

Svetlana Rujin, Torsten Schmidt

## Zinswende in den USA – Fluch oder Segen für die Konjunktur im Euroraum?

Sowohl in den USA als auch in Großbritannien ist in naher Zukunft mit einer Zinswende zu rechnen. Die Länder des Euroraums sind davon sicher unterschiedlich betroffen. Die Autoren stellen die wichtigsten Transmissionskanäle der internationalen Übertragung der geldpolitischen Impulse dar und quantifizieren die Effekte einer Anhebung der Zinsen in den USA und in Großbritannien auf die heimische Wirtschaft sowie auf ausgewählte Länder des Euroraums mit Hilfe des RWI-Mehrländermodells. Parallel dazu werden die Auswirkungen einer anhaltenden Abwertung des Euro infolge der jüngsten Lockerung der Geldpolitik durch die EZB ermittelt.

In den USA rückt die geldpolitische Zinswende näher. Bereits im Oktober 2014 hat die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed) den Ankauf von Wertpapieren beendet. Damit wurde der Ausstieg aus der extrem lockeren Geldpolitik bereits eingeleitet, und es ist zu erwarten, dass die Fed in diesem Jahr beginnt, die Zinsen anzuhoben. Ähnliches gilt für Großbritannien. Auch hier dürfte die Phase der stark expansiven Geldpolitik 2015 beendet werden. Allerdings hat die Bank of England angedeutet, dass die Zinswende aufgrund der niedrigen Inflation erst gegen Ende des Jahres möglich sei.

Im Gegensatz dazu werden die monetären und finanziellen Bedingungen im Euroraum angesichts der schwachen Konjunktur und des damit verbundenen geringen Preisauftriebs noch eine geraume Zeit äußerst günstig bleiben. Um der schwachen Wirtschaft weitere Impulse zu geben, hat die EZB im September 2014 eine Lockerung der Geldpolitik beschlossen und den Leitzins nochmals um 10 Basispunkte auf nunmehr 0,05% gesenkt. Darüber hinaus hat sie im Januar 2015 eine noch expansivere Politik angekündigt: Sie wird im März beginnen, Staatsanleihen und andere Wertpapiere der Euroländer – vor allem von Deutschland, Frankreich und Italien – im Umfang von 60 Mrd. Euro pro Monat

anzukaufen. Dieses Programm soll zunächst bis Ende September 2016 laufen.<sup>1</sup>

In den kommenden Jahren wird damit die Geldpolitik in wichtigen Volkswirtschaften unterschiedlich ausgerichtet sein, was angesichts der engen internationalen wirtschaftlichen Verflechtungen die ökonomischen Perspektiven in diesen und anderen Volkswirtschaften spürbar beeinflussen dürfte. Dies haben bereits die heftigen Reaktionen gezeigt, die mit den Äußerungen über den zukünftigen geldpolitischen Kurs vor allem in den USA verbunden waren. Schon im Mai 2013 hatten Aussagen über die Möglichkeit eines Ausstiegs der Fed aus dem Ankaufprogramm zu deutlich negativen realwirtschaftlichen Effekten und zu einer erheblichen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen in einigen Schwellenländern geführt.<sup>2</sup> Umgekehrt haben im Dezember 2014 Äußerungen der Fed über eine zeitliche Verschiebung der anstehenden Zinsanhebung einen kräftigen Anstieg der Aktienkurse vor allem in den USA ausgelöst.

Auch die jüngste Maßnahme der EZB zeigt Wirkungen, vor allem auf dem Devisenmarkt. Die massive Abwertung des Euro hilft der angeschlagenen Konjunktur im Euroraum, da sie die Exporte begünstigt und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stärkt. Außerdem hat bereits die Ankündigung der EZB im September 2014, transparente Wertpapiere zu kaufen, die Aktienkurse steigen lassen, was wiederum über den Vermögenskanal das Wachstum stärkt. Da die Geldpolitik vor allem die Preisentwicklung im Blick

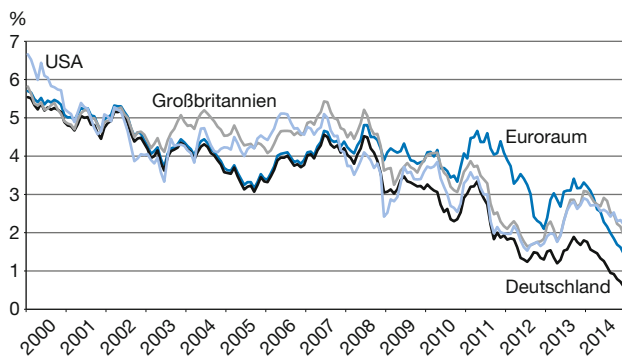
**Svetlana Rujin, M.Sc.**, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin des Kompetenzbereichs Wachstum, Konjunktur und Öffentliche Finanzen des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) in Essen.

**Dr. Torsten Schmidt** ist stellvertretender Leiter des RWI.

<sup>1</sup> Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html> (22.1.2015). Diese Maßnahmen zur Ankurbelung der geschwächten konjunkturellen Situation wurden bereits von den anderen wichtigen Notenbanken wie der Federal Reserve, der Bank of England und der Bank of Japan implementiert.

<sup>2</sup> Vgl. B. Eichengreen, P. Gupta: Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets, MPRA Paper, Nr. 53040, 2014.

Abbildung 1  
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen



Quelle: OECD: Main Economic Indicators (MEI).

hat und im Euroraum Risiken einer längeren Phase rückläufiger Preise bestehen, ist von besonderem Interesse, wie diese gegenläufigen geldpolitischen Entscheidungen die Preisentwicklung im Euroraum beeinflussen. So wird derzeit argumentiert, dass durch die Abwertung des Euro über die Verteuerung von Einfuhren Inflation importiert wird und dadurch das Risiko einer Deflation abnimmt. Dagegen könne der damit verbundene Entzug von Kaufkraft die Binnennachfrage schwächen und so das Risiko einer Deflation eher noch erhöhen. Damit würden für die Länder des Euroraums erneut Belastungen entstehen. Die Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes kann zudem die Durchführung der noch anstehenden Reformen in Ländern wie Frankreich und Italien zusätzlich belasten.

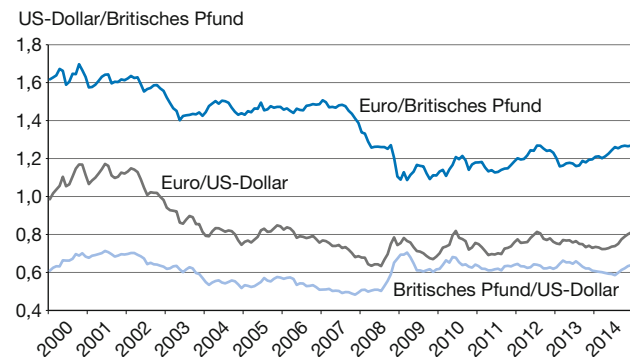
Aus diesem Grund werden in diesem Beitrag die unterschiedlichen internationalen Wirkungskanäle der Geldpolitik auf realwirtschaftliche Größen und Preise sowie deren Wechselwirkungen quantifiziert. Dabei wird untersucht, inwieweit die Länder des Euroraums von der zu erwartenden Zinsstraffung in den USA und Großbritannien betroffen sind.

### Internationale Transmissionskanäle geldpolitischer Schocks

Die internationale Übertragung geldpolitischer Impulse hängt stark mit den binnenwirtschaftlichen Transmissionskanälen zusammen. In der makroökonomischen Literatur wird nach wie vor der Zinskanal als zentral betrachtet.<sup>3</sup> Ein Anstieg der Zinsen hat demnach einen dämpfenden Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch auf die Preise. Bei großen Volkswirtschaften wie den USA und Großbritannien sind von einem solchen Rückgang der Binnennachfrage spürbare Effekte auf die internationale Konjunktur zu erwarten, da sich die damit einhergehende

3 Vgl. F. Mishkin: Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, in: Journal of Economic Perspectives, 9. Jg. (1995), Nr. 4, S. 3-10.

Abbildung 2  
Wechselkurse, Monatsdurchschnitt



Quelle: FERI, Eurorating Services.

Verringerung der Importe negativ auf die Exporte der Handelspartner auswirkt. Da der Euroraum ein wichtiger Handelspartner der USA und Großbritanniens ist, dürfte der Rückgang der Importnachfrage auch dort spürbar sein.

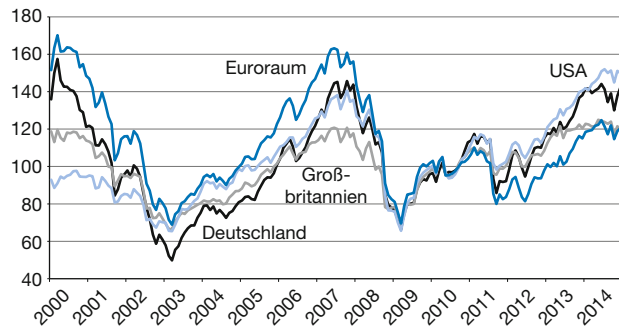
Bisher dürften diese Zinseffekte nicht gravierend gewesen sein. Zwar waren die Kapitalmarktrenditen 2013 in den USA bereits deutlich angestiegen (vgl. Abbildung 1), sie sind im Verlauf von 2014 aber wieder zurückgegangen, obwohl die Anleihekäufe durch die Fed zurückgeführt wurden. Allerdings ist zu erwarten, dass dieser Kanal an Bedeutung gewinnt, wenn die Zinswende von der Fed sowie von der Bank of England eingeleitet wird. Zudem hat sich der relativ starke Zinsverbund zwischen den Renditen in den USA und im Euroraum in den vergangenen Monaten deutlich gelockert – dies gilt insbesondere für die Renditenunterschiede zwischen Deutschland und den USA. Diese Abkopplung der Euro-Zinsen dürfte aber nur vorübergehend sein, so dass die dämpfenden Effekte noch bevorstehen.

Der Kanal, über den bereits deutliche Effekte der Geldpolitik aufgetreten sind, ist der Wechselkurskanal. Zwar dürfte die Abwertung des Euro (vgl. Abbildung 2) in jüngster Zeit auf die Politik der EZB und die Spekulationen um einen Austritt Griechenlands aus dem Euroraum zurückzuführen sein. Allerdings spielt zweifelsfrei auch die Geldpolitik der Fed und der Bank of England eine Rolle. So wird argumentiert, dass sich dann eine positive Korrelation zwischen den Zinsen und Wechselkursen ergibt, wenn der Auslöser der Kursschwankungen ein Zinsschock ist, da die Anlagen in heimischer Währung im Vergleich zu ausländischen Anlagen attraktiver werden.<sup>4</sup> Darüber hinaus belegt die Simulationsstudie von Hnatkovska et al., dass die Wechselkursreaktion auf einen Zinsschock nicht nur vom Startwert des Zinssatzes, son-

4 Vgl. C. S. Hakkio: Interest Rates and Exchange Rates – What is the Relationship?, in: Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, November 1986, S. 33-43.

Abbildung 3  
Aktienkurse

Indizes (2010 = 100)



Quelle: OECD: Main Economic Indicators (MEI).

dem auch von der Größe der Zinsschritte abhängig ist.<sup>5</sup> Sie zeigen, dass es insbesondere dann zu einer kräftigen Aufwertung der nationalen Währung kommt, wenn die Zinsen von einem niedrigen Niveau in kleinen Schritten angehoben werden. Als deutlicher Beweis für diesen positiven Zusammenhang gilt, dass bereits die Erwartung, die Zinsen in den USA und auch in Großbritannien könnten im Frühsommer 2015 steigen, zu einer Aufwertung des US-Dollar und des Pfunds gegenüber dem Euro führte.

Dieser Wechselkurseffekt scheint in der gegenwärtigen Situation besonders relevant zu sein. Da der Anstieg des US-Dollar-Kurses sich dämpfend auf die Nettoexporte der USA auswirkt, dürfte sich bei vielen Handelspartnern – so auch bei den Ländern des Euroraums – der Handel beleben. Gleichzeitig verteuern sich durch die Euroabwertung die Importe, wodurch sich der inländische Preisdruck erhöht. Für die Gesamtbeurteilung der geldpolitischen Wirkungen ist zu klären, in welchem Ausmaß die Reaktion am Devisenmarkt den Anstieg der Zinsen bereits vorweggenommen hat.

Der dritte Kanal, der im Zuge der Integration der internationalen Finanzmärkte deutlich an Bedeutung gewonnen hat, ist eine Übertragung der geldpolitischen Impulse über die Finanzmärkte. Der wichtigste Mechanismus in diesem Zusammenhang ist wohl der Vermögenseffekt. Der Anstieg der Zinsen führt direkt zu einem Rückgang der Kurse für Anleihen und indirekt geht damit oft auch ein Rückgang der Aktienkurse einher. Beide Effekte wirken sich dämpfend auf den privaten Konsum, die Investitionen und letztlich auch auf die Preisentwicklung auf dem heimischen Markt (USA bzw. Großbritannien) aus. Dabei entstehen durch die internationale Integration von Finanzmärkten in der Regel gleichgerichtete Effekte auf die Renditen und Aktienkurse in anderen Ländern.

5 Vgl. V. Hnatkovska, A. Lahiri, C. A. Vegh: Interest Rates and the Exchange Rate: A Non-Monotonic Tale, NBER Working Paper, Nr. 13925, April 2008.

Der internationale Zusammenhang zwischen Aktienkursen und den Renditen von Anleihen ist zwar nicht so eng wie der Zusammenhang zwischen der Anleihen untereinander. Aber auch für die Aktienmärkte ist bei einer Anhebung der Zinsen mit einer internationalen Dämpfung des Kursanstiegs zu rechnen. Wie Abbildung 3 verdeutlicht, sind die Aktienkurse in den USA, aber auch in Großbritannien seit November 2014 nur leicht rückläufig. Dementsprechend ist das Risiko, dass die Aktienmärkte noch stärker reagieren, wenn die Zinsen angehoben werden und die realwirtschaftlichen Effekte spürbar werden, noch hoch. Dagegen begünstigten die Aussichten einer Zinswende in den USA und Großbritannien sowie die kürzlich angekündigte quantitative Lockerung durch die EZB einen kräftigen Anstieg der Aktienpreise im Euroraum.

Es stellt sich also die Frage, in welchem Umfang der Nettoeffekt der Zinswende auf die Konjunktur im Euroraum zu erwarten ist. Darüber hinaus ist aber für die Wirtschaftspolitik von Bedeutung, inwieweit die Euroländer unterschiedlich von den Effekten der Zinswende betroffen sind. So ist nicht auszuschließen, dass die hochverschuldeten Krisenländer stärker auf einen Zinsanstieg reagieren als die weniger verschuldeten. Ebenso sind Unterschiede bei dem Wechselkurseffekt je nach dem Gewicht des Außenhandels zu erwarten.

### Quantifizierung der Effekte auf den Euroraum

Um die in den Ländern des Euroraums zu erwartenden Effekte der geldpolitischen Zinswende in den USA und Großbritannien sowie der jüngsten Lockerung der EZB-Politik zu quantifizieren, werden Simulationen mit dem RWI-Mehrländermodell durchgeführt.<sup>6</sup> Das Modell umfasst detaillierte ökonomische Teilmodelle für die weltweit wichtigsten Volkswirtschaften wie USA, Japan, Großbritannien. Die weiteren 16 Länder – darunter die meisten Mitgliedstaaten der Europäischen Union sowie die anderen führenden Industrieländer – sind im Modell kompakter dargestellt. Die Aggregate des Euroraums werden aus den Werten der modellierten Mitgliedsländer gebildet.<sup>7</sup> Darüber hinaus werden auch die BRIC- und OPEC-Staaten im Modell durch Importgleichungen berücksichtigt, die in der Güterhandelsmatrix definiert sind.

6 Eine kurze Darstellung des Modells findet man in S. Breuer, T. Schmidt: Warum sich Deutschland der Rezession im Euroraum widersetzen kann. Einsichten aus Simulationen mit dem RWI-Mehrländermodell, in: Wirtschaftsdienst, 92 Jg. (2012), H. 10, S. 687-691.

7 Die konstruierten Aggregate des Euroraums entsprechen nicht den tatsächlichen, da im Modell nur zehn von insgesamt 19 Mitgliedsländern berücksichtigt werden. Da die im Modell abgebildeten Länder jedoch 94,6% des BIP des Euroraums erwirtschaften, dürften die dadurch entstehenden Fehler sehr gering sein.

Die realwirtschaftliche Transmission von internationalen Schocks erfolgt im Modell über eine Handelsmatrix, mit der die nationalen Teilmodelle miteinander verknüpft sind. Dabei werden die Gesamtimporte eines Landes anhand stochastischer Gleichungen ermittelt und konsistent in bilaterale Exporte der Handelspartner umgerechnet. Die Koeffizienten der Handelsmatrix werden zeitvariabel modellendogen bestimmt und hängen von den relativen Preisen zwischen den Ländern und den Wechselkursen ab. Das Produkt aus den Handelskoeffizienten und den Gesamtimporten eines Landes gibt die Exporte des betreffenden Partnerlandes an, dessen Gesamtexporte sich aus der Summe der bilateralen Importe aller Länder ergeben. Die so berechneten Gesamtexporte gehen in die nationalen Teilmodelle ein.

Neben dem Handelskanal werden in dem Modell weitere internationale Transmissionskanäle berücksichtigt. Die internationale Übertragung der geldpolitischen Impulse wird im Modell dadurch abgebildet, dass die nationalen Zinsreaktionsfunktionen auch in Abhängigkeit von ausländischen Zinsen definiert sind. Dies impliziert eine partielle Koordination der Geldpolitik. Außerdem wird die Wirkung eines Zinsschocks über den Wechselkurskanal auf die Entwicklung der Exportpreise übertragen, wobei die Intensität dieser Transmission vor allem von den internationalen Zinsabständen sowie den Preisniveaurelationen abhängt. Dies führt im Modell dazu, dass die geldpolitischen Impulse über die internationale Zinsanpassung und die damit einhergehende Wechselkursveränderung die Exportpreise beeinflussen und somit auch die Handelskoeffizienten, die die bilateralen Handelsvolumina bestimmen. Da aber die Ausfuhrpreise auch durch die Herstellungskosten und die ausländischen Konkurrenzpreise determiniert werden, führt eine Auf- bzw. Abwertung der heimischen Währung nicht zu einer proportionalen Veränderung der Exportpreise (pricing to market).

In dem Modell sind keine Vermögensvariablen enthalten, so dass der Vermögenseffekt nicht direkt über eine Veränderung dieser Bestandsgrößen modelliert werden kann. Da der Vermögenseffekt aber über den privaten Konsum auf die Realwirtschaft wirkt, kann er über die Zinsen berücksichtigt werden. Zudem kommen empirische Studien zu dem Ergebnis, dass der zu erwartende realwirtschaftliche Effekt über den Vermögenskanal nicht sehr groß ist.<sup>8</sup>

Für die Quantifizierung der Effekte der Zinswende in den USA und Großbritannien unter Berücksichtigung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB werden folgende Simulationen durchgeführt:

8 Vgl. z.B. S. von Ludvigson, C. Steindel, M. Lettau: Monetary Policy Transmission Through the Consumption-Wealth Channel, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, Mai 2002, S. 117-133.

- Zunächst wird die Erhöhung des Expansionsgrades der Geldpolitik im Euroraum simuliert. Da die Leitzinsen ihre Untergrenze erreicht haben, zielen die jüngsten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB vor allem auf eine Schwächung des Euro.<sup>9</sup> Daher stellt im Alternativszenario die Abwertung des Euro-Dollar-Kurses um jeweils 15% 2015 und 2016 den zentralen Transmissionskanal dieser quantitativen Lockerung der EZB da. Demzufolge wird der Euro-Dollar-Kurs Ende 2016 – nach dem Auslaufen des Anleihekaufprogramms der EZB – die Parität erreichen und danach auf diesem Niveau bleiben. Im Basisszenario werden dagegen die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum, in den USA und Großbritannien konstant gehalten.
- In einer zweiten Simulation werden die Auswirkungen des Anstiegs der Kurzfristzinsen in den USA und in Großbritannien in Zusammenhang mit der EZB-Politik ermittelt. Dabei wird angenommen, dass die Fed beginnt, die Zinsen ab dem zweiten Quartal 2015 von aktuell 0% bis 0,25% in Schritten von 0,25 Prozentpunkten zu erhöhen. Danach würde ein Zinsniveau von 1,0% im vierten Quartal 2015 und 2,0% im Schlussquartal 2016 erreicht. Im späteren Verlauf wird ein etwas beschleunigter Zinsanstieg simuliert, der aber unter dem langjährigen Durchschnitt liegt, und bei dem ein Zinssatz von 3,75% Ende 2017 erreicht wird.<sup>10</sup> Für die Geldpolitik in Großbritannien wird unterstellt, dass die Zinsen von ihrem derzeitigen Niveau von 0,5% ab dem vierten Quartal 2015 angehoben werden. Bei den unterstellten Schritten von 0,25 Prozentpunkten wird der Zinssatz auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau von 2,75% im Jahr 2017 liegen.<sup>11</sup> Für die EZB-Politik sowie für die Basislösung gelten die oben beschriebenen Szenarien.

### Wirkung über den Wechselkurskanal

Die Simulation eines Rückgangs des Euro-Dollar-Kurses zeigt, dass die jüngste Erhöhung des Expansionsgrades der EZB-Politik über den Wechselkurskanal wachstumssteigernd wirken dürfte (vgl. Tabelle 1). Darüber hinaus ist zu erwarten, dass die geldpolitischen Impulse erst verzögert ihre maximale Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Produktion entfalten. So dürfte das BIP im Euroraum in den ersten Simulationsjahren erst um moderate 0,3 Prozentpunkte und später beschleunigt um 0,9 Prozentpunk-

9 Vgl. A. Belke: The Strength of the Euro – Challenges for ECB Monetary Policy, in: Research in World Economy, 6. Jg. (2015), H. 1, S. 72-84.

10 Vgl. Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank President, Dezember 2014, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20141217.pdf> (21.1.2015).

11 Vgl. Bank of England: Inflation Report, August und November 2014.

**Tabelle 1**  
**EZB-Politik: Simulierte Wechselkurseffekte**

in Prozentpunkten

	BIP	Exporte	Importe	Preise	Wechselkurs
<b>Deutschland</b>					
2015	0,32	0,92	-0,35	0,36	15,00
2016	1,34	1,41	-0,39	0,86	15,00
2017	1,96	1,27	0,53	1,02	0,00
2018	0,88	0,86	1,65	0,86	0,00
<b>Frankreich</b>					
2015	0,08	0,10	-1,11	0,03	15,00
2016	0,47	0,29	-1,05	0,17	15,00
2017	1,24	1,02	0,86	0,39	0,00
2018	1,50	1,06	1,18	0,44	0,00
<b>Italien</b>					
2015	0,20	1,27	-0,15	0,51	15,00
2016	0,48	2,17	0,79	0,98	15,00
2017	0,96	2,46	3,37	0,99	0,00
2018	1,28	2,62	4,88	0,95	0,00
<b>Euroraum</b>					
2015	0,26			0,31	15,00
2016	0,85			0,93	15,00
2017	1,39			1,04	0,00
2018	1,09			0,60	0,00
<b>USA</b>					
2015	-0,14	-0,49	0,61	-0,17	0,00
2016	-0,19	-0,88	0,56	-0,32	0,00
2017	-0,05	-0,47	0,07	-0,24	0,00
2018	-0,03	-0,09	0,02	-0,05	0,00
<b>Großbritannien</b>					
2015	-0,28	-1,20	0,83	-0,33	0,70
2016	-0,43	-1,74	0,59	-0,80	-0,19
2017	-0,37	-0,55	-0,64	-1,00	-1,59
2018	-0,53	0,24	-0,94	-0,99	-1,38

Werte: Abweichungen der Zuwachsraten zwischen Szenario- und Basislösung, in Prozentpunkten. Schock: Abwertung des Euro-Dollar-Wechselkurses um jeweils 15% 2015 und 2016. Ab 2017 gilt die Parität. Der US-Dollar dient im Modell als Referenzwährung. Preise: Verbraucherpreise. Wechselkurs: Preisnotierung. Euroraum: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Holland, Italien, Österreich, Portugal, Slowakei, Spanien.

Quelle: Simulationsergebnisse des RWI-Mehrländermodells.

te expandieren. Im dritten Jahr der Simulation dürfte das Wirtschaftswachstum im Euroraum um 1,4 Prozentpunkte über der Basislösung liegen. Da für das Ende des Simulationszeitraums keine weiteren Impulse der EZB-Politik unterstellt wurden, lässt die expansive Wirkung des geldpolitischen Impulses langsam nach. In den USA und Großbritannien ergeben sich aus einer entsprechenden Aufwertung der heimischen Währung erwartungsgemäß kontraktive gesamtwirtschaftliche Effekte.

Betrachtet man die Wirkungen einer Abwertung des Euro auf die einzelnen Länder des Euroraums, so ergeben sich deutliche Unterschiede. Während Deutschland am stärk-

**Tabelle 2**  
**Folgen der Zinswende in den USA und Großbritannien**

in Prozentpunkten

	BIP	Exporte	Importe	Preise	Wechselkurs	Zinssatz
<b>Deutschland</b>						
2015	0,31	0,90	-0,35	0,36	15,00	0,05
2016	1,29	1,31	-0,39	0,85	15,00	0,05
2017	1,82	1,03	0,50	0,99	0,00	0,05
2018	0,56	0,40	Jan-52	0,79	0,00	0,05
<b>Frankreich</b>						
2015	0,07	0,09	-1,11	0,03	15,00	0,05
2016	0,45	0,22	-1,09	0,16	15,00	0,05
2017	1,18	0,80	0,71	0,37	0,00	0,05
2018	1,34	0,63	0,83	0,39	0,00	0,05
<b>Italien</b>						
2015	0,20	1,25	-0,16	0,50	15,00	0,05
2016	0,47	2,09	0,75	0,97	15,00	0,05
2017	0,91	2,23	3,20	0,96	0,00	0,05
2018	1,17	2,14	4,45	0,90	0,00	0,05
<b>Euroraum</b>						
2015	0,26			0,31	15,00	0,05
2016	0,82			0,91	15,00	0,05
2017	1,30			0,98	0,00	0,05
2018	0,89			0,47	0,00	0,05
<b>USA</b>						
2015	-0,16	-0,51	0,58	-0,18	0,00	1,00
2016	-0,38	-1,05	0,25	-0,36	0,00	2,00
2017	-0,49	-0,90	-0,75	-0,31	0,00	3,75
2018	-0,80	-0,86	-1,59	-0,17	0,00	3,75
<b>Großbritannien</b>						
2015	-0,26	-1,11	0,66	-0,28	1,76	0,75
2016	-0,59	-1,60	0,12	-0,68	1,00	1,75
2017	-0,90	-0,56	-1,78	-0,83	-0,20	2,75
2018	-1,47	0,24	-2,89	-0,75	0,62	2,75

Werte: Abweichungen der Zuwachsraten zwischen Szenario- und Basislösung, in Prozentpunkten. Schock: Die schrittweise Anhebung der Zinsen in den USA und Großbritannien bis 2017. Ab 2018 bleiben die Zinssätze auf dem Niveau von 3,75% bzw. 2,75%. Abwertung des Euro-Dollar-Wechselkurses um jeweils 15% 2015 und 2016. Ab 2017 gilt die Parität. Der US-Dollar dient im Modell als Referenzwährung. Preise: Verbraucherpreise. Wechselkurs: Preisnotierung. Euroraum: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Holland, Italien, Österreich, Portugal, Slowakei, Spanien.

Quelle: Simulationsergebnisse des RWI-Mehrländermodells.

ten in den ersten Jahren der Simulation vom fallenden Euro-Kurs profitiert, zeigen sich die positiven Wirkungen in Frankreich und Italien am deutlichsten erst im vierten Jahr. Des Weiteren verbessert sich die internationale Wettbewerbsposition infolge der Euroabwertung insbesondere in Italien. Infolgedessen dürften die italienischen Exporte von den hier betrachteten Mitgliedsländern des Euroraums am stärksten ausgeweitet werden. Auf die Einfuhren wirkt die Schwächung des Euro erwartungsgemäß dämpfend. So verstärkt der kräftige Rückgang der Importe in Frankreich den moderaten Wachstumseffekt, der aus nur einer geringen Zunahme der Exporte resultiert.

Die sehr expansive Ausrichtung der Geldpolitik im Euroraum bewirkt über den Wechselkurskanal einen Preisanstieg in den ausgewählten Ländern des Euroraums. Die Zunahme der heimischen Preise dürfte aber ebenfalls aufgrund der länderspezifischen ökonomischen Rahmenbedingungen sowie deren Außenhandelsintensitäten unterschiedlich groß sein. Dieser Effekt tritt aufgrund der steigenden Kapazitätsauslastung in einem Umfeld der unverändert niedrigen Zinsen und einer Überschussliquidität ein. Im späteren Verlauf der Simulation dürften die Preise im Euroraum auch infolge der wieder zunehmenden Importe steigen. Spiegelbildlich dazu ergeben sich aus einer Aufwertung der heimischen Währung sinkende Preise in den USA und Großbritannien.

### Wirkung der Zinserhöhung

In der nächsten Simulation werden die Effekte eines Auseinanderdriftens der geldpolitischen Ausrichtungen zwischen der Fed und Bank of England einerseits und der EZB andererseits quantifiziert.

Bei einer simultanen Betrachtung der geldpolitischen Maßnahmen der Fed, der Bank of England und der EZB ergibt sich folgendes Bild (vgl. Tabelle 2). In den USA und Großbritannien tritt ein deutlich kräftigerer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität ein. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die bereits kontraktiv wirkenden Effekte der Geldpolitik in den jeweiligen Ländern zusätzlich durch die expansive Ausrichtung der EZB-Politik verstärkt werden. Allerdings wertet das Pfund gegenüber dem US-Dollar aufgrund der steigenden Zinsabstände stark ab.

Im Euroraum verändern sich die Ergebnisse bei einer simultanen Betrachtung der geldpolitischen Maßnahmen in den Mitgliedsländern in unterschiedlichem Maße. Während sich für Frankreich und Italien die Ergebnisse nur geringfügig ändern, sind die Effekte für Deutschland in 2017 und 2018 deutlich schwächer.

### Fazit

Die bevorstehende Straffung der geldpolitischen Zügel in den USA, aber auch in Großbritannien wird zu einer Diver-

genz der geldpolitischen Ausrichtung zwischen diesen Ländern und dem Euroraum führen. Aufgrund der Größe beider Volkswirtschaften und der engen Verflechtung mit dem Euroraum sind von dieser geldpolitischen Wende spürbare Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität im Euroraum zu erwarten. Da die internationale geldpolitische Transmission über mehrere Kanäle stattfindet, stellt sich die Frage, ob die Zinswende in den angelsächsischen Ländern die Geldpolitik im Euroraum verstärkt oder abschwächt.

In diesem Beitrag gehen wir davon aus, dass das kürzlich eingeleitete Anleihekaufprogramm der EZB angesichts der bereits niedrigen Zinssätze seine Wirkung in erster Linie über die Abwertung des Euro entfalten wird. Die Schwächung des Euro verbessert die internationale Wettbewerbsposition der Euroländer wesentlich und stützt über eine Belebung des Außenhandels die Konjunktur im Euroraum. Dadurch dürfte sich auch der Preisdruck im Euroraum erhöhen.

Darüber hinaus bestätigen unsere Ergebnisse die Vermutung, dass Deutschland aufgrund seiner starken Exportorientierung am stärksten von einem fallenden Eurokurs profitieren wird. Aber auch in Italien ist mit einem deutlichen Anstieg der Exporte zu rechnen. Allerdings dürften die geldpolitischen Impulse nur zu einer vorübergehenden gesamtwirtschaftlichen Verbesserung führen, die die Notwendigkeit der Strukturreformen in hoch verschuldeten Ländern des Euroraums nicht kompensieren kann.

Von der geldpolitischen Zinswende der Fed und der Bank of England sind dagegen negative Effekte auf die Konjunktur im Euroraum zu erwarten, obwohl der Euro noch weiter an Wert verlieren dürfte. Der positive Impuls der Abwertung wird von den Effekten der gedämpften Binnennachfrage in den USA und Großbritannien überkompensiert. Die Stärke dieses Effektes auf die Exporte der Euroländer hängt von der jeweiligen Außenhandelsintensität ab. Für eine starke Exportwirtschaft wie Deutschland ist dieser Effekt besonders groß. In den anderen Ländern des Euroraums dürfte der damit verbundene Rückgang der Ausfuhren die Wirtschaftsaktivität nur geringfügig dämpfen.

#### Title: *Turnaround in the U.S. Monetary Policy – A Curse or a Blessing for the Euro Area's Economy*

**Abstract:** *While the U.S. and the U.K. are likely to experience an interest rate turnaround in the near future, monetary conditions in the euro area will remain highly accommodative for a long time. The qualitative and quantitative effects of diverging monetary positions between major central banks are expected to have highly heterogeneous effects across the euro area. Thus, the reassessment of international monetary policy transmission mechanism seems relevant and timely. Simulations with the RWI-Multi Country Model quantify the effects of the interest rate hike in the U.S. and in the U.K. on domestic and eurozone economies along with the impact of the depreciation of the euro as a consequence of the recent ECB's quantitative easing move.*

**JEL Classification:** C53, E52, F47