

0.8231

von Peter De Coensel, CEO DPAM

In den vergangenen Wochen haben die EZB und die FED deutlich gemacht, dass sie sich auf die Bekämpfung der Inflation und der Inflationserwartungen konzentrieren und sich darum bemühen, diese wieder zu stabilisieren. Während sich die FED wirklich auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren kann, hat die EZB mehrere Kämpfe zu führen. Die bloße Feststellung, dass sie ihre Schätzung der Kerninflation für 2024 auf 2,3 % angehoben hat, ist ein Vorgeschmack auf einen langen Weg zum Inflationsziel von 2,00 %. Doch neben der Bewältigung des Inflationsproblems muss die EZB auch verhindern, dass sich eine schmerzhaft fragmentierende der langfristigen Zinssätze in der Europäischen Währungsunion ausbreitet. Eine erneute Staatsschuldenkrise wie 2010-2012 muss um jeden Preis vermieden werden. Alle konzentrieren sich auf den 10-jährigen italienisch-deutschen Bund-Spread, während sich die Spreads von Semi-Core-Ländern wie Belgien parallel dazu ausgeweitet haben. **Flexibilität, Optionalität und Gradualismus sind die Schlagworte, die die Politik der EZB kennzeichnen.**

Rhetorik und Reinvestitions**flexibilität zugunsten der Peripheriestaaten** (bei der Tilgung des Kapitals und der Kupons aus dem 5 Billionen Euro großen EWU-Portfolio an Staats- und Unternehmensanleihen, das die EZB hält) werden die Hauptlast bei der Eindämmung der Fragmentierung tragen. Dennoch ist ein robustes Anti-Fragmentierungsinstrument erforderlich. Dringend. In etwa eineinhalb Jahren werden wir den 25. Geburtstag des Euro feiern. Die EZB hat keine fiskalische Rückendeckung wie die FED und muss den Zusammenhalt der Eurozone sicherstellen. Die Einführung einer angemessenen, langfristigen Lösung zur Bekämpfung von Spekulationen gegen die üblichen Verdächtigen (d.h. die Märkte für Staatsanleihen) ist höchst überfällig. **Die Wahlfreiheit** spiegelt sich in der sofortigen statt einer späten Anhebung der Leitzinsen wider, sobald die aktiven, groß angelegten Nettoankaufprogramme für Vermögenswerte am 1. Juli auslaufen. Es wird erwartet, dass die EZB den Einlagensatz in diesem Jahr um 125 Basispunkte und im Laufe des Jahres 2023 um weitere 100 bis 125 Basispunkte anhebt, wobei ein Endwert von 1,75 % bis 2,00 % angestrebt wird. Für EZB-Präsidentin Lagarde könnte der **Gradualismus** der einzige Weg sein. Eine Reaktionsfunktion nach Art der FED ist keine Option. Ein zu aggressiver Straffungszyklus könnte die Inflationserwartungen in der Eurozone weit unter die Zielmarke von 2,00 % drücken und damit die finanzielle Instabilität, die Fragmentierungsrisiken und die Verlangsamung der ökologischen Nachhaltigkeitsagenda, der sich die EZB verschrieben hat, erhöhen.

Da die Reaktionsfunktionen der EZB und der US-FED divergieren, hat der EURUSD-Wechselkurs erst begonnen, sich auf ein solches Szenario einzustellen. **DAHER AUCH DER TITEL: 0,8231.** Am 26. Oktober 2000 **erreichte das Währungspaar einen Tiefstand von 0,8231.** Während der Dot-Com-Blase war die USD-Stärke allgegenwärtig. Am 10. März 2000, als der NASDAQ mit 5132 seinen Höchststand erreichte, schloss der EURUSD bei 0,9637. Sieben Monate später hatte sich das Kurspaar um 14 Ziffern auf 0,8231 korrigiert, während der NASDAQ um etwa 40 % auf 3081 fiel. Anfang 2001 leitete die FED einen 11-stufigen Akkommodationszyklus ein und senkte den Leitzins von 6,50 % auf 1,75 % bis Ende des Jahres. Trotz dieser Maßnahmen war die Baisse an den Aktienmärkten noch lange nicht vorbei und der USD blieb stark. Die NASDAQ korrigierte um 78 % von ihren Höchstständen. Der Tiefstand wurde bei 1081 im Oktober 2002 erreicht. **Als sich die nächste Aktienhause von sechs Jahren anbahnte, wertete der USD aggressiv ab.** Ausgehend von einem Stand von 0,98 im Oktober 2002 legte das Paar stetig zu und erreichte im Juli 2008 1,60.

Heute notiert der NASDAQ bei 10.798. Der Index befindet sich offiziell in einem Bärenmarkt, mit einem Rückgang von 30 % im Jahresvergleich und -34,5 % seit dem am 22. November 2021 erreichten Höchststand von 16,212. Am 22. November 2021 schloss der EURUSD bei 1,1248. Der EURUSD hat also in diesem Zyklus nur 7,5 große Zahlen korrigiert. Die Wahrscheinlichkeit, dass die FED bei der Inflationsbekämpfung entschlossener vorgeht, wurde durch die Zinserhöhung in 75bp-Schritten bestätigt. In vielen Berichten wird die Erwartung geäußert, dass die FED die Leitzinsen in Richtung 4 % oder noch höher anheben wird. Die EZB

kündigte für den 21. Juli eine erste Anhebung um 25 Basispunkte an, gefolgt von einer Anhebung um 50 Basispunkte am 8. September. Ein defensiver Start. Die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB zögert, ist weitaus größer als es für die FED ist.

Neben einem solchen divergierenden politischen Szenario sind wir mit vielen Hindernissen im Welthandel konfrontiert. Der Anstieg des EURUSD von unter der Parität im Jahr 2002 auf 1,60 im Jahr 2008 war bedingt durch eine weltweite Ausweitung der USD-Liquidität und den Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation. Globalisierung in ihrer besten Form. Die Globalisierung geht mit einer USD-Schwäche einher. Protektionismus, geopolitische Spannungen und Onshoring begünstigen den Greenback. Die meisten Regierungen (insbesondere in den Schwellenländern) und Unternehmen horten den USD auf diese Weise. Darüber hinaus scheinen die Zentralbanken gegen die starke Volatilität an den Aktien- und Anleihemärkten und die Neubewertung immun geworden zu sein. Sie haben sich entschlossen, nicht zur Rettung einzuspringen, und definieren den derzeitigen Reset nicht als finanzielle Instabilität.

Andererseits ist zu erwarten, dass die Staats- und Regierungschefs der G7-Staaten die Arena betreten, die an die 80er Jahre erinnert, um über die Währungsbewertungen zu diskutieren. Das Plaza-Abkommen, das die G5 (USA, Großbritannien, Frankreich, Deutschland und Japan) im September 1985 geschlossen hatten, musste den USD insbesondere gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen schwächen. Starke geldpolitische Divergenzen und ein wachsendes US-Bundes- und Handelsbilanzdefizit waren Ursache und Wirkung eines (zu) starken US-Dollar. Der "EURUSD" konnte im März 1985 einen Tiefstand von 0,64 erreichen. Die US-Regierung verpflichtete sich, ihr Staatsdefizit einzudämmen. Japan und Deutschland sahen sich veranlasst, die Binnennachfrage durch verschiedene steuerliche Maßnahmen zu erhöhen. Die Parteien kamen überein, auf den Devisenmärkten zu intervenieren, um die Leistungsbilanz auszugleichen. Eine Aufwertung des USD um etwa 48 % zwischen 1980 und 1985 machte dies wieder rückgängig und führte zu einer Abwertung um etwa 26 % in den beiden darauffolgenden Jahren. Das Louvre-Abkommen von 1987 war erforderlich, um die Abwertung des USD zu stoppen und eine Stabilisierung der Wechselkurse zu erreichen. Damals konzentrierten sich die Zentralbanken auf ihr Mandat und hielten sich von Presse und Medien fern. Die Politik in Reden zu beschönigen, war die Ausnahme und nicht die Regel, wie es heute der Fall ist. Die Finanzminister spielten die erste Geige. Die Pandemie wurde auch zum Katalysator für eine Wachablösung. In den nächsten zehn Jahren dürften die Staats- und Regierungschefs die Führung übernehmen und den Währungsbehörden eine unterstützende Rolle zukommen lassen. Überlegungen zur Währungsbewertung könnten wieder ganz oben auf der internationalen politischen Tagesordnung stehen.

Der USD-JPY ist ein typisches Beispiel dafür. Der JPY hat in den letzten eineinhalb Jahren um sagenhafte 32 % abgewertet. Seit März ist die Abwärtsbewegung etwas chaotisch geworden. Die politischen Divergenzen sind extrem. Die Entschlossenheit der FED steht in krassem Gegensatz zur Entscheidung der Bank of Japan, an der Kontrolle der Renditekurve und groß angelegten Käufen von Vermögenswerten festzuhalten. Der USD-JPY schloss bei 135,02 und erreichte damit nahezu wieder das Niveau der Dotcom-Blase, als der EURUSD weit unter der Parität gehandelt wurde. Wenn auch mit Verzögerung, würde der Euro unter einer ähnlichen politischen Divergenz leiden. In den kommenden Monaten und Quartalen ist mit einer weiteren Euro-Schwäche zu rechnen.

Der nächste G7-Gipfel unter der Schirmherrschaft von Olaf Scholz findet vom 26. bis 28. Juni in den bayerischen Alpen statt. Neben Klimaneutralität und einer gleichberechtigten Welt werden die anwesenden Zentralbanker und Finanzminister voraussichtlich Themen wie Finanzarchitektur, Stabilität und Währungsbewertungen diskutieren. Die Eurozone zeigt sich in Bezug auf das Wachstum, die Arbeitsmärkte und die Bilanzen des Privatsektors (Haushalte und Unternehmen) widerstandsfähig. Die Risiken, mit denen wir konfrontiert sind, sind jedoch entsprechend groß. Die Belastung durch steigende Energiekosten, anhaltende Versorgungsengpässe und potenziell schärfere Russland-Sanktionen (Stichwort Energieverbot) könnten die fragile Widerstandsfähigkeit brechen und die EZB zur Vorsicht mahnen. Die Wahrscheinlichkeit einer plötzlichen Euro-Stärke ist gering. Ein erneutes Erreichen der Tiefststände von vor 20 Jahren ist zwar kein Basisszenario, sollte aber in Betracht gezogen werden. **Die Finanzmärkte bewegen sich in unsicheren**

Fahrwassern. Das Nirgendwo-zu-Verstecken-Narrativ wird oft erwähnt. Die USD-Währung könnte als liquider sicherer Hafen eine Ausnahme bilden.