

18. Januar 2017

## ETF Securities Research – Devisen

### Kurzfristige Abwärtsrisiken beim US-Dollar

---

#### Überblick

- Der US-Dollar ist in den letzten Monaten sprunghaft angestiegen und hat seinen höchsten Stand seit Ende 2002 erreicht. Er ist allerdings „zu schnell zu weit“ vorgeprescht und könnte in den kommenden Monaten, wenn die US-Notenbank den selbst geschürten Erwartungen nicht gerecht wird, ins Taumeln geraten.
- Die Inflation steht vor dem Sprung. Treiber sind das Lohnwachstum und das Auslaufen der Ölpreisschwäche.
- Der Terminmarkt entwickelt sich nach wie vor dynamisch, könnte aber plötzlich einknicken. Der Optionsmarkt signalisiert die Erwartung, dass der US-Dollar in den nächsten Monaten gegenüber den meisten G10-Währungen aufwerten wird. Ausgenommen hiervon sind lediglich der Yen und der Franken.

#### Das kraftvolle wirtschaftliche Umfeld...

Die starke Konjunktur, insbesondere die anhaltende Belebung des Arbeitsmarkts, ließ den US-Dollar (USD) in den letzten Monaten gegenüber allen anderen G10-Währungen aufwerten. Inzwischen hat er den höchsten Stand seit 14 Jahren erreicht, und die Rally dürfte wohl bald eine Pause einlegen. Nach der allgemein erwarteten Zinsanhebung der Fed im letzten Dezember ist der US-Dollar zu früh zu hoch gestiegen. Die Fed hat zwar die Zahl der für 2017 prognostizierten Zinsanhebungen erhöht, aber es ist durchaus möglich, dass sie den Erwartungen nicht gerecht wird.

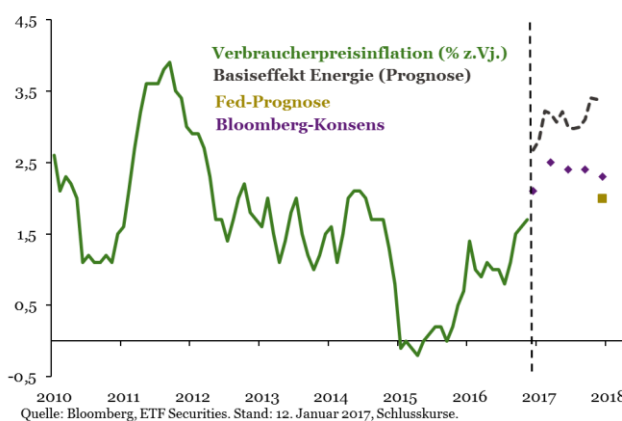
Im Oktober hatte die Fed-Vorsitzende Yellen in einer Rede bemerkt, dass sich der Offenmarktausschuss 2017 aufgrund der sich hartnäckig haltenden Hystereseffekte der globalen Finanzkrise mit einer „Hochdruckwirtschaft“ wohler fühlen würde. Wir meinen, dass es der US-Dollar büßen wird, wenn die Notenbank ihre Glaubwürdigkeit als Hüterin der Preisstabilität verliert. Eine aggressive Rhetorik allein wird nicht ausreichen, den US-Dollar auf dem aktuellen

Niveau zu halten. Sollte sich die Fed jedoch damit abfinden, die Zinsen aggressiver anzuheben, wird sich der Dollar nach unserer Überzeugung im zweiten Halbjahr 2017 schließlich wieder erholen.

#### ... könnte mit einer Inflationsüberraschung aufwarten

Da die Energiepreise im letzten Jahr stark gestiegen sind, steht die Inflation offenbar vor einer plötzlichen Erholung. Das Auslaufen der sogenannten Basiseffekte könnte die Inflation über die Marke von 3 % katapultieren. Auf der anderen Seite könnte ein Anstieg des US-Dollar den Inflationsdruck gegen Ende des Jahres etwas abschwächen.

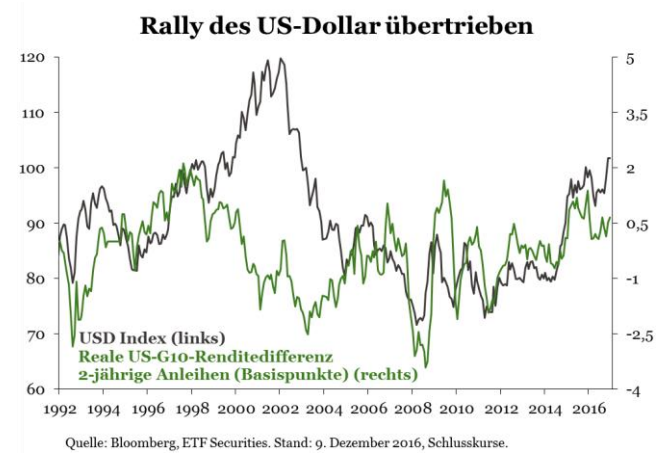
Verbraucherpreis-inflation vor Erholung 2017



Insgesamt nehmen die Inflationserwartungen weltweit zu, was zum Teil auf die Erholung der Energiepreise zurückzuführen ist.



Da der US-Arbeitsmarkt zunehmend enger wird, könnte sich auch die Beschleunigung des Lohnwachstums als wesentlicher Inflationstreiber entpuppen. Die Löhne und die Verbraucherpreisinflation werden ihre hohe Korrelation beibehalten und sich im Gleichschritt weiterentwickeln, wenn der US-Arbeitsmarkt die Vollbeschäftigung erreicht hat. Bereits im Dezember lag das US-Lohnwachstum mit 2,9 % so hoch wie zuletzt im April 2009.



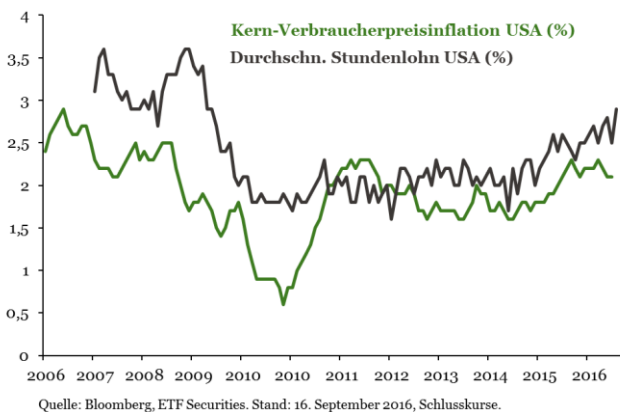
Jedoch könnte sich herausstellen, dass letztlich der US-Dollar sein ärgster Feind ist: In den letzten Jahren führte die Fed stets die Stärke des US-Dollar als Grund für die Beibehaltung der Zinsen an. Die Volkswirte der New-York-Fed hatten Schätzungen vorgelegt, denen zufolge eine Verteuerung des Dollar um 10 Prozent (in einem Quartal) das jährliche Wachstum um 0,5 Prozentpunkte nach unten ziehen würde. Aufgrund des stärkeren Dollar würden die Verbraucher eher zu Importwaren greifen, was die heimische Produktion bremse. So könnte ein unerwartet niedriges Wachstum der Fed die Hände binden, insbesondere wenn die Wachstumspolitik des künftigen Präsidenten Trump ihre realwirtschaftlichen Wirkungen erst nach 2018 entfaltet.

Obwohl es den Verbrauchern mit billigeren Importen besser ergehen dürfte, sind die Einsparungen in der Tendenz prozentual geringer als die korrespondierende Stärke des US-Dollar.

## Anlegerpositionierung

Die Positionierung der Anleger ist seit Mitte Oktober steil gestiegen und hat sich auf dem höchsten Niveau seit August 2015 stabilisiert. Die optimistische Stimmung fand Unterstützung von der aggressiveren Rhetorik, die die Zinsanhebung der Fed im Dezember begleitete. Der Optimismus (und die Long-Positionen) könnten sich schnell in Nichts auflösen, wenn die Fed nicht Wort hält und ihr Dotplot-Streudiagramm wie im letzten Jahr einfach ignoriert. Auch auf dem Optionsmarkt herrscht Optimismus. Dort drückt sich in den Kursen die Erwartung aus, dass der US-Dollar gegenüber allen G10-Währungen außer dem Yen und dem Franken aufwertet.

## Steigender Lohndruck

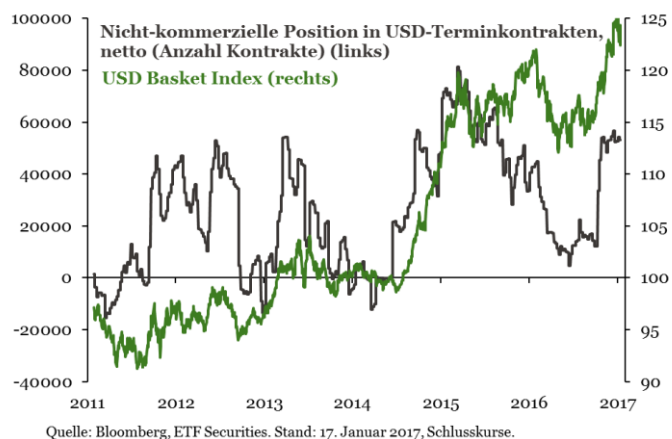


## Realzinsen laufen seitwärts

Entscheidend für den Verlauf des US-Dollar ist die Entwicklung der Realzinsen. Da sich der Dollar von den Realzinsdifferenzen nach oben abgelöst hat, wirkt er im Vergleich zu einem Korb von G10-Währungen allmählich etwas überdehnt.

Falls die USD-Rally im zweiten Halbjahr 2017 wieder an Fahrt gewinnt, wird die Fed für steigende Realzinsen sorgen müssen. Dies könnte sich als schwieriges Unterfangen erweisen, vor allem wenn die Fed-Vorsitzende Yellen mit dem Verbleib der Inflation über der Zielmarke zufrieden ist.

### Positionierung im US-Dollar weiterhin hoch



Da neben dem Lohnwachstum und den aufwärts tendierenden Kerninflationsfaktoren Gesundheit und Wohnungsbau auch Trumps Politik zum Inflationsdruck beitragen dürfte, meinen wir, dass die Fed 2017 mindestens zu den drei prognostizierten Zinsanhebungen stehen muss.

Derweil rechnen wir kurzfristig mit einer gewissen Schwäche des US-Dollar. Wenn sich die Fed damit abfindet, dass sie ihre Geldpolitik ab Mitte 2017 aktiver gestalten muss, könnte sich der US-Dollar nach unserem Dafürhalten in der zweiten Jahreshälfte erholen.

## Wichtige Informationen

### Allgemein

Diese Kommunikation wurde von ETF Securities (UK) Limited („**ETFS UK**“) verfasst. ETFS UK ist von der Financial Conduct Authority („**FCA**“) im Vereinigten Königreich zugelassen und steht unter deren Aufsicht.

Diese Kommunikation wurde gemäß § 21 des Financial Services and Markets Act 2000 von ETFS UK genehmigt, wobei ETFS UK von der FCA autorisiert und reguliert wird. Die in dieser Kommunikation enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar. Diese Mitteilung sollte nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und Anlagen können im Wert fallen.

Dieses Dokument ist keine Werbung, und darf unter keinen Umständen entsprechend ausgelegt werden, und ist kein sonstiger Schritt zur Bewirkung eines öffentlichen Angebots von Anteilen in den USA oder in Provinzen oder Gebieten der USA. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen direkt oder indirekt in die USA gebracht oder übermittelt oder dort verbreitet werden.

Dieses Dokument kann einen unabhängigen Marktkommentar von ETFS UK enthalten, der auf öffentlich zugänglichen Informationen beruht. ETFS UK übernimmt hinsichtlich der Fehlerfreiheit oder Genauigkeit hierin genannter Informationen keine Garantie; die zu Produkten und Marktentwicklungen geäußerten Meinungen können Änderungen unterliegen. Dritte, welche die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen bereitgestellt haben, erteilen keinerlei Garantien oder Zusicherungen bezüglich solcher Informationen. Weder ETFS UK, noch dessen Tochtergesellschaften oder die respektive leitenden Angestellten, Direktoren, Partner oder Angestellten akzeptieren jegliche Verantwortung für jedweder direkte oder aus der Verwendung dieser Publikation und dessen Inhalt folgenden Verluste.

ETFS UK muss gegenüber der FCA im Vereinigten Königreich erklären, dass sie nicht in Bezug auf die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Mitteilung bezieht, für Sie tätig ist. Insbesondere wird ETFS UK für Sie keine Anlagendienstleistungen erbringen und/oder Sie nicht im Hinblick auf die Vorzüge einer Transaktion beraten bzw. Ihnen gegenüber diesbezügliche Empfehlungen aussprechen. Kein Vertreter von ETFS UK ist autorisiert, sich in irgendeiner Weise zu verhalten, die einen anderen Eindruck erwecken könnte. ETFS UK haftet daher nicht dafür, Ihnen den Schutz zu bieten, den sie ihren Kunden gewährt, und Sie sollten Ihre eigene unabhängige Rechts-, Anlage-, Steuer- und sonstige Beratung einholen, die Ihnen geeignet erscheint. 818



The  
intelligent  
alternative

ETF Securities (UK) Limited  
3 Lombard Street  
London  
EC3V 9AA  
United Kingdom

t +44 (0)207 448 4330  
f +44 (0)207 448 4366  
e [info@etfsecurities.com](mailto:info@etfsecurities.com)  
w [etfsecurities.com](http://etfsecurities.com)