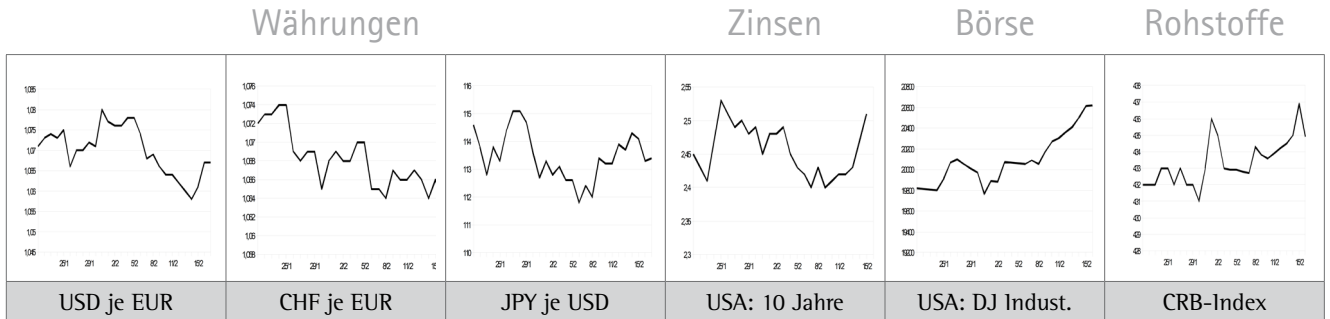


FUCHS DEVISEN

Der Brief für die Außenwirtschaft

39. Jahrgang | 7

Berlin, 17. Februar 2017



Alle Angaben in den oben gezeigten Charts reichen vom Veröffentlichungstag (siehe Datumszeile) genau drei Wochen zurück. Dadurch werden mittelfristige Trends und Trendwenden sichtbar. Bei Zinsen und Börse legen wir das Hauptaugenmerk auf die US-Daten. Die US-Märkte geben nach wie vor die großen Trends für die G-7 vor.

Währungen

Wochentendenzen

- \$ USD** Kurs: 1,067 Range: 1,05 – 1,08 **Halten/Verkaufen**
 - Der Dollar dippte kurz unter 1,06, um dann gleich auf das Niveau der Vorwoche zurückzukommen. Die Marke 1,065 bleibt vorerst Ankerpunkt.
- \$ CAD** Kurs: 1,394 Range: 1,37 – 1,42 **Halten/Kaufen**
 - Kurz überfuhr der Loonie die Stoppsmarke von 1,39, dann zog es ihn zurück. Wir erweitern die Bandbreite.
- \$ AUD** Kurs: 1,385 Range: 1,37 – 1,42 **Kaufen**
 - Der Aussie durchbrach die untere Bandbreite. Nun hat er bei 1,37 einen starken Widerstand vor sich.
- \$ NZD** Kurs: 1,481 Range: 1,47 – 1,50 **Halten/Kaufen**
 - Der Kiwi hat den Deckel bei 1,47 noch nicht beiseite geräumt. Er wird es wieder versuchen.
- ¥ JPY** Kurs: 121,0 Range: 120 – 124 **Halten**
 - Der Yen pendelt innerhalb seiner Bandbreite. Der Anker bei 121 hält ihn auch kommende Woche fest.
- £ GBP** Kurs: 0,854 Range: 0,84 – 0,87 **Halten**
 - Das Pfund macht einen Ausflug Richtung 0,845, kommt dann aber auf Vorwochniveau zurück. Nächste Woche steht ein weiterer Versuch an, 0,845 zu überwinden.
- Fr CHF** Kurs: 1,064 Range: 1,06 – 1,08 **Halten**
 - Der Franken kreist um 1,064. Kommende Woche könnte er den Durchbruch darunter versuchen.

Alle Kurse von heute morgen 8:30 Uhr MEZ. Die Ranges geben unsere Erwartungen für die Schwankungsbreite der jeweiligen Währung zum Euro in der kommenden Woche an. Die Empfehlungen drücken die Meinung der Redaktion aus, dürfen aber nicht als Aufforderung zum Handeln aufgefasst werden.

EU | Euro

Der Preis der Unabhängigkeit

Die politische Seite des Euro schält sich in diesen Tagen immer deutlicher heraus. Der Euro ist von seinen „Vätern“ von vornherein als politischer Hebel verstanden worden, der weitere Integration erzwingen sollte. Das gilt nun auch für die Sicherheitspolitik. Denn die EU-Staaten haben sich mit dem Euro von der Nachkriegsordnung verabschiedet. Diese lieferte ihnen die US-Sicherheitsgarantie und den USA im Gegenzug die Vorteile der Reservewährung: Sie konnten ihre Defizite schmerzfrei durch die Emission frischer Dollar finanzieren und kassierten damit einen stillen Tribut der Verbündeten ein.

Der Euro erweist sich von daher als wirtschaftliche Unabhängigkeitserklärung. Die US-Reaktion darauf war vorhersehbar und ist völlig rational: Die Eurostaaten müssen jetzt auch selbst für ihre Sicherheit sorgen.

► **Fazit:** Den Eurostaaten müssen ihre Unabhängigkeit von den USA durch eigenes Militär absichern oder sich als wirksamer Verbündeter an den Konflikten der USA aktiver beteiligen.

Termine und Daten

- 21.2.** ♦ D: Herstellungs-Einkaufsmanagerindex
- 22.2.** ♦ D: Ifo Geschäftsklima; EU: Verbraucherpreise
- 23.2.** ♦ D: BIP

Inhalt

♦ Australien AUD: Schwäche überwunden	2
♦ Neuseeland NZD: Erholung	3
♦ Devisenkursprognosen: Kaum mehr als Zufall	4

Blick auf die Leitwährungen

USA: Yellen bleibt vorsichtig

Fed-Chefin Janet Yellen bleibt in ihren Äußerungen zur Zinspolitik zurückhaltend. Sie hat ihre Berichte an die Ausschüsse von Senat und Abgeordnetenhaus ohne neue Hinweise zum Kurs ihrer Zinspolitik geliefert. Offenbar wollen die für die Leitzinsen zuständigen Geldpolitiker im Fed-Offenmarktkomitee (FOMC) abwarten, wie die von Präsident *Trump* in Aussicht gestellte expansive Fiskalpolitik aussehen soll und wie deren Effekte einzuschätzen sind. Yellen stellte lediglich klar, dass aus ihrer Sicht eine auf Zuwächse bei der Produktivität ausgerichtete Politik wünschenswert sei und sich die Staatsfinanzen entlang nachhaltiger Trends bewegen sollten.

Yellen betonte erneut den datenorientierten Ansatz des FOMC. Der bietet abgesehen von Inflations-

rate und -ziel kaum feste Orientierung. Je nach Bedarf können Beschäftigungszuwächse, die Investitionsneigung der Unternehmen, die Verschuldungslage der privaten Haushalte oder die Kreditgewährung der Banken neben weiteren Größen ad hoc als Argumente für oder gegen eine Zinsentscheidung herangezogen werden.

Die Daten vom aktuellen Rand zeigen das bekannte Bild. Es gibt durchwachsene Zahlen der verarbeitenden Industrie zuletzt mit Rückgängen der Industrieproduktion, einem positiven Konsumtrend und einer stärkeren Konjunktur der Dienstleister. Die Inflation lag jüngst mit 2,5% gut im Ziel. Sie liefert also keinen Anlass mehr für eine expansive Politik.

- **Fazit:** Die in der FOMC-Stellungnahme vom Dezember erkennbaren drei Zinsschritte passen in das Gesamtbild. Dabei sind Abweichungen nach unten (zwei Schritte) wahrscheinlicher als nach oben.

DIE REGIONEN PAZIFIK/OZEANIEN

Australien | AUD

Schwäche überwunden

In Australien zeichnet sich ein konjunktureller Trendwechsel ab. Das 3. Quartal hatte etwas überraschend ein rückläufiges BIP ergeben. Die zyklische Schwäche der Investitionen im Bergbau hatte die Einkommen und damit den Konsum der Binnenwirtschaft stärker gebremst als zunächst erwartet. Dieser Trend hat gedreht. Die Rohstoffpreise erholen sich. Das erkennen wir nicht zuletzt daran, dass Australiens Terms-of-Trade schon wieder zulegen. Die Währungshüter haben daher ihren Ausblick entsprechend angepasst: Die „Delle“ wird überwunden und das Wachstum pendelt sich um 3% ein. Neben einem wieder stärkeren Rohstoffgeschäft soll dazu eine stärkere Nachfrage der privaten Haushalte

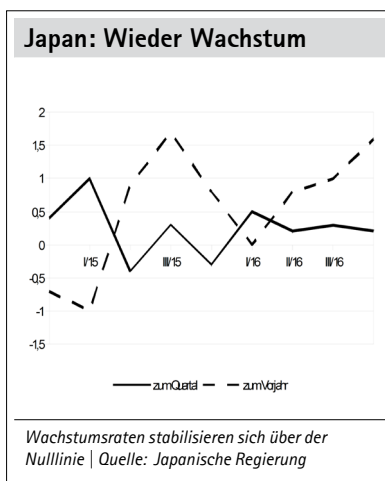
beitragen – nicht zuletzt angestoßen durch eine weiter starke Einwanderung und einen damit verbundenen Bevölkerungszuwachs. Dieser zieht entsprechende Raumnachfrage und Bautätigkeit nach sich. Die Inflation bleibt unterdessen im Griff. Die Projektion setzt den Trend mit rund 2% bis 2019 an. Das lässt keinen Handlungsbedarf bei den Zinsen erkennen. Entsprechend läuft auch die aus dem Terminmarkt abgeleitete Zinserwartung darauf hinaus, dass es in diesem Jahr keine Zinsänderung geben wird.

- **Fazit:** Der AUD dürfte mittelfristig kaum von den guten Aussichten profitieren. Er wird eher unter der mangelnden Zinsfantase leiden. Zumal er nach Kaufkraftgesichtspunkten sowohl zum US-Dollar als auch zum Euro überbewertet ist.

Japan

Etwas Wachstum

Das 4. Quartal brachte Japan zum 4. Mal in Folge Wachstum. Mit 0,2% Zuwachs zum Vorquartal (1% annualisiert) verstetigt sich der flache Aufwärtstrend. Dieser scheint etwas oberhalb des vom IWF für 2017/18 angesetzten Niveaus mit 0,8% und 0,5% zu liegen. Die Binnennachfrage ist dabei schwach. Vor allem für die Konsumausgaben der privaten Haushalte wurde in den letzten fünf Quartalen ein einziger Monat mit einem Zuwachs notiert.



Die Investitionen der Unternehmen bleiben ebenfalls schwach. Zumindest, soweit sie

sich auf das Inland beziehen. Impulse liefert nur der Export, dank der gezielten Schwächung des Yen. Er ist mittlerweile gemessen an der Kaufkraft zum Dollar unterbewertet. Durch diese Abhängigkeit vom Außenhandel ist Japans Aufschwung allerdings durch den neuen Protektionismus der USA bedroht. Auch das Aus für das TPP-Abkommen schädigt Japan. Damit geht ein wichtiger Hebel zur Durchsetzung von Strukturreformen verloren.

- **Fazit:** Der Aufwärtstrend dürfte nur anhalten, wenn ein neuer Anlauf zu Strukturreformen gelingt.

Neuseeland | NZD Erholung

In Neuseeland zieht das Wachstum an, zuletzt auf 3%. Das Land hat zwar keine Schrumpfung gesehen; aber der Rückgang der Rohstoffpreise hatte sich ebenfalls bemerkbar gemacht. Auch hier liefert die Einwanderung neben dem Export relevante Impulse. Auf den Immobilienmärkten und bei der Bautätigkeit haben sie mittlerweile zu einer Überhitzung geführt. Hier halten die Währungshüter mit aufsichtsrechtlichen Schritten dagegen. Sie haben durch verschärfte Auflagen für die obligatorischen Anteile an Eigenmitteln bei der Immobilienfinanzierung den Markt abgekühlt. Allerdings sehen wir auch für den Kiwi, die Landeswährung, das gleiche Problem wie beim Aussie: Die Währung ist nach Kaufkraftgesichtspunkten überbewertet. Sie sollte durch Eingriffe der Notenbank geschwächt werden. Die Zinsen werden daher auch auf längere Sicht niedrig bleiben.

- **Fazit:** Solange keine neuerlichen Impulse von außen kommen, dürfte der Kiwi sich in den nächsten Monaten eher abschwächen.

Indonesien | INR Starke Aussichten

Indonesiens Wirtschaft bleibt auf Wachstumskurs. Nach 4,9% im letzten Jahr soll der mittelfristige Trend bis 2021 laut IWF auf 5,5% steigen. Schub kommt vom privaten Konsum. Hier machen sich die Strukturreformen der letzten Jahre bezahlt. Neben der schrittweisen Öffnung von Märkten für ausländische Investoren gilt das vor allem für die Staatsausgaben. Die Regierung steuert von Subventionen etwa für Energieträger auf direkte Hilfen um. Die privaten Investitionen waren dagegen 2016 aufgrund des schwächeren Exports niedrig. Die Inflation liegt mit 3,2% im Zielbereich und die Zuflüsse aus dem Ausland übersteigen klar das Defizit der Leistungsbilanz. Es bestehen keine nennenswerten Zahlungsbilanzrisiken und kein geldpolitischer Handlungsbedarf.

- **Fazit:** Die Rupiah sollte aufgrund der guten Perspektiven zulegen können.

Philippinen | PHP Starke Zuflüsse

Trotz der von Präsident *Rodrigo Duterte* geschaffenen Unsicherheit wächst die Wirtschaft der Philippinen. Das 4. Quartal brachte dank einer starken Binnennachfrage 6,6% Zuwachs zum Vorjahr. Investitionen und Konsum legten weiter zu. Kehrseite ist der Rückgang des Leistungsbilanz-Überschusses, die aber positiv bleibt. Gleichzeitig bleiben die Zuflüsse aus dem Ausland hoch: Die Direktinvestitionen legten um rund 25% im Jahresvergleich zu. Dabei beobachtete die Notenbank eine Verlagerung von Eigenkapital- zu Kreditinstrumenten. Ebenso wuchsen die privaten Transfers der im Ausland beschäftigten Filipinos (etwa 10% vom BIP) um etwa 5%. Auch die kurzfristigen Portfolioanlagen stiegen infolge der starken Wachstumswahlen. Damit bekommt der Peso starke Unterstützung. Nur die sprunghafte Politik Präsident Dutertes verhindert offenbar den Auftrieb für den Peso.

- **Fazit:** Der Peso sollte auf aktuellem Niveau stabil bleiben.

Taiwan | TWD Erholung

Taiwans Wirtschaft lässt die Wachstumsschwäche hinter sich. Sie beruhte auf dem Druck durch Festland-China. Das 4. Quartal soll ersten Schätzungen zufolge 2,4% Zuwachs gebracht haben. 2% waren es im 3. Quartal, 1,3% im Gesamtjahr 2016. Die Impulse kommen von einem stabilisierten Export und davon ausgehenden Einkommenseffekten auf den Konsum. Die Industrieproduktion legt deutlich zu. Die Inflation ist weiter im Griff (zuletzt rund 2,2%). Somit wird die Geldpolitik (Reposatz 1,375%) vorerst expansiv bleiben.

- **Fazit:** Die Zugewinne des TWD sollten stabil bleiben.

Regional-Währungen | Zinsen 6-Monats-Ausblick

!	Land	Währung Zins	Aktueller Kurs	Ausblick 3 Monate	Ausblick 6 Monate	P
	Australien	AUD	1,39	1,38	1,42	
		3m-Zins	1,88	1,75	1,75	△
	Neuseeland	NZD	1,48	1,49	1,51	
		3m-Zins	2,27	2,25	2,25	△
	Indonesien	IDR	14.207	14.000	13.800	
		3m-Zins	7,13	6,80	6,80	►
	Philippinen	PHP	53,39	53	52,50	
		3m-Zins	2,00	1,90	1,90	►
	Taiwan	TWD	32,82	32,75	32,75	
		3m-Zins	0,48	0,50	0,50	△

3m-Zins = Bankenmarkt
P = Prognosesicherheit auf 6 Monate, △ = sicher, ▼ = unsicher, ► = neutral

- **AUD:** Der Aussie wird von den Zinsperspektiven geschwächt.
- **NZD:** ... der Kiwi ebenfalls.
- **IDR:** Die Rupiah profitiert vom starken Grundtrend der Konjunktur.
- **PHP:** Der Peso profitiert noch von der Politik der vorherigen Regierung, wird aber durch die aktuelle zusehends geschwächt.
- **TWD:** Der Taiwan-Dollar profitiert von der klaren Stabilitätsorientierung.

Devisenkursprognosen Kaum mehr als Zufall

Die EZB legt die Schwäche aktueller Wechselkursprognosen gnadenlos offen. Die Europäische Notenbank hat jüngst ein Papier mit einem empirischen Vergleich der Prognosequalität der wichtigsten theoretischen Ansätze zur Erklärung von Wechselkursbewegungen veröffentlicht. Es ist auf [www.ecb.int](http://www.ecb.int/press/pr/20180217.pdf) als [ecbwp2018.pdf](http://www.ecb.int/press/pr/20180217.pdf) zu finden. Die Autoren veranstalteten eine Art statistisches Pferderennen mit Schätzungen der Modelle anhand von Kombinationen aus verschiedenen Untersuchungsperioden, Prognosehorizonten und Währungsparaen. 462 Schätzungen wurden zur Bewertung von acht betrachteten Ansätzen herangezogen.

Für die Zunft der Ökonomen ist das Ergebnis niederschmetternd. Nur in 43% der einzelnen Tests lieferten die Modelle ein vom reinen Zufall (random walk) signifikant unterscheidbares Resultat. Und schlimmer noch: „Abweichung vom reinen Zufall“ erweist sich in der Regel „schlechter als reiner Zufall“. Nur 16% aller einzelnen Vergleiche waren die Theorien signifikant besser als die jeweilige Nullhypothese „random walk“.

Am erfolgreichsten schnitt die altehrwürdige Kaufkraftparität ab. Dahinter dürfte stehen, dass die Modelle insgesamt auf längere Sicht (d.h. mit weiter gesteckten Prognosehorizonten) besser abschneiden als im

kurzfristigen Bereich. Diese Langfristigkeit entspricht der Kaufkraftparität.

Demgegenüber waren die komplexeren Ansätze immer nur in einzelnen Untersuchungsperioden und/oder für einzelne Währungsparaere erfolgreich. Sie lieferten zusätzliche erklärende Variablen wie Risikoparameter (Schuldenstände, Volatilitäten), Zinsdifferenzen oder die Steigung der Zinskurve.

- **Fazit:** Gemessen am Anspruch, alle Wechselkurse zu allen Zeiten erklären und prognostizieren zu können, sind die akademischen Ansätze in der Regel empirisch belanglos. Soweit sie überhaupt vom reinen Zufall unterscheidbare Vorhersagen liefern, sind diese eher falsch.

In aller Kürze

INDIEN: INFLATION WEITER GEFALLEN

Indiens Inflationsrate ist per Januar von 3,4% auf 3,2% zurückgegangen. Sie nähert sich dem unteren Rand des Toleranzbereichs (2%-6%) an. Die Währungshüter der RBI hatten aber kürzlich deutlich gemacht, dass sie darin nur die kurzfristigen Konsequenzen des Bargeld-Schocks sehen, der sich bald verflüchtigt. Die Industrieproduktion verzeichnete per Dezember im Jahresvergleich einen Rückgang um 0,4%, nachdem im November noch ein Zuwachs um 5,7% notiert wurde.

Watchlist Länderrisiken

Soweit sich keine Neuerungen ergeben, verweisen wir hier auf Risiko-Länder und die jeweilige Ausgabe, in der wir die Risiken und deren Auswirkungen zuletzt skizziert haben.

ÄGYPTEN	Die Krise ebbt trotz Abwertung einfach nicht ab.	Siehe FD, 27.1.2017
ARGENTINIEN	Päsident Macri steht unter Druck. Die Reformen stagnieren.	Siehe FD, 6.1.2017
BALTISCHE STAATEN	Trumps erste Entscheidungen beruhigen nicht.	Siehe FD, 23.9.2016
BRASILIEN	Die steigenden Rohstoffpreise wecken Hoffnung.	Siehe FD, 10.2.2017
GRIECHENLAND	Athen pokert um die 7-Mrd.-Euro-Juli-Tranche.	Siehe FD, 10.7.2015
INDONESIEN	Das Wachstum wird vom Binnenmarkt getragen.	Siehe FD, 17.2.2017
MALAYSIA	Korruptionsermittlungen – Investoren ziehen sich zurück.	Siehe FD, 10.2.2017
NIGERIA	Rezession und Inflation wirken extrem negativ.	Siehe FD, 27.1.2017

RUMÄNIEN	Die Wirtschaft ist auf dem Wachstumspfad.	Siehe FD, 20.1.2017
RUSSLAND	Moskau versucht alles, um Stabilität zu erreichen.	Siehe FD, 10.2.2017
SÜDAFRIKA	Der Rand ist trotz aller Probleme stark.	Siehe FD, 10.2.2017
THAILAND	Die Politik der Militärs drückt auf das Wachstum.	Siehe FD, 10.2.2017
UNGARN	Der Export schwächelt, der Staatsverbrauch auch.	Siehe FD, 20.1.2017
UKRAINE	Das Land kommt nicht zur Ruhe.	Siehe FD, 20.8.2015
VENEZUELA	Nun auch noch zusätzliche Konflikte mit den USA.	Siehe FD, 19.12.2014
VIETNAM	Der neue Kurs der USA belastet zusätzlich.	Siehe FD, 10.2.2017