

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

Der EZB-Rat ist sich einig, dass ein Aufkaufprogramm zum Arsenal der EZB gehört. Das sollte mehr und mehr zu einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar führen. Und dennoch verhält sich der aktuelle EUR-USD-Wechselkurs wie in einem Ping-Pong-Spiel: Nicht ganz so überzeugende Wirtschaftsdaten aus den USA oder keine erneute Bestätigung der Zinswende durch die Fed lassen den US-Dollar abwerten. Geantwortet wird dies durch verbale Aussagen der EZB, die wiederum den Euro schwächen sollen. Wie lange wird solch ein hin und her den EUR-USD-Wechselkurs bestimmen, bevor es zu einer deutlicheren Tendenz kommt?

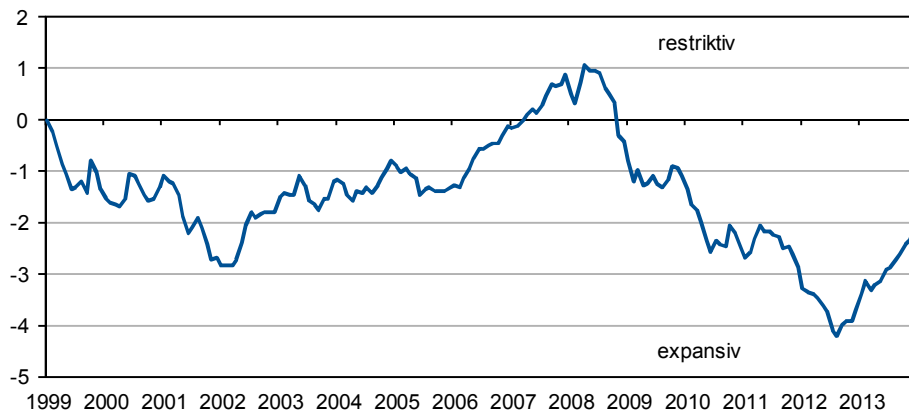
Wirtschaftsdaten aus den USA bestätigen eine grundsätzliche Erholung. Fällt diese besser aus als erwartet, wird die Fed womöglich bereits im zweiten Quartal 2015 die Zinsen anheben. Fällt sie weniger stark aus, mag die Zinsanhebung erst in der zweiten Jahreshälfte oder Ende 2015 stattfinden. Fakt ist allerdings, dass die US-Wirtschaft deutlich besser dasteht als die Euro-Zone und dass die Fed vermutlich vor der EZB handeln wird. In der Euro-Zone ist die Kreditvergabe weiterhin rückläufig und der grundsätzliche Handlungsbedarf für weitere Lockerungsmaßnahmen der EZB besteht weiterhin. Bereits jetzt ist das Zinsdifferential zwischen US- und deutschen Langfristzinsen, das einen wichtigen Treiber des EUR-USD-Wechselkurses darstellt, relativ weit. Überrascht die US-Konjunktur positiv und die EZB kündigt ein Aufkaufprogramm an, kann mit einer deutlichen Korrektur des EUR-USD-Wechselkurses gerechnet werden.

Aktuell scheint keine der beiden Notenbanken aus der Deckung zu kommen. Die Fed führt zwar ihr Aufkaufprogramm zurück, allerdings betont sie ständig, dass die Zinsen niedrig bleiben und sie ihre Politik von aktuellen Wirtschaftsdaten abhängig macht, getreu dem Motto: Lieber etwas zu spät als zu früh agieren. Die EZB hingegen tut sich schwer, weitere Maßnahmen zur Stimulierung der Kreditvergabe zu implementieren. Allerdings haben die niedrige Inflationsrate und die Aufwertung des Euro in den letzten Monaten den Druck auf die EZB deutlich erhöht. Das hat die Europäische Notenbank dazu veranlasst, etwas deutlicher zu werden bzw. auf ihrer Pressekonferenz explizit die Stärke des Euro als Risikofaktor hervorzuheben. Zudem hat die EZB betont, dass sie – wenn nötig – entschieden und zügig handeln wird, was ein Aufkaufprogramm beinhalten könnte.

Fällt die Teuerungsrate der Euro-Zone im April enttäuschend niedrig aus, wird es eher schwierig für die EZB sein, die Märkte erneut durch verbale Äußerungen hinzuhalten – insbesondere angesichts der bereits getätigten Aussagen. Die Tatsache, dass die Inflationsrate für einen einzelnen Monat nur einen begrenzten Einfluss auf die Geldpolitik haben sollte, spielt dabei eine untergeordnete Rolle. Entsprechend würden die Märkte im Falle schwacher Inflationszahlen ein Handeln erwarten, das mehr beinhaltet als eine mögliche Zinssenkung. Denn die Zinsen werden im aktuellen Umfeld wenig ausrichten können, um die Inflationserwartungen zu steuern. Da mag das Anwerfen der Notenpresse schon deutlich effektiver sein – insbesondere weil die EZB dies bereits in Aussicht gestellt hat. Somit haben die Inflationszahlen für April doch eine erhöhte Bedeutung für die Geldpolitik der EZB und damit auch für den EUR-USD-Wechselkurs.

Doch was würde passieren, wenn die Inflationszahlen höher bzw. wie erwartet ausfallen und die EZB am 8. Mai keine weiteren Maßnahmen ankündigen würde? Die daraus folgende Aufwertung des Euro würde sicherlich den Handlungsdruck dennoch erhöhen. **Denn mit jeder Aufwertung des Euro wird die Geldpolitik straffer, da deflationäre Kräfte in der Wirtschaft freigesetzt werden. Dies gilt vor allem für die Euro-Zone, deren Wirtschaft deutlich offener ist als diejenige der USA.** Die Bedeutung des Wechselkurses für die Geldpolitik wird durch den Monetary Condition Index aufgegriffen, der auch von der EU-Kommission berechnet wird. Der Index gewichtet reale Zinsen und reale Wechselkurse und stellt somit einen ganzheitlichen Maßstab der Geldpolitik dar. Abbildung 1 veranschaulicht den Monetary Condition Index, der aktuell bis Dezember 2013 vorliegt. Es ist zu erkennen, dass die Geldpolitik schon länger tendenziell straffer wird. Dieser Trend hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2014 durch fallende Inflation wie auch aufwertenden Euro weiter fortgesetzt. **Abbildung 1 zeigt deutlich, dass sich der Handlungsdruck auf die EZB schon länger aufbaut und dass – eben weil die Zinsen bereits bei fast 0 % sind und die Inflation niedrig ist – kein Weg an einer Abwertung des Euro vorbeiführt, wenn es darum geht, positive geldpolitische Impulse für die Wirtschaft der Euro-Zone zu senden.**

Abb. 1: Monetary Condition Index für die Euro-Zone



Quelle: Europäische Kommission

Die EZB steckt in dem Dilemma, dass andere wichtige Zentralbanken eine außerordentlich expansive Geldpolitik betreiben, die es der EZB erschweren, eine tendenzielle Euro-Schwäche durch gewöhnliche Geldpolitik bzw. Ankündigungen zu bewirken. Wie von der IKB oft betont, bleibt der EZB im Extremfall nichts anderes übrig, als die womöglich auf Sicht destabilisierende Geldpolitik der Fed aufzugreifen, um eine Aufwertung des Euro und damit eine übertriebene Straffung der Geldpolitik zu verhindern. Die Ankündigung eines Aufkaufprogramms wäre der erste Schritt in diese Richtung. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen hält die IKB eine tendenzielle Euro-Schwäche für die kommenden Monate für notwendig. Mit einer Aufhellung der Konjunktur bzw. der Kreditvergabe in der Euro-Zone wäre die Notwendigkeit solch einer Politik in 2015 allerdings weniger gegeben.

**Fazit:** Wenn die US-Wirtschaftsdaten schlechter ausfallen sollten als erwartet, steigt aufgrund des schwachen US-Dollar der Handlungsdruck auf die EZB weiter. Deren Politik wird nun schon seit Längerem durch die Aufwertung des Euro bzw. die sich abschwächende Inflation tendenziell straffer. Deswegen wird die EZB nicht darum herumkommen, durch zusätzliche Maßnahmen oder klare Aussagen (zweite Bazooka?) den Euro zu schwächen. Das wäre angesichts des aktuellen Zins- und Inflationsniveaus sicherlich auch sinnvoll. Die IKB erwartet in den kommenden Monaten eine tendenzielle Schwäche des Euro zum US-Dollar.

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

15. April 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