

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

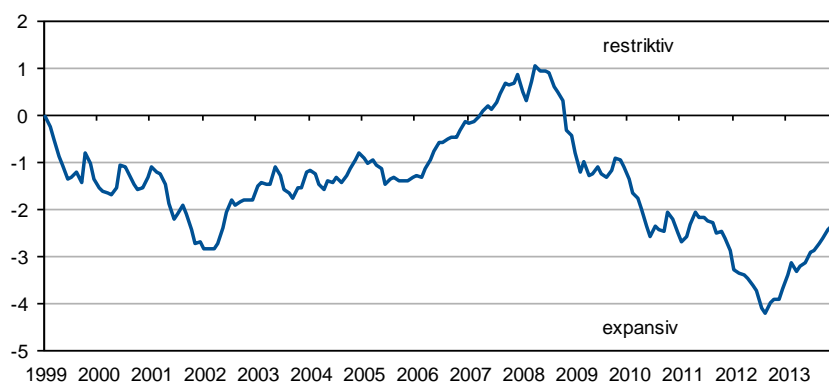
Geldpolitik, Wechselkurs und Erwartungen für das nächste EZB-Treffen

Die Euro-Aufwertung bereitet EZB-Präsident Draghi große Sorgen, auch wenn der EUR-USD-Wechselkurs seit Donnerstag erste Korrekturen vorweist. Ob Draghis warnende Worte ausreichen werden, bleibt allerdings abzuwarten. Die jüngsten Versuche einzelner Notenbanken, ihre Währungen zu schwächen, gingen mit deutlichen Interventionen auf dem Devisenmarkt (wie im Fall der Schweiz) oder mit unkonventioneller Geldpolitik wie einem Aufkaufprogramm heimischer Staatsanleihen (wie im Fall Japans) einher. Eins scheint sicher: Die EZB wird beim nächsten Treffen ihre Inflationsprognosen deutlich nach unten anpassen müssen, vor allem für 2014.

Bleibt bis zum nächsten EZB-Treffen eine Wende des EUR-USD-Wechselkurses aus, ist die Glaubwürdigkeit der EZB nur durch eine Ankündigung weiterer geldpolitischer Maßnahmen aufrechtzuerhalten, die über eine Zinssenkung hinausgehen. Denn vor dem Hintergrund der Erwartungen, die die EZB über ihre Handlungsbereitschaft und durch ihre Einstimmigkeit hinsichtlich unkonventioneller Maßnahmen geschaffen hat, wäre eine marginale Zinssenkung alleine sicherlich eine Enttäuschung – insbesondere weil der Einfluss einer Zinssenkung bei einem Niveau von 0,25 % gänzlich ausgereizt ist. Doch selbst wenn sich die aktuelle Euro-Schwäche festigen sollte, kann eine Ankündigung der EZB über alternative Maßnahmen nicht ausgeschlossen werden. Zum einen, um die Euro-Schwäche, die auf der Erwartung einer geldpolitischen Ankündigung beruht, zu festigen und zum anderen wegen des grundsätzlichen Handlungsbedarfs, der angesichts der weiterhin rückläufigen Kreditvergabe in der Euro-Zone besteht.

Abbildung 1 zeigt den Monetary Condition Index (MCI), der von der EU-Kommission veröffentlicht wird und bereits in einem vorherigen Kommentar ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 30. April 2014](#)) erläutert wurde. Es ist ersichtlich, dass die Geldpolitik nun schon seit Längerem eine Straffung aufgrund des starken Euro erfährt, sodass eine tendenzielle Schwäche des Euro in den nächsten vier Wochen nicht ausreichen wird. Dies gilt insbesondere deshalb, weil die Berechnung des MCI aktuell nur bis Dezember 2013 reicht.

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



Quelle: Europäische Kommission

Für die Realwirtschaft ist der Einfluss eines abwertenden Euro bzw. einer Ausweitung der Geldmenge entweder durch den Aufkauf von Euro-Anleihen (klassisches Aufkaufprogramm) oder Anleihen in Fremdwährung (klassische Devisenmarktintervention) viel entscheidender als eine weitere marginale Zinssenkung, die die Investitionen kaum beeinflusst ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 12. März 2014](#)). Doch eine Abwertung könnte zuerst das reale Einkommen belasten, insbesondere wenn die Nachfrage nach Importen nicht sensitiv gegenüber steigenden Preisen ist und wenn die Lohnsteigerungen aufgrund der hohen Arbeitslosenquote und Flexibilisierung des Arbeitsmarktes nicht nachziehen, was allerdings im Kontext von strukturellen Reformen und dem Ziel erhöhter Wettbewerbsfähigkeit als wünschenswert einzuschätzen ist.

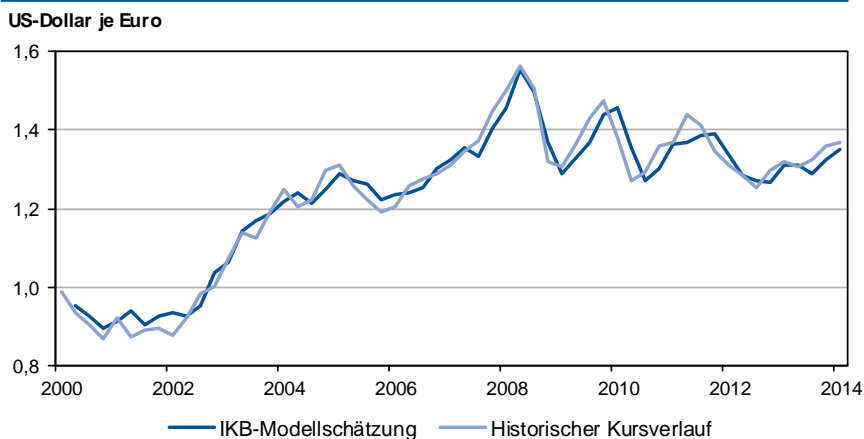
Dies wiederum legt den Fokus auf die Preissensitivität und die Höhe von Exporten außerhalb der Euro-Zone. Rückblickend betrachtet hatte eine stärkere Abwertung in der Regel eher inflationären bzw. durch die Exporte einen stimulierenden Einfluss. Exporte und Importe aus bzw. in die Euro-Zone machen insgesamt rund 37 % des BIP der Euro-Zone aus. Der Wechselkurs ist somit ein wichtiger Preis, wie es auch in Abbildung 1 dargestellt wird.

Gedanken zur möglichen Über- oder Unterbewertung des Euro

Da der Wechselkurs im aktuellen Umfeld einer rückläufigen Kreditvergabe einen direkteren Einfluss auf die Realwirtschaft ausüben kann als Zinsen, die sich nahe 0 % befinden, bleibt das Niveau des EUR-USD-Wechselkurses ein wichtiger Maßstab für die Einschätzung der Geldpolitik. In diesem Zusammenhang gibt es erste Diskussionen, ob der Euro in der Tat über- oder womöglich unterbewertet ist.

In der Einschätzung, ob der Euro zu stark oder zu schwach ist, muss ein Referenzwert bestimmt werden, das so genannte Fair-Value – also das Niveau, auf dem sich gemäß fundamentaler Einschätzung der Euro bewegen sollte. Das Problem ist, dass sich ein Fair-Value- oder ein Referenzwert nicht so einfach bestimmen lassen. Oftmals wird auf historische Werte oder Durchschnitte verwiesen. Allerdings stellt der Wert des Euro eine nichtstationäre Zeitreihe dar, sodass keine statistischen Beweise existieren, dass der Wechselkurs in der Tat zu seinem historischen Durchschnittswert konvergieren sollte. Andere Ansätze, wie derjenige der IKB, erklären das Fair-Value des Euro anhand von makroökonomischen Parametern, die sich in der Vergangenheit als signifikant erwiesen haben. Das Langfristzinsdifferential zwischen den USA und Deutschland ist hierbei eine wichtige Erklärungsgröße. Andere Treiber sind die relative Preisentwicklung sowie die Risikoeinschätzung der Märkte. Abbildung 2 zeigt den EUR-USD-Wechselkurs und das im IKB-Modell bestimmte historische Fair-Value. Das Modell würde anhand des aktuellen Zinsdifferentials sowie der anderen Variablen sehr wohl auf eine Abwertung des Euro zum US-Dollar hindeuten, wie es auch in der vierteljährlichen Wechselkurseinschätzung der IKB prognostiziert wurde ([siehe Fundamentale Einschätzungen ausgewählter Währungen vom 10. April 2014](#)).

Abb. 2: Historischer Verlauf des EUR-USD-Wechselkurses und Modellschätzung



Quellen: Bloomberg; IKB

Abbildung 2 veranschaulicht, dass der EUR-USD-Wechselkurs nicht systematisch von seinem Fair-Value abgewichen ist. Dies ist eine wichtige Voraussetzung für einen sinnvollen Referenzwert – eine Vorgabe, die zum Beispiel durch das Konzept der Kaufkraftparität alleine nicht erfüllt wird. Oftmals wird für die Beurteilung des Wechselkurses die relative Preisentwicklung in den jeweiligen Ländern als Grundlage verwendet. Und auch im IKB-Modell spielt die Preisentwicklung eine Rolle, aber nicht die einzige. Denn eine Einschätzung über den Wechselkurs, die nur auf relativen Preisen beruht, stellt keinen sinnvollen Referenzwert dar, da der Wechselkurs relativ lange von solch einem Fair-Value abweichen kann. Dies lässt sich empirisch auch daran ableiten, dass der preisbereinigte Wechselkurs ebenfalls nicht stationär ist.

Doch auch wenn das Fair-Value über oder unter dem EUR-USD-Wechselkurs liegen sollte, ist es nicht eindeutig, wie sich der Wechselkurs verhält, bzw. ob er über- oder unterbewertet ist. Denn nicht nur der Wechselkurs, sondern auch das Fair-Value kann sich verändern. Eine Abwertung kann zum Beispiel die Inflation nach oben anpassen, was wiederum das Fair-Value verändert, insbesondere wenn die Notenbank nicht durch Zinsanhebungen eingreift. Doch ob der Euro aktuell überbewertet ist, ist nicht entscheidend bzw. ist kein Argument, warum dieser nicht abwerten sollte. Als indirektes Instrument der Geldpolitik muss der Wechselkurs diese spiegeln. Zwar verweist Draghi immer wieder darauf, dass der Wechselkurs keine Steuergröße ist. Die Konsequenzen einer Aufwertung für die Geldpolitik – wie in Abbildung 1 dargestellt – fordern allerdings ein Handeln. Anders formuliert: Das Fair-Value muss deutlich abwerten und den eigentlichen EUR-USD-Kurs mit sich ziehen.

In einem vorherigen Kommentar wurde darauf hingewiesen, dass sich die EZB nicht nachhaltig von der Geldpolitik anderer großer Notenbanken abgrenzen kann, da die Wechselkursimplikationen früher oder später ein Handeln erzwingen, vor allem wenn die anderen Notenbanken eine anhaltende und damit sehr deutlich divergierende Krisenpolitik betreiben. Hier sei noch einmal erwähnt, dass die EZB die einzige große Notenbank ist, deren Bilanzsumme schrumpft. Jüngste Entwicklungen deuten nun darauf hin, dass auch die EZB – durch den Deflationsdruck einer aufwertenden Währung – sich mehr und mehr der Geldpolitik der Fed anpassen muss. Dieser Trend verstärkt sich, weil die Fed weiterhin von einer klaren Wende in ihrer Zinspolitik bzw. einer seit langem notwendigen Normalisierung ihrer Geldpolitik absieht. Erholt sich die US-Wirtschaft nachhaltig, werden sich der Aufwertungsdruck und damit auch der Handlungsdruck der EZB legen. Doch bis dahin und vor allem wegen der anhaltenden Krisenpolitik der Fed können noch mehrere Monate bzw. Quartale vergehen, was für die EZB keine Option darstellt.

Fazit: Möchte die EZB den Euro nachhaltig schwächen, um ihre Geldpolitik weniger straff zu gestalten, muss sie beim nächsten EZB-Treffen am 5. Juni mehr als nur eine marginale Zinssenkung vornehmen. Denn eine Zinssenkung als Einzelmaßnahme wird weder die Geldmenge deutlich anheben und somit dem Schrumpfen der EZB-Bilanzsumme entgegenwirken, noch würde sie von den Märkten als ausreichend für eine expansivere Geldpolitik angesehen werden. Die EZB selbst hat durch ihre Kommentare für große Erwartungen im Markt gesorgt.

Wertet der Euro in den kommenden Wochen vor dem EZB-Treffen überraschend stark ab, mögen eine Leitzinssenkung bzw. eine effektive Zinssenkung etwa durch einen landläufigen festverzinslichen Tender zum Erhalt des Abwertungstrends beitragen. Da die überschüssige Liquidität deutlich reduziert ist und der Euribor wieder oberhalb des Leitzinssatzes verweilt, würde eine finale Leitzinssenkung auch die Geldmarktsätze weiter geringfügig reduzieren. Ein negativer Einlagenzinssatz als mögliche Option scheint mit der nachlassenden überschüssigen Liquidität als Handlungsoption ins Abseits zu rücken.

Sind die Abwertungstendenz des Euro bzw. die Worte Draghis jedoch weniger überzeugend, müssen die Signale der EZB durch die Ankündigung weiterer und somit unkonventioneller Maßnahmen bestätigt werden. Denn der Handlungsspielraum von Zinsen als geldpolitisches Instrument ist größtenteils ausgereizt. Entsprechend würde eine Zinssenkung im Juni für sich genommen weder den Handlungsbedarf der EZB effektiv reduzieren noch den hohen Erwartungen an ein entschiedenes EZB-Handeln gerecht werden. In diesem Sinne wäre dann eine Zinssenkung von 10 oder 15 bp am 5. Juni nicht ausreichend.

Angesichts der fragilen konjunkturellen Entwicklung sowie der Gefahr einer langfristigen Phase niedriger Inflation sollte die Geldpolitik der EZB auf eine Abwertung des Euro hinwirken. Dabei spielt eine untergeordnete Rolle, ob der Euro über- oder unterbewertet ist. Vielmehr steigt der Druck auf die EZB, sich der Geldpolitik der Fed anzuschließen, was nicht nur zur Anpassung des aktuellen Wechselkurses führen sollte, sondern auch zur Anpassung des fundamentalen Euro-Referenzwertes.

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

14. Mai 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