

August 2013

➤ **Thema des Monats:**

Kann sich die EZB wirklich von der US-Geldpolitik abkoppeln?

US-Notenbank hat meist eine Vorreiterrolle für andere Notenbanken

Einstellen des Fed-Anleiheprogramms erhöht Abwärtsdruck für den Euro

EZB hat dieses Mal länger Zeit für Kurswechsel

Niedrigzinspolitik hat unerwünschte Nebenwirkungen

Research Team

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Matthias Göthel

matthias.goethel@postbank.de

Thilo Heidrich

thilo.heidrich@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 26.07.2013

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

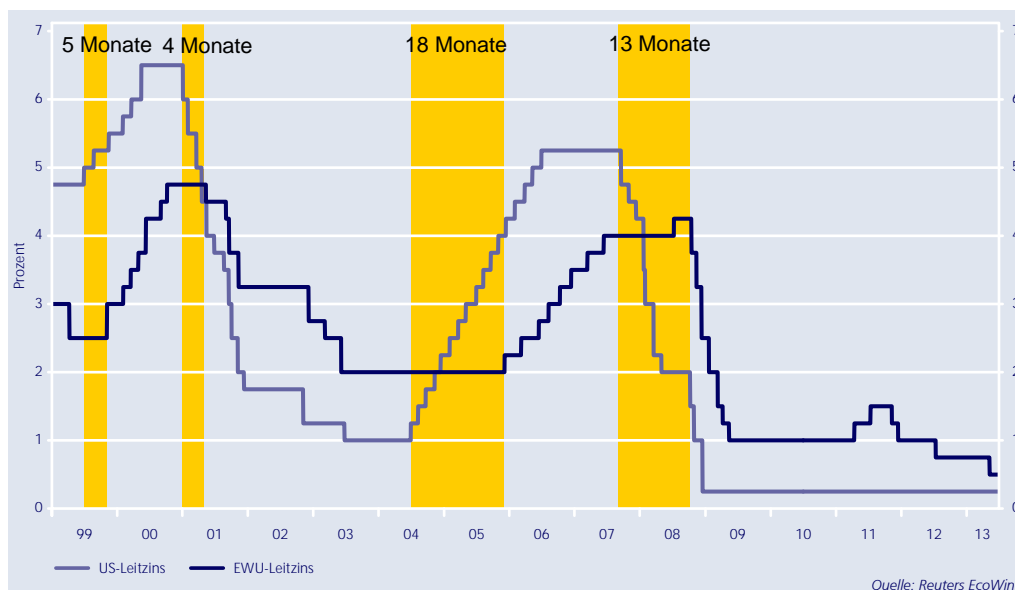
Kann sich die EZB wirklich von der US-Geldpolitik abkoppeln?

Auf ihrer Sitzung Anfang Juli hat die Europäische Zentralbank (EZB) erstmals angekündigt, dass sie die Zinsen für längere Zeit auf dem aktuellen Niveau belassen oder sogar noch einmal senken wird. Für die EZB ist das ein bemerkenswerter Schwenk, der schon eine Art Revolution in der Kommunikation der Währungshüter darstellt. Denn bisher hat die Notenbank sich für die kommenden Sitzungen immer alle Optionen offengehalten, um auf die jeweils aktuelle Konjunktur- und Inflationssituation angemessen reagieren zu können. Dass sie sich nun erstmals langfristig festlegt, dürfte zum einen der anhaltenden Rezession und Staatschuldenkrise in den Euro-Staaten geschuldet sein. Mit der Festlegung, die Zinsen für längere Zeit nicht anzuheben, wollte die EZB aber vor allem dem sich abzeichnenden Ende der ultra-expansiven Geldpolitik in den USA begegnen. Denn die Ankündigung der US-Notenbank, ihr Ankaufprogramm für Anleihen noch in diesem Jahr zurückzufahren, hatte auch in der Eurozone die Renditen von Staatsanleihen in die Höhe getrieben. Dies hat vor allem in den Krisenstaaten für neue Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsschulden gesorgt.

US-Notenbank hat meist eine Vorreiterrolle für andere Notenbanken

Es stellt sich allerdings die Frage, ob die EZB überhaupt für längere Zeit eine von der US-Notenbank unabhängige Geldpolitik verfolgen kann. Die historische Erfahrung spricht eher dagegen. Denn in der Vergangenheit hat ein geldpolitischer Kurswechsel in den USA mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung stets auch zu einer gleichgerichteten Kehrtwende in der europäischen Geldpolitik geführt. Die Zeitspanne bewegte sich dabei zwischen 4 und 18 Monaten nach der ersten Leitzinsänderung in den USA. Versuche der EZB, sich von den USA abzukoppeln, indem sie ihren Leitzins in den Jahren 2008 und 2011 trotz sinkender oder gleichbleibender Zinsen in den USA an hob, scheiterten bereits nach kurzer Zeit. Letztendlich mussten die Währungshüter im Euroraum dann doch auf den Kurs der Fed einschwenken. Diese geldpolitische Vorreiterrolle der USA ist dabei keinesfalls nur auf den Zeitraum seit Einführung des Euro beschränkt. Bereits zu DM-Zeiten war stets eine enge Koppelung der deutschen Geldpolitik an die US-amerikanische zu beobachten.

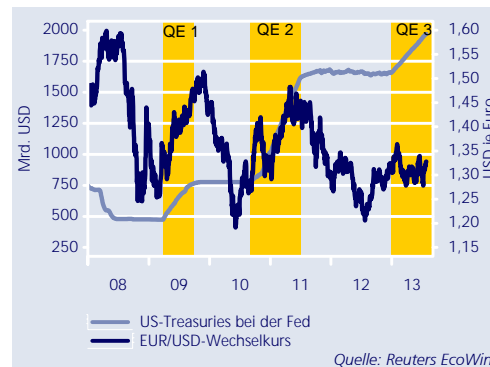
Bisher ist die EZB der US-Notenbank immer gefolgt



Ein Grund für die zentrale Rolle der US-Notenbank für die Geldpolitik in Europa liegt in der konjunkturellen Vorreiterrolle der USA und der globalen Vernetzung der Volkswirtschaften. Denn Auf- oder Abschwünge wurden in der Vergangenheit sehr häufig durch die weltweite größte Volkswirtschaft eingeleitet. Mit einer zeitlichen Verzögerung veränderte sich i.d.R. dann auch die Wachstumsdynamik in den europäischen Staaten. Im Falle Deutschlands folgte ein Konjunkturaufschwung dabei meist einem klassischen Muster: Erst erholten sich die Exporte, dann die Unternehmensinvestitionen und schließlich folgte der private Konsum. Auch ein Konjunkturabschwung wurde meist ausgehend von den USA über die Exporte eingeleitet. Da sich die Inflationsrisiken mit der jeweiligen Konjunktursituation verändern, erfolgten die entsprechenden Leitzinsanpassungen in Europa immer etwas später als in den USA.

Eine wichtige Rolle für die Geldpolitik kommt auch dem Wechselkurs zu. So war in der Vergangenheit sehr häufig eine Aufwertung des US-Dollars zu beobachten, wenn die Konjunktur in den USA anzog und eine Zinsanhebung der Notenbank bevorstand. Umgekehrt setzte im Falle eines Abschwungs dagegen meist eine Abwertung des Greenbacks ein. Für die Geldpolitik ist eine Änderung der Wechselkurse von zweierlei Bedeutung: Zum einen verändern sich durch eine Auf- oder Abwertung der heimischen Währung die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Unternehmen und damit letztendlich auch die konjunkturellen Rahmenbedingungen. Zum anderen führt eine Änderung in den Wechselkursen in der Regel zu einem veränderten Inflationsausblick. Da sich importierte Güter bei einer Abwertung der heimischen Währung verteuern, steigt das inländische Preisniveau an und umgekehrt. Eine Notenbank muss also den Außenwert der heimischen Währung im Auge behalten, wenn sie nicht eine Verfehlung des geldpolitischen Ziels der Preisniveaustabilität riskieren möchte.

Abwertung des USD beim ersten und zweiten Anleiheprogramm der Fed



Einstellen des Fed-Anleiheprogramms erhöht Abwärtsdruck für den Euro

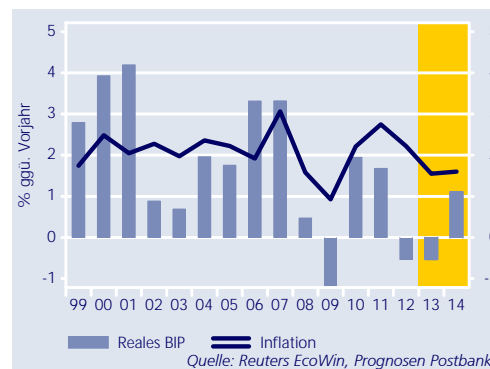
Grundsätzlich gelten die geschilderten Effekte einer Leitzinsänderung auch für andere monetäre Maßnahmen, also insbesondere auch für quantitative Maßnahmen wie dem Ankauf von Anleihen durch eine Notenbank. So wertete der US-Dollar beim ersten Anleiheankaufprogramm der Fed (das sogenannte QE 1) in 2009 ggü. dem Euro um knapp 20% ab. Beim größer dimensionierten, zweiten Ankaufprogramm (QE 2) im Jahr 2010 betrug die Abwertung knapp 25%. Beim aktuellen, dem dritten Ankaufprogramm (QE 3), das seit Jahresbeginn in Kraft ist, blieb eine nachhaltige Abwertung des US-Dollar ggü. dem Euro bislang aus. Dies dürfte im Wesentlichen daran liegen, dass die EZB mit der Ankündigung ihres Anleiheankaufprogramms im September 2012 und der Senkung des Leitzinses Anfang Mai 2013 ihrerseits den Expansionsgrad der Geldpolitik im Euroraum nochmals verschärft hat. Seit Herbst 2012 befindet sich der EUR/USD-Wechselkurs daher de facto in einer mehr oder weniger breiten Seitwärtsbewegung.

Sollte die US-Notenbank, wie erwartet, ihr Ankaufprogramm wegen der verbesserten konjunkturellen Situation in den USA noch in diesem Jahr zurückfahren, ist grundsätzlich mit Aufwärtsdruck für den US-Dollar zu rechnen. Dies würde – dem klassischen Muster entsprechend – den Druck auf die EZB erhöhen, ihrerseits die ultraexpansive Geldpolitik im Euroraum zurückzufahren. Allerdings lassen die Rahmenbedingungen im Euroraum unseres Erachtens dieses Mal einen größeren Spielraum für die EZB, an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik sehr viel länger festzuhalten als die Fed. Zwar zeichnet sich auch im Euroraum, getragen von den Exporten, allmählich eine konjunkturelle Erholung ab – insofern sind durchaus Parallelen zu früheren Konjunkturzyklen erkennbar. Die zyklische, exportgetriebene Erholung wird aber dieses Mal von strukturellen Problemen überlagert, die eine schnelle und kräftige Erholung der Wirtschaft im Euroraum erschweren. Insbesondere wegen des nach wie vor hohen Drucks zur Haushaltskonsolidierung dürfte der Aufschwung – anders als in vorangegangenen Zyklen – eher langsam voranschreiten. Zudem werden dringend notwendige Strukturreformen zur Stärkung der heimischen Wettbewerbsfähigkeit und zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes das Wachstum auf kurze Sicht eher dämpfen.

EZB hat dieses Mal länger Zeit für Kurswechsel

Die makroökonomischen Rahmenbedingungen sprechen auf Sicht der kommenden Jahre für einen eher schwachen inflationären Druck in der Eurozone. Inflationäre Effekte, die von einer Abwertung der heimischen Währung ausgehen, können in einem solchen Umfeld eher verkraftet werden als bei einem dynamischen Konjunkturaufschwung. Auch das Risiko der von Notenbanken gefürchteten Zweitrundeneffekte über steigende Löhne ist angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in vielen Euro-Staaten auf absehbare Zeit eher gering. Dies verschafft der Geldpolitik im Euroraum den notwendigen Spielraum für eine Fortsetzung der ultraexpansiven

Konjunktur- und Inflationsausblick für den Euroraum bleibt verhalten



Geldpolitik. Eine Abwertung des Euro ggü. dem US-Dollar dürfte der EZB sogar ganz gelegen kommen. Denn durch eine Abwertung würde sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Exportunternehmen verbessern. Vor allem Staaten wie Italien, mit einem hohen Anteil von Exporten in den US-Dollarraum, würden davon profitieren.

Die Entwicklung der Wechselkurse in den letzten Jahren legt die Vermutung nahe, dass der EUR/USD-Kurs wohl auch bei einem vollständigen Einstellen der Anleihekäufe durch die US-Notenbank nicht substantiell unter 1,20 USD fallen würde. Dies ist ein Kursniveau, das aus Sicht der EZB kaum Inflationsrisiken beinhalten würde. Etwas anderes wäre es allerdings, wenn die US-Notenbank nach dem Einstellen der Anleihekäufe ihren Leitzins rasch anheben würde. Denn der damit verbundene Abwärtsdruck für den Euro könnte dann sehr schnell ein Ausmaß erreichen, das unter stabilitätspolitischen Gesichtspunkten nicht mehr tragbar ist. Um ihre geldpolitische Glaubwürdigkeit zu erhalten, müsste die EZB dann ebenfalls mit einem Zurückfahren ihrer sehr expansiven Geldpolitik beginnen. Aus heutiger Sicht ist ein solches Szenario aber eher unwahrscheinlich, da die US-Notenbank aus Rücksicht auf die sehr hohe Staatsverschuldung und den sich erholenden Immobilienmarkt den Leitzins nur sehr vorsichtig anheben dürfte.

Niedrigzinspolitik hat unerwünschte Nebenwirkungen

Die Tatsache, dass für die EZB unter makroökonomischen und stabilitätspolitischen Bedingungen ein Spielraum zur Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik besteht, heißt aber noch lange nicht, dass sie diesen auch tatsächlich ausschöpfen sollte. Denn eine lang anhaltende Niedrigzinspolitik ist mit einer Reihe substanzieller Risiken verbunden. Sie verringert den Druck auf die Euro-Staaten, mit wichtigen Strukturreformen fortzufahren. Eine geldpolitisch bedingte Abwertung des Euro würde nur die wahren Ursachen der Wettbewerbschwäche vieler Länder der Eurozone verdecken. Spätestens bei einer Aufwertung der heimischen Währung treten die strukturellen Probleme dann wieder zu Tage. Die Niedrigzinspolitik führt außerdem zu einer realen Entwertung von Vermögen, wenn die laufende Verzinsung von Geldanlagen unterhalb der Inflationsrate liegt. Eine deutlich über die Inflationsrate hinausgehende Verzinsung können Sparer meist nur unter Inkaufnahme höherer Ausfallrisiken erzielen. Denn langfristig niedrige Leitzinsen führen dazu, dass nicht nur die Verzinsung geldmarktnaher Anlageformen wie Bankeinlagen oder Geldmarktfonds sinkt. Auf der Suche nach einem Renditeplus treiben Investoren nach und nach die Kurse in anderen Anlageformen immer weiter nach oben, so dass auch dort die Ertragschancen abnehmen. Damit steigt bei einer längeren Niedrigzinsphase auch die Gefahr von Vermögenspreisblasen – ein Risiko, das die Notenbanken durchaus sehen, angesichts der besonderen Umstände aber noch in Kauf nehmen.

Dr. Marco Bargel