

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Der Euro scheint weiterhin aufzuwerten – entgegen den Erwartungen der meisten Volkswirte. Eigentlich war alles doch offensichtlich: Die USA wachsen einiges stärker, und die Fed hat bereits die geldpolitische Wende eingeleitet, was dem US-Dollar Auftrieb verschafft. Doch ist dem so? Ein großer Unsicherheitsfaktor bleibt weiterhin die Fed-Politik. Denn auch wenn sie ihr Aufkaufprogramm zurückfährt, macht Fed-Präsidentin Janet Yellen immer wieder unmissverständlich klar, dass die Zinsen noch lange niedrig bleiben werden und von der aktuellen Konjunkturentwicklung abhängen. Die Fed ist nicht darauf aus, ihre Geldpolitik zu normalisieren (positive reale Zinsen), sondern setzt alles daran, die US-Konjunktur zu stützen. Deshalb befindet sie sich immer noch im Krisenmodus, wie auch die Anwendung der Taylor-Regel andeuten würde ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 15. Januar 2014](#)). Doch wie lange muss die US-Konjunkturerholung anhalten, damit die Fed ihre Zinspolitik normalisiert?

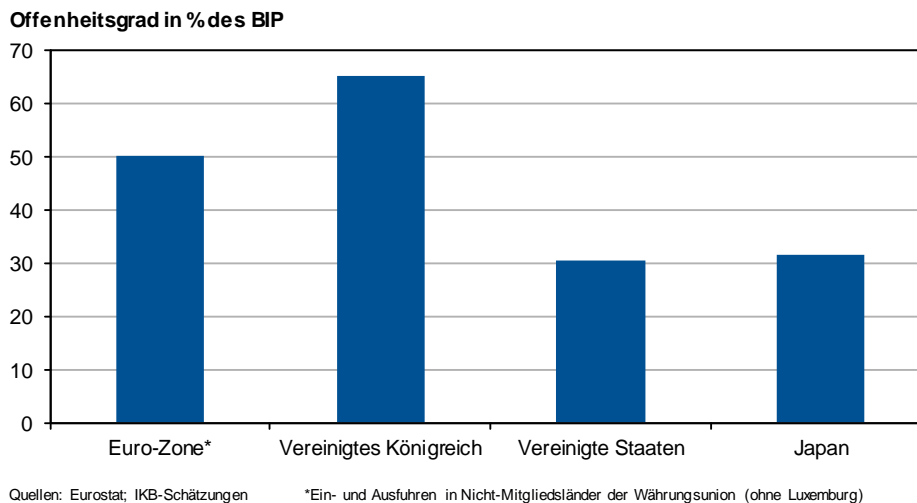
Der Krisenmodus der Fed beeinflusst die Geldpolitik weltweit. Denn eine Notenbankpolitik, die den Fokus stärker auf mittelfristige Stabilität als kurzfristige Stimulierung legt und somit eine gewisse Divergenz zur Fed zeigt, muss mit deutlichen Aufwertungen ihrer Währung rechnen. Deshalb hat Japan die Politik des billigen Geldes von der Fed übernommen, um der Aufwertung des Yen bzw. der Deflation in Japan entgegenzuwirken. Auch die Bank of England (BoE) zögert, ihre Geldpolitik trotz des soliden Wachstums zu ändern, um eine deutliche Aufwertung zu verhindern. Sicherlich ist in Großbritannien auch zu erkennen, dass die Inflationsrate spürbar gefallen ist. So würde eine Aufwertung des Pfund womöglich zur deutlichen Unterschreitung der Inflationsziele führen.

In der Euro-Zone wird die EZB ihr Inflationsziel gemäß eigener Prognosen in den kommenden drei Jahren unterschreiten. Zudem bestätigt die EZB, dass der starke Euro einen nennenswerten Grund für die aktuell niedrige Inflationsrate darstellt. Und dennoch hat sie auf der letzten Pressekonferenz keine Maßnahmen angekündigt und damit die Wahrnehmung der Märkte gestärkt, dass sie im Vergleich zur Fed oder anderen wesentlichen Notenbanken deutlich „hawkischer“ zu sein scheint. Anders formuliert: Die EZB hält eher an der Vorkrisengeldpolitik (Bundesbankpolitik?) fest, die eine stabilisierende Geldpolitik bzw. keine kurzfristig ausgelegte Zinspolitik verfolgt. Deswegen ist eine Divergenz zwischen der grundsätzlichen Geldpolitik der EZB einerseits und Fed, BoE und japanischer Notenbank andererseits zu erkennen bzw. wird von den Finanzmärkten so wahrgenommen, was sich im EUR-USD-Wechselkurs spiegelt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie lange diese Divergenzen bestehen können. Früher oder später werden der Aufwertungsdruck und die daraus resultierenden Deflationsrisiken ein Einreihen der EZB in die globale Notenbankpolitik erfordern – wie es auch Japan bestätigt hat. Dabei mag es weniger um die eigentliche Geldpolitik gehen – die BoE hat ihr Aufkaufprogramm nicht weiter ausgeweitet – als um die Wahrnehmung der Märkte über die grundlegende geldpolitische Ausrichtung. Gerade deshalb hat der Euro seit dem letzten EZB-Treffen so stark aufgewertet.

Eine oft diskutierte weitere Zinssenkung der EZB würde für sich genommen nicht viel bringen. Zum einen wäre die Senkung minimal, zum anderen ist der Einfluss auf die Realwirtschaft im Allgemeinen und auf die Investitionsentscheidungen der Unternehmen im Besonderen überschaubar ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 12. März 2014](#)). Ihr Einfluss würde allerdings dann steigen, wenn sich die grundlegende Einschätzung über die EZB-Geldpolitik verändern würde, was sich in einer deutlichen Abwertung des Euro widerspiegeln müsste. Ähnliches gilt für ein mögliches Aufkaufprogramm. Auch dies würde nur einen begrenzten direkten Einfluss haben, da der Großteil der externen Unternehmensfinanzierung in der Euro-Zone immer noch durch Banken und nicht durch den Kapitalmarkt abgewickelt wird. Doch auch hier könnte die Signalwirkung über die grundsätzliche Notenbankpolitik zur Neueinschätzung der Märkte und damit zur Abwertung führen.

Eine Euro-Abwertung wäre eine sinnvolle geldpolitische Maßnahme, da die aktuelle Aufwertung eine tendenzielle Straffung der Geldpolitik bedeutet. Daraus folgt, wie von der EZB bestätigt, Deflationsdruck bzw. eine niedrigere Inflationsrate. Eine Abwertung des Euro würde die Inflationsrate stabilisieren und die Realwirtschaft infolge preislicher Wettbewerbsvorteile stützen. Auch wäre der Transmissionsmechanismus solch einer Maßnahme deutlich kürzer und direkter als im Fall einer Zinssenkung oder eines Aufkaufprogramms – vor allem wenn die Volkswirtschaft relativ offen ist. Abbildung 1 veranschaulicht den Offenheitsgrad ausgewählter Länder im Vergleich zur Euro-Zone. Die Notenbank ist immer in der Lage, ihre eigene Währung zu schwächen, da sie das Monopol über die Geldschöpfung hat, was die Fed in den letzten Jahren beeindruckend illustriert hat. Wie im Fall der Schweizerischen Nationalbank mag dies allerdings auch zum deutlichen Anstieg der Fremdwährungsreserven führen. Entscheidend ist, wie überzeugend die Notenbank für die Finanzmärkte ist.

Abb. 1: Offenheitsgrad ausgewählter Länder/Regionen in 2012 - (Exporte+Importe/BIP)



Während die Eurokrise der Schweizerischen Nationalbank nicht viel Spielraum ließ, als Aufkäufe von Devisen zu tätigen, liegt der Grund für den starken Euro in der relativen Einschätzung der Märkte über die Fed- versus EZB-Politik (was auch das Langfristzinsdifferential verdeutlicht). Doch wird die Fed auf ihrem Treffen nächste Woche klare Signale hinsichtlich ihrer geldpolitischen Wende äußern? Die Gelegenheit auf der anstehenden Pressekonferenz wäre sicherlich gut, eindeutige Signale sind aber unwahrscheinlich. **Die US-Konjunkturdaten sind zwar überwiegend gut ausgefallen, allerdings halten sich die positiven Überraschungen in Grenzen, und die grundsätzliche Einschätzung der Fed über ihre Rolle dürfte unverändert sein. So sollte zwar das Aufkaufprogramm um weitere 10 Mrd. US-Dollar reduziert werden, die Fed wird allerdings erneut klarstellen, dass ihr Handeln von der aktuellen Konjunkturlage abhängt.** Trotz des deutlich positiven US-Wachstums ist eine geldpolitische Wende immer noch nicht zu erwarten. Denn zuerst müssen die Konjunkturdaten nachhaltig überzeugen, sodass die Fed ihren kurzfristigen Fokus aufgibt. Es stellt sich allerdings die Frage, wie lange Konjunkturdaten in eine Richtung zeigen können. So sollte bis auf weiteres der Krisenmodus der Fed bestehen bleiben – und ebenso der Aufwertungsdruck des Euro, was wiederum den Druck auf die EZB erhöht.

Fazit: Die Fed hat in den letzten Jahren drei Aufkaufprogramme eingeführt, um die US-Wirtschaft zu stimulieren. Werden die US-Konjunkturdaten auf Sicht soweit überzeugen, dass Aufkaufprogramme nicht mehr nötig sind und sich eine Zinswende ankündigt? Aktuell wird zwar eine mittelfristig nachhaltige Konjunkturerholung erwartet, das zögerliche Verhalten der Fed bzw. ihr Fokus auf Stimulierung und aktuelle Konjunkturdaten lassen jedoch zweifeln. So sollte die Fed zwar auch in der kommenden Woche ihr Aufkaufprogramm um weitere 10 Mrd. US-Dollar reduzieren, in der Pressekonferenz jedoch dürfte die Fed keinen Zweifel daran aufkommen lassen, dass jegliche weitere Schritte von der aktuellen Konjunkturlage abhängen. Die EZB hingegen zielt mittelfristig auf Preisstabilität, was durch die Aufwertung des Euro zunehmend schwieriger wird – wie die Inflationsprognosen bis 2016 der EZB selbst andeuten – wodurch sich der Handlungsdruck auf die EZB erhöht. Eine Abwertung des Euro gegenüber wichtigen Währungen scheint zunehmend sinnvoll zu sein – insbesondere wenn die Krise in der Ukraine weiter eskalieren sollte und dies entgegen den Erwartungen die globale Konjunktur belasten würde.

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-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

14. März 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