

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die US-Wirtschaft liefert weiterhin solide Zahlen, doch haben sich Markterwartungen im Hinblick auf eine erste Zinsanhebung der Fed nun bereits auf Ende 2015 verschoben. Auch die Verzinsung zehnjähriger US-Staatsanleihen ist zwar von ihrem Tief leicht angestiegen, doch mit ca. 2,3 % liegt die Rendite auch weiterhin deutlich unterhalb des Niveaus, welches sie hatte, als der frühere Fed-Präsident Bernanke 2013 die Beendigung des Aufkaufprogramms ins Spiel brachte. Immer weniger Marktteilnehmer scheinen daran zu glauben, dass die Fed die Zügel selbst bei guter Konjunkturlage nachhaltig anziehen wird. Der Gedanke einer Normalisierung – also eine möglichst neutrale Geldpolitik – rückt somit in immer weitere Ferne.

Ist die US-Konjunktur tatsächlich nicht ausreichend robust, um stetige Zinsanhebungen auf ein Normalniveau zu verkräften? Das aktuelle Niveau der Langfristzinsen lässt darauf schließen. Denn obwohl die Fed die Aussage tätigt, dass die Zinsen niedrig bleiben, ist es letztendlich auch eine Frage der Inflationsentwicklung, die die langfristige Rendite beeinflusst. Deshalb sehen die Finanzmärkte kaum eine Gefahr eskalierender Inflation und somit schnell ansteigender Zinsen. Diese Einschätzung scheint auch die Fed zu teilen, wie aus dem Protokoll ihrer jüngsten Sitzung zu erkennen ist. Zudem sorgt sich die Fed trotz aktuell guter Konjunkturdaten um die Stärke der wirtschaftlichen Erholung, was die negative Einschätzung der Zinsmärkte bestätigt. Es scheint, als ob jegliches Wirtschaftswachstum unter dem Wachstumspotenzial, das aktuell bei um die 2,5 % liegen dürfte, eine expansive Geldpolitik benötigt. Konjunkturelle Abkühlungen sind durch die Notenbank zu beheben, das ist offenbar die Philosophie der Fed.

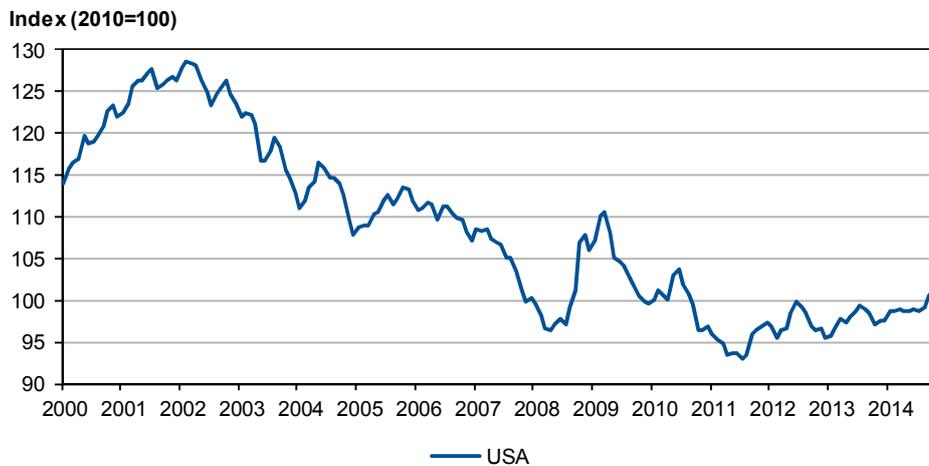
Was unter Alan Greenspan angefangen hat, wird von der Fed seit der Finanzkrise ad absurdum geführt: Die Tendenz der immer weiter fallenden bzw. niedrigen Zinsen. Auch Greenspan hatte die Zinsen nach Rezessionen immer eher unwillig und damit spät angehoben. Die Inflation mag zwar seither nicht angestiegen sein, dafür aber die Anzahl der weltweiten Finanzkrisen. Die globale Finanzkrise von 2008 wird oftmals auf die Deregulierung der Finanzmärkte zurückgeführt. Allerdings haben die Notenbanken das Monopol der Geldschöpfung, und die deutliche Geldmengenausweitung seit Greenspan hat eine entscheidende Voraussetzung für Krisen geschaffen. In anderen Ländern und insbesondere in den Schwellenländern hätte eine deutliche Geldmengenausweitung zu Inflation und einer Abwertung der Währung geführt. Im Fall der USA mit dem US-Dollar als Reservewährung und einem anhaltenden Leistungsbilanzdefizit werden die Probleme bzw. Krisen exportiert. So häufen sich US-Dollar auf den Finanzkonten von weltweiten Fonds und Notenbanken, anstatt einen lokalen Vertrauensverlust und damit Inflation zu bewirken.

Zwar wird immer wieder betont, dass überschüssige Liquidität abgeschöpft werden kann. Allerdings hat sich die Bereitschaft, dies wirklich zu tun, bisher als relativ gering erwiesen, was aktuell auch die Fed bestätigt. Volkswirte prophezeien schon lange, dass eine Politik der exzessiven Geldmengenausweitung, wie sie die Fed betreibt, zu Inflation und finanziellen Krisen führen muss. Zumindest das zweite hat sich bewahrheitet. Entsprechend hat die expansive Geldpolitik der Fed zwar kurzfristig der Weltwirtschaft den Eindruck von Stabilität vermittelt, doch sind die Kosten der Fed-Politik bis dato nur schwer einzuschätzen. Wenn allerdings vorherige Krisen als Maßstab herangezogen werden, könnte der Weltwirtschaft noch einiges bevorstehen.

Warum ist die US-Notenbankpolitik von Interesse? Zum einen, weil die deutschen Langfristzinsen von den US-Zinsen beeinflusst werden. Zum anderen, weil es der EZB schwerfällt, den Euro durch eine Bilanzausweitung zu schwächen, wenn die Fed ebenfalls weiterhin eine außerordentlich expansive Geldpolitik betreibt. In Zeiten von Nullzinsen, genereller Bilanzausweitung und Vereinheitlichung der Notenbankpolitik sind deutliche Wechselkurskorrekturen in den Industrieländern unwahrscheinlich; in Schwellenländern sind sie aufgrund der US-Dollar-Geldmenge und internationaler Kapitalbewegungen allerdings umso wahrscheinlicher, wie sich Mitte 2013 gezeigt hatte.

Die Fed weigert sich auch weiterhin trotz guter Konjunkturdaten, sich eindeutig zur geldpolitischen Wende zu bekennen. Sie betont stattdessen, dass die Zinsen noch für lange Zeit niedrig bleiben werden, auch wenn sie zwischendurch steigen sollten. Es scheint fast so, als ob die Fed Gründe sucht, die Zinsen nicht anzuheben. Dabei könnte auch ein aufwertender US-Dollar helfen. Zwar ist die US-Wirtschaft relativ geschlossen, allerdings wird der US-Dollar zunehmend zum Gesprächsthema, wie das Protokoll der jüngsten Fed-Sitzung zeigt – und das, obwohl preisbereinigt noch von keiner signifikanten Aufwertung die Rede sein kann. Abbildung 1 veranschaulicht den preisbereinigten effektiven Wechselkurs der USA.

Abb. 1: Realer effektiver Wechselkurs (REEX) - USA



Quelle: BIS

Die bereits jetzt schon ansteigende Betonung auf den Außenwert des US-Dollar bestätigt die Einschätzung der IKB, dass es eher unwahrscheinlich ist, dass der Euro zum US-Dollar nachhaltig und bis auf Parität abwerten wird. Denn umso mehr der Euro zum US-Dollar abwertet, desto stärker wird der US-Dollar in den Fokus der Fed rücken. Dies mag bei einem aktuellen EUR/USD-Wechselkurs von rund 1,25 nur ein paar Kommentare im Fed-Protokoll bewirken. Bei einem Außenwert des US-Dollar zum Euro z.B. unter EUR/USD 1,10 wird die Fed allerdings ganz andere Töne anschlagen bzw. ihre geldpolitische Einschätzung sicherlich anpassen. Zudem ist davon auszugehen, dass die US-Konjunktur in den nächsten zwei Jahren nicht permanent positiv überraschen wird und die Euro-Zone nicht nur negative Nachrichten generieren wird. Auch deshalb ist insbesondere auf mittlere Sicht mit keinem anhaltenden Abwertungstrend des EUR/USD-Wechselkurses zu rechnen.

Fazit: Das jüngste Fed-Protokoll zeigt, wie sehr die Geldpolitik in den USA von aktuellen Konjunkturdaten getrieben wird und wie weit der Grundgedanke einer Normalisierung ins Abseits gerückt ist. Angesichts des aktuellen geldpolitischen Ansatzes der Fed ist es wenig wahrscheinlich, dass der US-Leitzins selbst auf Sicht annähernd auf ein normales bzw. preisbereinigt positives Niveau kommen wird. Zudem werden Aufkaufprogramme noch lange ein Teil des Fed-Instrumentariums bleiben. Dies wiederum erschwert das Ziel der EZB, den Euro zu schwächen.

Der steigende Außenwert des US-Dollar sorgt zwar aktuell bei der Fed für Diskussionsstoff, nicht aber für Handlungsdruck. Dies würde sich allerdings bei einer anhaltenden Aufwertung des US-Dollar ändern, die sicherlich Implikationen für die Fed-Geldpolitik mit sich bringen würde. Daher geht die IKB auch weiterhin nicht davon aus, dass der EUR/USD-Wechselkurs auf Sicht einen nachhaltigen Abwertungstrend in Richtung Parität zeigen wird. Die IKB erwartet für Ende 2015 einen EUR/USD-Wechselkurs von ca. 1,21.

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

20. November 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