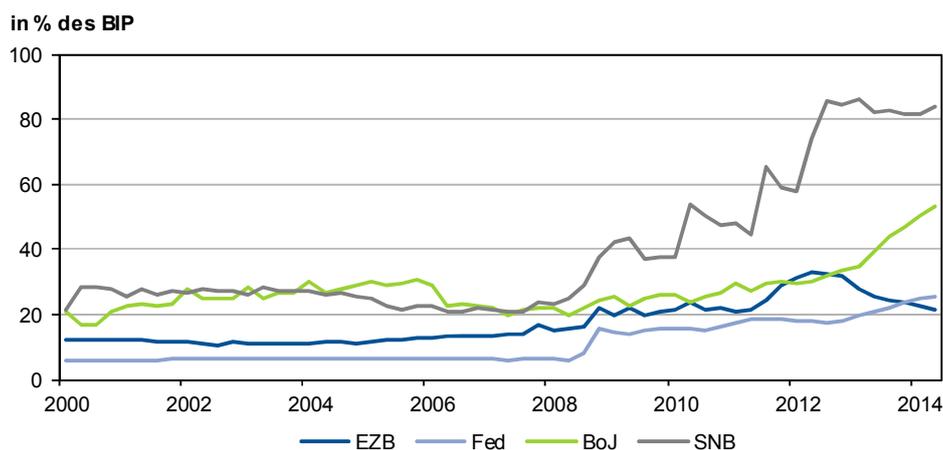


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Kaum ist der Euro zum US-Dollar etwas abgewertet, werden schon die ersten Befürchtungen in den USA formuliert. So bezeichnen die jüngsten Fed-Protokolle eine anhaltende Aufwertung des US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen wie britisches Pfund, japanischer Yen und Euro als Risiko für den konjunkturellen Ausblick der USA. Dies gelte insbesondere dann, wenn der eingeschlagene Weg der EZB die Zinsen in der Euro-Zone nachhaltig niedrig hält und somit für weiteren deutlichen Aufwertungsdruck des US-Dollar sorgt. Eine erneute Rezession in der Euro-Zone sowie anhaltend gute US-Konjunkturzahlen würden gemäß IKB-Schätzung eine strukturelle Aufwertung des US-Dollar bis zur Parität nicht ausschließen. Allerdings müssten dafür auch die US-Langfristzinsen deutlich ansteigen, unter anderem infolge einer nachhaltigen geldpolitischen Wende in den USA. Diese wird allerdings mit anhaltender Aufwertung des US-Dollar immer unwahrscheinlicher, was das Protokoll des jüngsten FOMC-Treffens bestätigt. Deshalb hält die IKB eine Parität von Euro und US-Dollar zwar weiterhin für möglich, aber dennoch für eher unwahrscheinlich. Denn eine Aufwertung des US-Dollar zum Euro, aber auch zu anderen Währungen würde den Druck von der Fed nehmen, deutliche Zinsanhebungen vorzunehmen.

Allerdings hat eine durch die EZB initiierte und sicherlich notwendige Abwertung des Euro nicht nur Implikationen für den EUR/USD-Wechselkurs, sondern unter anderem auch für die Schweizerische Nationalbank (SNB). Diese bekennt sich nun schon länger zu ihrer gesetzten Bodenschwelle für den EUR/CHF-Wechselkurs von 1,20 und sieht den Schweizer Franken auch weiterhin als deutlich überbewertet an. Eine anhaltende Euro-Schwäche aufgrund der sich eintrübenden Konjunktur in der Euro-Zone wird allerdings den Druck auf die SNB hoch halten bzw. erneut erhöhen. Hier könnte argumentiert werden, dass eine Notenbank aufgrund ihres Monopols über die eigene Währung diese immer schwächen kann. Doch wie die jüngsten Entwicklungen um den EUR/USD-Wechselkurs zeigen, kann es auch zu Gegenreaktionen anderer Notenbanken kommen, die wiederum deutliche Korrekturen verhindern. Am Ende ist die Frage, inwieweit sich die Politik einer Notenbank von der in anderen Ländern abkoppeln kann, bevor Wechselkursveränderungen Gegenreaktionen herbeiführen. Die EZB-Bilanz war seit Mitte 2012 rückläufig, während alle anderen Notenbanken ihre Bilanzen weiter aufblähten (siehe Abbildung 1). Dies hat für Aufwertungsdruck des Euro gesorgt, dem sich die EZB nun beugt und ebenfalls ihre Bilanz ausweitet. Entsprechend ist aktuell nicht mit einem ambitionierten Abwertungsziel oder sogar einem Währungskrieg zu rechnen. Die EZB versucht eher, ihre Geldpolitik an die anderer Notenbanken anzugleichen, um eine weitere und notwendige Stützung für die Realwirtschaft in der Euro-Zone zu leisten.

Abb. 1: Bilanzsumme ausgewählter Notenbanken



Quellen: BEA; Bloomberg; BoJ; Eurostat; EZB; Fed; SECO; SNB; IKB

Die SNB scheint schon seit längerem Erfolg bei der Einhaltung ihrer Grenze von 1,20 für den EUR/CHF-Wechselkurs zu haben. Dies ging mit deutlichen Interventionen der SNB auf den Devisenmärkten einher. Wie Abbildung 1 veranschaulicht, hat sich die Bilanzsumme der SNB in Folge der Interventionen vor allem in 2012 deutlich ausgeweitet, bevor die relative Euro-Stärke in 2013 den Druck auf die SNB etwas reduziert hat. Angesichts der vorherrschenden Zinshöhe von ca. 0 % rücken zunehmend direkte Interventionen der Notenbanken in den Vordergrund. Die SNB hat klar geäußert, dass sie ihre Bilanz – wenn nötig – noch weiter aufbläht, um einen EUR/CHF-Wechselkurs von unter 1,20 zu verhindern.

Dass diese Grenze eine Herausforderung für die SNB werden könnte, davon ist auszugehen. Denn die EZB-Bilanzausweitung wird den Druck auf den Euro aufrechterhalten, während die SNB nicht viele Alternativen hat. Denn zum einen wird die konjunkturelle Eintrübung in der Euro-Zone auch die Schweizer Wirtschaft in Mitleidenschaft ziehen, was auch die Deflationsgefahr weiter ansteigen lassen dürfte. Zum anderen würden die Glaubwürdigkeit der SNB und damit auch ihr Einflussbereich sehr stark leiden, wenn sie selbst kurzfristig eine Aufwertung des Franken unter 1,20 zulassen würde. Deshalb ist eher mit einer erneuten und womöglich deutlichen Bilanzausweitung der SNB zu rechnen als mit einer Aufwertung des Schweizer Franken.

Fazit: Früher wurde oft der Begriff „Währungskrieg“ verwendet, wenn Notenbanken explizit eine Abwertung ihrer Währung anstrebten bzw. eine Aufwertung verhinderten. Deutliche strukturelle Abwertungen waren aber immer nur in Kombination mit anderen Notenbanken möglich, da Abwertungen vor allem bei divergierender Geldpolitik der Notenbanken möglich sind. Das setzt wiederum eine Kooperation der Notenbanken voraus. Aktuell scheinen jedoch alle tonangebenden Notenbanken eine Zinspolitik von nahe 0 % zu verfolgen. Deshalb liegt der Fokus der Geldpolitik aktuell auf direkten Interventionen und damit Bilanzausweitungen. Doch auch hier scheint nach den EZB-Ankündigungen ein Gleichlauf zu entstehen.

Das Protokoll des letzten Offenmarktausschusses der Fed zeigt, dass eine Geldpolitik zur Schwächung der eigenen Währung aktuell nur schwer umsetzbar ist – insbesondere von der EZB. Denn eine US-Dollar-Aufwertung wird den Druck von der Fed nehmen, auf Sicht eine nachhaltige Zinswende einzuleiten. So hält die IKB eine Parität von Euro und US-Dollar weiterhin für mittelfristig möglich, aber nicht für wahrscheinlich. Denn je mehr der US-Dollar aufwertet, desto unwahrscheinlicher werden deutliche und nachhaltige Zinsanhebungen der Fed, die allerdings für die Parität der Währungen notwendig wären.

Im Fall des Schweizer Franken wird eine Bilanzausweitung der EZB bzw. eine Euro-Schwäche die SNB mehr und mehr herausfordern. Doch für die SNB steht viel auf dem Spiel, sodass ein EUR/CHF-Wechselkurs von unter 1,20 sicherlich keine plausible Alternative für die Schweizerische Nationalbank darstellt. Vor diesem Hintergrund würde eine zögerliche Fed-Zinspolitik sicherlich im Interesse der Schweizerischen Nationalbank sein.

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

9. Oktober 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