

Fed-Politik und Ausblick für US-Renditen

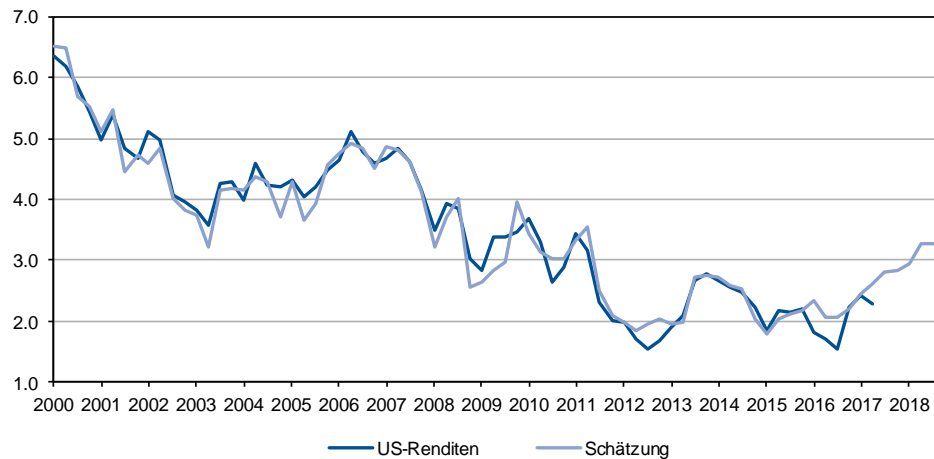
Die politische Unsicherheit in den USA ist hoch, die wirtschaftliche Richtung bei wichtigen Themen wie Steuer- und Gesundheitspolitik noch unklar und der US-Dollar-Devisenkurs anhaltend stark. Hinzu kommen die hohe Staatsschuldenquote von rund 100 % des BIP, die ungleiche Verteilung der Einkommen und ein nach wie vor geringer Inflationsdruck. Zudem verfügt die Notenbank nur über begrenzten Spielraum, um die US-Wirtschaft im Fall einer konjunkturellen Eintrübung stützen zu können, da sich die US-Zinskurve nach wie vor auf niedrigem Niveau bewegt. Ist angesichts dieser Umstände überhaupt mit anhaltenden Zinsanhebungen der Fed zu rechnen? Das lange Ende der US-Zinskurve scheint dies jedenfalls nicht zu suggerieren.

Sicherlich sind US-Zinserhöhungen nur dann zu erwarten, wenn sie weder die Konjunktur noch die Staatsschuldenlast der USA belasten. Andererseits muss die Fed die Zinsen anheben, wenn sie auf Sicht mit ihrer Zinspolitik wieder einen effektiven Einfluss auf die US-Konjunktur ausüben möchte. Gleichzeitig scheint die US-Wirtschaft der Fed aktuell nur begrenzten Raum dafür zu geben. Idealerweise könnte die Fed die Zinsen anheben, ohne dass es bedeutende kurzfristige Konsequenzen für die US-Konjunktur hätte. Wenn langläufige Renditen für die Realwirtschaft entscheidend sind, mag dies sogar der Fall sein. Die Fed hat nämlich in den letzten sechs Monaten drei Mal die Zinsen angehoben, die 10-jährige-Renditen sind dagegen seit Dezember um 30 Basispunkte gefallen.

Die Märkte hingegen erwarten keinen nachhaltigen Anstieg der Zinsen und machen sich Sorgen über den mittelfristigen Inflations- und Konjunkturverlauf. Deshalb liegen zehnjährige Renditen bei 2,3 %, obwohl die US-Kapitalmärkte im Gegensatz zu denen der Euro-Zone durch kein Aufkaufprogramm verzerrt werden. Sind US-Renditen von knapp über 2 % angemessen, verfolgt die Fed einen gefährlichen Weg, da sie möglicherweise ihre geldpolitische Straffung übertreiben könnte. Ein Indiz dafür ist, dass die US-Zinskurve in Folge der Leitzinsanhebungen immer flacher geworden ist. Die Erwartung der Märkte ist, dass die Fed nicht viel Spielraum hat, nachhaltig die Zinsen anzuheben – und dies, obwohl sie jüngst sogar die Intention geäußert hat, ihre Bilanz aktiv zurückzufahren. Die Märkte hingegen scheinen davon überzeugt zu sein, dass die Fed den prognostizierten Leitzins von rund 3 % im Jahr 2019 nicht lange halten können – wenn sie dieses Niveau überhaupt erreichen sollte. Ganz unbegründet ist diese Sicht nicht, denn selbst bei einem positiven Ausblick für 2018 und 2019 wäre ein US-Leitzinsniveau von rund 3 % laut Taylor-Regel nicht lange haltbar.

Wenn allerdings davon ausgegangen wird, dass die US-Regierung Steuerreformen bzw. -erleichterungen durchführen wird, sollte dies der Wirtschaft einen Schub verleihen, auch wenn dieser nur kurzfristig anhalten sollte. Doch die Märkte scheinen weniger eine mögliche oder zu erwartende Konjunkturentwicklung vor Augen zu haben als die aktuelle Situation. Und die ist durch politische Volatilität geprägt. Ist jedoch ein Konjunkturprogramm zu erwarten, wovon die IKB ausgeht, ist von einem hohen Korrekturpotenzial am langen Ende der US-Zinskurve auszugehen. Erste Anzeichen hierfür lieferten bereits die überraschend guten ISM-Zahlen im Juni. Der Anstieg der Renditen in Folge der jüngsten Datenveröffentlichung zeigt, wie negativ die Einschätzung der Märkte in den letzten Wochen geworden ist bzw. wie unsicher das diskontierte Konjunkturbild zu sein scheint. Inzwischen ist angesichts eines Renditeniveaus von 2,35 % der Unterschied zum geschätzten aktuellen Fundamentalwert nicht mehr ganz so groß, um von einer weiteren kurzfristigen Korrektur auszugehen. Entscheidend bleiben deshalb die Konjunkturerwartungen und der Ausblick für die Fed-Politik sowie die Inflationsdynamik. Abb. 1 zeigt den historischen und den für 2017 sowie 2018 zu erwartenden Verlauf 10-jähriger US-Renditen – auf Basis des IKB-Modells und von Annahmen. Perspektivisch wäre demnach mit weiteren Renditeanstiegen zu rechnen. Die Märkte dürften allerdings angesichts der volatilen Konjunkturdaten skeptisch bleiben, und die Realwirtschaft steht weiterhin in der Beweisspflicht, dass sie der Fed den Raum für nachhaltige Zinsanhebungen geben kann.

Abb. 1: 10-jährige US-Renditen: Verlauf und Modellschätzung, in %

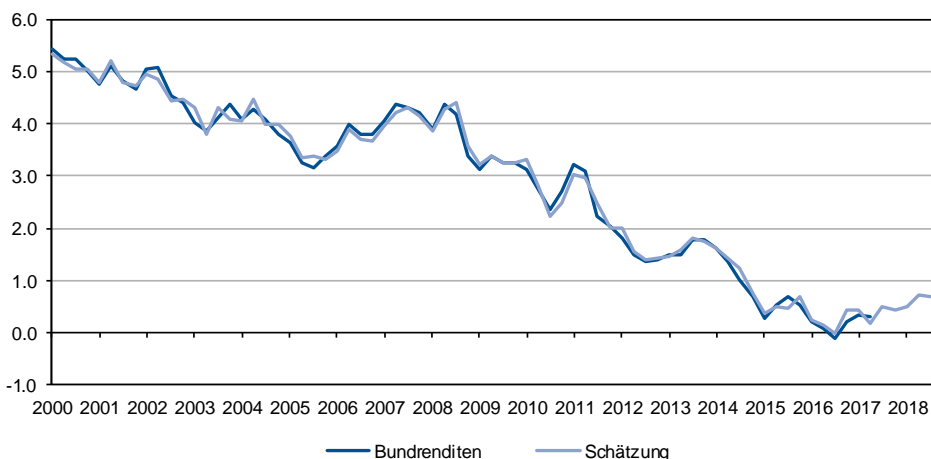


Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

Ausblick für deutsche Renditen

Bei den deutschen Renditen, die in hohem Maße von denen der USA abhängen, ist nur von einem sehr überschaubaren Korrekturpotenzial auszugehen. Nicht überraschend sorgten die jüngsten Kommentare von EZB-Präsident Draghi für eine Reaktion auf den Märkten, da sie als ein erstes Signal für ein Auslaufen des Ankaufprogramms in 2018 gewertet worden sind. Das aktuelle Niveau von knapp 0,5 % ist konsistent mit IKB-Modellschätzungen für das dritte Quartal. Ein weiterer Anstieg der Zinsen würde demnach bereits eine gewisse Übertreibung bzw. die Erwartung einer sich festigenden Konjunkturerholung in der Euro-Zone andeuten. Anders als in den USA, wo für einen weiteren Anstieg der Renditen die Konjunktur den Beweis einer nachhaltigen Erholung noch liefern muss, sind im Falle deutscher Renditen gute Konjunkturzahlen aus der Euro-Zone notwendig, um das aktuelle Niveau auf Sicht zu rechtfertigen. Das größere Korrekturpotenzial liegt bei den US-Renditen, da volkswirtschaftliche Annahmen perspektivisch ein Niveau der Bundesrenditen von nur 0,7 % andeuten würden. Allerdings mögen die Beendigung des Aufkaufprogramms sowie eine technische Korrektur weg von negativen Zinsen für weiteren Auftrieb sorgen.

Abb. 2: 10-jährige Bundesrenditen: Verlauf und Modellschätzung, in %



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

Eine Einschätzung zukünftiger US- und deutscher Renditen führt unweigerlich zum Euro-Dollar-Kurs; denn das Langfristzinsdifferenzial ist einer der Haupttreiber des Devisenkurses. Andere Treiber sind das relative Preisniveau sowie die Risikobereitschaft der Märkte bzw. die Risikoeinschätzung über die Euro-Zone – ein Treiber, der in jüngster Zeit an Bedeutung gewonnen hat. Sinkende US-Renditen sowie die sich festigende Konjunktur in der Euro-Zone haben dem Euro in jüngster Zeit Auftrieb

gegenüber dem US-Dollar verschafft. Doch der Ausblick und das Korrekturpotenzial für US-Renditen deuten auf ein kurzfristiges Aufwertungspotenzial für den US-Dollar hin. Diese Entwicklung könnte durch die erwarteten US-Steuerreformen und fiskalische Stimulierung zusätzlich unterstützt werden, vor allem, wenn die Konjunktur der Euro-Zone enttäuschen sollte und Erwartungen einer Zurückführung der negativen Zinsen und zügigen Beendigung des Aufkaufprogramms sich nicht bewahrheiten sollten. Erfüllt sich jedoch die Erwartung einer anziehenden Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks, ist von keiner bedeutenden und nachhaltigen Aufwertung des US-Dollars auszugehen. Im Gegenteil: Die IKB bleibt dann bei der Erwartung, dass der Euro-Devisenkurs tendenziell gegenüber dem US-Dollar aufwertet.

Tabelle 1: IKB-Makro-Prognosen, in %			
	2016	2017P	2018P
Reales BIP-Jahreswachstum			
Deutschland	1,8 %	1,8 %	1,9 %
Euro-Zone	1,7 %	1,8 %	1,7 %
USA	1,6 %	2,0 %	2,1 %
Inflationsrate; Veränderung zum Vorjahr			
Deutschland	0,5 %	1,5 %	1,3 %
Euro-Zone	0,2 %	1,5 %	1,4 %
USA	1,3 %	2,0 %	2,0 %

Quellen: Bloomberg; P = IKB-Schätzungen

Fazit: Niveau und Volatilität der US-Renditen signalisieren, dass die Zinspolitik der Fed weiterhin nicht als nachhaltig angesehen wird. Die Markteinschätzung wird deshalb vor allem von kurzfristigen Daten bestimmt. Dies mag aktuell den Handlungsspielraum der US-Notenbank erhöhen, da die US-Zinskurve relativ flach verläuft, und der negative Einfluss steigender Leitzinsen auf die Wirtschaft dadurch gedämpft wird. Die US-Konjunktur sollte sich allerdings unter anderem in Folge der erwarteten Steuerreform aufhellen und eine weitere Korrektur am langen Ende der US-Zinskurve stützen. Anders als in den USA muss die aktuelle Marktmeinung zu Europa noch durch die sich weiter festigende Konjunktur bestätigt werden – vor allem, weil die deutschen Renditen infolge Draghis jüngster Äußerungen bereits eine gewisse Korrektur erreicht haben. Eine kurzfristige Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro ist deshalb nicht unwahrscheinlich.

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

4. 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