

»» USD/EUR-Wechselkurs: Als Kurstreiber dominieren derzeit Erwartungen und Risikoprämien, nicht die Zinsdifferenz

Nr. 208, 11. Juni 2018

Autor: Dr. Sebastian Wanke, Telefon 069 7431-9784, sebastian.wanke@kfw.de

Seit Anfang 2017 erklärt die Differenz zwischen Euro- und US-Dollar-Zinsen den USD/EUR-Kassawechselkurs nicht mehr: Der Zinsvorsprung des Dollars steigt stetig und macht diesen für Anleger immer interessanter, doch der Euro wertet im Trend auf – wenn er auch kürzlich einen herben Rückschlag hinnehmen musste.

Tatsächlich gibt es Hinweise, dass seit einiger Zeit andere Faktoren dominieren: Steigende Wechselkursereignisse und sinkende Risikoprämien für unerwartete Euro-Abwertungen haben den USD/EUR-Kassakurs von Anfang 2017 bis Mitte April 2018 stark zulegen lassen. Die höheren Wechselkursereignisse wiederum waren dabei offensichtlich von der Erwartung eines in Zukunft rückläufigen Zinsvorsprungs des Dollars getrieben.

Die jüngste Euro-Schwäche dürfte im Wesentlichen auf die Entwicklung der Risikoprämien zurückzuführen sein. Diese sind aufgrund der unsicheren politischen Situation in Italien in den letzten Wochen spürbar angestiegen.

Wenn sich die Nervosität der Anleger bezüglich der Lage in Italien legt und die EZB demnächst den Ausstieg aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik bekräftigt, dürfte der USD/EUR-Kurs wieder merklich steigen. Gleichzeitig signalisiert die enorme Zinsdifferenz aber auch ein großes Abwärtspotenzial für den derzeit so stark erwartungsgetriebenen USD/EUR-Kurs.

Zinsdifferenz erklärt USD/EUR-Kurs nicht mehr

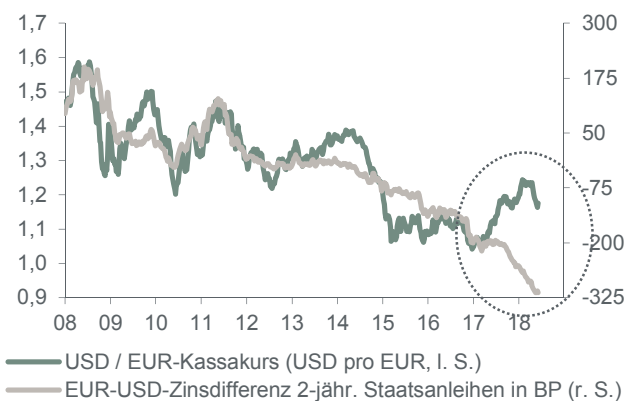
Zur Erklärung von Wechselkursbewegungen, vor allem von Industrieländerwährungen, wird häufig die Entwicklung von Zinsdifferenzen zweier Währungsräume herangezogen.

Zum Beispiel sprechen Währungsanalysten regelmäßig davon, dass steigende US-Zinsen zu einer Dollar-Aufwertung, also einem Rückgang des USD/EUR-Kurses (des in US-Dollar pro Euro notierten Kassakurses) führen. In der Regel ist das auch der Fall (Grafik 1), macht doch ein höherer Zinsvorsprung den Dollar attraktiver, was zu mehr Nachfrage nach ihm führen und seinen Wert steigern sollte.¹

Doch seit Anfang 2017 ist tendenziell eine entgegengesetzte Entwicklung zu beobachten: Der Zinsvorsprung des US-Dollars steigt und gleichzeitig steigt der USD/EUR-Kassakurs, d. h.: der USD wertet ab! Das hat viele Marktbeobachter vor ein Rätsel gestellt.

Grafik 1: Zinsdifferenz erklärt USD/EUR-Kurs nicht mehr

USD pro EUR-Kassakurs und Renditedifferenz 2-jähriger deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen in Basispunkten (BP), wöchentliche Basis.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung.

Zinsparität als Grundlage der Wechselkursanalyse

Wenn Devisenmarktanalysten die Zinsdifferenz als Erklärungsfaktor für Wechselkursbewegungen ins Feld führen, argumentieren sie implizit über die Zinsparität, dem bewährtesten Konzept zum Verständnis von Währungsentwicklungen.

Formel: Zinsparität – Kassakurs wird von Zinsdifferenz, Kurserwartung und Risikoprämien bestimmt

$$i^{USD} + \varphi = i^{EUR} + \frac{E - S}{S} \Leftrightarrow S = \frac{E}{1 + \frac{i^{USD} - i^{EUR} + \varphi}{E}}$$

Quelle: eigene Darstellung.

Zinsparität besagt, dass die Verzinsung eines bestimmten Währungsbetrags in zwei Währungsräumen bei (perfekten) Arbitragemöglichkeiten identisch sein muss, sofern die Wechselkursentwicklung im Betrachtungszeitraum berücksichtigt wird. Nimmt man zudem Risikoaversion der Anleger an, ist diese Relation noch um Prämien zu korrigieren, die internationale Investoren fordern, um für das Risiko einer unerwarteten Wechselkursschwankung kompensiert zu werden. Wäre Zinsparität nicht gegeben, würden Anleger ihre Portefeuilles so lange in die höher verzinsliche Währung umschichten, bis beide Währungen wieder gleich attraktiv sind, also Zinsparität hergestellt wäre.

Obige Formel zeigt die vereinfachte Version der (ungedek-

ten) Zinsparität aus Sicht von US-Dollar-Anlegern: Für einen bestimmten Zeitraum entspricht der risikofreie Zinssatz auf USD-Anlagen i^{USD} zusammen mit der für unerwartete Euro-Abwertungen geforderten Risikoprämie ϕ dem risikofreien Zinssatz auf Euro-Investments i^{EUR} zuzüglich der erwarteten Euro-Aufwertung, wobei E den erwarteten USD/EUR-Kurs und S den USD/EUR-Kassakurs darstellen.

Löst man die Gleichung nach dem Kassakurs auf, zeigen sich dessen Abhängigkeiten von (1) der Zinsdifferenz, von (2) dem erwarteten Kurs und von (3) der Risikoprämie: Der USD/EUR-Kassakurs steigt mit der Kurserwartung (da EUR-Anlagen dann attraktiver werden und die Nachfrage nach ihnen steigt) und sinkt, wenn der USD-Zinsvorsprung oder die Risikoprämie zunehmen (weil dann EUR-Anlagen an Attraktivität verlieren). Kann die Zinsdifferenz die Kassakursentwicklung nicht erklären, müssen die beiden anderen Einflussfaktoren, also die USD/EUR-Kurserwartung und/oder die Risikoprämie, als dominante Kurstreiber fungiert haben.

Kurserwartungen ziehen Kassakurs nach oben

Um Kurserwartungen zu messen, kann die Euro-Nettoposition der Gruppe der Spekulanten an den US-Terminbörsen herangezogen werden. Sie wird wöchentlich von der US-amerikanischen Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht.² Die Nettoposition ist der Saldo aus gekauften auf die Währung Euro lautenden Kontrakten und solchen verkauften Kontrakten. Sie ist in Grafik 2a bezogen auf die Zahl offener Kontrakte („Open Interest“), weil sich diese im Zeitablauf tendenziell erhöht und ohne diese Bereinigung intertemporale Vergleiche verzerrt wären.

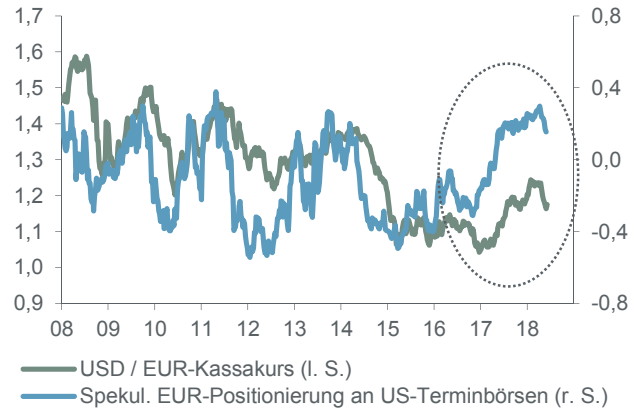
Theoretisch sollte diese Euro-Nettoposition umso höher sein, je höher die Wechselkurserwartung ist. Grafik 2a verdeutlicht, dass der USD/EUR-Kassakurs tatsächlich der Nettoposition folgt. Dabei führt das Verhalten der Spekulanten zum Teil selbst zur beobachtbaren Bewegung des Kassakurses: Denn wenn sie per Saldo den Euro kaufen, treiben sie dessen Terminkurs tendenziell nach oben, der über die Zinsparität wiederum unmittelbar mit dem Kassakurs verbunden ist.

Was aber treibt die Wechselkurserwartung? Es sind offensichtlich seit Anfang 2017 die Erwartungen über die künftige Zinsdifferenz. Genauer: Es ist die für bis in zwei Jahren erwartete Veränderung der Zinsdifferenz 2-jähriger Staatsanleihen, die aktuell die USD/EUR-Kurserwartung treibt und den Kassakurs mit nach oben zieht. Diese Aussage ist, wenn sie auch plausibel klingt, nicht trivial. Denn die Korrelation dieser erwarteten Veränderung der Zinsdifferenz mit der spekulativen Euro-Nettoposition schwankt im Zeitablauf merklich. Gleiches gilt für die Korrelation der erwarteten Veränderung der Zinsdifferenz mit dem USD/EUR-Kassakurs. Erst seit Anfang 2017 hat sich hier jeweils ein nachhaltig positiver Zusammenhang eingestellt (Grafiken 2b und 2c).

Dass sich die Korrelation seit Anfang 2017 kräftig erhöht und in der Folge einen Rekordwert erzielt hat,³ dürfte Ergebnis der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks sein.

Grafik 2a: Spekulation an den US-Terminbörsen – Erwartungen ziehen USD/EUR-Kassakurs nach oben

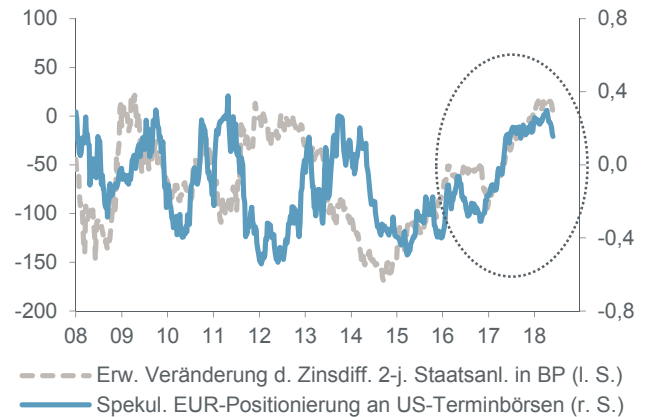
USD/EUR-Kassakurs und Euro-Nettoposition der Spekulanten an den US-Terminbörsen laut CFTC (in Kontrakten) bezogen auf die Zahl der offenen Positionen („Open Interest“) in Euro, wöchentliche Basis.



Quellen: CFTC, Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung.

Grafik 2b: Wechselkurserwartungen sind wiederum getrieben von Erwartungen über Zinsdifferenzen

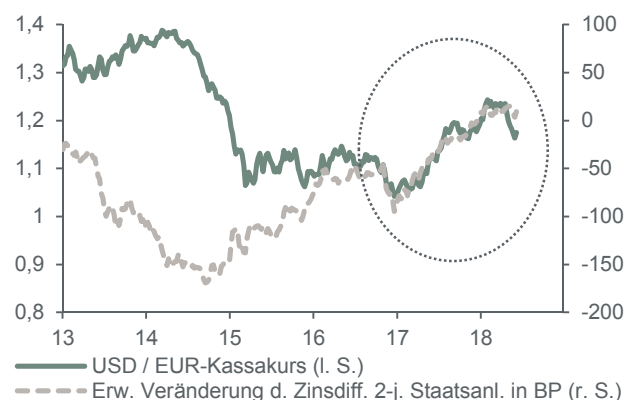
Für in zwei Jahren erwartete Veränderung der Differenz der Renditen 2-jähriger deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen in Basispunkten (BP) und Euro-Nettoposition der Spekulanten (s. Grafik 2a), wöchentliche Basis.



Quellen: CFTC, Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung.

Grafik 2c: Korrelation von Wechselkurs- und Zinserwartungen erst seit Anfang 2017 hoch

USD/EUR-Kassakurs u. für in 2 Jahren erwartete Veränderung der Renditedifferenz 2-jähriger deutscher und US-Staatsanleihen in BP, wöchentliche Basis.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung.

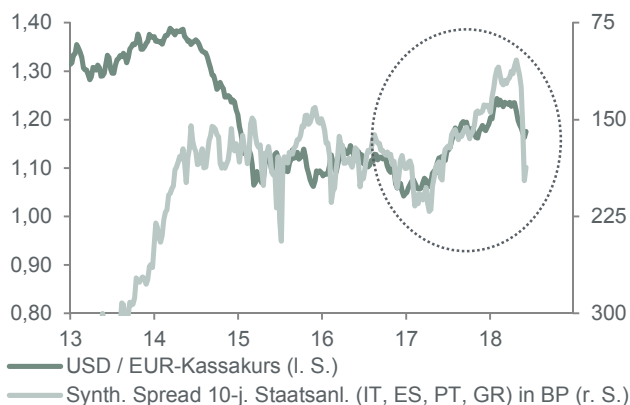
Denn auf der einen Seite hatte die EZB im Dezember 2016 angekündigt, ab März 2017 ihre Wertpapierkäufe (von monatlich 80 Mrd. EUR auf 60 Mrd. EUR) zu reduzieren. Damit hatte sie de facto den Ausstieg aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik begonnen und erste Erwartungen auf Leitzinserhöhungen genährt. Dagegen erwarten die Anleger von der US-Notenbank schon seit einiger Zeit, dass diese perspektivisch ihren Leitzinserhöhungszyklus wieder beendet. Beides zusammen spricht für einen zukünftig rückläufigen Zinsvorsprung des US-Dollars und – unter der Annahme der Zinsparität – für einen in Zukunft stärkeren Euro gegenüber dem US-Dollar, also einen höheren USD/EUR-Kurs.

Entwicklung der Risikoprämien hat Euro bis April gestützt, seitdem belastet sie

Es bleibt die Frage nach dem Einfluss der geforderten Risikoprämie für unerwartete Euro-Abwertungen. Diese Prämie ist nicht beobachtbar und kann nur durch andere Größen angenähert werden. Da in den letzten Jahren zeitweise die Sorgen um ein Auseinanderbrechen der Eurozone sehr ausgeprägt waren und diese wesentliche Determinante der Ängste um unkalkulierbare Euro-Abwertungen sein dürften, liegt der Blick auf ein Maß für diese erstgenannten Sorgen nahe. Ein solches Maß sind die Renditeaufschläge auf deutsche Staatsanleihen („Spreads“) von Anleihen solcher Euro-Länder, für die ein Euro-Austritt befürchtet wurde oder wird.

Grafik 3: Spread-Entwicklung bei Staatsanleihen legt sinkende Risikoprämie für Euro-Abwertungen nahe

USD/EUR-Kassakurs und synthetischer Spread 10-j. Staatsanleihen Italiens, Spaniens, Portugals und Griechenlands über Bundesanleihen, gewichtet mit dem realen BIP, in Basispunkten, wöchentliche Basis.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung.

Die Spreads der Länder mit den höchsten Renditeaufschlägen in der Eurozone (Italien, Spanien, Portugal, Griechenland) sind von Anfang 2017 bis Ende April 2018 spürbar ge-

sunken. Hierzu dürften vornehmlich die ausgebliebenen Wahlerfolge anti-europäischer Kräfte in den Niederlanden und Frankreich bei allgemein anziehender Konjunktur beigetragen haben. Vor allem nach der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen im April 2017, nach der sich ein Wahlsieg des europafreundlichen Emmanuel Macron abzeichnete, sanken die Spreads kräftig. Folglich hatten auch die Sorgen um ein „Euro-Break-Up“ abgenommen und damit die Ängste um unerwartete Euro-Abwertungen. Hierdurch sank die zugehörige Risikoprämie, was dem Euro zusätzlichen Auftrieb verlieh.

Im Mai hat sich mit der Bildung der neuen, von den Finanzmarktteilnehmern als europakritisch wahrgenommenen Regierung Italiens diese Entwicklung umgekehrt. Die Staatsanleihen-Spreads sind wieder stark gestiegen. Das hat den Euro belastet – wenn auch nicht in dem Ausmaß, das die Bewegung der Spreads nahegelegt hätte (Grafik 3).

Fazit und Ausblick

Seit 2017 erklärt die Entwicklung der Differenz zwischen Euro- und US-Dollar-Zinsen jene des USD/EUR-Kassakurses nicht mehr. Jedoch gibt es klare Hinweise darauf, dass sich die Erwartungen für den USD/EUR-Kurs seitdem stark erhöht und die Risikoprämie für unerwartete Euro-Abwertungen verringert haben. Beides zusammen hat offensichtlich den Effekt eines sich ausweitenden Zinsvorsprungs des Dollars überlagert und den USD/EUR-Kassakurs bis Anfang 2018 spürbar steigen lassen.

Seit April haben aber zunächst die Wechselkursenerwartungen nachgegeben, weil auch die Erwartungen an die künftige Veränderung der Zinsdifferenz rückläufig waren. Dies geschah vor dem Hintergrund schwächerer Konjunkturdaten für den Euroraum. Seit Mitte Mai ist dann aufgrund der unsicheren politischen Lage in Italien die Risikoprämie für Euro-Abwertungen gestiegen. Auch das hat den Euro – zwischenzeitlich sogar sehr stark – belastet.

Sollte sich die Nervosität der Investoren bezüglich Italien legen, dürfte der USD/EUR-Kurs wieder steigen. Über den Erwartungskanal dürfte er das auch, sollte sich die Konjunktur im Euroraum stabilisieren und die EZB demnächst den Ausstiegskurs aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik bekräftigen und in einem zweiten Schritt noch konkretisieren.

Gleichzeitig bleibt darauf hinzuweisen, dass die Diskrepanz zwischen Zinsdifferenz und USD/EUR-Kurs auch ein merkliches Rückschlagpotenzial für letzteren signalisiert, ist sie doch vor allem Spiegelbild hoher und schnell umkehrbarer Kursenerwartungen. ■

¹In Grafik 1 ist die Zinsdifferenz als Differenz 2-jähriger deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen dargestellt, weil diese erstens am ehesten risikofreien Anlagen gleichkommen und weil zweitens der Markt 2-jähriger Anleihen sehr liquide ist und sich durch relativ geringe Laufzeitprämien kennzeichnet (im Vergleich zu Anleihen mit größerer Restlaufzeit).

²Dabei werden als Spekulanten diejenigen Börsenteilnehmer verstanden, die nicht als gewerbsmäßige Terminkontrahthändler von der CFTC klassifiziert werden. Als gewerbsmäßige Händler werden diejenigen Akteure an den Terminbörsen klassifiziert, die Terminkontrakte rein aus Gründen der Kurssicherung kaufen oder verkaufen.

³Die 26-Wochen-Korrelation zwischen USD/EUR-Kassakurs und der für bis zu zwei Jahren erwarteten Veränderung der Renditedifferenz zweijähriger deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen betrug zwischen Mitte August und Mitte Oktober 2017 96 %. Sie lag damit so hoch wie noch nie seit Einführung des Euros 1999. Aktuell, also Anfang Juni 2018, notiert sie niedriger, nämlich bei nur noch 51 % – Folge des sprunghaft erstarkten Einflusses der Risikoprämien aufgrund der Bildung der neuen Regierung in Italien.