

QCAM MACRO UPDATE

english

15.12.2017

EURUSD post Fed and ECB meetings and outlook for 2018

EURUSD has lost its sense of direction since mid September and is moving in a band between 1.16 and 1.19. The Euro continues to benefit from better current account and fiscal positions. The Euro economy is in a more dynamic cyclical stage than the US and risk sentiment has also swung in favor of the Euro. Even the higher oil price is good for the Euro, although the impact is not as great as the others. So, what helps the Dollar is its interest rate differential, both on the short end as well as on the long end. While the Euro's positive features have clearly outweighed the Dollar's interest rate advantage between April and September, the forces are now more balanced.

Which way the balance will tip going into 2018 depends to a large extent on monetary policy on both sides of the Atlantic.

- Starting with the ECB, the path is relatively clear for at least the first half of 2018 and was reconfirmed by today's statement after the board meeting. The ECB is set to continue its asset purchase program until September 2018, though at a lower pace. And as long as the asset purchase program is not finished, the ECB will not move interest rates. By the middle of the year, depending on the performance of the economy and less so inflation, speculation will rise that the asset purchase program will end in September and that the ECB may even start adjusting interest rates by the turn of the year.
- The Fed is already downsizing its balance sheet and is forecasting 75 basis points of total rate hikes in 2018. The market is not fully convinced and sees at most 50 basis points of total rate hikes. The more dovish tone of yesterday's FOMC statement has not helped boost the market's confidence that the Fed will stick to its forecast. However, the risks are clearly skewed towards higher rates than the market expects. Given the performance of the economy, unemployment below the Fed's long-term target, and the high chances of a tax boost, the probability that the Fed will deliver on its forecast even if inflation continues to limp behind the target is much larger than the opposite. In fact, the risk is that the Fed is more likely to raise its interest rate trajectory than to lower it, especially as the composition of the FOMC is set to become more hawkish.

Putting it all together, our views on the ECB and the Fed imply that interest rates are likely to diverge more in the first half of the year to the advantage of the Dollar. But that divergence could stall or even

correct itself a bit, if speculation builds in the second half of 2018 that the ECB will stop its asset purchase program and in a next step start adjusting interest rates. So, the pattern we see is for the Dollar to strengthen in the first half and then soften in the second half. This pattern could be compounded if the positive Euro risk sentiment takes a dip in the run-up to the Italian election in March. However, we don't believe the outcome of the Italian election is likely to put the viability of the Euro truly at risk and sentiment toward the Euro should improve afterwards. In terms of levels, our target is 1.13 in the first half and then a return towards 1.20 in the second half.

Of course, EURUSD is driven by many moving parts that can change, not just interest rates. Thus, our approach is to track all relevant components and be prepared to adjust our outlook as we did last Spring when we shifted pro Euro on the back of better economic data and the positive outcome of the elections in the Netherlands and France. In foreign exchange, those that adopt their views are usually more successful than those who wait until the end of the year that their call at the start of the year was right.

deutsch

EURUSD nach den Fed- und EZB-Sitzungen und Ausblick für 2018

EURUSD drifted seit September in einem Korridor zwischen 1,16 und 1,19. Der Euro profitiert von seiner besseren Leistungs- und Fiskalbilanz. Der Euro-Raum ist auch in einer dynamischeren zyklischen Phase als die US Wirtschaft und die Risikostimmung hat sich auch zu Gunsten des Euro gedreht. Selbst der höhere Ölpreis hilft dem Euro ein wenig. Auf der anderen Seite profitiert der Dollar von den höheren Zinsen gegenüber dem Euro, sowohl am kurzen wie auch am langen Ende. Während die positiven Kräfte hinter dem Euro den Zinsvorteil des Dollars zwischen April und September klar übertroffen haben, sind die Kräfte zur Zeit mehr ausgeglichen.

In welche Richtung das Kräfteverhältnis sich im nächsten Jahr verändert, hängt zu einem großen Teil von der Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantik ab.

- Für die EZB ist die Richtung der Geldpolitik zunächst klar definiert, was durch die heutige Sitzung noch mal bestätigt wurde. Die EZB wird ihr Anleihekaufprogramm bis September 2018 fortsetzen, allerdings mit einem geringeren Volumen. So lange das Anleihekaufprogramm läuft, wird die EZB auch nicht die Zinsen ändern. Zur Jahresmitte hin, abhängig von den Wirtschaftszahlen und weniger den Inflationszahlen, wird die Spekulation steigen, dass das Anleihekaufprogramm im September beendet wird und die EZB zum Jahreswechsel auch beginnen könnte, die Zinsen anzupassen.
- The Fed fährt ihre Bilanz bereits langsam runter und prognostiziert insgesamt 75 Basis Punkte Zinsanhebung für 2018. Der Markt ist nicht voll überzeugt, dass die Fed die Zinserhöhungen durchziehen wird und erwartet höchstens 50 Basis Punkte. Der etwas sanftere Ton der Fed nach

der gestrigen Sitzung hat diese Einschätzung noch verstärkt. Das Risiko ist aber wesentlich größer, dass die Zinsen mehr steigen werden, als vom Markt erwartet. Die Wirtschaft hat sich beschleunigt, die Arbeitslosenrate liegt unter der langfristigen Zielgröße der Fed und wahrscheinliche Steuersenkungen werden der Wirtschaft noch zusätzlichen Schwung geben. Selbst wenn die Inflation weiter hinter den Erwartungen bleibt, wird die Fed vor diesem Hintergrund eher die Zinsen mehr anheben als erwartet und womöglich noch ihre eigene Prognose anheben, besonders wenn die Komposition des FOMC im nächsten Jahr noch konservativer wird.

Zusammengenommen bedeuten unsere Einschätzungen von EZB und Fed, dass die Zinsen zwischen Euro-Raum und den USA im ersten Halbjahr noch weiter zu Gunsten des Dollars auseinander laufen werden. Aber diese Divergenz könnte im zweiten Halbjahr zum Stocken kommen oder sich sogar etwas korrigieren, wenn die Spekulation wächst, dass die EZB das Anleihekaufprogramm beenden wird und in einem nächsten Schritt beginnt, die Zinsen anzupassen. Also, das Muster ist für uns Dollar Stärke im ersten Halbjahr und Euro Erholung im zweiten Halbjahr. Dieses Muster könnte sich noch verstärken, wenn die Euro Stimmung sich vor den italienischen Wahlen im März eintrübt. Wir glauben jedoch nicht, dass das Ergebnis der italienischen Wahlen den Euro wirklich in Gefahr bringt und erwarten eher, dass sich die positive Euro Stimmung wieder erholt. Für EURUSD heißt das für uns konkret 1,13 im ersten Halbjahr und 1,20 im zweiten Halbjahr.

Natürlich wird EURUSD von verschiedenen Faktoren getrieben, nicht nur den Zinsen. Wir verfolgen daher alle Bestimmungsfaktoren und sind bereit, unsere Prognose zu ändern wenn sich die Kräfte wieder verschieben. Dies haben wir auch im Frühjahr getan, als Wirtschaftszahlen und Wahlergebnisse im Euro-Raum sich besser als erwartet entwickelt hatten. In den Devisenmärkten gewinnen meistens die, die sich schnell anpassen und nicht darauf warten, dass sie am Ende des Jahres mit ihrer Anfangsprognose richtig gelegen haben.

Kind regards / Freundliche Grüsse

Bernhard Eschweiler, Ph.D.
Senior Economist