

## DER EURO BLEIBT UNTER DRUCK

In den letzten Wochen ist der Euro im Vergleich zum US-Dollar recht deutlich unter Druck geraten. Die stärker als noch vor einigen Monaten divergierende Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks hat die Zinsdifferenzen ansteigen lassen und Erinnerungen an den letzten geldpolitischen Zyklus nach 2015 geweckt, als die Fed konsequent die Zinsen angehoben hat, während die EZB das Deflationsgespenst fürchtete. Steigen die Zinsdifferenzen weiter an, dürfte auch der Euro noch ein Stück abwerten. Hinzu kommen Unsicherheiten wie die Immobilienkrise in China und die Präsidentschaftswahl in Frankreich im kommenden Jahr, die für eine höhere Sicherheitsnachfrage sprechen. Die Wachstumsdifferenzen zu Gunsten der USA dürften dagegen abnehmen. Insgesamt erwarten wir nun am Jahresende einen Kurs von 1,12 EUR/USD.

In den letzten Wochen ist der **Euro im Vergleich zum US-Dollar** recht deutlich unter Druck geraten und unter die Marke von 1,16 EUR/USD gefallen. Der Grund ist die Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks, die sich immer deutlicher zu unterscheiden beginnt.

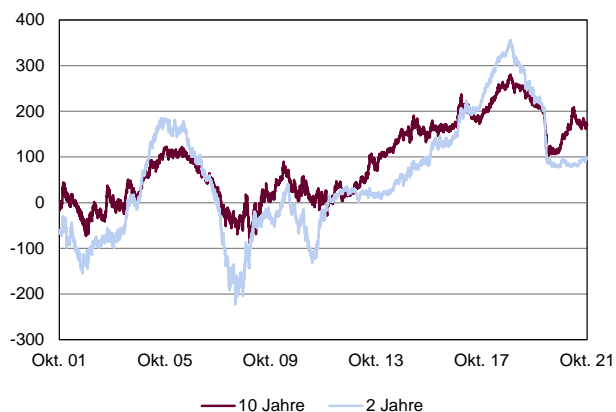
In den USA macht die Federal Reserve Ernst und beginnt mit der **Anpassung ihrer Geldpolitik**. Ende des letzten Monats hat sie den Marktteilnehmern eine Vorwarnung gegeben und in Aussicht gestellt, demnächst mit der Reduzierung der Anleihekäufe zu beginnen. Schon im November könnte der Einstieg in den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik beginnen. Fed-Chef Powell machte deutlich, dass die Ziele der Notenbank, nämlich Vollbeschäftigung und eine Inflation im Bereich von mittelfristig zwei Prozent, nahezu erreicht sind. Sollte sich die konjunkturelle Erholung fortsetzen, dürften die Anleihekäufe von aktuell 120 Mrd. US-Dollar im Monat bis zur Mitte des nächsten Jahres **auf null abgeschmolzen** werden (Tapering).

Nach der letzten Fed-Sitzung wurden neue Projektionen der geldpolitischen Entscheidungsträger zur Einschätzung eines angemessenen Leitzinspfades veröffentlicht, die sogenannten **Dot Plots**. Demnach rechnet nun die Hälfte der stimmberechtigten Mitglieder der Fed mit ein bis zwei Zinsschritten im Umfang von 25 Basispunkten im nächsten Jahr. Auch am Kapitalmarkt ist für 2022 mittlerweile ein **voller Zinsschritt** eingepreist. Im Jahr 2023 sehen die Fed-Offiziellen den Leitzins bereits wieder bei **einem Prozent**.

Auf dieser Seite des Atlantiks tut sich die Europäische Zentralbank (EZB) bedeutend schwerer mit der geldpolitischen Normalisierung. Die **Tauben im EZB-Rat**, also die Mitglieder, die eine expansive Geldpolitik bevorzugen, haben eindeutig die Oberhand. Auch die Chefin der EZB, Christine Lagarde, gehört in dieses Lager. Zwar ist zuletzt beschlossen worden, die Anleihekäufe

unter dem Corona-Notfallprogramm PEPP etwas zu reduzieren. Dies ist aber eher als Rekalibrierung denn als neuer geldpolitischer Kurs zu verstehen. Lagarde machte dann auch in Anlehnung an ein ikonisches Zitat Margaret Thatchers deutlich, dass die EZB noch nicht über ein Abschmelzen der Anleihekäufe nachdenkt, indem sie sagte, **„The lady isn't tapering“**.

**Transatlantikspreid**  
Renditedifferenz in Basispunkten  
Staatsanleihen USA gegenüber Deutschland



Zwar läuft das PEPP-Programm im März aus, aber anstatt den Kapitalmarkt langsam auf insgesamt geringere Ankäufe einzustellen, dürfte die EZB auf der Sitzung im Dezember beschließen, entweder das **PEPP-Programm nochmals um einige Monate zu verlängern**, das reguläre Anleihekaufprogramm aufzustocken oder ein komplett neues Programm aus der Taufe zu heben. Begründen könnte man dies mit der Wachstumsabschwächung im vierten Quartal oder einer erneuten Zuspitzung der Corona-Situation. Sinnvoll erscheint das aktuell aber nicht, schließlich könnte man mit einer restriktiveren Geldpolitik den Euro stärken, damit den Anstieg der Energiepreis abmildern, die **Kaufkraft** der Bürgerinnen und Bürger erhalten und den **Konsum** stärken.

Bei der Zinspolitik entstehen perspektivisch ebenfalls Divergenzen. Denn die EZB hat deutlich gemacht, dass die Zinsen frühestens dann angehoben werden, wenn die Anleihekäufe eingestellt werden. Am Kapitalmarkt herrscht die Erwartung, dass die EZB erst **im Jahr 2024** einen ersten Zinsschritt wagen wird. Folgt man dieser Logik, dürften sich auch die Anleihekäufe bis dahin fortsetzen.

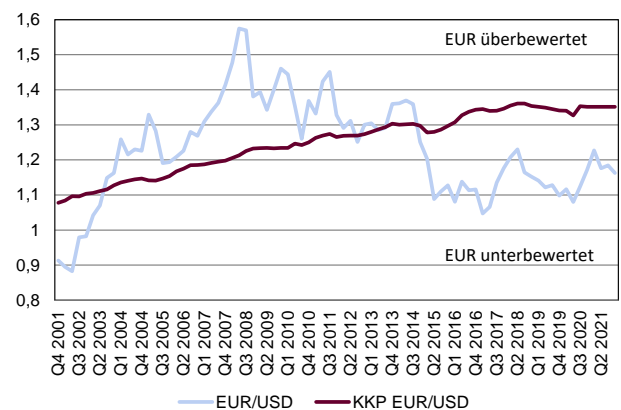
Die geldpolitischen Divergenzen wirken sich auf den Anleihemarkt aus. Der **Zinsvorsprung US-amerikanischer Titel** hat sich zuletzt ausgeweitet. Im Bereich der zehnjährigen Titel rentieren US-Staatsanleihen etwa 175 Basispunkte über vergleichbaren Bundesanleihen. Im Bereich der zweijährigen Titel sind es etwa 100 Basispunkte.

Das ist aber noch lange nicht das Ende der Fahnenstange. Im letzten Zyklus vor der Coronakrise lag der Zinsvorsprung bei den zweijährigen Titeln im Maximum bei mehr als **350 Basispunkten** – damals ein starkes Argument für US-Dollar-Anlagen. Soweit muss es in diesem Zyklus zwar nicht kommen, weil die Fed vermutlich behutsamer bei der geldpolitischen Straffung vorgehen wird und die EZB im Gegensatz zur Vor-Corona-Lage nun auch die Inflation stärker im Blick behalten muss. Aber Anleger sollten damit rechnen, dass die **Zinsdifferenzen weiter zunehmen**, was für einen stärkeren US-Dollar und einen schwächeren Euro spricht.

Hinzu kommen die **Unsicherheiten**, die aktuell die Investoren beschäftigen. Die Abschwächung des globalen Wachstums, die Materialengpässe und die Sorgen vor einer Immobilienkrise in China haben die Nervosität an

den Kapitalmärkten zuletzt ansteigen lassen. Im kommenden Jahr steht zudem die **Präsidentenwahl** in Frankreich an, die für Unruhe bei den Investoren sorgen könnte. Der US-Dollar kann als **sicherer Anlagehafen** von diesen Entwicklungen profitieren.

**Wechselkurs und Kaufkraftparität EUR/USD**  
(Quelle: OECD)



Anleger sollten die **Bewertung des US-Dollar** allerdings nicht ganz außer Acht lassen. Die Überbewertung zum Euro beträgt nach dem Kaufkraftparitäten-Modell der OECD in etwa 18 Prozent. Auch haben sich die **Wachstumsdifferenzen zu Gunsten des Euroraums** verschoben. Im kommenden Jahr erwarten die meisten Analysten ein geringfügig höheres Wachstum im Euro-Währungsgebiet als in den USA. Der Euro könnte bis zum Jahresende dennoch etwas **weiter auf 1,12 EUR/USD abwerten**. Das trägt zu importierter Inflation bei und könnte den Druck auf die EZB erhöhen, den geldpolitischen Kurswechsel auch im Euroraum zu vollziehen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2021

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.