

Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Notenbanken haben weltweit in den letzten Jahren zunehmend Wert auf Transparenz und „Forward Guidance“ gelegt. Ziel ist es, den Märkten klare Signale zu senden und abrupte Korrekturen zu vermeiden. Die Zinserwartungen sollen verankert werden, auch wenn eine Wende der Geldpolitik bzw. eine Beendigung von Aufkaufprogrammen bevorstehen sollte. So hat zum Beispiel die Fed eine Rückführung ihres Aufkaufprogramms in Aussicht gestellt. Allerdings betonte sie gleichzeitig, dass eine Zinsveränderung nur auf mittlere Sicht zu erwarten sei bzw. ihr Leitzins noch bis mindestens 2015 unverändert zwischen 0 % und 0,25 % verweilen werde.

Trotz angestrebter Transparenz und Langfristigkeit ist die Fed-Politik stattdessen eher zum Treiber von Volatilität geworden, was in der letzten Woche erneut deutlich wurde. Die Protokolle des Offenmarktausschusses (FOMC) von Dezember 2013 bestätigten die Einschätzung, dass es die Fed ernst mit der Rückführung ihres Aufkaufprogramms meint, da mehrere Mitglieder äußerten, dass die Kosten des Programms die Vorteile überwiegen würden. Obwohl diese Information fundamental nichts Neues war, hat sie doch zu einer Bekräftigung des neuen Kurses der US-Notenbank geführt, was den US-Dollar hat aufwerten lassen. Die schwachen Arbeitsmarktzahlen vom letzten Freitag haben jedoch erneut Zweifel aufkommen lassen, ob die Fed in der Tat das Programm jeden Monat um 10 Mrd. US-Dollar zurückführen wird.

Die Fed strebt eine niedrige Arbeitslosenquote an – ein Ziel, auf das sie keinen direkten Einfluss hat, da eine außerordentlich expansive Geldpolitik keine eindeutige und nachhaltige Verbesserung des Arbeitsmarktes garantiert. Ihr nur indirekter Einfluss verhindert, dass die Fed mit ihrer Politik klare Signale senden kann. Obwohl sie im Mai 2013 den Märkten angekündigt hat, dass eine Beendigung des Aufkaufprogramms bevorsteht, hat sich die Fed bis Dezember 2013 Zeit gelassen, diese Aussage zu konkretisieren. Und mit jeder Enttäuschung über die Arbeitsmarktzahlen wird die Erwartung an die Geldpolitik erneut auf den Prüfstand gestellt – was auch letzte Woche wieder einmal der Fall war.

Die Ernennung von Janet Yellen zur Fed-Chefin und ihre Aussagen über die Rolle der Geldpolitik haben nicht geholfen. Sowohl Yellen als auch Bernanke sichern den Märkten zwar zu, dass die Fed erst bei einer niedrigen Arbeitslosenquote langsam die Zinsen anheben wird. Doch bestehen Zweifel, wie lange das Aufkaufprogramm bzw. eine 0 %-Zinspolitik aufrechterhalten werden können. Zwar werden der US-Notenbank dank ihres Monopols über die Geldschöpfung niemals die US-Dollar ausgehen, die durch zu starke Geldvermehrung möglichen Markt-Verzerrungen sind aber ebenfalls nicht in ihrem Sinn.

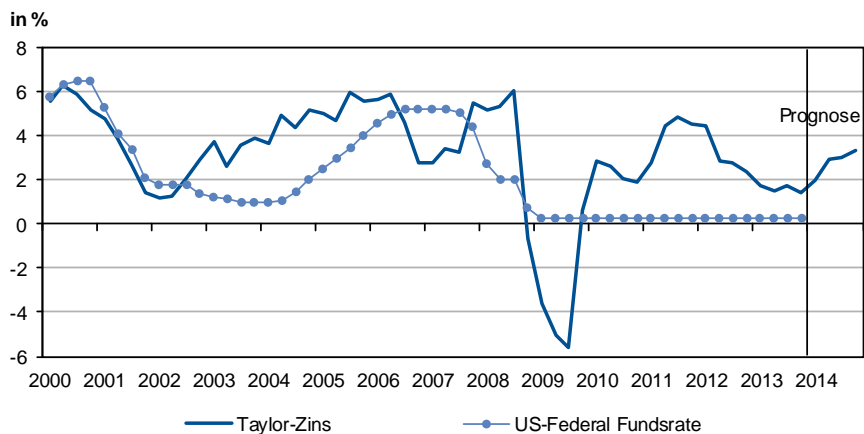
Vor diesem Hintergrund ist es wünschenswert – vor allem beim erwarteten BIP-Wachstum der USA (2,7 % in 2014) – dass die Fed jeden Monat konsequent ihr Aufkaufprogramm zurückfährt und eine Zinsanhebung in Aussicht stellt. Von diesem Szenario kann allerdings angesichts der Fed-Kommentare und -Ziele nicht uneingeschränkt ausgegangen werden, was wiederum ein deutliches kurzfristiges Ansteigen der US-Langfristzinsen verhindern sollte. Eine tendenzielle Anhebung des Langfristzinsniveaus mag dann mit der Realisierung der Wachstumserwartung in 2014 einhergehen. Eine Korrektur wie im Mai 2013 ist aber eher unwahrscheinlich – auch weil die Fed solch eine Reaktion sicherlich als nicht wünschenswert sieht und somit von klaren Signalen einer geldpolitischen Wende weiterhin Abstand nehmen wird.

Zweifel über die Belastbarkeit der US-Erholung bleiben, insbesondere im Hinblick auf steigende Zinsen. Die Fed-Politik verstärkt diese Besorgnis noch, da sie durch ihr zögerliches Verhalten bestätigt, dass die konjunkturelle Erholung nicht nachhaltig ist. Stattdessen werden monatliche Konjunkturdaten zur wichtigsten Informationsquelle für mittelfristige Erwartungen. Die Fed macht es den Märkten mit ihrem Fokus auf die aktuellen Arbeitsmarktdaten sogar vor. Keine Langfristigkeit, sondern kurzfristige Konjunkturpolitik scheint Vorrang zu haben. So hat sich trotz der „Forward Guidance“ das Verhalten der Fed alles andere als stabilisierend gezeigt. Diese Aussage gilt sowohl für die Richtlinien für die Märkte als auch für die aus historischer Perspektive eher abweichende Geld- bzw. Zinspolitik.

Um zu erfahren, wie weit die Fed von ihrer Vorkrisenpolitik abgewichen ist, kann eine Taylor-Regel hilfreich sein. Vorkrisen-Schätzungen deuten darauf hin, dass die Fed bei ihrer Zinspolitik eine Gewichtung von 60 % auf Wachstum und von 40 % auf Inflation gelegt hat, was mit ihrem dualen Mandat im Einklang steht. Abbildung 1 veranschaulicht den Fed-Zinssatz, der sich aus solch einer Gewichtung ergeben würde. In der Finanzkrise war der benötigte Zinssatz deutlich negativ, was ein Aufkaufprogramm der Fed notwendig gemacht hat, weil Zinsen bei 0 % alleine nicht ausreichten. Inzwischen hat sich jedoch die Situation deutlich verändert. Ende 2014 läge der Fed-Leitzinssatz bei Beibehaltung der Gewichtung auf Basis der Wachstumserwartungen für 2014 bei fast 3,5 %. Auch liegt der Taylor-Zinssatz seit 2010 deutlich oberhalb des eigentlichen Leitzinses der Fed.

**Basierend auf der Taylor-Regel müsste die Fed mittlerweile die Wende ihrer Zins- bzw. Geldpolitik viel zielstrebigere angehen, von einer baldigen und vollständigen Beendigung des Aufkaufprogramms ganz zu schweigen.** Dass sie dies immer noch nicht tut, ist ein Anzeichen dafür, wie unsicher sie selbst die konjunkturelle Erholung einschätzt. Und es signalisiert, dass die Fed ihre Geldpolitik fundamental geändert hat. Diese Entwicklung mag allerdings bereits zwischen 2003 und 2005 stattgefunden haben, denn die Fed tut sich schon länger schwer, ihren Zinssatz nach oben anzupassen.

Abb. 1: Leitzinssatz für die USA auf Basis der Taylor-Regel

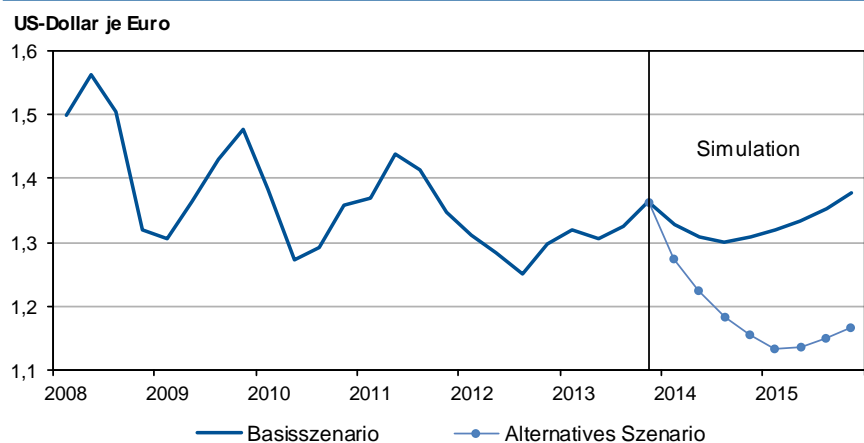


Quellen: Fed; IKB

### Einschätzung zum EUR-USD-Wechselkurs

Analysten erwarten eine generelle Aufwertung des US-Dollar zum Euro bis zu einem Niveau von 1,20 Dollar pro Euro. Ursache hierfür ist die US-Notenbankpolitik, vor allem im Vergleich zur Politik der EZB. Während die Fed ihre geldpolitische Wende bereits eingeleitet hat, wird sich dies bei der EZB erst mittelfristig abzeichnen. Begründet wird diese Entwicklung mit dem zu erwartenden US-Wachstum, das 2014 mit über 2,5 % deutlich über dem der Euro-Zone liegen wird. Entscheidend für die Entwicklung des EUR-USD-Wechselkurses ist jedoch nicht das Wachstum, sondern das Langfristzinsdifferential sowie die Risikoeinschätzung zur Euro-Zone. Beide Aspekte lassen keine anhaltende Aufwertung erwarten: Die US-Langfristzinsen sollten angesichts der Fed-Politik bestenfalls langsam steigen, was die deutschen Zinsen sicherlich nachziehen lässt. Die Euro-Zone hingegen sollte sich weiter stabilisieren, bzw. die Risikoprämien dürften sich tendenziell einengen. Kurzfristig ist jedoch eine mögliche Aufwertung des US-Dollar nicht auszuschließen. Das IKB Fair-Value-Modell deutet auf einen Fundamentalwert von ca. 1,30 US-Dollar pro Euro für das erste Halbjahr 2014 (siehe IKB-Kapitalmarkt-News vom 13. Dezember 2013). Über diese Korrektur hinaus und insbesondere für 2015 sehen wir jedoch kein Aufwertungspotenzial, wie in Abbildung 2 dargestellt. Auch wenn diese Einschätzung auf IKB-Prognosen über die Treiber des EUR-USD-Wechselkurses beruht, zeigt sie dennoch, dass die generelle Erwartung einer andauernden Aufwertung nicht ohne Risiken ist. Nur eine deutlich an Fahrt gewinnende US-Konjunktur in Verbindung mit erneut aufkommender Unsicherheit über die Schuldenproblematik in der Euro-Zone würden für eine andauernde Aufwertung des US-Dollar sprechen (Alternatives Szenario).

Abb. 2: Verlauf des EUR-USD-Wechselkurses im Basis- und Alternativen Szenario



Quellen: Bloomberg; IKB

**Fazit:** Grundsätzlich scheint die Fed trotz ihrer „Forward Guidance“ die Märkte eher zu verunsichern. Dies gilt zum einen wegen ihrer zögerlichen Wende in der Geldpolitik, zum anderen aber auch wegen ihres verstärkten Fokus auf die Arbeitslosenquote – eine Größe, die sie selbst nur indirekt beeinflussen kann, von der sie selbst aber zunehmend beeinflusst wird – sogar auf Monatsbasis. Das Konzept eines neutralen Zinssatzes als Anker der Stabilität ist spätestens seit der Krise verloren gegangen. Die Anwendung einer Taylor-Regel würde dies bestätigen. Die Entwicklung spricht gegen eine eindeutige und anhaltende Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro. Vieles spricht stattdessen für eine kurzfristige Korrektur aufgrund eines positiven Fair-Value-Gaps. Mittelfristig (bis Ende 2015) erwartet die IKB eine tendenzielle Abwertung des US-Dollar zum Euro. Nur wenn sich das US-Konjunkturmodell deutlich verbessert, wenn die Fed die US-Langfristzinsen nach oben treibt und wenn die Unsicherheit über die Schuldentragfähigkeit in der Euro-Zone wieder zunimmt, erhielte der US-Dollar gemäß IKB Fair-Value-Modell den notwendigen Auftrieb, um auf ein Niveau von 1,20 US-Dollar zum Euro aufzuwerten.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

15. Januar 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann