

**Dossier Wirtschaftspolitik**  
2015/09 | 16. Dezember 2015

**Zinswende: USA und Europa gehen getrennte Wege**

Die Periode der unveränderten Leitzinsen in den USA geht nach über sieben Jahren zu Ende. Die Europäische Zentralbank (EZB) hingegen führt ihre expansive Geldpolitik zumindest bis 2018 fort. Das Auseinanderklaffen der Leitzinsen in den USA und im Euroraum wird zu einem Zinsvorsprung von US-Wertpapieren führen. Durch steigende Investitionen in US-Dollar wird die amerikanische Währung gegenüber dem Euro weiter aufwerten.

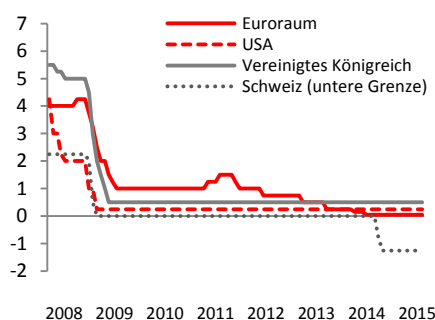
**Ende der Niedrigzinspolitik in Sicht**

Die US-Notenbank Fed hat mit Einbruch der Wirtschaftskrise 2008 die Zinsen rasch und drastisch gesenkt und ein umfassendes Anleihenkaufprogramm gestartet, um die Wirtschaftskrise abzufedern. In den meisten Industrieländern wurde die Geldpolitik im Krisenjahr 2008 stark gelockert, auch die EZB hat mit einiger Verzögerung für die Eurozone ähnliche Maßnahmen ergriffen. Spätestens seit Mitte 2009 herrscht damit in so gut wie allen Industrieländern ein Niedrigzinsumfeld, das zusätzlich von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen (Quantitative Easing) ergänzt wird. Mit der Anhebung der Leitzinsen in den USA könnte nun das Ende der Ära der expansiven Geldpolitik eingeleitet werden. Auch die Bank of England plant womöglich für 2016 einen Ausstieg aus der Nullzinspolitik.

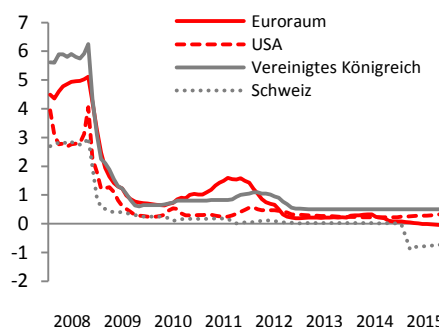
**Medieninhaber/Herausgeber:**  
Wirtschaftskammer Österreich  
Stabsabteilung Wirtschaftspolitik  
Leitung: Dr. Christoph Schneider  
Wiedner Hauptstraße 63  
1045 Wien  
[wko.at/wp](http://wko.at/wp)  
[wp@wko.at](mailto:wp@wko.at)

**Autorin:**  
Mag. (FH) Katja Senger  
+43 (0)5 90 900-4401  
[katja.senger@wko.at](mailto:katja.senger@wko.at)

Leitzinssätze in %, ausgewählte Länder



3-Monats-Zinssätze in %, ausgewählte Länder



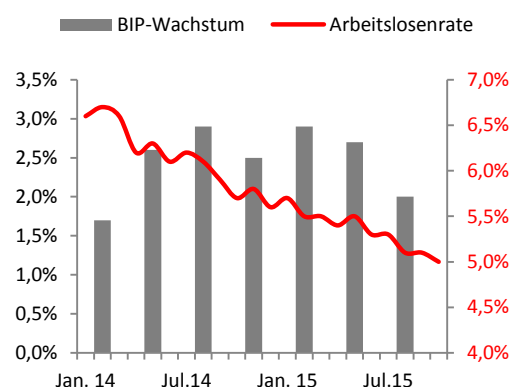
Quelle: OeNB

**Robustes Wirtschaftswachstum in den USA**

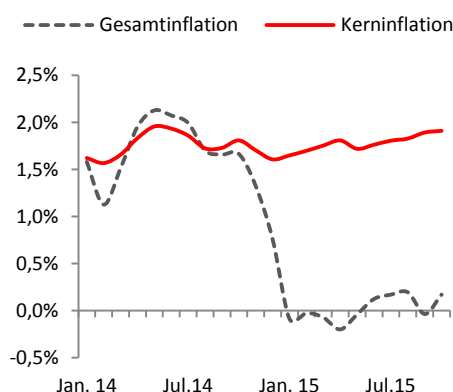
Nachdem die amerikanische Wirtschaft seit 2010 wieder wächst und sich insbesondere in den letzten beiden Jahren kräftig erholt hat, mehren sich seit Monaten die Anzeichen, dass eine Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik kurz bevorsteht. Für eine nachhaltige Zinswende sprechen jedenfalls neben dem dynamischen Wachstum, das sich vorwiegend auf die robuste Binnennachfrage stützt, auch die Arbeitsmarktdaten: Die Arbeitslosenrate lag in den USA zuletzt bei 5,0 % und befindet sich damit auf dem niedrigsten Niveau seit Frühjahr 2008. Eine Arbeitslosenrate in dieser Höhe kommt nach Ansicht der Fed einer Vollbeschäftigung gleich.

Zwar bleibt die Inflation im Oktober mit 0,2 % weiterhin sehr niedrig, was auf den ersten Blick gegen eine Zinserhöhung sprechen würde. Allerdings wird die Inflation derzeit in den USA ebenso wie in Europa sehr stark von den niedrigen Rohölpreisen gedrückt. Wichtiger für geldpolitische Entscheidungen ist deshalb die Kerninflation ohne Energie- und Lebensmittelpreise, die sich in den USA seit Monaten relativ konstant knapp unter der 2 %-Marke hält. Zusätzlich rechnet man aufgrund der guten Arbeitsmarktlage in den USA mit einem Anziehen der Löhne, die ein wesentlicher Inflationstreiber sind.

Reales BIP-Wachstum USA (l.A.)  
Arbeitslosenrate USA (r.A.)



Inflation USA

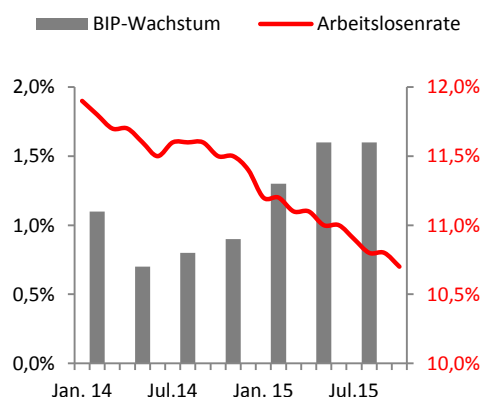


Quelle: Eurostat, EZB, BLS

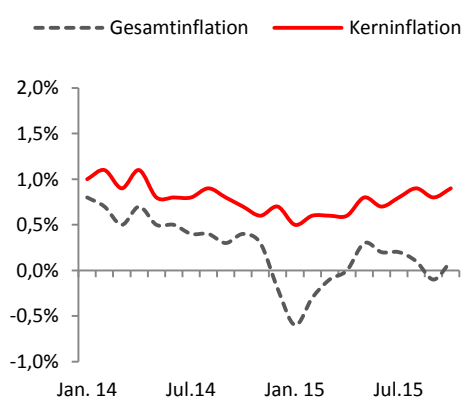
### Geringe Dynamik in Europa

Trotz der leicht verbesserten Wachstumsaussichten ist von einer wirtschaftlichen Dynamik wie in den USA in Europa keine Rede. Der temporäre Rückenwind durch die Euroabwertung und den niedrigen Ölpreis verliert zunehmend an Gewicht und gibt kaum mehr wesentliche Konjunkturimpulse. Die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich im Durchschnitt über alle Mitgliedsstaaten allmählich, doch das Wachstum bleibt in den meisten Ländern zu schwach, um die Arbeitslosenrate spürbar zu senken. Die Inflation in der Eurozone ist nach wie vor sehr gering und betrug im Oktober nur 0,1 %, die Kerninflationsrate ohne Energie und Lebensmittelpreise lag zuletzt bei 0,9 % und damit zwar deutlich über der Gesamtinflationsrate, aber wesentlich unter der Kerninflationsrate in den USA.

Reales BIP-Wachstum Eurozone (l.A.)  
Arbeitslosenrate Eurozone (r.A.)



Inflation Eurozone



Quelle: Eurostat, EZB

### Fed und EZB gehen getrennte Wege

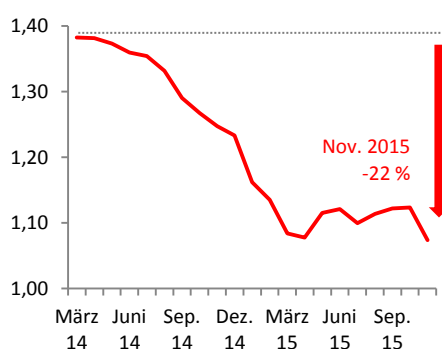
Die EZB hat angesichts der niedrigen Inflation und der nach wie vor verhaltenen Wachstumsdynamik Anfang Dezember eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik beschlossen. Die im März 2015 begonnenen Anleihenkäufe werden bis 2017 verlängert und der Einlagenzins bei der EZB wird um 0,1 Prozentpunkte auf -0,3 % gesenkt. Dadurch sollen einerseits Banken motiviert werden, ihr Geld stärker in Form von Krediten an die Realwirtschaft weiterzugeben, anstatt es bei der EZB zu bunkern. Angesichts der schwachen Kreditnachfrage aus der Realwirtschaft sind durch diese weitere Lockerung der Geldpolitik jedoch keine wesentlichen Konjunkturimpulse zu erwarten. Andererseits erhofft sich die EZB durch die Ausweitung der expansiven Maßnahmen ein Ansteigen der Inflationserwartungen in der Eurozone. Angesichts der moderaten Wachstumsaussichten in Europa und nicht zuletzt aufgrund der jüngsten Maßnahmen der EZB ist mit einer Beibehaltung der Nullzinspolitik in der Eurozone zumindest bis 2018 oder sogar darüber hinaus zu rechnen.

Die amerikanische Notenbank wagt hingegen den Schritt in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik. Seit Anfang 2009 liegt der Leitzins in den USA bei 0,25 %. Bereits im September war eine Anhebung erwartet worden, wurde dann aber aufgrund der aufkeimenden globalen Unsicherheiten insbesondere in Bezug auf China aufgeschoben. Ab sofort werden sich jedoch die Leitzinsen der EZB und der US-Notenbank erstmals seit Jahren in unterschiedliche Richtungen bewegen.

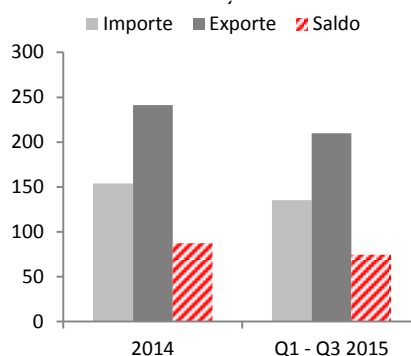
### Druck auf den Euro steigt weiter

Die Auswirkungen der divergierenden Geldpolitiken von EZB und Fed werden sich auf die Realwirtschaft vor allem über den Wechselkurs auswirken. Der Euro verlor seit seinem letzten Höchststand gegenüber dem US-Dollar im März 2014 bereits rund 22 % seines Wertes. Die Einleitung der Zinswende wird zu einem Zinsvorsprung US-amerikanischer Wertpapiere führen und damit Geldanlagen in US-Dollar attraktiver machen. Der zunehmende Kapitalfluss in die USA wird dem Außenwert des US-Dollar weiter Auftrieb verleihen. Aufgrund des starken Wertverlustes des Euro gegenüber dem US-Dollar ist es allerdings möglich, dass die divergierenden Geldpolitiken in den USA und der Eurozone zumindest teilweise bereits im EUR-USD Wechselkurs eingepreist sind. Dennoch gilt es als wahrscheinlich, dass der Euro nach der Zinswende die Parität zum US-Dollar erreicht. Sogar ein EUR-USD Kurs unter der Parität ist 2016 möglich.

Wechselkurs EUR-USD



Eurozone Außenhandel mit den USA  
(in Mio EUR)



Quelle: EZB

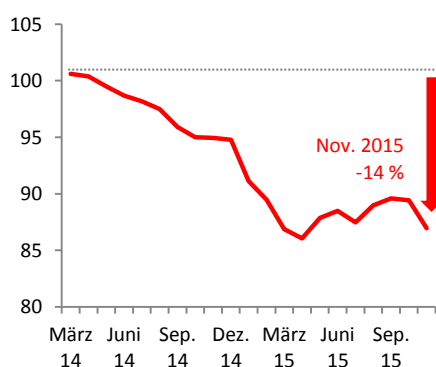
Auch gegenüber dem britischen Pfund verliert der Euro weiter an Wert. Die Bank of England plant voraussichtlich ebenfalls bald eine Normalisierung ihrer Geldpolitik, was dem Pfund Auftrieb verleiht. Der Wechselkurs zum Schweizer Franken ist seit der Aufgabe des Euro-Mindestkurses von 1,20 durch die Schweizer Notenbank Anfang des Jahres stabil. Betrachtet man den Außenwert des Euro gewichtet mit den Währungen der wichtigsten Handelspartner, zeigt sich eine weniger dramatische Entwicklung wie beim EUR-USD Wechselkurs, da insbesondere viele europäische Währungen gegenüber dem US-Dollar ebenfalls abgewertet haben.

Dass trotz des schwachen Euros die Inflation in der Eurozone vom mittelfristigen Ziel der EZB von knapp unter 2 % weit entfernt ist, liegt vor allem daran, dass ein großer Teil des Wechselkurseffektes derzeit durch die niedrigen Ölpreise kompensiert wird. Hinzu kommen die eher moderaten Wachstumsaussichten für die Eurozone, die die Inflationserwartungen drücken. Stützend für den Euro wirkt zusätzlich, dass die Eurozone nach wie vor einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet, während die USA ein Leistungsbilanzdefizit vorweisen. Der Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone mit den USA ist in den letzten Jahren sogar gestiegen.

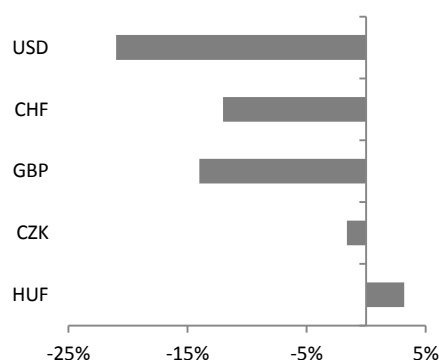
### Wachstumsimpulse durch Euroschwäche nehmen ab

Vom niedrigen Außenwert des Euro profitiert in erster Linie die Exportwirtschaft, insbesondere jene Branchen und Unternehmen, die einen hohen Anteil ihrer Exporte in Länder außerhalb der Eurozone liefern. Österreich allerdings exportiert rund die Hälfte seiner Waren und Dienstleistungen in die Eurozone, sodass der Wechselkurseffekt nicht so stark zu tragen kommt. In die USA gehen nur rund 6 % der österreichischen Exporte. Außerdem haben die Währungen von Österreichs wichtigsten Handelspartnern in Mittel- und Osteuropa nur wenig gegenüber dem Euro aufgewertet bzw. sogar abgewertet.

Handelsgewichteter Euro-Wechselkurs\*  
Index (1999 =100)



Euro-Wechselkurse der 5 wichtigsten  
Exportpartner Österreichs außerhalb der EZ  
Veränderung seit März 2015



Quelle: EZB

\*Durchschnitt aus den 19 bilateralen Wechselkursen der wichtigsten Handelspartner der Eurozone

Positive Nachfrageeffekte können eventuell aufgrund der besonderen Zuliefer-Abnehmer-Beziehung von der deutschen Exportwirtschaft auf Österreich übertragen werden: Die wichtigsten Exportmärkte für Deutschland im Industriegüterbereich liegen außerhalb der Eurozone, womit der direkte positive Effekt der Euroabwertung für die deutsche Wirtschaft größer sein dürfte, als für Österreich. Da die österreichische Wirtschaft stark in internationale Wertschöpfungsketten integriert ist und einen hohen Importanteil hat, steigen durch den schwachen Außenwert des Euro allerdings auch Preise für Vorleistungen. Einen Wettbewerbsvorteil durch höhere Importpreise haben heimische Betriebe, die mit Unternehmen von außerhalb der Eurozone auf dem österreichischen Markt in Konkurrenz stehen.

Grundsätzlich herrschen durch den schwachen Euro also weiterhin positive Rahmenbedingungen für die österreichische Wirtschaft, die Effekte sollten aber nicht überbewertet werden.

### **Risiken für die Weltwirtschaft**

Die Einleitung der Zinswende in den USA könnte aufgrund der großen Bedeutung des US-Dollar als globale Währung weitreichende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Einerseits bestehen Risiken für die US-Wirtschaft selbst: Falls es infolge der Zinswende zu Verunsicherungen kommt, könnte das die Wachstumsdynamik bremsen. Die amerikanische Exportwirtschaft wird aufgrund der weiteren Aufwertung des US-Dollar insbesondere gegenüber der europäischen Konkurrenz weiter an preislicher Wettbewerbsfähigkeit einbüßen.

Wenngleich davon insbesondere die europäische Wirtschaft im globalen Wettbewerb zunächst profitiert, wäre eine Abschwächung der Wachstumsdynamik in den USA keine gute Nachricht, da die USA als größter Markt wichtiger Wachstumstreiber für das globale Wachstum ist.

Andererseits befinden sich viele Schwellenländer angesichts der bevorstehenden Zinswende in einer schwierigen Situation: Nachdem durch die Niedrigzinspolitik in den USA und Europa Kapital vermehrt in Schwellenländer investiert wurde, droht nun mit steigenden Zinserwartungen eine Kapitalflucht zurück in die USA. Diese Dynamik war bereits im Jahr 2013 mit der Ankündigung der Fed, ihr Anleihenkaufprogramm zu beenden, zu beobachten und hat bereits damals zu großen Verunsicherungen geführt. Besonders betroffen sind jene Schwellenländer mit hohen auf US-Dollar lautenden Schulden und großen Handelsbilanzdefiziten, z.B. Brasilien, Indien oder die Türkei. Negative Auswirkungen auf die Schwellenländer und die ohnehin wenig dynamische Weltkonjunktur wären für die europäische Exportwirtschaft jedenfalls von Nachteil. Allerdings hat die Kapitalflucht aus den Schwellenländern mit der zunehmenden Erwartung der US-Zinswende bereits eingesetzt, sodass der unmittelbare Effekt der Zinserhöhung möglicherweise nicht mehr allzu groß sein wird.

### **Fazit**

Während sich die Geldpolitik in den USA normalisieren wird und die amerikanische Wirtschaft im Auftrieb ist, stößt die Geldpolitik in der Eurozone an ihre Grenzen. Wenngleich die anhaltend niedrige Inflation expansive Maßnahmen der EZB notwendig macht, können keine wesentlichen Konjunkturimpulse mehr durch die Geldpolitik erwartet werden. Einzig der Wechselkurs kann weiterhin unterstützend auf die Exportwirtschaft wirken. Sollte die US-Zinswende Unsicherheiten hervorrufen, die die globale Wachstumsdynamik bremsen, könnte dieser positive Effekt jedoch abgeschwächt werden. Da der Großteil der österreichischen Exporte in die Eurozone geht, ist die Wirkung des schwachen Euro für Österreich ohnehin geringer. Risiken bestehen für Europa auch durch mögliche Kapitalabflüsse in die USA infolge des Zinsvorsprungs von US-Wertpapieren.

In Europa wird immer deutlicher, dass die Geldpolitik wichtige Reformen nicht ersetzen kann. Vielmehr muss die expansive Geldpolitik dringend durch angebotsseitige Reformen ergänzt werden. Wettbewerbsfähigkeit kann langfristig nicht über einen niedrigen Außenwert des Euro erreicht werden, sondern nur durch Investitionen, insbesondere in Ausrüstung, Forschung und Entwicklung sowie in Bildung. Die langsam einsetzende Erholung der europäischen Wirtschaft und die unterstützenden Rahmenbedingungen sollten auch von Österreich dafür genutzt werden, durch Strukturreformen die Voraussetzungen für mehr Wachstum und Beschäftigung zu schaffen.

**Wirtschaftskammer Österreich**  
Vertretungsbefugtes Organ:  
Präsident Dr. Christoph Leitl  
Tätigkeitsbereich: Information,  
Beratung und Unterstützung der  
Mitglieder als gesetzliche  
Interessenvertretung.  
Blattlinie: Dossiers  
Wirtschaftspolitik informieren  
regelmäßig über aktuelle  
wirtschaftspolitische  
Themenstellungen.  
Chefredaktion:  
Dr. Christoph Schneider  
Druck: Eigenvervielfältigung,  
Erscheinungsort Wien  
Offenlegung: [wko.at/offenlegung](http://wko.at/offenlegung)