



## GELDPOLITISCHE NEUAUSRICHTUNG: FOLGEN FÜR DIE WÄHRUNGEN

von Moritz Paysen, Dr. Jörn Quitzau und André Broders

Ende August hat die amerikanische Notenbank Fed neben ihrem Beschäftigungsziel auch ihr Inflationsziel neu interpretiert.<sup>1</sup> Sie setzt künftig auf das sogenannte Average Inflation Targeting. Die Fed wird also nicht mehr auf ein starres Inflationsziel hinarbeiten. Stattdessen strebt sie nun an, über einen längeren Zeitraum eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % zu erreichen. Wenn die Teuerungsrate längere Zeit unter der Zielmarke von 2 % gelegen hat, wird sie künftig zum Ausgleich zeitweilig eine etwas höhere Inflationsrate erreichen. Zudem wird die Fed im Rahmen ihres dualen Mandats künftig einen maximalen statt eines hohen Beschäftigungsgrads anstreben. Beide Neuerungen sprechen dafür, dass die Fed künftig noch länger expansiv sein wird, als Zentralbankbeobachter es ohnehin schon erwartet hatten.

Auch die Europäische Zentralbank (EZB) überprüft ihre geldpolitische Strategie. Die EZB könnte einen ähnlichen Weg einschlagen wie die amerikanische Notenbank. Dies gilt vor allem für den Aspekt, neben der Preisstabilität – die seit Jahren ohnehin gewährleistet ist – die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung und die Verfassung des Arbeitsmarktes stärker zu berücksichtigen. Die Geldpolitik würde damit den Kampf gegen Arbeitslosigkeit in Europa und eine „inklusive“ Wirtschaftspolitik unterstützen und im Ergebnis wohl auch noch länger expansiv bleiben. Ob die Frankfurter Währungshüter auch explizit dem Konzept des Average Inflation Targeting folgen werden, bleibt abzuwarten. Wir erwarten dies nicht, da der Widerstand dagegen groß sein dürfte.

Die Idee eines durchschnittlichen Inflationsziels ist nicht ganz neu. Die Reserve Bank of Australia (RBA) verfolgt einen solchen Ansatz bereits seit Anfang der 1990er-Jahre.

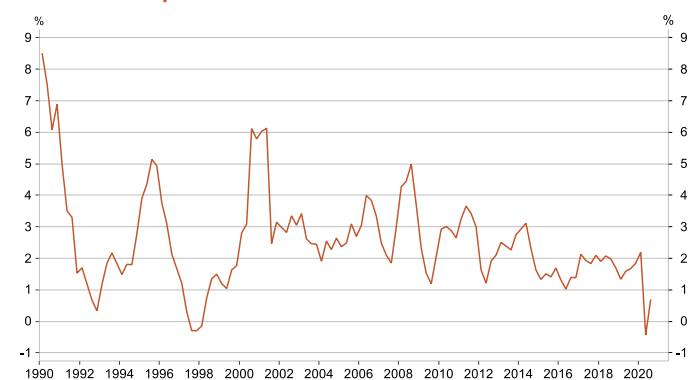
### Der australische Ansatz...

Seit 1959 soll die australische Notenbank mit ihrer Geldpolitik drei im „Reserve Bank Act“ definierte Kernziele

verfolgen: Leitzinsen und geldpolitische Impulse sind so zu setzen, dass (1) die australische Währung stabil bleibt, (2) Vollbeschäftigung erreicht wird und (3) die wirtschaftliche Prosperität Australiens weiter anhält.

Um diese Ziele zu erreichen, artikuliert der von 1989 bis 1996 amtierende Governor der Notenbank, Bernard William Fraser, bereits 1992 und 1993 in verschiedenen Reden die zeitweilige Notwendigkeit eines flexibleren Inflationsziels. Mit dem Amtswechsel auf seinen Nachfolger Ian John Macfarlane wurde im September 1996 ein entsprechendes Durchschnittsinflationsziel offiziell eingeführt. Seither versucht die Notenbank, die Inflation mittelfristig im Schnitt zwischen 2 % und 3 % schwanken zu lassen.<sup>2</sup> Und das mit Erfolg: Von September 1996 bis heute beträgt die durchschnittliche Inflation 2,3 %.<sup>3</sup>

### Verbraucherpreisindex Australien



Quelle: Macrobond. Quartalsdaten

### ...und seine Nebenwirkungen

Obwohl die Notenbank gemessen an ihrem Inflationsziel seit mehr als 20 Jahren eine erfolgreiche Geldpolitik betreibt, gehen auch mit dem australischen Ansatz Nebenwirkungen einher. Diese machen sich „Down Under“ hauptsächlich am

<sup>1</sup> Berenberg: „Fed shifts to flexible form of average inflation targeting“ (27.08.2020).

<sup>2</sup> Siehe hierzu <https://www.rba.gov.au/monetary-policy/inflation-target.html>. (abgerufen am 23.11.2020)

<sup>3</sup> Durchschnitt über die monatlichen Inflationsraten im Vorjahresvergleich seit September 1996 bis September 2020.

Immobilienmarkt bemerkbar und folglich auch in der Bewertung der australischen Finanzstabilität.

So hat der mitunter strikte Fokus auf eine höhere Inflation durch die Schaffung günstiger Finanzierungsbedingungen auch ein exzessives Kreditwachstum zum Kauf von Immobilien nach sich gezogen.<sup>4</sup> In der Folge stiegen die Immobilienbewertungen, insbesondere in den Ballungszentren, massiv an. Dies ist allerdings nicht ausschließlich auf geldpolitische Impulse zurückzuführen. Viele Faktoren und Besonderheiten des australischen Immobilienmarktes haben im dynamischen Wechselspiel eine derartige Entwicklung ebenso mitgetragen.<sup>5</sup>

Dennoch: Die Notenbank zeigt sich seit 2016 über die australische Finanzstabilität besorgt und hatte sich mit weiteren geldpolitischen Lockerungen sehr zurückgehalten. Daraus lässt sich implizit schließen, dass sich die RBA ihrer Wirkung auf den Immobilienmarkt bewusst war<sup>6</sup> und von da an in einer schwierigen Situation befand. Auf der einen Seite hat sie ihr Inflationsziel zu wahren und auf der anderen Seite könnte die konsequente Verfolgung des Ziels die Finanzstabilität erheblich bedrohen. Insofern war die Notenbank geldpolitisch durch die ständige Abwägung dieses „Trade-Offs“ stark eingeschränkt.

Die nächste geldpolitische Lockerung beschloss sie in der Folge erst 2019, nachdem sich Immobilienpreise auch in Sydney teilweise erheblich entspannt hatten. Schon kurz darauf legten die Bewertungen wieder zu. Eine entsprechende Lektion für andere Zentralbanken, die ebenfalls ein flexibles Inflationsziel einzuführen erwägen, wäre die Folgen für die vielfach schon aufgeheizten Immobilienmärkte bereits im Vorhinein stärker zu berücksichtigen.

### Implikationen für die Wechselkurse

Durch das Average Inflation Targeting haben die Zentralbanken noch mehr Spielraum, um expansive Geldpolitik zu

<sup>4</sup> Internationaler Währungsfonds (IWF): „Australia – Financial System Stability Assessment“ (2019). Sowie IWF: „Household Debt, Consumption, and Monetary Policy in Australia“, Working Paper, (2019).

<sup>5</sup> Die in Australien angewandte Praxis des „Negative Gearing“ ermöglicht Immobilieninvestoren vereinfacht ausgedrückt beispielsweise laufende Einkommensverluste im Rahmen einer Immobilienfinanzierung (Finanzierungskosten > als laufende Mieteinnahmen) steuerlich mit anderen Einkünften zu verrechnen. In Erwartung steigender Immobilienpreise ergibt sich dadurch eine hohe Anreizwirkung auch auf den ersten Blick unattraktive

betreiben und diese auch über einen längeren Zeitraum aufrechtzuerhalten. Im ersten Schritt können die ergriffenen Maßnahmen zu einer Abwertung der heimischen Währung führen. Die Zentralbanken haben in der aktuellen Situation tatsächlich auch eine Motivation, die eigene Währung zu schwächen. So sagte der EZB-Chefvolkswirt Philip Lane Anfang September, als der Wechselkurs EUR/USD bei 1,20 stand (und damit niedriger als heute): „Der EUR/USD-Kurs spielt eine Rolle und ist endogen für die Geldpolitik.“<sup>7</sup> Der Grund seiner Aussage liegt im Ziel der EZB, die zu niedrige Inflationsrate in Richtung des Zielwerts von knapp 2 % zu erhöhen.

Die Abwertung der eigenen Währung führt zu steigenden Importpreisen. Inländer müssen dann mehr heimische Währung aufwenden, um ein Produkt in der ausländischen Währung zu erwerben. Ein zweites Phänomen ist, dass die Nachfrage nach inländischen Produkten durch Ausländer steigt, was zu einer Verknappung des Gutes im Inland und damit zu höheren Preisen im Inland führt. Zentralbanken versuchen nicht direkt, auf diese Weise Inflation zu erzeugen, weil schnell der Vorwurf der Währungsmanipulation im Raum steht und Gegenreaktionen anderer Zentralbanken und damit ein Abwertungswettlauf folgen könnten.

Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Wechselkurse sind die Zinsen. Die Zentralbanken beeinflussen über den Leitzins die kurzfristigen Zinsen und über die Anleihekaufprogramme die langfristigen Marktzinsen. Für die Wechselkurse ist weniger die absolute Höhe als vielmehr die Zinsdifferenz zwischen zwei Währungsräumen ausschlaggebend. Noch vor einem Jahr lag der Leitzins in den USA bei 1,50-1,75 %, während der Leitzins in der Europäischen Währungsunion bei 0 % lag. Wegen der Corona-Pandemie senkte die Federal Reserve Bank (FED) den Leitzins im März auf 0,00-0,25 %, damit war und ist der Zinsunterschied zwischen den USA und Europa also eingeebnet. Auch bei den langfristigen Marktzinsen sind die Unterschiede abgeschmolzen. Vor

Immobilieninvestments einzugehen, um von Steuervorteilen zu profitieren und die anfallenden Verluste dann über den Verkauf der Immobilie zu einem späteren Zeitpunkt wieder auszugleichen.

<sup>6</sup> Die australische Notenbank verweist in einem Diskussionspapier im März 2019 nochmal auf die eindeutigen Verbindungen zwischen dem australischen Zinsumfeld und dem australischen Immobilienmarkt. RBA: „A Model of the Australian Housing Market“ (2019).

<sup>7</sup> Im Original: „The EUR-USD rate does matter [and is] endogenous to monetary policy“.

einem Jahr rentierte die amerikanische Staatsanleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren noch rund 2,1 Prozentpunkte über der entsprechenden deutschen Bundesanleihe. Inzwischen ist der Vorsprung auf weniger als 1,5 Prozentpunkte geschmolzen. Für Investoren ist der Dollar als Anlagewährung somit nicht mehr so interessant wie noch vor Jahresfrist.

Expansive Geldpolitik schwächt also theoretisch den Außenwert der eigenen Währung. Gleichwohl haben sich die quantitativen Lockerungen in den letzten Jahren nicht nachweislich negativ auf die Währungen der jeweiligen Länder ausgewirkt. Dies lag zum Teil daran, dass viele Länder nahezu gleichzeitig diese Politik verfolgt haben und sich deshalb die Verhältnisse zwischen den Ländern kaum verschoben haben. Zudem landet die höhere Liquidität zum großen Teil in den Überschussreserven der Geschäftsbanken und Sparkassen und auf den Vermögenmärkten. Nur zum Teil fand sie ihren Weg in die Realwirtschaft und wirkte deshalb auch nicht inflationär.

Die Zentralbanken haben also einen Anreiz, noch einen Schritt weiter oder zumindest andere Wege zu gehen. Wenn sie, wie die Fed, auf eine neue Strategie setzen, mit der die Geldpolitik noch länger expansiv bleibt, ist das tendenziell negativ für den Außenwert ihrer Währung. Die Märkte würden den Strategiewechsel einpreisen und der Wechselkurs der betreffenden Währung würde sinken – und wegen höherer Importpreise stiege damit die Inflation. Offen ist allerdings, wann das passiert. Da die meisten Beobachter davon ausgehen, dass die großen Zentralbanken ohnehin – also auch im Rahmen ihrer bisherigen geldpolitischen Strategie – die Zinsen in den nächsten zwei Jahren nicht anheben werden, ist die lockere Geldpolitik bereits eingepreist. Ein Strategiewechsel würde deshalb wohl erst dann spürbar auf die Wechselkurse wirken, wenn die Inflationsraten über die Zielmarken der Zentralbanken zu steigen drohen. Zentralbanken, die dann signalisieren, dass sie die Geldpolitik trotz der steigenden Inflation nicht straffen werden, nehmen einen schwächeren Wechselkurs ihrer Währung in Kauf. Der Strategiewechsel der Fed wird sich also wohl insbesondere in einigen Jahren als Belastungsfaktor für den Dollarkurs herausstellen.

Wenn die Maßnahmen fruchten und die Inflation deutlich steigt, werden die Marktakteure zum Ausgleich höhere Zinsen fordern, sodass der Markt zügig eine steilere Zinskurve einpreisen würde. Das wiederum würde der Währung, hier

also dem US-Dollar, Rückenwind geben. Die vorherigen Wechselkursverluste könnten zum Teil wieder aufgeholt werden, sofern nicht andere Zentralbanken gleichzeitig einen ähnlichen Schwenk machen. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Zentralbank den Zinsanstieg am langen Ende zulässt und nicht durch weitere Anleihekäufe verhindert. In dem Fall würden dann sogar weitere Wechselkursverluste drohen. Ab einem gewissen Punkt müsste die Zentralbank allerdings aufpassen, das Vertrauen der Marktakteure nicht zu verlieren, weil sonst ein schwer zu kontrollierender Währungsabsturz drohen könnte.



# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Dr. Florian Hense  
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Geld & Währung
- Konjunktur
- Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 07.12.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)