

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Fed hat Fenster für weitere Zinsanhebungen ...

Die Stimmung von Unternehmen und Konsumenten in den USA ist hervorragend, und das BIP-Wachstum liegt über Potenzial: Die Rahmenparameter für die US-Wirtschaft geben der Fed also viel Raum, die Zinsen anzuheben – auch weil mit tendenziell steigendem Lohndruck die Inflationsrate auf Sicht weiter steigen sollte. Und als ob dies noch nicht genug ist, erweitert Trumps Handelspolitik den Spielraum der Fed weiter. Denn höhere Zölle könnten zu steigenden Importpreisen führen, was wiederum Inflationsdruck erzeugt – vor allem angesichts der aktuellen Kaufkraft der US-Konsumenten. Die Fed agiert somit aktuell in einem außerordentlich unterstützenden Umfeld, was ihr Raum für die Normalisierung ihrer Geldpolitik verschafft. Da die USA zudem eine relativ geschlossene Volkswirtschaft darstellen, die vor allem durch den privaten Konsum getragen wird, haben globale Entwicklungen nur begrenzten Einfluss auf die US-Konjunktur.

Dieses Umfeld mag sich allerdings relativ schnell ändern, vor allem wenn die Effekte der US-Steuersenkungen nicht den erhofften nachhaltigen Wachstumseffekt mit sich bringen – wovon auszugehen ist, da die effektive Steuerlast für die US-Wirtschaft bereits vor den jüngsten Maßnahmen relativ niedrig und somit keine bedeutende Wachstumsbremse war. Die Fed sollte bis Ende 2019 die Zinsen weiter stetig anheben; eine Einschätzung, die sie gemäß jüngster Aussagen zu teilen scheint. Das sollte die Fed-Funds-Rate im Jahr 2019 auf ein Niveau von 3,0 % bis 3,5 % bringen. Doch darüber hinaus sollte die Fed relativ wenig Spielraum haben. Es bedarf keiner bedeutenden Eintrübung bei der US-Konjunktur, damit die Fed von weiteren Zinsanstiegen absieht. Eine Wachstumsdelle im Jahr 2020 wäre sicher ausreichend, während eine bedeutende Wachstumsverlangsamung Zinssenkungen der Fed für 2020 wahrscheinlich machen. Diese Risiken scheinen auch die Renditemärkte zu spiegeln.

10-jährige US-Renditen haben inzwischen ein Niveau von 3,25 % erreicht. Bei einer aktuellen Fed-Funds-Rate von 2,25 % ist die US-Zinskurve jedoch weiterhin relativ flach. Bei einer Fed-Funds-Rate von über 3 % 2019 mag sicherlich noch Luft nach oben bis auf ein Niveau zwischen 3,5 % und 4 % sein. Doch aufgrund der erwarteten Konjunkturrisiken im Jahr 2020 sollten sich solche Niveaus nicht lange halten können. Die US-Zinskurve wird also eher flach bleiben bzw. sogar flacher werden. Doch selbst kurzfristig ist kaum Platz für weitere deutliche Renditeanstiege. Die Korrektur an den Renditemärkten in den letzten Wochen zeigt eine Anpassung der Erwartungen, denen die US-Konjunktur nun erst einmal gerecht werden muss. So mögen die Konjunkturdaten weiterhin gut sein. Anhaltend positive Überraschungen, die zu erneuten Korrekturen bei den Erwartungen der Zinsmärkte führen, sollten allerdings angesichts der oftmals auf Rekordniveau stehenden Stimmungs- und Konjunkturindikatoren ausbleiben. Nur die US-Inflationsrate könnte noch nach oben überraschen, was allerdings den bereits erwarteten Weg der Fed eher bestätigen sollte, als dass eine ambitioniertere Straffung zu erwarten ist.

... doch für die EZB kommt das zu früh

Für die EZB sind die US-Entwicklungen nur teilweise positiv. Zwar stützt die US-Wirtschaft die globale Konjunktur und somit auch die Exporte aus der Euro-Zone. Gleichzeitig stärkt die geldpolitische Straffung der Fed den US-Dollar. Auf der anderen Seite mag die Fed spätestens Ende 2019 ihre Zinsanstiege stoppen – vor allem, wenn sich Trumps Stimulierungspolitik als von eher kurzfristiger Wirkung erweist. So besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Fed ihr angestrebtes oder finales Zinsniveau erreicht hat, bevor die EZB überhaupt eine erste Zinsanhebung ins Auge fassen kann. Eine erwartete Wachstumsverlangsamung in den USA im Jahr 2020 könnte das Fenster für eine europäische geldpolitische Wende deutlich einengen. Denn wenn die Fed die Zinsen nicht weiter anheben wird oder sie gar senkt, kann auch die EZB ihre Zinsen, wenn überhaupt, nur sehr begrenzt anheben, da dies zu einer deutlichen Aufwertung des Euro führen würde. Das wiederum würde gegen die Wachstums- wie auch Inflationsprognosen der EZB wirken und eine geldpolitische Straffung nach sich ziehen.

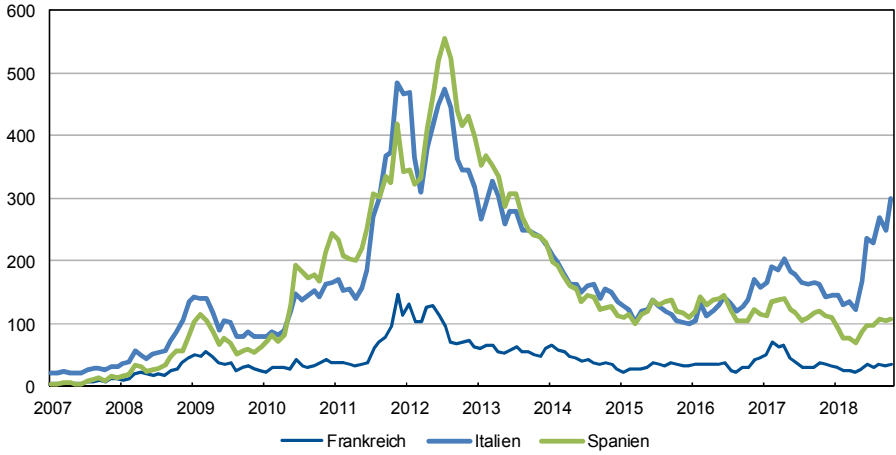
Neben der EZB-Geldpolitik und Inflationserwartungen bleiben US-Renditen wichtiger Bestimmungsfaktor für Bundrenditen. Schätzungen gehen davon aus, dass ein Anstieg von 10 bp bei US-Renditen deutsche Renditen um etwa 5 bis 7 bp ansteigen lässt. So hat auch der jüngste, deutliche Anstieg der US-Zinsen zur Korrektur bei Bund-Renditen geführt, obwohl der europäische Konjunkturverlauf aktuell größere Risiko aufweist. Ausweitende Risikoprämien haben diese Entwicklung für Italien noch verschärft. Aktuell hat sich eine effektive Straffung der europäischen Zinspolitik ergeben, die sicherlich nicht von der EZB gewünscht ist. Sie will durch verbale Kommunikation und angestrebte Re-Investition eher eine relativ flache Zinskurve sicherstellen. Die Kombination von steigenden Renditen und sinkenden Wachstumserwartungen bzw. steigenden Konjunkturrisiken für Deutschland und die Euro-Zone hat zudem die Bewertungen im DAX unter Druck gesetzt.

Ausblick Euro-Dollar-Wechselkurs: Kurzfristige Abwertungsrisiken resultieren aus der EZB-Geldpolitik und Italiens Wirtschaftspolitik, ...

Devisenkurse sind generell kaum zu modellieren und zu prognostizieren. Theorien wie die der Kaufkraftparität sind nur als langfristiger Anker von Bedeutung (siehe IKB-Kapitalmarkt-News [Kaufkraftparität: Kein guter Indikator für Devisenkursentwicklungen](#)), während die Geldpolitik der letzten Jahre die als robust angenommenen Beziehungen von Variablen wie Zinsen und Devisenkurse oftmals deutlich verändert hat. **Das Zinsdifferenzial aber auch die italienischen Risikoprämien bleiben dennoch entscheidende Treiber des Euro-Dollar-Wechselkurses.**

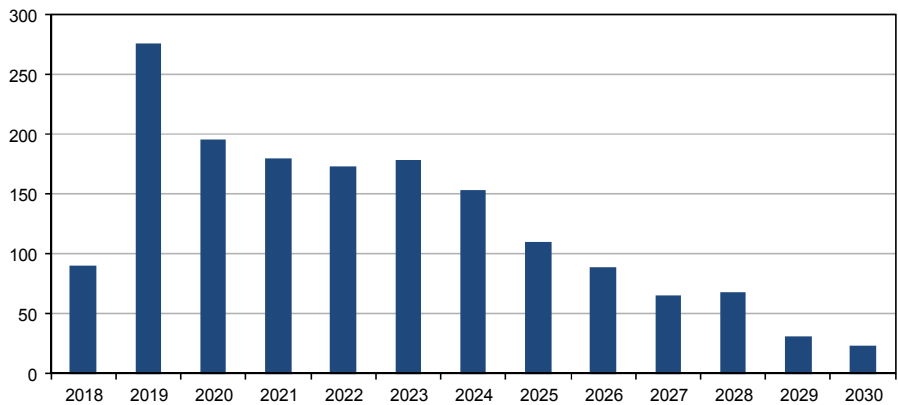
Die italienischen Risikoprämien spiegeln, wie die Märkte den Zusammenhalt der Euro-Zone bzw. die zukünftige EZB-Politik einschätzen. Die Entwicklungen in Italien haben gezeigt, dass sich die Märkte nicht davor scheuen, Risiken einzelner Euro-Länder länderspezifisch zu beurteilen. Die Ausweitung der italienischen Risikoprämien hat das verdeutlicht. Das zeigt: die Euro-Zone wird nach Jahren konjunktureller Erholung und EZB-Niedrigzinspolitik immer noch als Baustelle wahrgenommen. Eine konjunkturelle Abschwächung, ausweitende Defizite und erneut steigende Schuldenquoten würden die Schuldenragfähigkeit vieler Euro-Länder in Frage stellen und ein hohes Konfliktpotenzial innerhalb der Euro-Zone offenbaren.

Abb. 1: Risikoprämien ausgewählter Länder; in %



Aktuell haben steigende US-Renditen zur weiteren Ausweitung des Zinsdifferenzials zwischen US- und Bundrenditen geführt, was für einen stärkeren US-Dollar sprechen würde. Die ausweitenden Risikoprämien Italiens verstärken diesen Trend. Da weder die US-Renditen kurzfristig nach unten korrigieren sollten, noch die abzusehende Herabstufung Italiens durch die Ratingagenturen Ende Oktober bewirkt wird, dass sich die aktuelle italienische Wirtschaftspolitik ändert, wird der Druck auf den Euro-Dollar-Wechselkurs zunehmen. **Eine hohe Schuldenquote, schwaches Wachstum, ein hoher Refinanzierungsbedarf von rund 270 Mrd. € im Jahr 2019, die Herabstufung der Bonität, steigende Renditen und eine uneinsichtige Politik sind perfekte Voraussetzungen für eine eskalierende italienische Staatsschuldenkrise. So ist selbst das Risiko einer deutlichen Abwertung des Euro während der nächsten zwölf Monate nicht zu unterschätzen.**

Abb. 2: Fälligkeiten des italienischen Staates; in Mrd. €

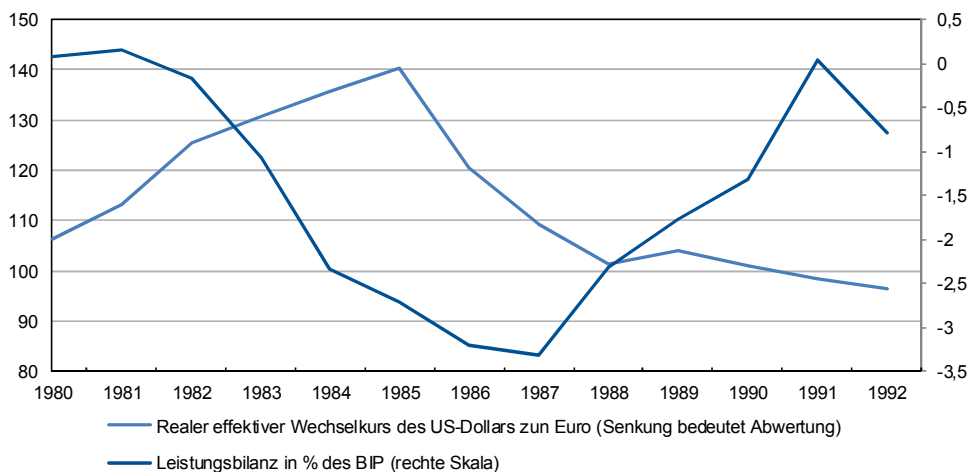


Quelle: Bloomberg

... weichen aber mittelfristig dem Risiko einer Euro-Aufwertung

Doch es besteht nicht nur ein kurzfristiges Abwertungsrisiko für den Euro, mittelfristig ist ein Aufwertungsrisiko nicht unwahrscheinlich. Denn wenn die Entwicklung des US-Leistungsbilanzdefizits Trumps Maßstab für den Erfolg der US-Handelspolitik bleibt, wird die amerikanische Regierung früher oder später den Druck auf den US-Dollar erhöhen. Die angekündigten Zölle werden weiterhin nicht ausreichen, um eine angemessen große Preisveränderung von importierten Gütern sicherzustellen. Um die US-Leistungsbilanz zu verbessern, ist – wie in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre unter Trumps Vorbild Reagan – eine bedeutende Abwertung des US-Dollar erforderlich. Will Trump folglich das primäre Ziel seiner Handelspolitik erreichen, wird er über kurz oder lang vom Erfolg seiner aktuellen Maßnahmen enttäuscht werden. Dann wird sich sein Fokus zwangsläufig auf den US-Dollar richten. Steigt also im Jahr 2020 angesichts einer nachlassenden Konjunktur sowie einer bevorstehenden US-Präsidentschaftswahl der Druck auf Trump, Erfolge bei der Entwicklung der Leistungsbilanz vorweisen zu müssen, könnte sich dies vor allem in einer US-Politik niederschlagen, die mit Nachdruck eine Abwertung des US-Dollar betreibt. Die Geldpolitik der Fed, die zu diesem Zeitpunkt ihre Straffung bereits beendet haben sollte bzw. eine Zinssenkung möglicherweise ins Auge fasst, würde diese Politik zusätzlich stützen.

Abb. 3 : US-Leistungsbilanzsaldo und realer effektiver Wechselkurs



Quellen: BIZ; EIU; IKB-Berechnung

Fazit: Kurzfristig spricht viel für eine relative Stärke des US-Dollar gegenüber dem Euro. Die Fed wird weiterhin die graduelle, aber kontinuierliche Straffung ihrer Zinspolitik fortsetzen, während die EZB noch mindestens bis Mitte Sommer 2019 Zinserhöhungen vermeiden wird. Denn die aktuellen Konjunkturdaten der Euro-Zone sind alles andere als überzeugend. Vor allem zunehmende Zweifel an der italienischen Schuldentragfähigkeit werden das Abwertungsrisiko des Euro im nächsten Jahr steigen lassen.

Mittelfristig nimmt hingegen die Wahrscheinlichkeit einer US-Abwertungspolitik zu. Denn US-Präsident Trump wird sein Ziel einer deutlichen Verbesserung der US-Leistungsbilanz mit der aktuellen US-Handelspolitik nicht erreichen. Dadurch könnte sich die US-Regierung im Jahr 2020 im Falle einer nachlassenden Konjunktur und angesichts anstehender Präsidentschaftswahlen genötigt sehen, eine Abwertung des US-Dollar zu forcieren. Nicht nur Devisenkurse von Schwellenländern, sondern auch der Euro könnte deshalb in den kommenden beiden Jahren einer erhöhten Volatilität ausgesetzt sein.

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 Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen 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 eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen 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.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) 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-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

15. Oktober 2018
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