

Hanisch, Max

**Article**

## Deutschland und der Euroraum profitieren wirtschaftlich kurzfristig von einer Zinserhöhung in den USA

DIW Wochenbericht

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Hanisch, Max (2018) : Deutschland und der Euroraum profitieren wirtschaftlich kurzfristig von einer Zinserhöhung in den USA, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 85, Iss. 12, pp. 245-251, [https://doi.org/10.18723/diw\\_wb:2018-12-1](https://doi.org/10.18723/diw_wb:2018-12-1)

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/176821>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

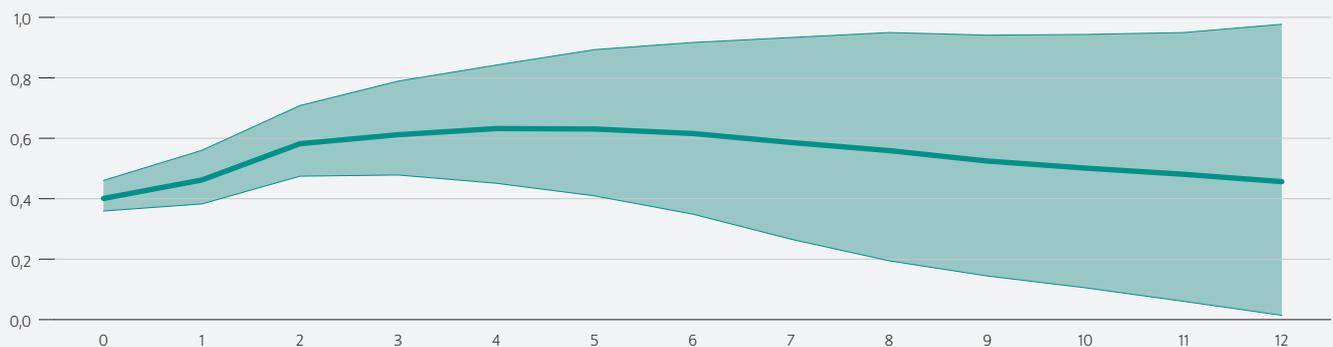
*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Deutschland und der Euroraum profitieren wirtschaftlich kurzfristig von einer Zinserhöhung in den USA

Von Max Hanisch

- Empirische Analyse der konjunkturellen Effekte einer restriktiven US-amerikanischen Geldpolitik auf Mitgliedsstaaten der Eurozone
- US-Zinserhöhungen können aufgrund von Wechselkursbewegungen und vermehrten Handels im Euroraum kurzfristig expansiv wirken – dies gilt insbesondere für Deutschland
- Die Ergebnisse verringern die Sorge, restriktive US-Geldpolitik könne im Euroraum eine ähnlich dämpfende Wirkung entfalten wie in den USA selbst

**In Deutschland steigt das Bruttoinlandsprodukt im ersten Jahr nach einer Zinserhöhung in den USA stark an**  
 Median-Reaktion des deutschen Bruttoinlandsproduktes auf einen restriktiven US-Geldpolitikschock im Zeitraum von 1999 bis 2015 nach Quartalen, 68-Prozent-Konfidenzbänder, Veränderung in Prozent



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

### ZITAT

„Auch wenn der positive Effekt nur temporär ist, sollte dieses Ergebnis dazu beitragen, die Befürchtungen zu verringern, dass sich bei einer Anhebung des Leitzinses in den USA die wirtschaftliche Abschwächung auf den Euroraum überträgt.“

— Max Hanisch —

### MEDIATHEK



Audio-Interview mit Max Hanisch  
[www.diw.de/mediathek](http://www.diw.de/mediathek)

# Deutschland und der Euroraum profitieren wirtschaftlich kurzfristig von einer Zinserhöhung in den USA

Von Max Hanisch

## ABSTRACT

Um den wirtschaftlichen Aufschwung in den USA zu begleiten, hat die US-amerikanische Notenbank ihren Leitzins schrittweise angehoben. In einer zunehmend globalisierten Welt, in der die US-Wirtschaft eine führende Rolle spielt, bleibt eine solche Entscheidung auf der internationalen Ebene nicht ohne Folgen. Die vorliegende Studie zeigt anhand eines strukturellen dynamischen Faktormodells, dass die Mitgliedsstaaten der Eurozone – und hier insbesondere Deutschland – von einer restriktiven US-Geldpolitik temporär profitieren können. Die Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar verbessert die Handelsbilanzen und induziert einen wirtschaftlichen Aufschwung vor allem in denjenigen Euroländern, in denen die USA einen bedeutenden Exportanteil einnehmen.

Um den Folgen der globalen Finanzkrise entgegenzutreten, ist die Geldpolitik in vielen entwickelten Volkswirtschaften seit 2008 mit Zinsen nahe null und massiven Anleihekäufen äußerst expansiv ausgerichtet. Im Zuge sich wieder verbessernder wirtschaftlicher Daten hat das Federal Open Market Committee (FOMC) der US-amerikanischen Notenbank Federal Reserve (FED) im Dezember 2015 daraufhin als erste den eigenen Leitzins, die Federal Funds Rate, um 25 Basispunkte angehoben und seitdem in fünf weiteren Schritten auf eine Bandbreite von 1,25 bis 1,5 Prozent erhöht (Stand: Anfang Februar 2017).<sup>1</sup> Diese Entscheidungen zielen an erster Stelle auf die US-amerikanische Wirtschaft ab. Dennoch sind ihre Auswirkungen auch international spürbar. Als größte Volkswirtschaft der Welt stellt die US-Wirtschaft mit dem US-Dollar die Hauptreserve- und Ankerwährung.<sup>2</sup> Somit genießen die USA eine wirtschaftliche Vormachtstellung, über die sich nationale Ereignisse auf verschiedenen Wegen international ausbreiten können.

Aus Sicht der Eurozone sind die USA mit knapp 14 Prozent der Exporte der größte Markt für die Eurozone, noch vor Großbritannien (Tabelle 1). Der Weg, über den Austausch von Waren und Dienstleistungen stattfinden, wird als *Handelskanal* bezeichnet. Des Weiteren ist die Eurozone über den sogenannten *Finanzkanal* eng mit den US-amerikanischen Finanzmärkten verflochten. Die vielschichtigen Geschäfte international agierender Banken gelten als Mitauslöser und Katalysatoren der globalen Finanzkrise 2008/2009. Über diese Kanäle können die Mitgliedsstaaten der Währungsunion sensibel auf Veränderungen der US-amerikanischen Wirtschaft und entsprechende geldpolitische Reaktionen der FED reagieren. Der Beitrag analysiert, wie die Mitgliedsstaaten der Eurozone von diesen Vorgängen betroffen sind.

<sup>1</sup> Zum Redaktionsschluss der Ausgabe wurde die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinserhöhung im Zuge der bevorstehenden FOMC Versammlung am 20.–21. März 2017 unter anderem aufgrund eines zuletzt überraschend starken Preisanstiegs in den USA als hoch eingeschätzt.

<sup>2</sup> Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (2017): Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? NBER Working Paper 23134.

## Die internationalen Übertragungswege US-amerikanischer Geldpolitik

### Der Handelskanal – negativer Nachfrageeffekt versus positiver Abwertungseffekt

Typischerweise dämpft eine straffere Geldpolitik das Wirtschaftswachstum. Höhere Zinsen verteuern die Kreditaufnahme, machen Investitionen weniger rentabel und senken so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Für die Handelspartner eines importstarken Landes wie die USA bedeutet das einen Rückgang ihrer Exporte und eine reduzierte gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach ihren Gütern. Dies ist ein Kanal, über den sich ein Rückgang der US-amerikanischen Nachfrage international überträgt. Die Mitgliedsstaaten der Eurozone hätten folglich angesichts der Bedeutung der USA als Abnehmer ihrer Exporte ebenfalls mit einer wirtschaftlichen Abschwächung zu rechnen. Dieses Szenario wird im Zusammenhang mit steigenden Zinsen in den USA häufig befürchtet.

Gleichzeitig locken aber höhere US-Zinsen Kapital an. Insofern dieses aus dem Ausland kommt, wertet der Zufluss an Kapital den US-Dollar auf. Dieser Vorgang führt zu einem entgegengesetzten Effekt. Eine starke Währung macht die eigenen Exporte im Ausland relativ teurer und verbilligt die eigenen Importe. Wenn der US-Dollar nun aufwertet und Importe in die USA relativ günstiger werden, so führt dies zu einer Verschiebung der US-amerikanischen Nachfrage hin zu mehr Importen. Diese Importe sind gleichzeitig die Exporte des Auslandes, einschließlich denen der Eurozone. Restriktive Geldpolitik in den USA kann temporär also auch zu einer Zunahme der Nachfrage nach ausländischen Gütern und so zu einem gesamtwirtschaftlich belebenden Impuls auf der internationalen Ebene führen. Die gegenläufigen Effekte – weniger Nachfrage durch höhere US-amerikanische Zinsen und mehr Nachfrage durch die Aufwertung des US-Dollars – sind in ihrer relativen Stärke nicht eindeutig, und der Gesamteffekt ist a priori unklar.

### Der Finanzkanal – Die USA treiben das globale Finanzsystem

Da die USA eine Volkswirtschaft mit hochgradig entwickelten und international stark integrierten Finanzmärkten sind, können sich Zinsentscheidungen des FOMC auch durch den Finanzkanal über Ländergrenzen hinweg ausbreiten. Eine bedeutende Rolle spielt in diesem Zusammenhang der globale Finanzzyklus. Er basiert auf der Beobachtung, dass viele nationale und internationale Finanzgrößen wie zum Beispiel Kreditflüsse oder Risikoaufschläge auf Staatsanleihen, aber auch die Risikobereitschaft von Investoren, durch einige wenige gemeinsame Faktoren angetrieben und gelenkt werden.<sup>3</sup> Einer dieser Faktoren ist der globale Finanzzyklus. Neuere Studien zeigen, dass dieser Finanzzyklus maßgeblich durch die US-amerikanische Geldpolitik

Table 1

### Exportanteile

Exportanteil der Eurozone im Jahr 2016 gegenüber dem jeweiligen Handelspartner in Prozent

Partner	Exportanteil
USA	13,70
Großbritannien	13,50
China	6,80
Schweiz	5,70
Polen	5,70

Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2018

getrieben wird.<sup>4</sup> So kann eine Zinsanhebung nicht nur in den USA, sondern auch auf internationaler Ebene zu sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen führen. Umgekehrt kann eine Lockerung der US-Geldpolitik zu höherer Kreditvergabe und vermehrter Risikobereitschaft von Investoren auch außerhalb der USA führen. In beiden Fällen werden Zinsentscheidungen des FOMC ‚exportiert‘ und können so Effekte in den internationalen Finanzmärkten und möglicherweise auch geldpolitische Gegenreaktionen hervorrufen. Da die wirtschaftliche Lage in den USA nicht unbedingt mit der in anderen Ländern übereinstimmt, können die Zinsentscheidungen der FED *zu* restriktiv oder *zu* expansiv für andere Länder sein und so dort zu Verwerfungen und Instabilität führen.

### Die Integration der Eurozone erschwert die Analyse

Grundsätzlich führt eine intensivere Verflechtung zwischen Ländern zu einer stärkeren Übertragung wirtschaftlicher Impulse.<sup>5</sup> Im Zuge der Implementierung des Euro im Jahre 1999 haben es sich die Mitgliedsstaaten zum Ziel gesetzt, interne Handelsbarrieren abzubauen und die wirtschaftliche und politische Integration des Währungsraumes voranzutreiben. Dies erschwert die Analyse der Beziehung zwischen den USA und der Eurozone. Denn a priori ist nicht eindeutig, inwiefern sich eine stärkere Verflechtung der Mitgliedsstaaten *untereinander* auf die Sensibilität des Euro-Währungsraumes gegenüber externen Schocks auswirkt. So ist entsprechend dem oben erwähnten Argument einerseits denkbar, dass die im Zuge der Globalisierung zunehmende Verflechtung vieler Länder zu einer *stärkeren* Übertragung solcher Impulse führt. Andererseits gilt es zu prüfen, inwiefern eine intensivere Zusammenarbeit der Euroländer miteinander und ein damit möglicherweise verbundener Konvergenzprozess stattdessen die Sensitivität gegenüber äußeren Einflüssen *senkt*.

Wie diese Überlegungen zeigen, existieren verschiedene mögliche Transmissionskanäle, über die US-amerikanische

<sup>4</sup> Silvia Miranda-Agrippino und Helen Rey (2015): World asset markets and the global financial cycle. NBER Working Paper 21722.

<sup>5</sup> Georgios Georgiadis (2016): Determinants of global spillovers from US monetary policy. Journal of International Money and Finance 67, 41–61.

<sup>3</sup> Geert Bekaert, Marie Hoerova und Marco L. Duca (2013): Risk, uncertainty and monetary policy. Journal of Monetary Economics 60, 771–788.

Kasten

### Ein strukturelles dynamisches Faktormodell

Die Ergebnisse der vorliegenden Studie basieren auf einem strukturellen dynamischen Faktormodell. Ein dynamisches Faktormodell hat zwei wesentliche Eigenschaften, die seinen Einsatz im aktuellen Zusammenhang wertvoll machen. Erstens ist die Anzahl an Indikatoren, die gleichzeitig berücksichtigt werden kann, theoretisch unbegrenzt. Das Modell erlaubt somit eine detaillierte Analyse vieler potentiell wichtiger Transmissionskanäle simultan auf der Länderebene. Zweitens ist die Grundannahme des dynamischen Faktormodells, dass die Bewegung vieler Größen auf einige wenige gemeinsame Variationsquellen zurückzuführen ist. Im internationalen Kontext entspricht dies der bereits angesprochenen Beobachtung, dass sich wichtige Indikatoren vieler Länder tendenziell gemeinsam in ähnliche Richtungen entwickeln. Das Faktormodell greift diesen Sachverhalt auf und identifiziert eine der gemeinsamen Variationsquellen als restriktive US-Geldpolitik.

In der Realität wirken eine Vielzahl weiterer Einflüsse auf Bruttoinlandsprodukt, Preise usw. ein. Denkbar sind nationale Faktoren wie zum Beispiel individuelle ökonomische und politische Rahmenbedingungen, aber auch andere internationale Einflussgrößen wie zum Beispiel die Ölpreise. Aus dieser Menge an potentiellen Triebkräften greift das Faktormodell den Zusammenhang zwischen US-amerikanischer Geldpolitik und den einzelnen Mitgliedsländern der Eurozone heraus. Diese Form der strukturellen Analyse ist daher nicht zu verwechseln mit einer Prognose, die anstrebt, eine Vorhersage über die tatsächliche Realisation von Bruttoinlandsprodukt, Preisen usw. zu treffen.

Geldpolitik Effekte in der Eurozone hervorrufen kann. Diese können von Land zu Land unterschiedlich sein, zum Beispiel in Abhängigkeit vom Außenhandel oder der Bedeutung der Finanzmärkte.

### Empirische Evidenz

#### Ein länderübergreifender Modellrahmen

Im Rahmen einer empirischen Analyse ist es wichtig, möglichst viele der im vorangegangenen Abschnitt erläuterten länderübergreifenden Übertragungswege zu berücksichtigen. Da die Bedeutung einzelner Kanäle von Land zu Land variieren kann, ist es des Weiteren informativ, jedes Empfängerland individuell zu betrachten, anstatt etwa aggregierte Daten zu verwenden, die die Eurozone als Ganzes abbilden. So können zwischenstaatliche Unterschiede und Gemeinsamkeiten deutlicher herausgearbeitet werden. Ferner ist es in einer zunehmend globalisierten Welt unerlässlich, die Reaktionen der Handelspartner auf denselben Schock mit zu berücksichtigen.<sup>6</sup> Um, wie im vorliegenden

Szenario, den Einfluss eines US-amerikanischen geldpolitischen Schocks beispielsweise auf Deutschland zu analysieren, ist es wichtig, die Reaktion der anderen Handelspartner Deutschlands – das sind neben den USA im Wesentlichen die übrigen Mitgliedsländer der Eurozone – mit einzubeziehen. Wenn der externe Impuls dort eine Reaktion hervorruft, dann sollten auch die daraus entstehenden Rückkopplungseffekte für die deutsche Wirtschaft in die Betrachtung mit einbezogen werden, um adäquate Ergebnisse zu erzielen (siehe Kasten).

#### Wie die Länder der Eurozone profitieren

Es zeigt sich, dass die Erhöhung der Federal Funds Rate um 50 Basispunkte in der Eurozone kurzfristig eine expansive Wirkung entfaltet (Abbildung 1).<sup>7,8</sup>

Die unmittelbaren Reaktionen des Bruttoinlandsproduktes sind in allen großen Volkswirtschaften positiv. Sie fallen aber unterschiedlich stark aus. In Deutschland steigt das Bruttoinlandsprodukt stärker an als in den meisten anderen Ländern und erreicht nach vier Quartalen mit 0,6 Prozent seinen maximalen Wert. Um dieses Ergebnis besser zu verstehen, ist es sinnvoll, sich die internationalen Transmissionskanäle, die die geldpolitische Entscheidung des FOMC übertragen, genauer anzuschauen.

#### Über den Handelskanal erhöhen sich die Nettoexporte...

Die Studie zeigt, dass mit der US-Zinserhöhung eine Aufwertung des US-Dollars einhergeht. Dies ist gleichbedeutend mit einer Abwertung des Euros gegenüber dem Dollar (Abbildung 2).

Über den Handelskanal kann diese Abwertung dann zu größerer Nachfrage nach Exportgütern führen, da diese auf dem Weltmarkt nun relativ günstiger geworden sind.

Die Reaktionen der Nettoexporte bestätigen, dass der Handelskanal eine aktive Rolle in der Übertragung der US-amerikanischen Zinsentscheidung spielt (Abbildung 3). Die Euroabwertung führt in allen Mitgliedsstaaten zu einer Zunahme der Exporte und dient so als mögliche Erklärung für die beobachtete wirtschaftliche Expansion. Entsprechend den Reaktionen des Bruttoinlandsproduktes variiert jedoch auch hier die relative Stärke.

#### ... insbesondere für Deutschland

Während die deutschen und italienischen Nettoexporte den größten Anstieg erfahren, reagiert der Außenhandel der übrigen Länder eher verhalten. Ein genauerer Blick auf die Bedeutung der USA als Handelspartner der jeweiligen Euroländer hilft, dieses Ergebnis einzuordnen.

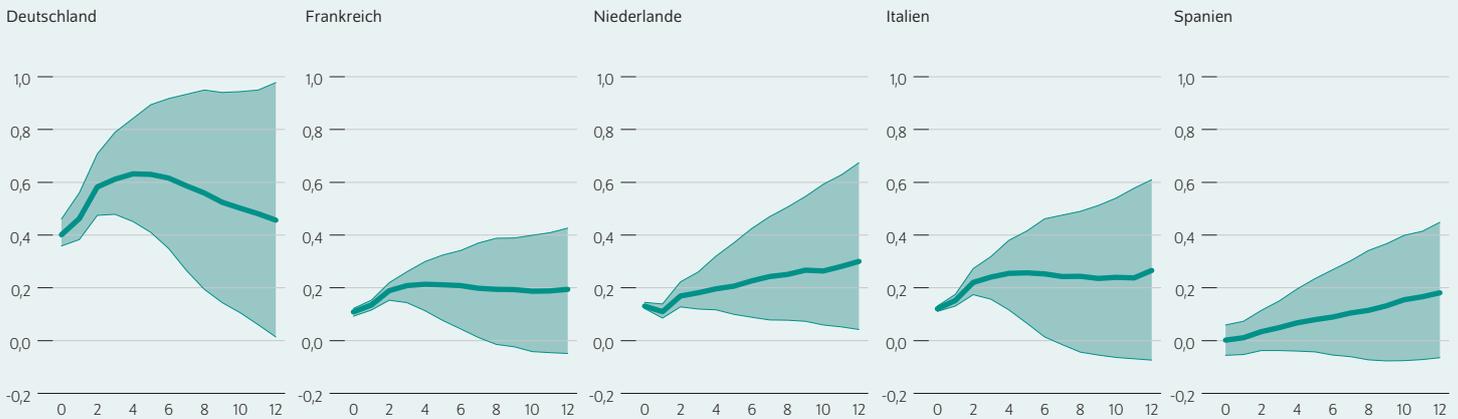
<sup>6</sup> Georgios Georgiadis (2017): To bi, or not to bi? Differences between spillover estimates from bilateral and multilateral multi-country models. *Journal of International Economics* 107, 1–18.

<sup>7</sup> Max Hanisch (2017): *US Monetary Policy and the Euro Area*. DIW Discussion Paper 1701.

<sup>8</sup> In den USA selbst entfaltet die Zinserhöhung rezessive Wirkung, d.h. Produktion und Preise fallen, ebenso sinken die Aktienmärkte, und der reale Wechselkurs wertet auf. Siehe Hanisch (2017), a. a. O.

Abbildung 1

**Bruttoinlandsprodukt in der Eurozone – Reaktionen des Bruttoinlandsproduktes auf einen restriktiven US-Geldpoliticschock**  
Median-Reaktion im Zeitraum von 1999 bis 2015 nach Quartalen, 68-Prozent-Konfidenzbänder, Veränderung in Prozent



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Eine Erhöhung des US-Leitzinses entfaltet in der kurzen Frist in allen größeren Volkswirtschaften der Eurozone eine expansive Wirkung.

Zwar sind, wie bereits gezeigt, die USA der Hauptexportabnehmer der Eurozone insgesamt. Aus Sicht der einzelnen Mitgliedsstaaten sind jedoch die USA nur für Deutschland der größte einzelne Exportmarkt (Tabelle 2). Für die anderen Mitgliedsstaaten sind die übrigen Euroländer von größerer Bedeutung. Insgesamt stellt also die Eurozone den größten Exportmarkt der Euroländer dar. Vor diesem Hintergrund ist es plausibel, dass die deutschen Nettoexporte mit am stärksten auf den US-amerikanischen Impuls reagieren. Weiterhin lässt sich vermuten, dass die beobachtete Belebung des Außenhandels der einzelnen Euroländer nicht ausschließlich auf die vermehrte Nachfrage aus den USA zurückzuführen ist. Denn eine Abwertung gegenüber dem US-Dollar bedeutet nicht nur eine relative Besserstellung gegenüber den USA, sondern gegenüber allen Ländern, die den US-Dollar entweder direkt als Zahlungsmittel verwenden oder die ihre eigene Währung an den Dollar gekoppelt haben. Jüngste Studien beziffern den Anteil der Währungen, die sich am US-Dollar orientieren, auf bis zu 80 Prozent.<sup>9</sup> Für eine exportorientierte Wirtschaft wie die Deutschlands ist der Handelskanal somit ein wirksamer Transmissionskanal.

**Der Finanzkanal wirkt mit zeitlicher Verzögerung restriktiv...**

Neben dem Außenhandel können auch die Finanzmärkte bei der Übertragung der US-amerikanischen Geldpolitik eine Rolle spielen. Tatsächlich steigen die Zinsen auch im Euroraum (Abbildung 4).

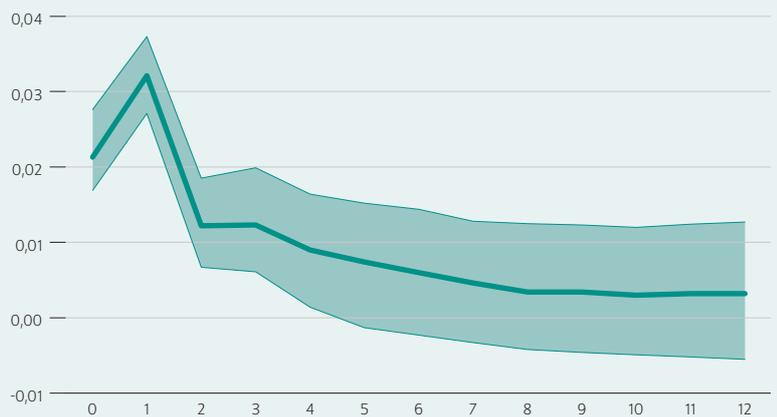
Dieser Vorgang führt zu einem ähnlichen Effekt wie in den USA, also einer Abflachung des Wachstumsimpulses.

<sup>9</sup> Ilzetzki et al. (2017), a. a. O.

Abbildung 2

**Der Euro/US-Dollar Wechselkurs – Reaktionen des nominalen Euro/US-Dollar Wechselkurses auf einen restriktiven US-Geldpoliticschock nach Quartalen**

Median-Reaktion im Zeitraum von 1999 bis 2015, 68-Prozent-Konfidenzbänder, Veränderung in Euro



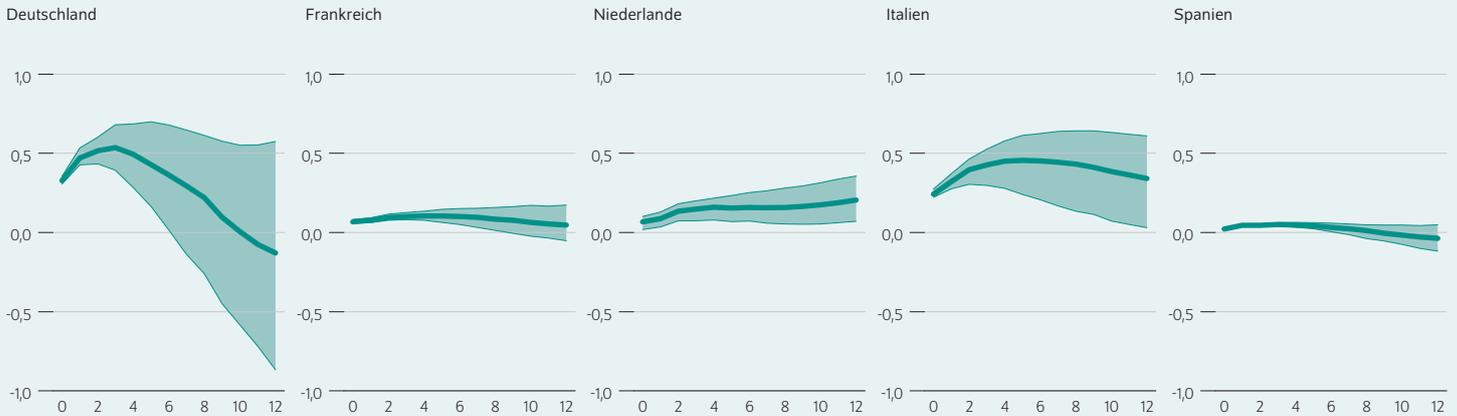
Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Allerdings setzt der Effekt erst nach circa drei Quartalen voll ein. Durch diese zeitliche Verzögerung kann die gestiegene Exportnachfrage, hervorgerufen durch die Euroabwertung, kurzfristig eine expansive Wirkung entfalten, bevor die dämpfend wirkende Zinserhöhung im Euroraum dieser Expansion entgegenwirkt. Somit folgt die EZB tatsächlich

Abbildung 3

**Nettoexporte der Eurozone – Reaktionen der Nettoexporte auf einen restriktiven US-Geldpolitikschock**  
 Median-Reaktion im Zeitraum von 1999 bis 2015 nach Quartalen, 68-Prozent-Konfidenzbänder, Veränderung in Prozent



Quelle: Eigene Berechnungen.

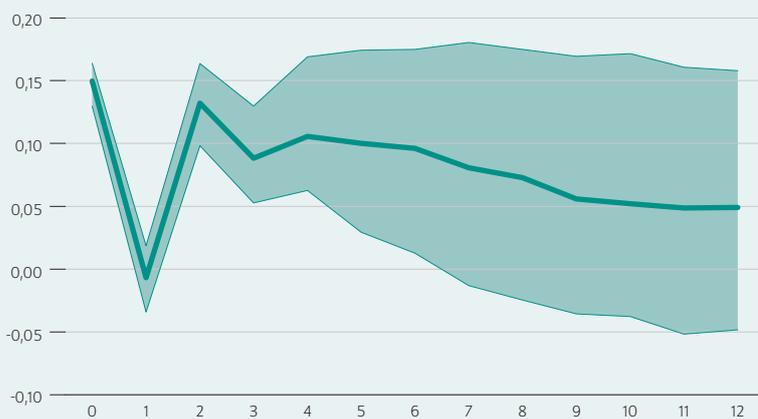
© DIW Berlin 2018

Vor allem die deutschen und die italienischen Exporte reagieren unmittelbar expansiv.

Abbildung 4

**EZB Leitzins – Reaktion des EZB Leitzinses auf einen restriktiven US-Geldpolitikschock**

Median-Reaktion im Zeitraum von 1999 bis 2015 nach Quartalen, 68-Prozent-Konfidenzbänder, Veränderung in Prozent



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Der Finanzkanal wirkt erst mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa drei Monaten dämpfend.

Aktienmärkte den sich national und international verschlechternden Finanzmarktbedingungen.

**... und sorgt mittelfristig für einen Rückgang der Wachstumsraten**

Beide Ergebnisse zusammen bestätigen den länderübergreifenden Einfluss, den US-amerikanische Zinsentscheidungen auf den internationalen Märkten haben. Zwar kann die Expansion, hervorgerufen durch die Wechselkursreaktion, den negativen Nachfrageeffekt aus den USA kurzzeitig (über-)kompensieren. Mittelfristig hingegen setzen sich die gestiegenen Zinsen auch international durch und sorgen für eine Rückführung dieses Aufschwungs.<sup>11</sup>

**Wirtschaftspolitische Implikationen**

**Fortführung des Integrationsprozesses kann den Einfluss externer Schocks abmildern**

Die US-Geldpolitik entfaltet nicht nur rein nationale Wirkung. Die verschiedenen hier diskutierten Kanäle sorgen über die Landesgrenzen hinaus für ein internationales Echo. Im vorgestellten Szenario sind die Auswirkungen für die Eurozone kurzfristig sogar positiv. Eine Ad-hoc-Schlussfolgerung könnte nun sein, diese expansiven Effekte wesentlich zuzulassen, schließlich profitiert die Eurozone, und

dem US-amerikanischen Impuls. Ein ähnlicher Verlauf zeigt sich bei den Aktienmärkten.<sup>10</sup> Auch hier wird der temporäre realwirtschaftliche Aufschwung von einer kurzfristigen Expansion begleitet. Mittelfristig hingegen folgen die

<sup>11</sup> Die hier vorgestellte Studie untersucht den durchschnittlichen Zusammenhang zwischen US-Geldpolitik und der Eurozone im Zeitraum von 1999 bis 2015. In der Realität wirkt eine Vielzahl von Einflussgrößen auf das BIP der Eurozone, seinen Wechselkurs usw. ein, von denen sich diese Studie die der US-Geldpolitik herausgreift. Im Zuge der Zinserhöhungen der FED muss also nicht zwingend damit gerechnet werden, die hier vorgestellten Zusammenhänge tatsächlich zu beobachten, da die Wirkung durch andere Einflüsse gedämpft oder sogar konterkariert werden kann. Als Beispiel sei an dieser Stelle die jüngste Entscheidung der USA, Strafzölle auf ausgewählte US-Importe zu verhängen, genannt. Solche Maßnahmen können vor allem die Wirkung des Handelskanals massiv beeinträchtigen.

<sup>10</sup> Hanisch (2017), a. a. O.

insbesondere Deutschland, davon. Solche Überlegungen greifen aber zu kurz. Zentralbanken und Regierungen streben stabile wirtschaftliche Wachstumspfade an und richten ihre Geld- und Fiskalpolitik entsprechend aus. Im Falle der Eurozone sind das die Europäische Zentralbank (EZB) und die Regierungen der jeweiligen Mitgliedsstaaten. Ein Impuls wie hier die US-Zinsentscheidung ist ein externer Schock, der in der Regel unerwartet ist. Er droht somit die Projektion, die die EZB und die nationalen Wirtschaftsplaner für die nähere Zukunft erstellen, zu stören und die Wirtschaft der Eurozone in eine unvorhergesehene Richtung zu lenken. Und tatsächlich zeigen die Ergebnisse, dass die Zinsen im Euroraum steigen, das heißt, die EZB sieht sich gezwungen, außerplanmäßig zu reagieren. Die besondere Konstellation innerhalb der Währungsunion des Euros impliziert, dass solch eine Zinsreaktion für alle Mitgliedsstaaten die gleiche ist. Die Ergebnisse zeigen aber auch, dass die Reaktionen der einzelnen Länder auf den externen Impuls sehr heterogen sind. Diese asymmetrischen Effekte innerhalb der Eurozone bergen das Risiko, mit einer gemeinsamen Gegenreaktion nicht allen Mitgliedsstaaten gleichermaßen gerecht zu werden und die ungleiche Verteilung der Effekte gegebenenfalls sogar noch zu verstärken. Daher sollte es – trotz der im vorliegenden Szenario dokumentierten kurzlebigen Expansion – das Ziel sein, den Einfluss solcher externer Impulse zu verringern. So kann der Gefahr entgegengewirkt werden, angesichts asymmetrischer Effekte mit einer gezwungenermaßen symmetrischen Reaktion seitens der EZB Verwerfungen in den einzelnen Mitgliedsstaaten zu vergrößern.

Ein weiteres Teilergebnis der Analyse ist, dass sich das Ausmaß der asymmetrischen Reaktionen nach Einführung des Euros im Jahre 1999 tendenziell verringert hat.<sup>12</sup> In dem Ausmaß, in dem diese Entwicklung auf die Maßnahmen zur stärkeren ökonomischen und politischen Integration der Eurozone zurückzuführen ist, birgt das Ergebnis die wirtschaftspolitische Implikation, den Konvergenzprozess mit Nachdruck fortzuführen. Tatsächlich belegen die Zahlen, dass die Eurozone für die Mitgliedsstaaten der wichtigste Markt ist. Wenn diese Konzentration innerhalb der Währungsunion dazu führt, dass externe Schocks an Einfluss verlieren, dann ist eine Fortführung des Integrationsprozesses langfristig potentiell vorteilhafter als die kurzfristigen heterogenen Effekte externer Schocks.

<sup>12</sup> Hanisch (2017), a. a. O.

Max Hanisch ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am DIW Berlin | mhanisch@diw.de

JEL: C32;E52;E58.

Keywords: spillover effects; US monetary policy; Eurozone

Tabelle 2

**Haupthandelspartner der Euromitgliedstaaten**  
Exportanteil im Jahr 2016 in Prozent

Deutschland	1. USA	8,85
	2. Frankreich	8,25
	3. Großbritannien	7,02
Frankreich	1. Deutschland	16,13
	2. Spanien	7,50
	3. USA	7,39
Niederlande	1. Deutschland	22,23
	2. Belgien	10,31
	3. Großbritannien	8,99
Italien	1. Deutschland	12,64
	2. Frankreich	10,53
	3. USA	8,86
Spanien	1. Frankreich	15,31
	2. Deutschland	11,29
	3. Italien	7,97

Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2018

**Schlussfolgerung: US-Zinserhöhung ist kein Grund zu übertriebener Sorge im Euroraum**

US-amerikanische Zinserhöhungen oder bereits die Erwartung eines solchen Schrittes seitens der FED lösen bei den Handelspartnern der USA häufig die Befürchtung aus, dass sich die resultierende Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik in den USA auch international fortsetzen könnte. Der vorliegende Beitrag zeigt, dass solche Befürchtungen für die Eurozone nur bedingt begründet sind. Die Euromitgliedstaaten können von einer Zinserhöhung stattdessen sogar temporär profitieren. Dank der Abwertung des Euros steigen die Exporte und können so den negativen Nachfrageeffekt aus den USA überkompensieren. Dies gilt insbesondere für Deutschland. Mittelfristig folgen die Zinsen des Euro-raums denen der USA und sorgen dann auch hier für einen Rückgang der Wachstumsraten. Der positive Effekt besteht damit zwar nur temporär. Dennoch sollte dieses Ergebnis dazu beitragen, die Befürchtungen, die seitens der Eurozone mit einer Anhebung des US-amerikanischen Leitzinses typischerweise einhergehen, zu verringern.

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 12/2018:

www.diw.de/diw\_weekly



## IMPRESSUM

---



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

[www.diw.de](http://www.diw.de)

Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200

85. Jahrgang

### Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Dr. Ferdinand Fichtner; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.;

Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Stefan Liebig;

Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Prof. Johanna Möllerström, Ph.D.; Prof. Karsten

Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Jürgen Schupp; Prof. Dr. C. Katharina Spieß

### Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann; Mathilde Richter; Dr. Wolf-Peter Schill

### Lektorat

Mathias Klein; Max Hanisch

### Redaktion

Renate Bogdanovic; Dr. Franziska Bremus; Rebecca Buhner;

Claudia Cohnen-Beck; Dr. Daniel Kemptner; Sebastian Kollmann;

Matthias Laugwitz; Markus Reiniger; Dr. Alexander Zerrahn

### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg

[leserservice@diw.de](mailto:leserservice@diw.de)

Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

### Gestaltung

Roman Wilhelm, DIW Berlin

### Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

### Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

### Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit

Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den

Kundenservice des DIW Berlin zulässig ([kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter unter [www.diw.de/newsletter](http://www.diw.de/newsletter)