am langfristigen Ende. Das Thema, inwieweit Devisenmärkte überhaupt prognostizierbar sind, bleibt uns auch bei den verschiedenen Zeithorizonten erhalten.

Meese und Rogoff wiesen 1983 darauf hin, dass klassische ökonomische Modelle langfristige Währungsverschiebungen ganz gut in den Griff

bekämen, nicht aber die kurzfristigen Schwankungen.³ Andererseits war in der jüngsten Vergangenheit aber beobachtbar, dass vor allem kurzfristige Signale wie Positionierungen und Sentiment hohe Erklärungskraft hatten, was wir auch in unseren Einschätzungen berücksichtigt haben. Um ein Problem kommen aber weder Akademiker noch Praktiker bei der Analyse des Währungsmarktes herum: die aus statistischer Sicht unerquickliche Datenlage. Viele Zeitreihen gehen nur wenige Dekaden zurück. Das klingt zunächst nach viel, ist aber angesichts der Tatsache, dass in diese Periode nur wenig langfristige Regimeänderungen (wie Zinszyklen, Wirtschaftszyklen, Defizitzyklen) fielen, doch wieder recht wenig.

Die lange Sicht: Verspielt der Dollar seine Vormachtstellung?

Selbst kurzfristig orientierte Anleger kommen nicht umhin, die längerfristigen Besonderheiten des Dollars im Hinterkopf zu behalten. Auch, weil einige von diesen immer wieder herangezogen werden, um kurzfristige Bewegungen zu begründen, für die man sonst keine Erklärung zur Hand hat. Zu den Faktoren, die den Dollar strukturell stützen, zählen:

- _ Die dominierende Rolle, die der Dollar im internationalen Handel spielt. Über die Hälfte des transnationalen Handels wird in Dollar abgerechnet, gegenüber einem Drittel in Euro.
- _ Rund zwei Drittel aller bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) gemeldeten Devisenreserven der Zentralbanken lauten auf Dollar.
- _ An fast 90 Prozent der Devisentransaktionen ist der Dollar beteiligt.

² „Alive and Kicking: A Guide to FX as an Asset Class“, Deutsche Bank AG/London, 02/05/2018

³ Richard A. Meese/ Kenneth Rogoff „Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they fit Out of Sample?“, Journal of International Economics 14 (1983)

Dieser Heimvorteil erfreut Staat und US-Firmen gleichermaßen. So profitiert ersterer nach Schätzungen des ehemaligen Präsidenten der US Federal Reserve (Fed), Ben Bernanke, in Höhe von 20 Milliarden Dollar pro Jahr an den unverzinst im Ausland gehaltenen Dollarreserven. Und US-Firmen profitieren, da sie sich auf internationaler Bühne die Währungsabsicherungsstrategien und -kosten sparen können. Nachteilig für die US-Wirtschaft ist die Währung nur in einem Fall: Da der Dollar als sicherer Hafen gilt, verteuert er sich just in wirtschaftlichen Krisenzeiten, was somit die Exportbedingungen der US-Firmen kurzfristig belastet.

Inwieweit die globale Leitwährung das Prädikat „wertvoll“ verdient, steht auf einem anderen Blatt, wie die untere Grafik zeigt. Der Bezeichnung „Hartwährung“ für den Dollar muss zumindest eine recht eigenwillige Definition von „hart“ zugrunde liegen. Allerdings gilt das mittlerweile für fast alle Währungen, die landläufig als „hart“ bezeichnet werden. Zumindest dem Schweizer Franken kann man noch einen gewissen Härtegrad attestieren.

Wem auch der Franken noch zu virtuell ist, für den haben wir die Grafik um die Entwicklung des Dollars relativ zu Gold ergänzt. Die Formulierung, Gold habe in Dollar gerechnet über die vergangenen 47 Jahre im Schnitt acht Prozent Rendite jährlich abgeworfen, würde wohl keiner wählen. Trotz jahrtausendlanger menschlicher Wertschätzung wirft dieses tote Material nun mal keine Rendite ab.

Die Feststellung, der Greenback habe in dieser Zeit 97 Prozent an Wert verloren, ist da schon zutreffender. Dem hätte wohl selbst jener Herr zugestimmt, den viele für die Dollarschwäche seit der Jahrtausendwende verantwortlich machen: Alan Greenspan, Präsident der Fed von 1987 bis 2006. Er meinte, dass Gold eine herausragende Währung sei, der kein Kunstgeld, inklusive dem Dollar, das Wasser reichen könne⁴.

Nicht nur in diesem Zusammenhang wirkt der legendäre Ausspruch des ehemaligen US-Finanzministers John Connally so zynisch wie zutreffend: „Der Dollar ist unsere Währung und eurer Problem.“ Damit überraschte er seine europäischen Amtskollegen im November 1971. Also drei Monate nachdem Richard Nixon mit der

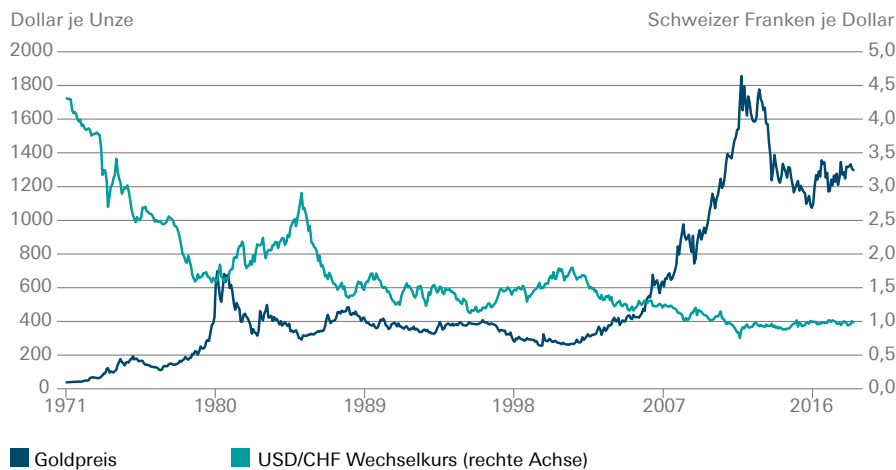
Abschaffung der Goldbindung den Dollar zu einer Fiat-Währung machte und rund zwei Jahre, bevor das Bretton-Woods-Regime beendet wurde.

Amerika ist mit dieser Strategie bisher allerdings ganz gut gefahren. Schließlich importieren die USA seit Jahrzehnten mehr Waren als sie exportieren, und finanzieren dies, indem sie dem Ausland Staatsanleihen in einer Währung verkaufen, die gegenüber einem Währungskorb langfristig an Wert verloren hat. Doch aufgrund des oben beschriebenen Sonderstatus des Dollars kann sich diese Währung einiges erlauben, bevor sie abgestraft wird.

Wo sich die Finanzierungskosten anderer Staaten sofort verteuern würden, profitieren die USA sogar dann

DER DOLLAR RELATIV ZUM FRANKEN UND ZU GOLD

Die weichen Kurven einer sogenannten harten Währung



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 19.06.2018

⁴ Aus einer Rede vor dem US Think Tank „Council on Foreign Relations“ im Oktober 2014: „Gold ist eine Währung. Alles deutet daraufhin, dass es nach wie vor eine primäre Währung ist, an die keine Fiatwährung, auch nicht der Dollar, heranreicht“.

vom „safe haven“ Status, wenn sie selber der Ausgangspunkt einer Krise sind. Gleichzeitig kann es sich keine Zentralbank erlauben, ihre Geldpolitik unabhängig von der Fed zu gestalten.

POLITISCHES RISIKO UND WÄHRUNGSSTÄRKE

Über den Einfluss der Politik auf die Stärke einer Währung lässt sich ebenso trefflich streiten, wie über Politik selbst. Zyniker würden ohnehin behaupten, dass die Qualität des Führungspersonals im Weißen Haus unerheblich für die Währung sei, da die Überzeugungskraft des Dollars und der US-Staatsanleihen vor allem auf der militärischen Stärke der USA beruhe. Aber damit lassen sich mittelfristige Wertschwankungen natürlich nicht erklären.

Muss der Dollar Trump fürchten...

Wir hatten eingangs bereits die Frage aufgeworfen, ob es nur Zufall war, dass die Dollar-Schwäche just kurz nach der Wahl des neuen Präsidenten einsetzte. Unabhängig davon mehrten sich nun die Warnungen auch in den USA, dass die erratische Politik Trumps, in der die Grenze zwischen Verbündeten und Gegnern sehr durchlässig scheint, der Vormachtstellung des Dollars schaden könne. Mit seiner Abneigung gegenüber langfristig ausgerichteten, verbindlichen, multilateralen außen- und wirtschaftspolitischen Abkommen und seiner Präferenz für kurzfristig verhängte Strafmaßnahmen und Sanktionen auch verbündeten Staaten gegenüber,

macht es Trump global agierenden Firmen und Banken nicht leicht, sich für den Dollar als Verrechnungswährung zu begeistern. Insbesondere, da die USA in den letzten Jahren immer wieder gezeigt haben, wie sie über das Dollar-System ihre Außenpolitik auch auf Drittstaaten und ihre Unternehmen ausgewälzt haben.

Die Washingtoner Professoren Farell und Newman⁵ legten kürzlich an zwei Beispielen dar, wie Trumps inkohärente Wirtschaftspolitik dem Dollar zusetzen könnte. Einerseits zeigte sich Trump mit seiner Kehrtwende in der Behandlung eines chinesischen Telekommunikationsausrüsters sehr konzilient. Andererseits droht er europäischen Firmen, die im Vertrauen auf die Vertragstreue Amerikas beim Iran-Atomabkommen dort investiert hatten, mit Sanktionen, sollten sie diese Geschäfte nicht binnen weniger Monate beenden. Diese Mischung aus Unberechenbarkeit und drakonischen Maßnahmen könnte langfristig, so Farell und Newman, dazu führen, dass die ins Visier geratenen Staaten und Firmen, auch US-Verbündete, versuchen, sich vom US-geführten globalen Finanzsystem unabhängiger zu machen.

Dem könnte man noch hinzufügen, dass Trumps „America-first“-Politik, die auch den Austritt aus zahlreichen internationalen Partnerschaften beinhaltet, bisher oft dazu geführt hat, dass die restlichen Partner die Verhandlungen dann ohne die USA umso vehementer vorantrieben. Kürzerfristig stehen den USA mit den Zwischenwahlen im November noch

politisch turbulenteren Zeiten an. Egal, ob Trump durch die Wahl die Mehrheit in einem oder beiden Häusern des Kongresses verliert, oder er sogar gestärkt aus der Wahl hervorgeht, dürfte allein schon der Wahlkampf das Risiko überraschender Schlagzeilen oder Tweets erhöhen.

...oder aktuell der Euro Italien, oder gar Berlin?

Mit den Schwierigkeiten der Regierungsbildung in Italien und insbesondere der Aussicht, dass eine Koalition der Lega mit der Fünf-Sterne-Bewegung ihr Heil in fiskalischer Großzügigkeit bei völlig ungewisser Gegenfinanzierung suchen könnte, sind seit Mai jedoch wieder die Widerstandskraft und die möglichen Geburtsfehler der Gemeinschaftswährung in den Fokus gerückt. Unübersehbar ist, wie die Ausweitung der italienischen Renditen mit der Schwäche des Euros einherging.

Dazu kommt die sich seit Mitte Juni zuspitzende Regierungskrise in Berlin. Die auf eine schärfere Migrationspolitik pochende CSU dürfte es ihrer großen Schwesterpartei schwer machen, ihren europafreundlichen Kurs beizubehalten. Rückenwind dürfte dies dem Euro kurzfristig kaum verleihen.

⁵ Washington Post vom 14. Mai 2018. https://www.washingtonpost.com/news/monkey-cage/wp/2018/05/14/trumps-u-turn-on-chinese-mega-firm-zte-damages-u-s-power-and-credibility/?noredirect=on&utm_term=.3b39a3c5fd57

Schaut man sich jedoch mittelfristig den Zusammenhang zwischen Euro und dem politischen Risiko der Eurozone (gemessen an den BIP-gewichteten mittleren Renditeaufschlägen der Peripherieländer) an, so lässt sich über 15 Jahre keine hohe Korrelation feststellen. Selbst zum Höhepunkt der Eurokrise notierte der Euro gegenüber dem Währungskorb nicht so schwach wie in den Jahren 2015 und 2016. Der Weg von politischen Entscheidungen hin zur Währungsstärke scheint also zumindest bei den Schwergewichten der Industrienationen weit zu sein.

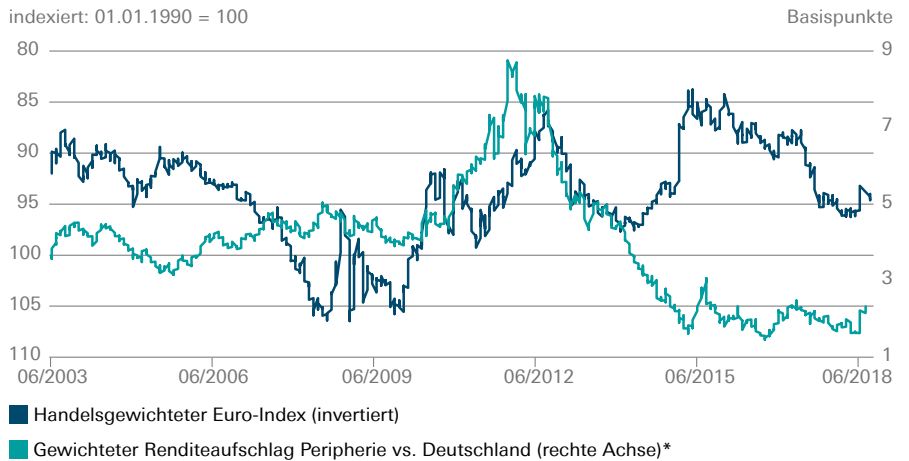
Leistungsbilanz und Haushalt tangieren den Dollar schon

Spätestens mit der Verabschiedung der schuldenfinanzierten Steuerergänzung durch die Regierung Trump Ende 2017 führten viele die Dollar-Schwäche auf das seit 2017 steigende Zwillingdefizit der USA zurück, welches durch dieses Steuerpaket weiter ins Minus rutschen dürfte. So rechnet das Congressional Budget Office (CBO) mit einem Anstieg des Defizits in Prozent vom BIP von 6,4 Prozent im vergangenen Jahr auf 8,4 Prozent im Jahr 2022. Folgt daraus ein schwächerer Dollar? Nicht zwingend, wenn man sich die Grafik anschaut. Zwar geht seit Mitte der 1990er Jahre tendenziell ein höheres Defizit mit einem schwächeren Dollar einher, mit der Ausnahme der Boom- und Krisenjahre 2006–09. Doch Ausmaß und zeitliche Nähe variieren stark. Bemerkenswert sind die 1980er Jahre, als das Saldo erstmals seit dem zweiten Weltkrieg deutlich ins Minus fiel.

Dem Dollar machte das lange nichts aus, sein Außenwert stieg sogar zunächst fünf Jahre an. Erklären

RENDITEAUFSCHLAG DER EURO-PERIPHERIELÄNDER

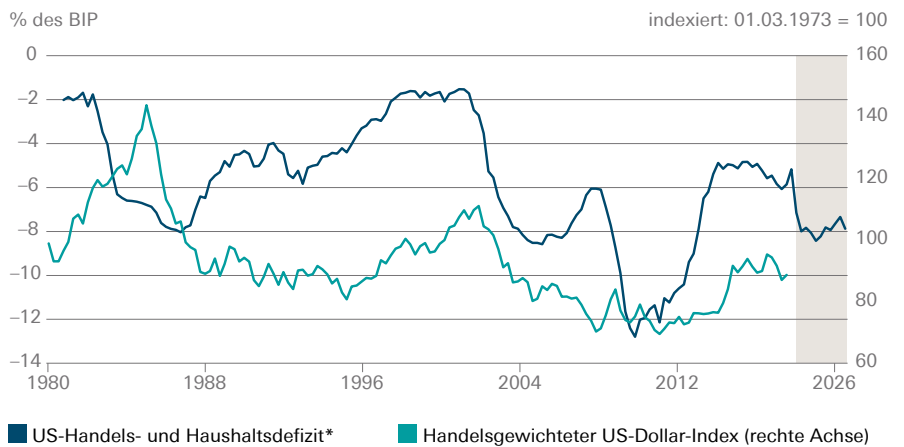
Dieses Krisensignal tangiert den Euro mittelfristig kaum



* BIP-gewichteter Risikoaufschlag der Staatsanleiherenditen der Peripherieländer Italien, Spanien, Portugal, Griechenland und Irland zu deutschen Bundesanleihen (10 Jahre)
Quellen: Thomson Reuters Datastream; Stand: 19.06.2018

DAS US-ZWILLINGSDEFIZIT WÄCHST WIEDER

Dollarstärkend wirkte es bisher nur einmal



* Gleitender Viermonatsdurchschnitt; ab 2018 Schätzungen vom Congressional Budget Office
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Congressional Budget Office; Stand: 19.06.2018

lässt sich das wohl damit, dass man sich vom neu gewählten Präsidenten Ronald Reagan neoliberale Wirtschaftsreformen erhoffte. Und tatsächlich zog das Wachstum bis Mitte der 1980er Jahre spürbar an.

Ob man Trumps aktuelles Fiskal- und Schuldenprogramm mit ähnlichen Erwartungen verbinden sollte, bleibt allerdings fraglich. Schließlich wird nun eine Wirtschaft befeuert, die sich mit rekordniedrigen Arbeitslosenzah-

len ohnehin in guter Verfassung und im Spätherbst ihres Zyklus befindet. Rückenwind dürfte das Zwillingsdefizit dem Dollar wohl keinen verleihen, ob es für Gegenwind reicht, dürfte wohl auch davon abhängen, inwieweit das Defizit das Wirtschaftswachstum doch stimulieren kann.

Finanzierungsbedarf der USA und Abstinenz der Zentralbank

Über das Thema Haushaltsdefizit landet man zwangsläufig bei den Themen Finanzierungsbedarf und Staatsanleiheemissionen, welche wiederum beide währungstreibend sein können. Es wird erwartet, dass das US-Finanzministerium seine Geldaufnahme 2018 gegenüber dem Vorjahr auf 1,3 Billionen Dollar verdoppeln muss. So viel musste die Regierung zuletzt 2010 aufnehmen.

Dies geschieht just zu einem Zeitpunkt, in dem die Fed ihren eigenen Bestand an US-Staatsanleihen wieder abbaut. Bei zunächst gleichhoher Nachfrage dürfte ein höheres Angebot zu steigenden Finanzierungskosten, also einer höheren von den Investoren erwarteten Rendite für US-Staatsanleihen führen.

Daraus aber auf einen stärkeren Dollar zu schließen, wäre falsch. Erstens wird die Anlage in Staatsanleihen auch bei höherem Coupon nicht wirklich attraktiver, wenn dieser auf einer höheren Inflationskomponente beruht, was wiederum einer späteren Dollarabwertung den Weg bereiten könnte. Zweitens würden die zusätzlichen Treasury-Käufe ja nicht zuletzt dazu dienen, das durch das Zwillingsdefizit geschaffene höhere Dollar-Angebot aufzunehmen.

Die Eurozone hingegen exportiert wieder Güter und Geld

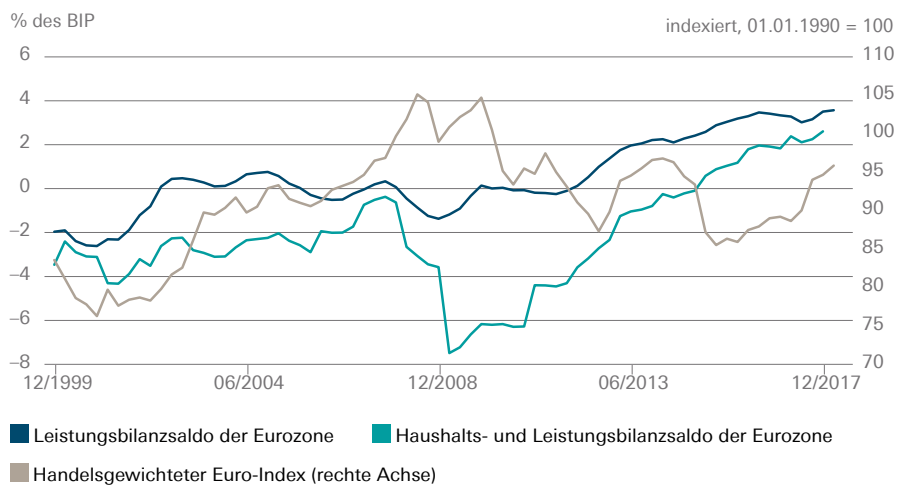
Der Vollständigkeit halber wollen wir auch einen Blick auf entsprechende Salden der Eurozone werfen. Während die Leistungsbilanz fast zehn Jahre lang nahezu ausgeglichen war, ist sie seit 2012 weit ins positive Terrain vorgedrungen und eilt von Rekord zu Rekord. Im ersten Quartal 2018 entsprach der Leistungsbilanzüberschuss 3,6 Prozent vom BIP. Darauf wurde wohl auch der US-Präsident

aufmerksam gemacht. Was insofern unglücklich ist, da diese Kennzahl eine tragende Säule seines außenpolitischen Koordinatensystems ist.

Auch wenn man sich beim Anblick der Grafik zunächst schwertut, einen Zusammenhang zwischen Euro und Leistungsbilanz- oder Zwillingsdefizit zu erkennen, dürfte dieser wohl deutlicher erkennbar werden, wenn man die Sondereinflüsse von Finanz- und späterer Eurokrise berücksichtigt.

AUCH DIE EUROZONE HATTE MAL EIN ZWILLINGSDEFIZIT.

Jetzt zieht der Leistungsbilanzüberschuss alles ins Plus.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg Finance L.P.; Stand: 19.06.2018

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.06.2018

Kaufkraftparität: Leuchtet ein und funktioniert langfristig

Was dem Finanzinvestor die Zinsparität ist dem Touristen und Warenimporteur, beziehungsweise -exporteur die Kaufkraftparität⁶. Dass man für einen bestimmten Warenkorb in zwei Ländern theoretisch den gleichen Preis bezahlen sollte, leuchtet ebenso ein wie der Umstand, dass dieser Parität in der Praxis einige Hindernisse im Weg stehen (national unterschiedliche Präferenzen bezüglich des Warenkorbes, Handelshemmnisse, etc.). Doch wie ein Blick auf die obere Grafik zeigt, schafft der nach Kaufkraftparität berechnete Wechselkurs es immerhin, mittel- bis langfristig dem Kassakurs als Richtschnur zu dienen. Einen allzu großen Abstand zum Kaufkraftparitätskurs hält der Kassakurs jedenfalls nicht lange aus.

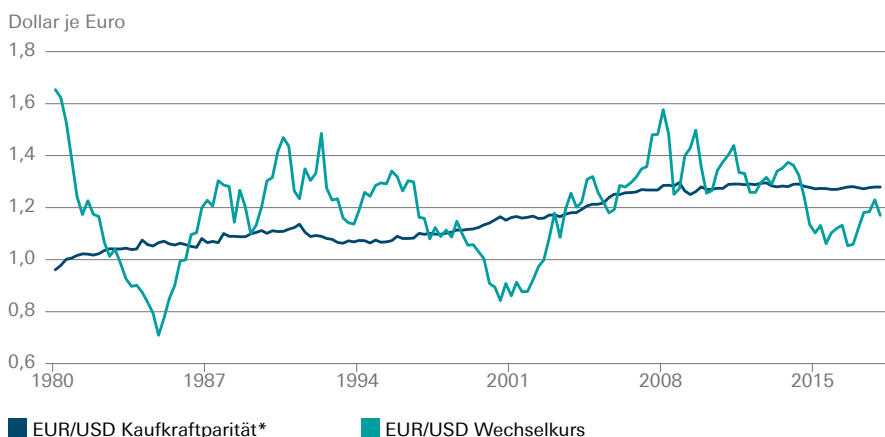
Unterschiedliche Wachstumsprognosen und Prognoseänderungen

Kommen wir zurück zur Bedeutung vom Wirtschaftswachstum für Devisenkurse. Insbesondere der Veränderungen der prognostizierten Wachstumsraten zweier Länder, und damit der Wachstumsdifferenz, messen wir für die Wechselkursentwicklung eine größere Bedeutung zu.

Aus der unteren Grafik lassen sich drei Dinge erkennen: 1. Für 2018 und 2019 erwarten die Ökonomen⁷ ein höheres Wachstum in den USA als in der Eurozone. 2. Dieser Abstand hat sich im Laufe des vergangenen Jahres verringert, als Europas wirtschaftliche Entwicklung positiv überraschte. 3. Mit zunehmender Gewissheit,

KAUFKRAFTPARITÄT

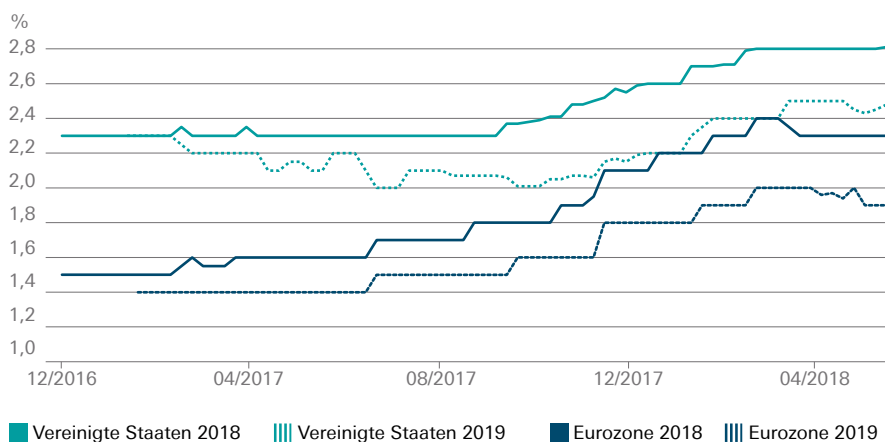
Langfristig zuverlässige Richtschnur für den Kassakurs



* Nach Oxford Economics
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg Finance L.P.; Stand: 19.06.2018

WACHSTUMSPROGNOSEN

Auf die Veränderung kommt es an



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 19.06.2018

dass das Steuerpaket verabschiedet werden würde, wurden auch die US-Wachstumsprognosen angehoben.

(Ob und in welchem Maße die Steuerreform nicht nur über kurzfristig höhere Wachstumsprognosen sich

⁶ Gilt neben der Zins- auch die Kaufkraftparität spricht man von realer Zinsparität.

⁷ Konsensschätzung laut Bloomberg

positiv auf den Dollar auswirkt, etwa über die Repatriierung der im Ausland gehaltenen Gewinne, wurde viel diskutiert.) Der Markt fällt seine Entscheidung rasch: der Dollarindex gab nach. Unserer Meinung nach ist das Repatriierungsvolumen insgesamt zu gering, um den Dollar über längere Zeit zu stützen.

Im Lichte der jüngsten amerikanischen und europäischen Frühindikatoren, sowie der Ereignisse in Italien hat sich der Abstand wieder erhöht, was dem Dollar auch Rückenwind verschaffte. Ende Juni haben wir unsere Wachstumsprognosen für das laufende Jahr für die USA von 2,6 auf 2,8 Prozent erhöht und für die Eurozone von 2,3 auf 2,2 Prozent gesenkt. Für 2019 rechnen wir in den USA mit 2,6 und in der Eurozone mit 1,9 Prozent Wirtschaftswachstum.

DIE ZINSSTRUKTURKURVE – WEITERHIN DAS PROGNOSEWUNDER?

Wer auf Prognosen bezahlter Kapitalmarktbeobachter wenig gibt, kann sich auch anschauen, welche Konjunkturprognosen sich aus tatsächlichen Vermögensflüssen ergeben. Gemeinhin gilt die Zinsstrukturkurve (kurz: Zinskurve) als guter Konjunkturindikator – jeder US-Rezession seit dem zweiten Weltkrieg ging eine inverse Zinskurve voraus.

Die 10-jährigen US-Staatsanleihen rentierten also niedriger als die 2-jährigen Papiere. Seit Anfang 2014 hat sich die US-Zinskurve kontinuierlich der Null-

linie genähert. Das bisherige Zyklustief von 35 Basispunkten wurde erst vor kurzem erreicht. Da die langfristigen Zinsen langsamer als die kurzfristigen stiegen, spricht man in diesem Fall von einem „Bear Flattener“, wörtlich also eine „bärische“ Verflachung. Der Bär in diesem Zusammenhang führt schnell in die Irre, denn dieses Umfeld ist historisch gesehen gut für Aktienanlagen.

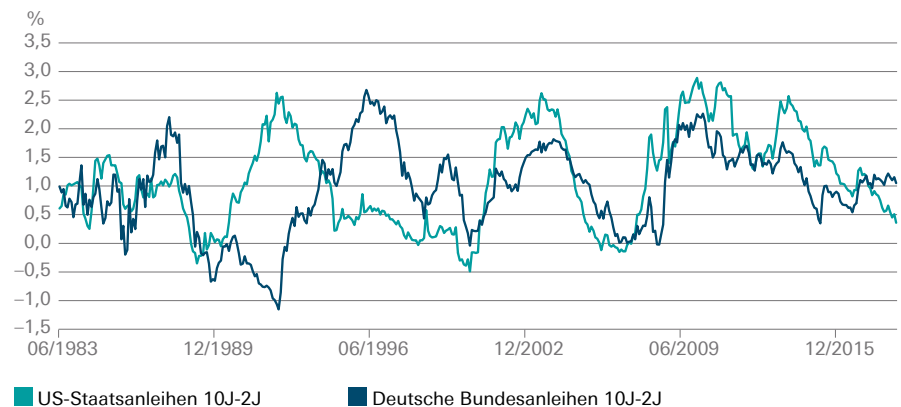
Die Wirtschaft befindet sich im Spätzyklus und die Zentralbank beginnt, mit Zinserhöhungen einer Überhitzung zu begegnen. Ein noch besseres Umfeld für Aktien gibt es lediglich im Falle eines „Bear Steepeners“, wenn also die Zinskurve aufgrund einer stark anziehenden Konjunktur und damit einhergehender steigender Zinsen am langen Ende steiler wird. Dies ent-

spricht derzeit der Struktur des deutschen Staatsanleihemarktes. Somit stünden Deutschland, stellvertretend für die Eurozone, dynamischere Jahre ins Haus als den USA.

Es ist jedoch fraglich, ob die Ausgaskraft der Zinskurve als Ergebnis der ultralockeren Zentralbankpolitik nicht deutlich gelitten hat. Insbesondere den deutschen Zins scheinen weiter andere Kräfte zu treiben als die Wirtschaftsaussichten. Ohnehin zeigt ein Blick auf die untere Grafik, dass sich zwischen dem EUR/USD-Wechselkurs und dem Abstand der Renditekurven zueinander kein brauchbarer Zusammenhang erkennen lässt. Dies ändert sich auch nicht, wenn man die Zinskurve um 12 oder 18 Monate nach vorne schiebt.

DIE ZINSKURVEN IN DEN USA UND DEUTSCHLAND

Wie gut spiegeln sie derzeit den Wirtschaftszyklus wider?



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 19.06.2018

Wechselkurs und Zinsabstände

Gehen wir einen Rechenschritt zurück und gucken uns das Währungs-paar relativ zum Renditeabstand der zwei- und der zehnjährigen US- und deutschen Staatsanleihen an. Hier lässt sich langfristig schon eher ein Zusammenspiel entdecken, allerdings beträgt der Korrelationskoeffizient dennoch nur -0,56 für 10-jährige und -0,5 für 2-jährige Papiere. Betrachtet man lediglich die Zeitspanne ab 2008, steigen die Werte immerhin auf -0,77 und -0,78.

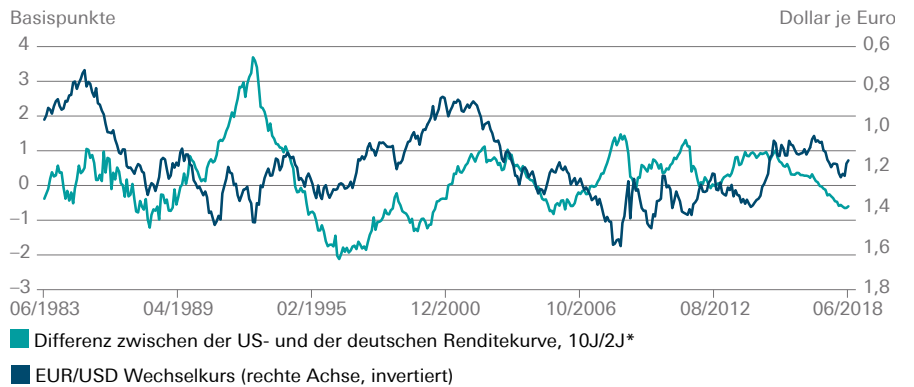
Doch was, wenn der Renditeabstand auch auf Inflationsunterschiede zurückzuführen ist? Sollte eine Betrachtung der realen Renditeabstände nicht zu besseren Resultaten führen? In der Tat vergleicht sich die Korrelation⁸ von -0,44 für die Gegenüberstellung USD/EUR mit der nominalen Zinsdifferenz (10-Jährige) mit -0,69, wenn man die reale Zinsdifferenz nimmt. Das überrascht nicht, sollte die Währungsstärke mittel- bis langfristig doch mit der (realen) Wirtschaftskraft eines Landes zusammenhängen.

Zuletzt wollen wir noch einen Blick auf das kürzere Ende (der Zinskurve) werfen. Können Unterschiede in den nominalen und realen Leitzinsen der Zentralbanken Währungsverschiebungen erklären? Die Grafik scheint auch hier langfristig zumindest anzudeuten, dass die Zentralbankentscheidungen nicht spurlos an den Währungsmärkten vorbeigehen. Allerdings hat sich mit dem Öffnen der Schleusen seitens der EZB 2015 jeder Zusammenhang aufgelöst.

⁸ Wegen der Turbulenzen rund um das Ende von Bretton Woods erst ab Anfang April 1973 gemessen.

ZINSKURVENABSTAND USA UND DEUTSCHLAND VERSUS EUR/USD

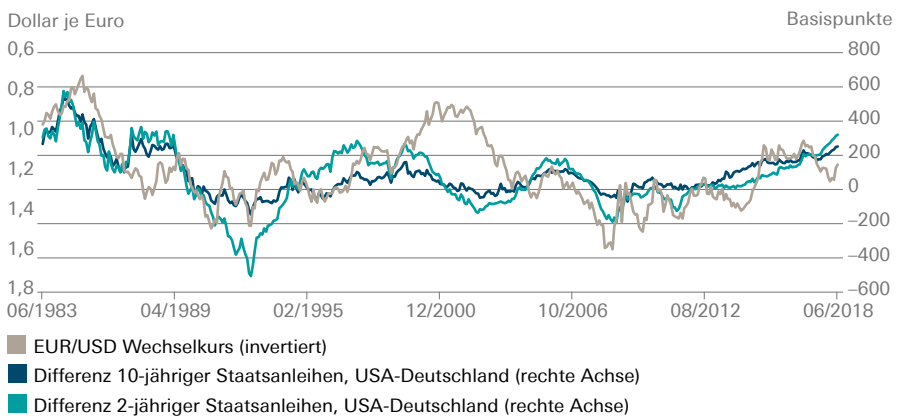
Als treibende Kraft kommen unterschiedliche Zinskurvenentwicklungen in Frage



*Die 10J/2J Renditekurve beschreibt die Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen Staatsanleihen
 Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 19.06.2018

NOMINALER RENDITEABSTAND USA UND DEUTSCHLAND

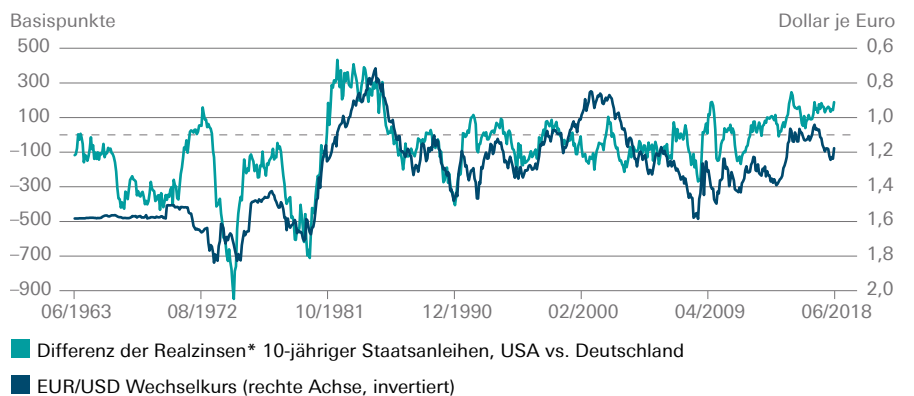
Treibt das Währungs-paar hin und wieder



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 18.06.2018

REALER RENDITEABSTAND USA UND DEUTSCHLAND

Treibt das Währungs-paar schon deutlich öfter



*10-jährige Staatsanleihen abzüglich Konsumentenpreis-inflation
 Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 19.06.2018

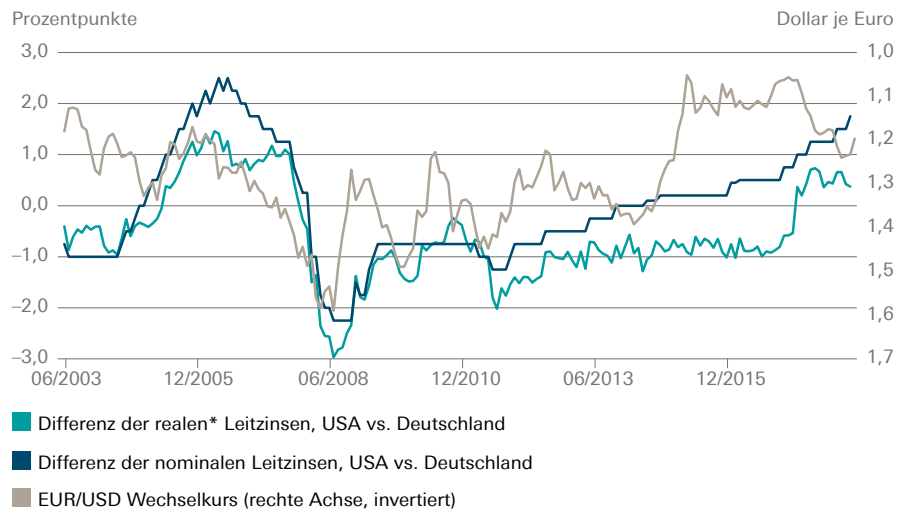
Die Verlautbarungen der amerikanischen und der europäischen Zentralbank nach ihren jüngsten Sitzungen Mitte Juni lassen mit hoher Wahrscheinlichkeit darauf schließen, dass der Renditeabstand noch weiter ansteigen wird. Während sich die EZB überraschenderweise darauf festgelegt hat, ihre Leitzinsen bis über den Sommer 2019 unverändert zu belassen, hat die Fed zu erkennen gegeben, dass sie 2018 noch zwei weitere und 2019 drei Zinserhöhungen erwartet. Also eine aggressivere Fed und eine zurückhaltendere EZB. Der Euro verlor nach der EZB-Entscheidung über zwei Prozent gegenüber dem Dollar.

Wer Währungsbewegungen mit den unterschiedlichen Renditepotenzialen zweier Länder erklären will, muss sich allerdings auch Gedanken darüber machen, welcher Investor in welcher Form von diesen Renditedifferenzen profitieren kann. Egal, ob die Investition ins Ausland über die Realwirtschaft, den Aktienmarkt oder den Rentenmarkt erfolgt, stets stellt sich die Frage, ob der heimische Anleger seine Investition gegenüber Währungsschwankungen absichern möchte. Was diese Absicherung kostet, lässt sich am einfachsten über die Preise am Terminmarkt, genauer gesagt die Forwards ableiten, deren Preisfindung wiederum stark der Zinsparität folgt.

Die Grafik zeigt die Absicherungskosten für drei verschiedene Anlageperioden. Einfach gesagt: Wer sein Geld in amerikanische statt in deutsche Anlagen investiert, muss sich entweder absichern, was ihn rund drei Prozentpunkte kostet. Oder er geht ungesichert in das Geschäft und muss darauf spekulieren, dass die Währung nicht in dem Maße abwertet, wie es

ABSTAND DER LEITZINSEN DER FED UND DER EZB

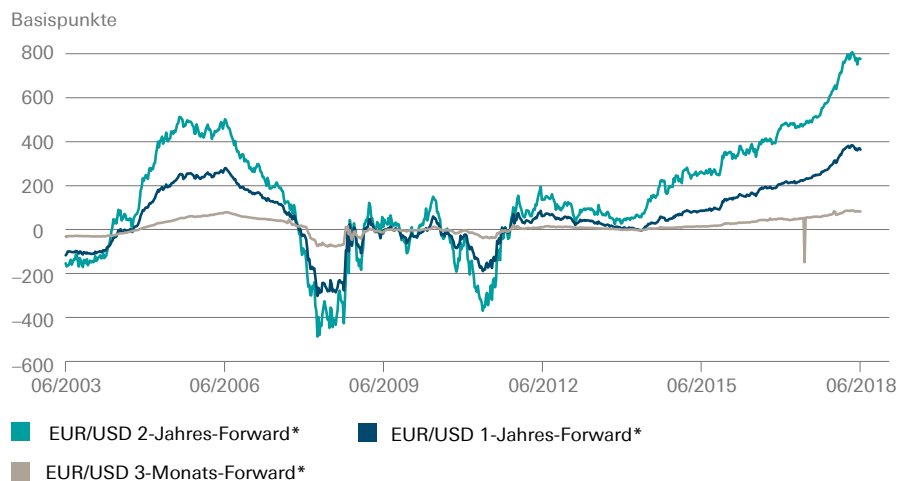
Ob real oder nominal, zuletzt konnten sie EUR/USD kaum erklären



*USA: Federal Funds Rate, Deutschland: EZB-Refinanzierungssatz, jeweils abzüglich Kern-Konsumentenpreis-inflation. Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 24.05.2018

EUR/USD-TERMINMARKTKURSE FÜR VERSCHIEDENE LAUFZEITEN

Absicherung frisst Rendite auf



*Forwardkurse werden auf Basis des aktuellen Währungskurses und der jeweiligen Zinsen der beiden Länder so errechnet, dass sich keine Arbitragemöglichkeit ergibt. Die Daten sind nicht annualisiert. Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 19.06.2018

die Zinsparität suggerieren würde. Die hohen Absicherungskosten dürften dieses Jahr jedenfalls viele ausländische Investoren davon abgehalten haben, den Renditeverlockungen der USA zu folgen.

dische Investoren davon abgehalten haben, den Renditeverlockungen der USA zu folgen.

VON DEN EXTERNEN ZU DEN INTERNEN TREIBERN DES WÄHRUNGSMARKTES

Wir haben bisher anhand einiger Grafiken versucht zu beleuchten, welche Faktoren überhaupt einen Einfluss auf Währungsbewegungen haben. Das sagt allerdings noch recht wenig über die Brauchbarkeit dieser Faktoren zur Erzielung von Überrenditen am Währungsmarkt aus. Denn dazu müssten die angeführten Variablen der Währungsbewegung vorweglaufen. Doch das ist den Grafiken nicht zu entnehmen. Ob gleichzeitig, vor- oder nachläufig, alles ist beobachtbar. Es verhält sich damit ähnlich wie am Aktienmarkt: Die Einkaufsmanagerindizes mögen der Realwirtschaft zeitlich vorgelagert sein. Aber mit ihrer Bekanntmachung sind sie auch schon in den Kursen reflektiert, was letztlich ja auch ein Merkmal effizienter Kapitalmärkte ist.

Wenn die Einkaufsmanager die Auguren für die Realwirtschaft sind, so sind es die spekulativ orientierten Händler an den Terminbörsen für den Devisenmarkt. Zwar haben Thomas Klitgaard und Laura Weir von der New Yorker Federal Reserve in einer Studie von 2004 gezeigt, dass Termin- und Kassamarkt nahezu parallel laufen und der Terminmarkt daher keine Prognosekraft besitzt.⁹

Unsere Grafik rechts erzählt unseres Erachtens jedoch eine andere Geschichte. Erstens kommt man nicht umhin ab dem Jahr 2008 einige Wendepunkte zu entdecken, in denen die Positionierungen dem Währungsverlauf vorauslaufen. Zweitens ist

TERMINBÖRSEN: WIE LIEGEN DIE PROFIS?

Zu gut, um als Kontraindikator zu dienen



* Differenz der Kauf- und Verkaufspositionen
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 19.06.2018

es frappierend, wie, entgegen jeder Lehrbuchmeinung, die Euro-Positionen fast zeitgleich mit dem Beginn des Anleihekaufprogramms der EZB ausgebaut wurden. Wir hatten ein ähnliches Phänomen, nämlich die Renditeausweitung europäischer Staatsanleihen ab dem gleichen Zeitpunkt, damit begründet, dass der Markt auf Worte, nicht auf Taten handelt.

Positionierung und Chartsignale als Auslöser, taktisches und strategisches Signal zu synchronisieren

Für unsere Dollar-Entscheidungen dieses Jahr haben die Positionierungen an der CME eine wichtige Rolle gespielt. Insbesondere die historisch extrem optimistischen Euro-Terminkäufe seit Anfang des Jahres haben uns stutzig gemacht. Nachdem wir für zur Überzeugung gelangt sind, dass die Anleger in ihrer Dollar-Skepsis und Euro-Euphorie etwas zu weit

gegangen waren, haben wir nur noch auf den richtigen Zeitpunkt gewartet, um unsere Meinung auch taktisch umzusetzen.

Dies geschah am 24. April letztlich auch aufgrund der Signale, die uns die Charttechnik lieferte.

„Gerade wenn man davon ausgeht, dass der Markt sich in gewinn- und nichtgewinnorientierte Anleger in etwa zweiteilt, können Chartformationen hervorgerufen werden, wichtige Informationen enthalten“, meint dazu Stefanie Holtze-Jen.

⁹ Klitgaard/ Weir: „Exchange rate changes and net positions of speculators in the futures market“, FRBNY Economic Policy Review, May 2004. Die Autoren stellen auf Basis von Handelsdaten von 1993 bis 2003 fest, dass man mit dem Wissen über die Positionierung spekulativer Anleger zwar zu 75 Prozent die Währungsbewegung erklären könnte. Aber nur für die jeweils gleiche Woche. Als Prognosewerkzeug für die kommende Woche dienten die Positionierungen jedoch nicht.

DIE LETZTEN WOCHEN – DOLLARSTÄRKE UND EURO- SCHWÄCHE

Es gab in den vergangenen fünf Jahren Phasen, in denen ein schwacher Euro mit einem starken Dollar einherging, aber auch Phasen, in denen beide Währungen gegenüber einem handlungsgewichteten Währungskorb parallel liefen. Nach rund zweimonatigem Stillstand beider Währungen Anfang des Jahres, überraschte der Dollar mit seinem Ausbruch im April.

Damit vollzog der Dollar das, was wir entgegen dem Konsens zum Ende des ersten Quartals erwartet hatten: die Korrektur der aus unserer Sicht ungegerechtfertigten Schwächephase am Jahresanfang. Was dann allerdings Anfang Mai folgte, entsprach nicht unserem Kernszenario: Die durch die Turbulenzen in Italien ausgelöste Schwäche des Euros. Dies dürfte mit dazu beigetragen haben, dass unser seit Ende 2017 geltendes Kursziel von 1,15 schneller als gedacht erreicht wurde.

WOHIN FÜHRT DAS ALLES? ZU UNSEREM NEUEN, ALTEN KURSZIEL

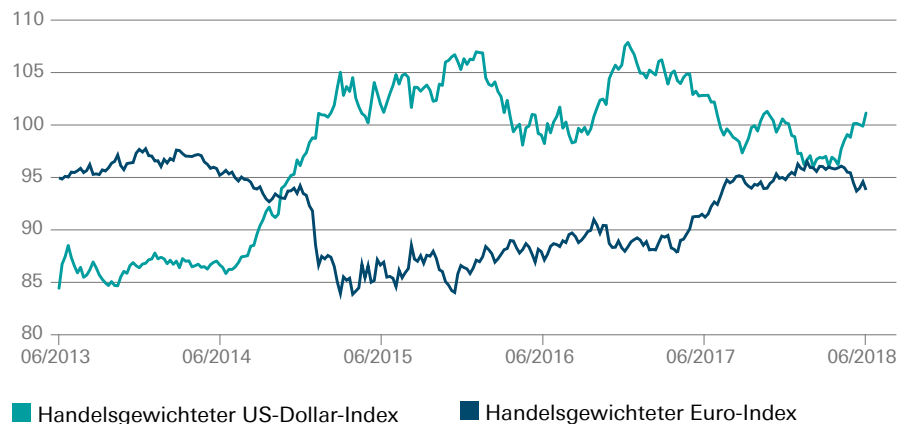
Wir haben versucht, mit diesem Stück nicht nur unsere jüngste strategische Entscheidung zum Dollar zu kommunizieren, sondern darüber hinaus auch einen Einblick in die Besonderheiten des Devisenmarktes zu geben. Im Einzelnen wollten wir zeigen,

- _ dass Währungen eine spezielle Anlageklasse sind. Nicht zuletzt,

STÄRKE- UND SCHWÄCHEPHASEN VON DOLLAR UND EURO

Mal zieht es ihn, mal fällt er hin

indexiert 01.01.1990 = 100



■ Handlungsgewichteter US-Dollar-Index ■ Handlungsgewichteter Euro-Index

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 19.06.2018

weil rund die Hälfte der Marktteilnehmer keine Gewinnerzielungsabsicht verfolgen.

- _ dass sich immer mehrere Gründe für die Schwäche der einen, oder die Stärke der anderen Währung finden lassen.
- _ dass im Ursprung der Aufwertung einer Währung ihre Abwertung schon enthalten sein kann.
- _ dass man zwei Möglichkeiten hat, um am Währungsmarkt Überrenditen zu erzielen. Entweder indem man vom Konsens abweichende, letztlich richtige, Prognosen zur Entwicklung wichtiger fundamentaler Parameter hat. Oder indem man frühzeitig erkennt, welcher der kurz- oder langfristigen Treiber einer Währung sich als nächstes im Fokus der Anleger befinden wird.
- _ dass es aktuell gute Gründe dafür gibt, warum die Rekord-Anleiherenditedifferenz zwischen den USA und Europa die EUR/USD-Kursent-

wicklung nicht dominiert.

- _ dass uns einige Fundamentaldaten der USA langfristig vorsichtiger auf den Dollar werden lassen, wir aber gleichzeitig mittelfristig weiterhin Faktoren ausmachen, die dem Dollar Rückenwind verschaffen können.

Herausgekommen ist dabei letztlich unsere neue, alte 12-Monatsprognose von 1,15 Dollar je Euro. Wir glauben, dass das US-Zwillingsdefizit, die zunehmende Loslösung der USA aus internationalen Abkommen und Organisationen sowie die weiter voranschreitende Sprunghaftigkeit der US-Regierung langfristig den Dollar belasten werden. Derzeit sehen wir neben Sentiment und Positionierung als wichtige Treiber vor allem die Dynamik zweier Kennzahlen: Wirtschaftswachstum und Leitzinsentwicklung.

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.06.2018

Beim Wirtschaftswachstum haben im ersten Quartal die USA positiv und Europa leicht negativ überrascht. Wir haben unsere 2018er und 2019er Prognosen entsprechend angepasst, da wir nicht nur an saisonale Effekte glauben. Allerdings kann die hohe Erwartungshaltung in den USA, sowie die nüchterne Betrachtung Europas dazu führen, dass in der zweiten Jahreshälfte erstere negativ und letztere positiv überraschen.

Die Stimmungsentwicklung in Europa hängt jedoch eng mit den Geschehnissen in Italien und zuletzt auch Berlin zusammen und damit, inwiefern diese Geschehnisse die Weiterentwicklung der Europäischen Union bremsen werden.

Bei den Leitzinsen könnte das Bild ähnlich aussehen: Der Renditeabstand zwischen den US- und europäischen Leitzinsen befindet sich auf historischen Hochs. Doch für die EUR/USD-Entwicklung ist nicht das entscheidend, sondern wie sich dieser Abstand von hier aus entwickelt. Beziehungsweise, wie sich die Markterwartungen diesbezüglich entwickeln.

Mit den jüngsten Entscheidungen der Fed und der EZB scheinen die kommenden zwölf Monate zwar vorgegeben zu sein. Allerdings dürften die Spekulationen über die zukünftige Ausrichtung der EZB schon weit vor dem Amtsende von Mario Draghi im Herbst 2019 einsetzen. Tendenziell dürften die Marktteilnehmer von einer strafferen Zinspolitik ausgehen.

„Zum jetzigen Zeitpunkt sehen wir die Stärken und Schwächen von Euro und Dollar im Wechselkurs weitgehend adäquat widergespiegelt. Wir werden in den kommenden Monaten genau beobachten, ob und wann die langfristigen Bedenken gegenüber dem Dollar die kurzfristigen Bedenken gegenüber dem Euro überlagern werden. Die US-Zwischenwahlen im Herbst, die ohnehin für erneute Nervosität im Markt sorgen dürften, könnten hierfür auch noch eine Rolle spielen“, sagt Stefanie Holtze-Jen.

Glossar

» Hier erklären wir zentrale Begriffe aus dem CIO Spezial «

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – Internationale Organisation in Basel mit den wichtigsten Zentralbanken als Mitglieder. Sie spielt eine wichtige Rolle bei der Kooperation der Zentralbanken

Bretton Woods – Ortschaft im US-Bundesstaat New Hampshire, in der 1944 eine internationale Konferenz abgehalten wurde, auf der für die Zeit nach dem Krieg ein System mit, innerhalb von geringen Schwankungsbreiten, stabilen Währungen beschlossen wurde; das Bretton-Woods-System blieb bis 1973 in Kraft

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

Christlich-Soziale Union – Christlich-konservative bayerische Partei und Schwesterpartei der Christdemokratischen Union (CDU)

Devisen – Zahlungsmittel in ausländischen Währungen

Dollar (USD) – Währungseinheit der USA

Euro (EUR) – Währung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Europäische Union (EU) – Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 28 Mitgliedsstaaten

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

Euroraum (Eurozone) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland,

Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern

Fiatgeld – Währungssystem, in welchem das Zahlungsmittel keinen inneren Wert hat und nicht durch andere Güter oder Rohstoffe gedeckt ist

Fundamentaldaten – Beziehen sich auf qualitative und quantitative Informationen über eine Firma, Wirtschaft, Währung oder ein Wertpapier

Fünf-Sterne-Bewegung – Populistische Partei in Italien. Vom Kabarettisten Beppe Grillo 2009 mitgegründet und heute noch geleitet. Gilt als EU-, globalisierungs- und elitenkritisch

Greenback – Umgangssprachliche Bezeichnung für den US-Dollar

Hartwährung – Währung, die als wertbeständig gilt und frei konvertierbar ist

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Kassakurs – Einheitskurs, der an einer Börse festgestellt wird und für sofort zu erfüllende Geschäfte gilt. Gegenstück zu Terminkurs

Kongress der Vereinigten Staaten – Das Gesetzgebungsorgan der Vereinigten Staaten, das aus dem Senat und dem Repräsentantenhaus besteht

Korrelation – Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

Korrelationskoeffizient – Misst den Grad der Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen

Lega – Die Lega (ehemals „Lega

Nord“) ist eine rechtspopulistische Partei in Italien. Sie wurde im Jahre 1991 durch den Zusammenschluss mehrerer Parteien gegründet. Gilt als EU- und globalisierungskritisch

Leistungsbilanz – Umfasst die internationalen Güter- und Dienstleistungsströme, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen des Inlands gegenüber dem Ausland. Sie ist ein Teil der Zahlungsbilanz

Peripherie – Länder der Eurozone, die in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung den Ländern Kerneuropas (wie Deutschland oder die Niederlande) hinterherhinken. Neben Irland und Portugal sind dies ans Mittelmeer grenzende Länder wie Griechenland, Italien und Spanien

Rendite – Verhältnis der Auszahlungen zu den Einzahlungen einer Investition

Renminbi – Währung der Volksrepublik China; die internationale Abkürzung lautet Yuan

Safe Haven Investment – Anlage, von deren Wert erwartet wird, dass er bei Marktturbulenzen gleichbleibt oder sogar ansteigt.

Schweizer Franken – Währung der Schweiz

US Federal Reserve Board (Fed) – Zentralbank der USA

Zinskurve – Grafische Darstellung der annualisierten Verzinsungen von Rentenpapieren über verschiedene Laufzeiten

Zwillingsdefizit – Gleichzeitiges Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit

Risikohinweise

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurück erhalten.

Anlagen im Ausland – Die Länder, in denen diese Anlagen platziert sind, könnten sich als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Zudem wird der Wert von Anlagen in ausländische Wertpapiere oder andere Vermögenswerte durch etwaige Schwankungen in den Wechselkursen beeinflusst und jegliche Restriktion, die zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen wird, könnte es schwieriger oder gar unmöglich machen, ausländische Währung zu wechseln oder zurückzuführen.

Wechselkurs/Ausländische Währung – Solche Transaktionen umfassen eine weite Bandbreite an Risiken, welche u.a. Währungs- und Abwicklungsrisiken enthalten. Wirtschaftliche oder finanzielle Instabilität, das Fehlen von fristgerechten und/oder zuverlässigen Auskünften über die finanzielle Situation sowie nachteilig verlaufende Entwicklungen politischer oder rechtlicher Natur könnten die Konditionen, Bedingungen, Marktfähigkeit und/oder den Preis einer ausländischen Währung substantiell und nachhaltig verändern. Verluste und Gewinne in ausländische Währung betreffenden Transaktionen werden auch von Währungsschwankungen betroffen sein, wann immer die Notwendigkeit eines Transfers des Produktwertes in eine andere Währung besteht. Zeitzoneneunterschiede könnten dazu führen, dass mehrere Stunden zwischen einer Zahlung in einer Währung und der kompensierenden Zahlung in einer anderen Währung verstreichen. Relevante Bewegungen in den Wechselkursen während der Abwicklungsperiode könnten eine ernsthafte Aufzehrung potenzieller Gewinne und/oder eine signifikante Erhöhung der Verluste zur Folge haben.

Hochverzinsliche festverzinsbare Wertpapiere – Das Anlegen in hochverzinslichen Anlagen, welche zu einer höheren Volatilität tendieren als festverzinsliche Wertpapiere einer guten Anlagebonität, ist spekulativ. Diese und hochverzinsliche Wertpapiere, welche durch Zinssatzänderungen und der Kreditwürdigkeit der Aussteller beeinflusst werden, beinhalten sowohl zusätzliches Kredit- als auch Ausfallsrisiko.

Hedge Fonds – Eine Anlage in Hedge Fonds ist spekulativ und beinhaltet ein hohes Maß an Risiko. Solche Anlagen sind nur für professionelle Kunden (MiFID Richtlinie 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hedge Fonds erreicht wird und/oder, dass Anleger ein Teil oder den Gesamtbetrag ihres Anlagevermögens zurückerhalten.

Rohstoffe – Das Verlustrisiko beim Handeln mit Rohstoffen (z.B. Industrierohstoffe wie Gold, Kupfer und Aluminium) kann von substantieller Natur sein. Der Rohstoffpreis kann substantiellen Schwankungen in kurzen Zeitintervallen unterliegen und durch unvorhersehbare weltweite Politikmaßnahmen (einschließlich Geldpolitik) beeinflusst werden. Des Weiteren könnten die Bewertungen von Rohstoffen anfällig gegenüber solch nachteiliger globaler Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und/oder Regulation sein. Vorausschauende Anleger müssen unabhängig die Eignung einer Anlage in Rohstoffen unter Berücksichtigung ihrer eigenen finanziellen Bedingungen und Ziele prüfen. Nicht alle Konzernfirmen oder Tochtergesellschaften der Deutschen Bank Gruppe offerieren Rohstoffe und/oder rohstoffbezogene Produkte und Dienstleistungen.

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfassen signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotenzial und fehlende Transparenz. Das Umfeld für Anlagen in außerbörslichen Unternehmen ist zunehmend volatil und kompetitiv. Anleger sollten nur in den Fonds investieren, wenn der Anleger einem Verlust des Gesamtanlagebetrags standhalten kann. Angesichts der Restriktionen bezüglich Zurückziehungen, Transfers und Rückkäufe und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fonds in keiner Rechtsprechung unter die Gerichtsbarkeit der Wertpapiergesetze fallen, gilt eine Anlage in den Fonds als illiquide. Anleger sollten darauf vorbereitet sein, die finanziellen Risiken ihrer Anlagen über einen unbegrenzten Zeitraum zu tragen.

Anlagen in Immobilien könnten aufgrund einer Vielzahl an Faktoren nach der Akquirierung keine Wertentwicklung erzielen. Anlagen in Immobilien, die keine Wertentwicklung erzielen, könnten substantielle Ausarbeitungsverhandlungen und/oder Restrukturierung erfordern.

Die Umwelt betreffende Verpflichtungen könnten insofern ein Risiko darstellen, als dass der Besitzer oder der Betreiber des Grundbesitzes haftpflichtig gemacht werden könnte für die Kosten, die bei der Entfernung oder der Sanierung von bestimmten gefährlichen Substanzen auf, unter, in oder um den Besitz herum auftreten. Zudem könnten sich die Länder, sofern Anlagen in Grund- und Hausbesitz im Ausland getätigt werden, als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Schlussendlich könnte auch die Aussetzung gegenüber Schwankungen in Wechselkursen den Wert des Grund- und Hausbesitzes beeinflussen.

Strukturierte Lösungen sind aufgrund ihrer potentiellen Illiquidität, ihrer Optionalität, ihrer Frist zur Zurückzahlung und dem Auszahlungsprofil der Strategie nicht für alle Anleger geeignet. Wir, unsere Konzernunternehmen oder uns oder solchen Konzernunternehmen angeschlossenen Personen könnten: eine Long- oder eine Short-Position in einem Wertpapier, zu dem hier Stellung genommen wurde, bzw. in zugehörigen Futures oder Options unterhalten, Wertpapiere kaufen oder verkaufen, eine

Position nehmen, um ein Nachfrager und Anbieter von Wertpapieren zu vermitteln oder sich an anderen etwaigen Transaktionen beteiligen, die solche Wertpapiere betreffen und Provision oder eine andere Kompensation verdienen. Berechnungen von Erträgen auf Instrumente könnten möglicherweise an einen Index oder einen Zinssatz gekoppelt sein. In solchen Fällen könnten die Anlagen möglicherweise nicht für Personen geeignet sein, denen solche Indices oder Zinssätze unbekannt sind und/oder, die nicht in der Lage oder nicht Willens sind, die mit den Transaktionen verbundenen Risiken zu tragen. Produkte, welche in einer Währung gezeichnet sind, die nicht des Anlegers eigene Währung ist, unterliegen Änderungen in Wechselkursen, welche einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder die Rendite der Produkte haben können. Diese Produkte sind möglicherweise nicht schnell realisierbare Anlagen und werden auf keinem regulierten Markt gehandelt. Zusätzliche Risiken die beachtet werden müssen, umfassen Zinssatz-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwerts-, Rohstoff- und Marktrisiken. Bitte wägen Sie jegliche Risiken vorsichtig ab, bevor Sie eine Anlage tätigen. Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

Wichtige Hinweise – Luxemburg, Österreich, Schweiz

Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und deren Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Deutsche Asset Management, durch die Deutsche Bank AG, ihre Konzerngesellschaften und leitenden Angestellten sowie Mitarbeiter (zusammen die „Deutsche Bank“), hat dieses Dokument in gutem Glauben veröffentlicht.

Bei der Erstellung dieses Dokuments wurden die Anlagebedürfnisse, -ziele oder Finanzlage einzelner Anleger nicht berücksichtigt. Bevor sie eine Anlageentscheidung treffen, müssen Anleger ggf. mithilfe eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder angebotenen Investitionen und Strategien unter Berücksichtigung ihrer Anlagebedürfnisse, -ziele und Finanzlage für sie geeignet sind. Des Weiteren dient dieses Dokument nur zu Informationszwecken/als Diskussionsgrundlage, stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zum Abschluss einer Transaktion dar und ist nicht als Anlageberatung zu verstehen. Die Deutsche Bank erbringt keine steuerrechtliche oder juristische Beratung. Anleger sollten ihren Steuer- und Rechtsberater konsultieren, wenn sie die von der Deutschen Bank vorgeschlagenen Anlagen und Strategien in Betracht ziehen. Sofern nicht anders festgelegt, gibt es keine Garantie für Anlagen bei der Deutschen Bank. Anlageinstrumente sind, sofern nicht ausdrücklich anders vermerkt, nicht von der Federal Deposit Insurance Corporation („FDIC“) oder einer anderen Regierungsbehörde versichert und werden weder von der Deutschen Bank oder ihren Konzerngesellschaften garantiert noch stellen sie Verpflichtungen der Deutschen Bank oder ihrer Konzerngesellschaften dar. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, übernehmen wir keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Informationen, und eine Anlageentscheidung sollte sich nicht allein auf diese Informationen stützen. Alle Meinungen und Schätzungen in diesem Dokument, einschließlich Renditeprognosen, spiegeln unsere Beurteilung bei Redaktionsschluss

wider, können ohne vorherige Ankündigung geändert werden und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise nicht als zutreffend erweisen.

Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis von Finanzanalyse/Research. Die „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorstehenden Darstellungen daher keine Anwendung.

Investitionen unterliegen verschiedenen Risiken, einschließlich Marktschwankungen, Kontrahentenrisiko, regulatorischen Änderungen, möglichen Verzögerungen bei der Rückzahlung sowie dem Verlust von Erträgen und der investierten Kapitalsumme. Der Wert von Anlagen kann steigen oder fallen und Anleger können möglicherweise nicht jederzeit den investierten Betrag zurückerhalten. Des Weiteren sind erhebliche Schwankungen des Werts der Anlage auch innerhalb kurzer Zeiträume möglich. Obwohl es nicht möglich ist, direkt in einen Index zu investieren, stellen wir Performancevergleiche zu einem Index oder mehreren Indizes als Orientierungshilfe zur Verfügung.

Diese Publikation enthält zukunftsgerichtete Elemente. Diese zukunftsgerichteten Elemente schließen u.a., jedoch nicht ausschließlich, Schätzungen, Projizierungen, Ansichten, Modelle und hypothetische Leistungsanalysen ein. Die hier dargelegten zukunftsgerichteten Erklärungen stellen die Beurteilung des Autors zum Datum dieses Materials dar. Zukunftsgerichtete Erklärungen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Tatsächliche Ergebnisse können daher möglicherweise wesentlich von den hier enthaltenen Ergebnissen abweichen. Die Deutsche Bank gibt keine Stellungnahme ab und leistet keine Gewähr hinsichtlich der Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser zukunftsgerichteten Erklärungen oder anderer, hier enthaltener, finanzieller Informationen.

Die Anlagebedingungen sind ausschließlich in den detaillierten Regelungen der Angebotsunterlage, einschließlich Risikoerwägungen, festgelegt. Bei Anlageentscheidungen sollten Anleger sich auf die finale Dokumentation zu der jeweiligen Transaktion und nicht auf die in diesem Dokument enthaltene Zusammenfassung stützen.

Die Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die hierin enthaltenen Informationen sind keine Zusicherung der oder Gewährleistung für die zukünftige(n) Performance. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Dieses Dokument darf ohne unsere schriftliche Zustimmung weder vervielfältigt noch verbreitet werden. Die Verbreitung des vorliegenden Dokuments kann in bestimmten Jurisdiktionen, einschließlich der Vereinigten Staaten, durch Gesetze oder andere Bestimmungen eingeschränkt oder untersagt sein. Dieses Dokument ist nicht an Personen oder Rechtseinheiten gerichtet, die Staatsbürger oder Gebietsansässige einem Staat, Land oder einer sonstigen Jurisdiktion, einschließlich der Vereinigten Staaten, sind (oder ihren Sitz dort haben), in dem/der Verbreitung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Verwendung dieses Dokuments gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstoßen oder die Deutsche Bank AG dazu verpflichten würden, bisher noch nicht erfüllten Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen nachzukommen. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, müssen sich über solche Beschränkungen informieren und diese beachten.

Wichtige Hinweise – Deutschland

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung. DWS, vormals Deutsche Asset Management bzw. Deutsche AM, ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihrer Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Deutsche Asset Management Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Deutsche Asset Management Investment GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

Die Deutsche Asset Management Investment GmbH vertritt keine bestimmte politische Ansicht. Die Analysen sollen lediglich mögliche Auswirkungen auf Finanzmärkte und makroökonomische Zusammenhänge zu erläutern helfen.

© Juni 2018 Deutsche Asset Management Investment GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 058573 (06/2018)