

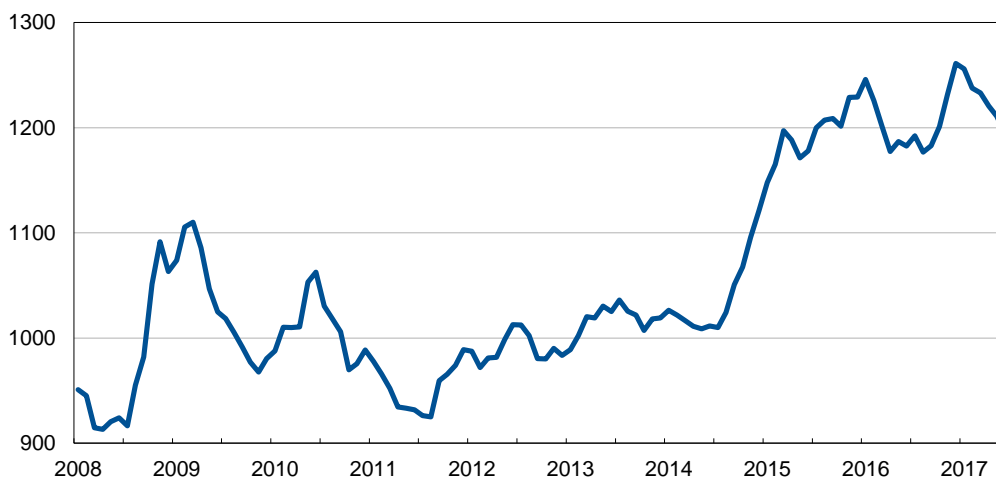
Es könnte nicht besser laufen für die Fed

Die geldpolitische Straffung in den USA findet in einem Umfeld statt, in dem

- das lange Ende der US-Zinskurve kaum auf die Straffung am kurzen Ende reagiert. Die Fed hat in den letzten sechs Monaten die Zinsen bereits dreimal angehoben, und dennoch hat sich das lange Ende kaum bewegt bzw. ist tendenziell eher nach unten gegangen. Eine geldpolitische Straffung über die gesamte Kurve, und vor allem am langen Ende, ist somit nicht zu erkennen
- sich die Aktienmärkte weiterhin - trotz politischer Unsicherheit über Trumps Wirtschaftspolitik und einer US-Notenbank, die die Zinsen weiter anziehen will - robust zeigen. Eine akute Gefahr von Korrekturen und damit Vermögensverlusten scheint nicht erkennbar
- trotz der geldpolitischen Straffung der US-\$-Kurs nicht aufwertet, sondern seit Anfang 2017 abwertet

Die geldpolitische Ausrichtung einer Notenbank wird oftmals in Form eines Monetary Condition Index (MCI), der eine Kombination aus Zins und Devisenkurs darstellt, gemessen. Zinsanhebung und Währungsaufwertung können demnach als geldpolitische Straffung angesehen werden. In diesem Kontext ist aktuell nicht davon auszugehen, dass die US-Geldpolitik mit ihren drei Leitzinsanhebungen deutlich restriktiver geworden ist. Dies gilt auch angesichts der flachen Zinskurve bzw. kaum reagierender langlaufender Renditen. Denn viele Entscheidungen in der Wirtschaft beruhen auf der Entwicklung der Langfristzinsen, wie z. B. beim US-Immobilienmarkt. Die Mehrzahl der US-Hypotheken sind festverzinsliche, langfristige Kredite mit einer Tilgungsoption.

Abb. 1: Bloomberg Dollar Spot Index; 31.12.2004 = 1000



Quelle: Bloomberg

So ist der Einfluss der Fed-Zinsanhebung auf Realwirtschaft und Renditenmärkte bisher (noch) ausgeblieben. Dies stärkt die Erwartung auf weitere Zinserhöhungen insoweit als die Fed ihren Leitzins zwar anheben möchte, jedoch ohne bedeutende negative Konsequenzen für die Realwirtschaft. Im aktuellen Umfeld ist deshalb mit einer weiteren Zinsanhebung im Verlauf des Jahres 2017 zu rechnen, auch weil der Markt diese bereits berücksichtigt hat. Anders als bei dem Taper Tantrum von 2013 als alleine eine Andeutung des damaligen Fed-Präsidenten Bernanke über eine mögliche Rückführung des Aufkaufprogramms für eine deutliche Reaktion am langen Ende der US-Zinskurve gesorgt hatte, scheint die Fed dieses Mal die Erwartungen der Märkte konstruktiv zu nutzen. Einfacher gesagt: Gemessen an den US-Renditen, und damit auch dem Devisenmarkt, scheinen Zweifel an der Nachhaltigkeit der Fed-Politik und der US-Konjunkturdynamik angebracht zu sein, was für die Fed sicherlich nicht störend ist. Mit einer effektiven Umsetzung einer Steuerreform und den davon ausgehenden Wachstumsimpulsen sollten die Zweifel schwinden.

EZB hat zunehmend ein Problem

Ganz anders ist dagegen die Situation in der Euro-Zone: Macht Draghi eine Andeutung bzgl. einer möglichen Änderung des Anleihen-Aufkaufprogramms – eine Aussage, die eigentlich erwartet worden war –, reagiert das lange Ende der deutschen Zinskurve relativ deutlich. Zwar hat die EZB ihren Kurs noch nicht geändert, dennoch ist die Geldpolitik bereits durch eine steilere Zinskurve sowie einen aufwertenden Euro-Devisenkurs straffer geworden. Dies bringt die EZB in ein Dilemma: Eine Beendigung des Aufkaufprogramms ist nicht nur aufgrund der konjunkturellen Lage notwendig, sondern auch, weil es Engpässe beim Angebot von kauffähigen Anleihen gibt. Gleichzeitig aber will die EZB genau das, was der Fed aktuell widerfährt, nämlich Raum für Änderungen ihrer Politik zu schaffen, ohne dabei einen bedeutenden Einfluss auf die Realwirtschaft auszuüben; denn es gibt keine Inflationssorgen, und die Konjunkturrisiken sollten durch die EZB-Politik nicht noch weiter erhöht werden, als dies ohnehin mit Brexit und geopolitischen Unsicherheiten bereits der Fall ist.

Der aktuelle Anstieg der Renditen und die Aufwertung des Euro-Devisenkurses können der EZB nicht gefallen, da es die Geldpolitik strafft und somit den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB einengt. Deshalb ist beim nächsten EZB-Treffen am 20. Juni sicherlich mit einer gewissen Relativierung der jüngsten Äußerungen Draghis zum Aufkaufprogramm zu rechnen. Die EZB muss das lange Ende der Zinskurve wieder einfangen, was eine stärkere Betonung früherer vorsichtigerer Aussagen mit sich bringen sollte. Hierbei könnte erneut betont werden, dass die Zinsen noch lange niedrig bleiben und erst deutlich nach der Beendigung des Aufkaufprogramms angehoben werden. Ob dies ausreicht, ist jedoch anzuzweifeln, da die Erwartung zunimmt, dass sich die EZB von negativen Zinsen auf Sicht verabschieden wird bzw. muss. Die EZB hat jedoch in diesem Zusammenhang immer betont, dass ein möglicher Verzicht auf negative Zinsen nur dann stattfindet, wenn dies zu keiner bedeutenden Veränderung der Zinskurve führt und somit nicht als geldpolitische Wende, sondern eher als eine technische Anpassung angesehen wird. Auch bzgl. dieser Handlungsoption hat der jüngste Renditenanstieg der EZB erst einmal einen Strich durch die Rechnung gemacht.

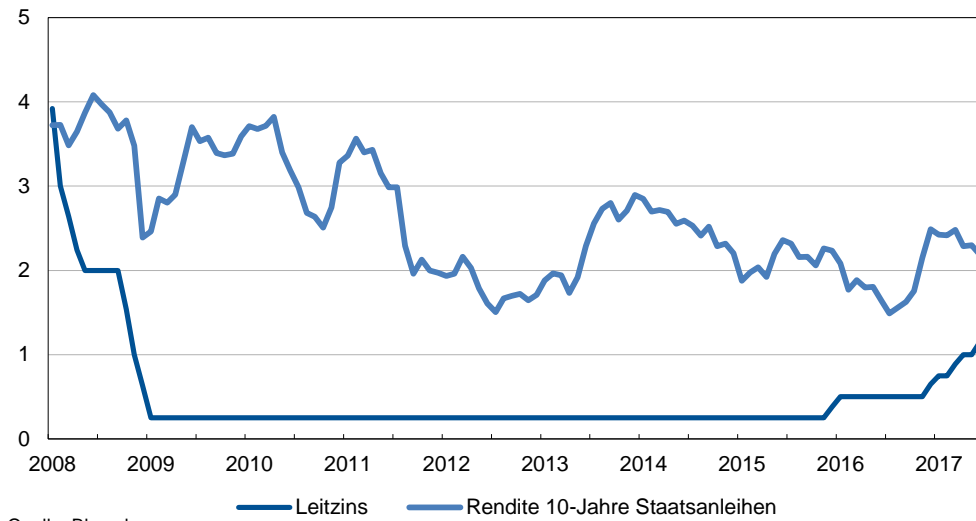
Genauso, wie die Ankündigung von Bernanke 2013 zu einer Überreaktion geführt hat, scheinen die deutschen langjährigen Renditen aktuell ebenfalls die Gefahr einer möglichen Überreaktion zu zeigen. In beiden Fällen war es der erste Versuch einer geldpolitischen Wende. In den USA hat sich diese jedoch auch aufgrund der damaligen Reaktion der Märkte deutlich länger hingezogen als erwartet. In dem Maße, wie die Reaktionen auf den Zins- und Devisenmärkten bereits eine geldpolitische Straffung darstellen, mag dies auch für die EZB der Fall sein. Allerdings ist festzuhalten, dass die 10-jährigen Bundrenditen mit rund 0,6 % immer noch ein Krisenniveau darstellen (siehe auch [IKB-Kapitalmarkt-News vom 4. Juli 2017](#)).

Einschätzung - hohes Korrekturpotenzial auf den Finanzmärkten

Liegen die US-Renditen mit ihren Zweifeln an einer nachhaltigen US-Konjunkturerholung richtig, so wäre mit einer Korrektur auf dem US-Aktienmarkt zu rechnen. Die Fed würde ihr angestrebtes Leitzinsniveau nicht erreichen und der US-\$-Kurs würde tendenziell weiter abwerten. Bestätigt sich allerdings das US-Konjunkturbild – auch aufgrund des positiven Einflusses einer Steuerreform –, so bestätigt dies die US-Aktienmärkte und die Fed-Politik, während das lange Ende der US-Zinskurve nach oben korrigiert und der US-\$-Kurs erneut aufwerten würde. Auf Grundlage des aktuellen Konjunkturbilds sowie der Erwartung einer erfolgreichen Umsetzung von Steuerreformen, die der Wirtschaft – wenn auch nur kurzfristig – weitere Impulse geben wird, scheint es für die US-Renditen eine Fehleinschätzung zu geben. Unsere Bewertung im Detail:

- Das Korrekturpotenzial bei US-Renditen ist eher hoch; die Fed wird die Zinsen 2017 noch einmal anheben. 2018 sollten in Folge der anziehenden US-Konjunktur weitere Fed-Schritte erwartet werden; vor allem, wenn die US-Renditen sich zwar korrigieren, die US-Zinskurve sich aber nicht deutlich versteilt.
- Die EZB wird sich zur Eliminierung negativer Zinsen kurzfristig eher bedeckt halten. Bundrenditen könnten kurzfristig wieder sinken. Die sich festigende Konjunktur und die Beendigung des Aufkaufprogramms stützen jedoch perspektivisch einen erneuten Anstieg sowie den Euro-Devisenkurs.
- Der US-\$-Kurs sollte in Folge eines sich ausweitenden Langfristzinsdifferentials und einer sich erholenden US-Konjunktur kurzfristig aufwerten. Dies könnte sich allerdings aufgrund einer anhaltenden Erholung der europäischen Konjunktur als nicht nachhaltig erweisen.

Abb. 2: US-Leitzins und Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen; in %



Fazit: Die US-Geldpolitik wirkt dank niedriger US-Renditen und US-\$-Abwertung relativ expansiv, obwohl die Fed in den letzten sechs Monaten ihren Leitzins dreimal angehoben hat. Dies festigt die Erwartung einer weiteren Anhebung im Verlauf von 2017. In der Euro-Zone hingegen wird die Geldpolitik durch die Euro-Aufwertung sowie die Zinskurvenversteilung straffer werden, obwohl die EZB von konkreten Maßnahmen für eine geldpolitische Wende noch weit entfernt ist. Die aktuellen Entwicklungen könnten sogar, wie im Jahr 2013 im Falle des Taper Tantrum, die geldpolitische Wende in Europa verzögern. Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass sich die EZB bei ihrem nächsten Treffen am 20. Juni eher bedeckt hält und somit dem langen Ende der Zinskurve Raum für Perspektiven verschafft. Dies sollte zudem den Druck auf den EUR/US-\$-Devisenkurs erhöhen. Die erwartete Korrektur am langen Ende der US-Zinskurve würde diese Entwicklung weiter festigen.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

14. Juli 2017

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz