

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die IKB hat in den Kapitalmarkt-News immer wieder argumentiert, dass der Euro abwerten sollte, um die Konjunktur in der Euro-Zone zu stützen. Dies ergibt sich zum einen daraus, dass ein aufwertender Euro eine restriktivere Geldpolitik darstellt. Zum anderen aber auch aus den Erfahrungen Japans, wo die Notenbank (BoJ) nach der japanischen Krise aufgrund des geringen Offenheitsgrads der Wirtschaft und der aufwertenden Währung kaum Handlungsspielraum hatte. In der Euro-Zone hingegen ist der Euro das einzige verbliebene Instrument der Geldpolitik, das einen direkten Einfluss auf einen großen Teil der Wirtschaft ausüben kann. Doch mit der Erwartung eines abwertenden Euro ergeben sich neue Fragen. Im Folgenden werden diese insbesondere im Kontext der Notenbankpolitik adressiert.

Kann die EZB den Euro nachhaltig schwächen?

Da eine Notenbank das Monopol über die Geldschöpfung innehat und somit die absolute Kontrolle über das Angebot von Geld besitzt, kann sie theoretisch immer den Außenwert ihrer Währung und den Preis heimischer Güter durch Inflation bestimmen. Allerdings muss im Fall des Wechselkurses die Politik der anderen Notenbanken in Betracht gezogen werden. Wenn andere Notenbanken ihre Bilanzen ebenfalls ausweiten, wird bestenfalls eine Aufwertung verhindert. Eine nachhaltige Abwertung könnte sich als schwierig erweisen. Entsprechend hat die Bilanzausweitung der BoJ und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) mehr mit dem Versuch zu tun, der Aufwertung ihrer Währungen entgegenzusteuern, als eine nachhaltige Abwertung sicherzustellen. In diesem Zusammenhang wurde bereits des Öfteren darauf hingewiesen, dass primär die Fed aufgrund der Vorreiterstellung des US-Dollar den Ton angibt. Sie verfolgt allerdings eine extrem expansive Geldpolitik, was Notenbanken in Industrie-, aber auch Schwellenländern unter Druck setzt, eine ähnliche Politik zu verfolgen, um eine Straffung der Geldpolitik bzw. Aufwertung der Währung zu verhindern.

Eine signifikante Abwertung der Währung ist in den meisten Fällen immer ein koordinierter Versuch verschiedener Notenbanken. Dies haben verschiedene Maßnahmen rund um den US-Dollar in den 80er-Jahren gezeigt. Im Fall einer weniger globalen Währung könnte eine Abwertung allerdings primär durch einseitige Maßnahmen der einzelnen Notenbank realisiert werden. Wenn ein aufwertender US-Dollar zum Euro nicht im Gegensatz zur Geldpolitik der Fed steht (siehe unten), wäre genug Unterstützung für einen schwächeren Euro auf beiden Seiten des Atlantiks vorhanden. Doch um einseitige Markt- bzw. Überreaktionen zu verhindern, ist mit einer konkreten Aussage beider Notenbanken nicht zu rechnen.

Einschätzung: Eine kurzfristige Schwächung des Euro ist durch die EZB-Politik erreichbar, eine langfristige Korrektur eher weniger. Die EZB kann den Euro nur nachhaltig schwächen, wenn andere Notenbanken mitspielen. Dies bezieht sich insbesondere auf die Fed. Sprich: Nur wenn die Fed bzw. die US-Konjunktur kontinuierlich positiv überraschen sollten, vor allem im Vergleich zur Euro-Zone, wäre die EZB durch eine Bilanzausweitung auch mittelfristig in der Lage, den EUR/USD-Kurs zu schwächen. Da solch eine Sichtweise angezweifelt werden darf, ist die Abwertung eher als ein kurzfristiger Impuls und weniger als mittelfristiger Wettbewerbsvorteil zu sehen. Deshalb scheint eine einseitige mittelfristige Abwertung des Euro unwahrscheinlich zu sein, insbesondere wenn sich die relative Konjunktorentwicklung verändert.

Wie wird ein aufwertender US-Dollar die US-Zinspolitik beeinflussen?

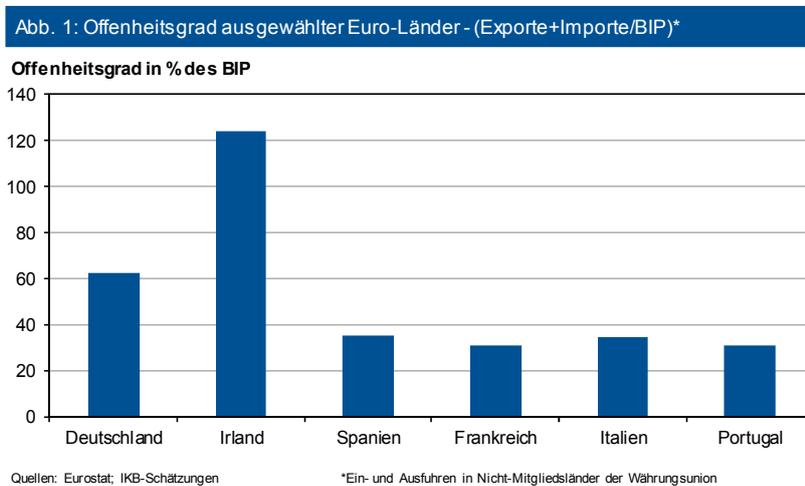
Eine aufwertende Währung bedeutet, dass Importe günstiger werden und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Exporten nachlässt. Beides spricht für einen Rückgang des Wirtschaftswachstums bzw. Inflationsdrucks. Eine aufwertende Währung führt daher zu einer Straffung der Geldpolitik. Viele Notenbanken nutzen einen Monetary Condition Index (MCI), um den effektiven Stand der Geldpolitik festzustellen. Der MCI ist nichts anderes als ein gewichteter Durchschnitt der realen Zinsen und des Wechselkurses.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob eine deutliche US-Dollar-Aufwertung zu einem zögerlichen Verhalten der Fed bei der Zinsschraube führt. Grundsätzlich ja, was wiederum die Aufwertung des US-Dollar dämpfen sollte. Allerdings sollte der Einfluss begrenzt sein, insbesondere wenn sich die Aufwertung in Grenzen hält. Denn die USA sind eine relativ geschlossene Volkswirtschaft (Exporte und Importe machen knapp 30 % des BIP aus), sodass im MCI die Zinsen die dominierende Größe darstellen. Hier muss auch berücksichtigt werden, dass ein abwertender Euro und aufwertender US-Dollar nicht das Gleiche sind. Entscheidend wird sein, ob der US-Dollar gegenüber einer Vielzahl von Währungen aufwerten wird. Hierfür bleibt das US-Konjunkturbild ausschlaggebend. Und die US-Konjunktur sollte von einem schwachen Euro nur in Grenzen beeinflusst sein.

Einschätzung: Die Fed könnte einen aufwertenden US-Dollar insbesondere gegenüber dem Euro mehr und mehr als Grund vorgeben, noch zögerlicher bei ihrer Zinswende vorzugehen. Dies wäre allerdings primär nur eine Ausrede, die Zinsen nicht anzuheben. Denn der wirtschaftliche Einfluss einer Euro-Abwertung auf die US-Konjunktur ist überschaubar. Natürlich wäre dies bei EUR/USD-Parität anders zu sehen. Doch eine deutliche Aufwertung wie auch Zinsanhebungen haben den gleichen Treiber – nämlich eine nachhaltig gute US-Konjunktur. Deshalb ist die Euro-Abwertung für den US-Zinsausblick eher zu vernachlässigen.

Wird eine Euro-Abwertung der Euro-Zone helfen?

Der Offenheitsgrad der Euro-Zone beträgt rund 50 %. Das heißt, Exporte und Importe der Euro-Zone mit dem Rest der Welt haben ein Volumen, das die Hälfte des BIP ausmacht. Damit ist der Offenheitsgrad der Euro-Zone deutlich höher als in Japan oder in den USA. Eine breite Euro-Abwertung würde somit relativ viele Transaktionen, Produktionen und Preise beeinflussen. Entsprechend dürfte die Euro-Zone sehr wohl von einer Abwertung beeinflusst sein. Wie viel davon Wettbewerbsvorteile und wie viel höhere Inflation sein wird, ist abzuwarten. Doch beides ist für die Euro-Zone im aktuellen Zustand als positiv zu sehen. Eine Abwertung würde auch den südeuropäischen Ländern helfen.



Einschätzung: Eine Euro-Abwertung gibt notwendige Impulse für die Euro-Zone. Diese sollten durch eine weniger restriktive Fiskalpolitik noch verstärkt werden, um eine ausreichend große Initialzündung für die Konjunktur in der Euro-Zone sicherzustellen. Ob eine Euro-Abwertung auch mittelfristig das Wirtschaftswachstum beschleunigt, ist allerdings fraglich und hängt in erster Linie von Strukturreformen ab.

Was ist die IKB-Einschätzung über den weiteren Verlauf des EUR/USD?

Manche Analysen sehen den EUR/USD-Wechselkurs bei Parität, wenn auch erst in zwei bis drei Jahren. Generell wird mit einer Einbahnstraße gerechnet, die den EUR/USD-Wechselkurs auf mindestens 1,20 führen wird. Vergessen wird hierbei oftmals, dass nicht nur die EZB bzw. die deutschen Langfristzinsen bestimmen, wohin die Reise geht, sondern auch die US-Zinsen und damit die Fed-Politik bzw. die wirtschaftlichen Aussichten der USA. Eine Einbahnstraße bis Ende 2015 würde bedeuten, dass die USA ihr aktuell positives Konjunkturbild beibehalten werden, ebenso wie die Euro-Zone ihr schlechtes. Doch ist das eine realistische Einschätzung über die relativen Entwicklungen?

Da die Fed ein sehr hohes Gewicht auf die aktuellen Wirtschaftsdaten legt und diese wie der Arbeitsmarkt nicht anhaltend positiv überraschen werden, kann von keiner Einbahnstraße die Rede sein. Dies gilt, insbesondere auch dann, wenn sich die Konjunkturdaten der Euro-Zone erneut und infolge der geldpolitischen Lockerung der EZB verbessern. So ist auch weiterhin mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen. Gleichwohl sollte die Bilanzausweitung der EZB zu einer tendenziellen Abwertung führen ebenso wie die sich festigende Erwartung von Zinsanhebungen der Fed, auch wenn diese nur in kleinen Schritten vorgenommen werden sollten.

Dollar-Parität zum Euro würde bedeuten, dass die Fed die Zinsen über die nächsten Jahre kontinuierlich, wenn auch langsam anheben wird; die Erwartungen in der Euro-Zone jedoch weiterhin auf eine 0 %-Zinspolitik hindeuten. Doch auch wenn die Kurzfristzinsen noch lange bei ca. 0 % liegen sollten, werden mit einer Stabilisierung der Konjunktur die Langfristzinsen anziehen, was eine Gegenbewegung zum Aufwertungsdruck darstellt. So erachtet die IKB auch weiterhin das Erreichen von EUR/USD-Parität als ein Szenario mit einer geringen Eintrittswahrscheinlichkeit.

Einschätzung: Zwar ist ein EUR/USD-Wechselkurs bei Parität kein gänzlich auszuschließendes Szenario, allerdings assoziiert die IKB damit eine überschaubare Wahrscheinlichkeit. Denn hierfür wäre gemäß IKB-Modell nicht nur eine anhaltend schwache Konjunktur in der Euro-Zone erforderlich, sondern auch eine kontinuierlich positiv überraschende US-Wirtschaft. Beides sind extreme Einschätzungen. Ein EUR/USD-Wechselkurs, der bis auf 1,20 abwertet, ist angesichts der unterschiedlichen Notenbankpolitik bzw. konjunkturellen Entwicklungen sicherlich plausibel. Allerdings sieht die IKB weder kurz- noch mittelfristig eine Einbahnstraße des Wechselkurses, was wiederum auf eine anhaltend hohe Volatilität hindeutet.

Fazit: Der Euro sollte kurzfristig weiter abwerten, eine Einbahnstraße ist das allerdings nicht. Dies gilt insbesondere auch für den mittelfristigen Ausblick. Denn eine Notenbank kann ihre Währung nur nachhaltig mit der Unterstützung anderer Notenbanken schwächen, was im Fall des EUR/USD-Wechselkurses von der US-Konjunktur abhängt. Dass diese kontinuierlich positiv überrascht bzw. die Euro-Zone enttäuscht, ist eher unwahrscheinlich, sodass von einer Parität des EUR/USD-Kurses selbst auf mittlere Sicht nicht auszugehen ist. Dies liegt nicht zuletzt auch daran, dass eine kurzfristige Euro-Abwertung nennenswerte konjunkturelle Impulse geben sollte. Am Krisenmodus der EZB dürfte sich zwar auf Sicht nichts ändern. Allerdings sollten negative Überraschungen bzw. weitere Anstrengungen der EZB in den Hintergrund rücken.

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

11. September 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