

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

US-Notenbank Fed nicht mehr geduldig, aber mit vorsichtigem Zinsausblick

In seiner Stellungnahme zum Zinsentscheid hat der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) gestern das Signalwort „patient“ gestrichen und damit den Weg zu einer ersten Zinserhöhung im Laufe des Jahres geebnet. Gleichzeitig hat die US-Notenbank jedoch signalisiert, dass der Zinserhöhungspfad deutlich flacher verlaufen wird, als dies bislang kommuniziert wurde. Damit wurde den Befürchtungen derjenigen, die stark steigende Leitzinsen in den USA erwartet hatten, bis auf weiteres der Wind aus den Segeln genommen. Im Folgenden skizzieren wir, was sich bei den Aussagen der Fed geändert hat, wann und wie schnell die Notenbank den Leitzins erhöhen wird und was dies für den US-Aktien- und Rentenmarkt bedeutet.

Im Vorfeld der FOMC Sitzung am vergangenen Dienstag und Mittwoch war vor allem darüber spekuliert worden, ob die Notenbank den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung genauer festlegen könnte. Nach dem letzten Zinsentscheid am 28. Januar 2015 hieß es in der Stellungnahme der Fed, man könne geduldig sein, bevor man mit einer Normalisierung der Geldpolitik beginne (im Wortlaut: „the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy“). Dies war gemeinhin als Hinweis darauf verstanden worden, dass der Leitzins in den kommenden zwei Zinssitzung des FOMC ebenfalls unverändert belassen werden wird. In der aktuellen Stellungnahme fehlt dieser Passus jedoch. Der Leitzins soll nun erstmals angehoben werden, wenn sich der Arbeitsmarkt noch weiter verbessert hat und das Komitee mit einer hohen Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass die Inflationsrate wieder in Richtung 2% steigt. Eine Zinserhöhung zur übernächsten Sitzung im Juni wäre also grundsätzlich möglich – für den Termin im April schloss Fed-Präsidentin Janet Yellen eine Zinserhöhung dagegen explizit aus.

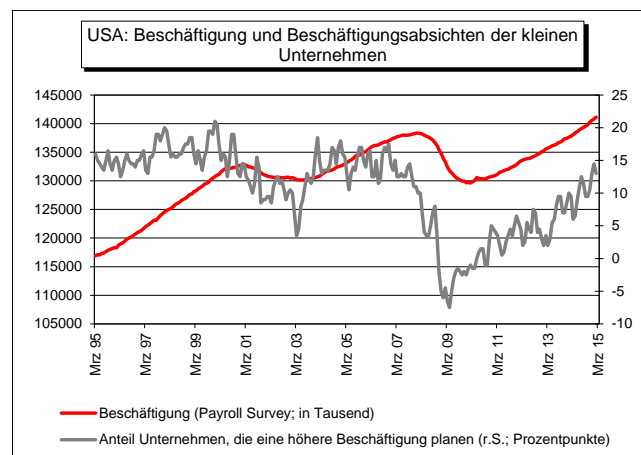
Projektionen des Fed-Offenmarktausschusses

		2015	2016	2017	Langfristig
Reales BIP ggü. Vorjahr	März	2,3% bis 2,7%	2,3% bis 2,7%	2,0% bis 2,4%	2,0% bis 2,3%
	Dezember	2,6% bis 3,0%	2,5% bis 3,0%	2,3% bis 2,5%	2,0% bis 2,3%
Arbeitslosenquote	März	5,0% bis 5,2%	4,9% bis 5,1%	4,8% bis 5,1%	5,0% bis 5,2%
	Dezember	5,2% bis 5,3%	5,0% bis 5,2%	4,9% bis 5,3%	5,2% bis 5,5%
PCE Inflation	März	0,6% bis 0,8%	1,7% bis 1,9%	1,9% bis 2,0%	2,0%
	Dezember	1,0% bis 1,6%	1,7% bis 2,0%	1,8% bis 2,0%	2,0%
PCE Kerninflation	März	1,3% bis 1,4%	1,5% bis 1,9%	1,8% bis 2,0%	n.V.
	Dezember	1,5% bis 1,8%	1,7% bis 2,0%	1,8% bis 2,0%	n.V.

Abgesehen davon ist den jüngsten Fed-Aussagen jedoch gemein, dass einem schnellen und vor allem steilen Zinserhöhungspfad eine klare Absage erteilt wird, die in dieser Form in vorherigen Stellungnahmen nicht zu erkennen war. Dies machen wir gleich an mehreren Punkten fest. So hat die Notenbank ihre Wachstumsprognosen für 2015, 2016 und 2017 gesenkt, der Ausblick auf die Wachstumsperspektiven der US-Wirtschaft fällt also verhaltener als zuvor aus. Zudem rechnet die Fed damit, dass die Verbraucherpreise noch langsamer ansteigen werden als bislang erwar-

tet, was den Handlungsdruck auf die Notenbank ebenfalls reduziert (vgl. obenstehende Tabelle).

Der einzige Punkt, in dem der Optimismus der FOMC-Mitglieder zugenommen hat, ist der Arbeitsmarkt, wo nunmehr eine geringere Arbeitslosenquote als bisher prognostiziert wird. Dieser Schritt war unseres Erachtens nach den durchgängig sehr guten Arbeitsmarktdaten erforderlich geworden.



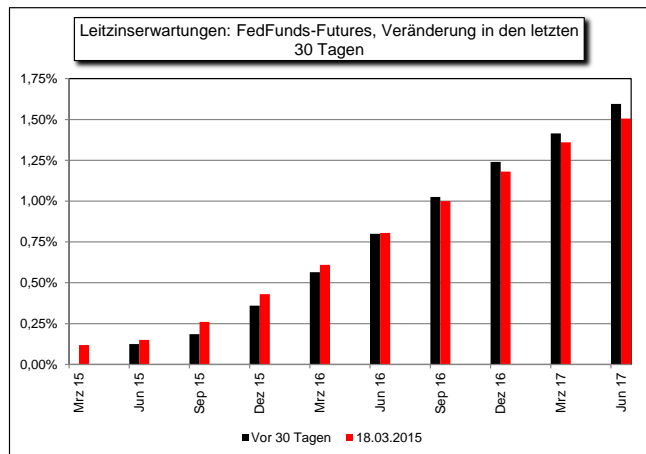
Doch selbst dieser Aspekt, der eigentlich für schnellere Zinserhöhungen sprechen würde, wurde von der Fed relativiert. So rechnet die Notenbank nun damit, dass die sogenannte NAIUR („Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment“) bei 5,0% bis 5,2% liegt und nicht mehr wie zuvor bei 5,2% bis 5,5%. Im Klartext: Erst wenn die tatsächlich Arbeitslosenquote unter die NAIUR fällt, dürfte dies die Inflation antreiben.

Dieses etwas technisch anmutende Detail hat bedeutende praktische Folgen, weil die Arbeitslosenquote nach den Fed-Prognosen erst 2016 unter die NAIUR fallen wird. Nach den letzten Projektionen aus dem Dezember wäre damit schon 2015 zu rechnen gewesen. Somit besteht trotz der guten Entwicklung am US-Arbeitsmarkt sogar weniger Druck als in der letzten Sitzung, den Leitzins anzuheben. Zu guter Letzt bekräftigte die Notenbank, dass sie ihre Bilanz nicht verkürzen will. Rückzahlungen aus Zinsen und auslaufenden Anleihen im Fed-Bestand werden bis auf weiteres reinvestiert.

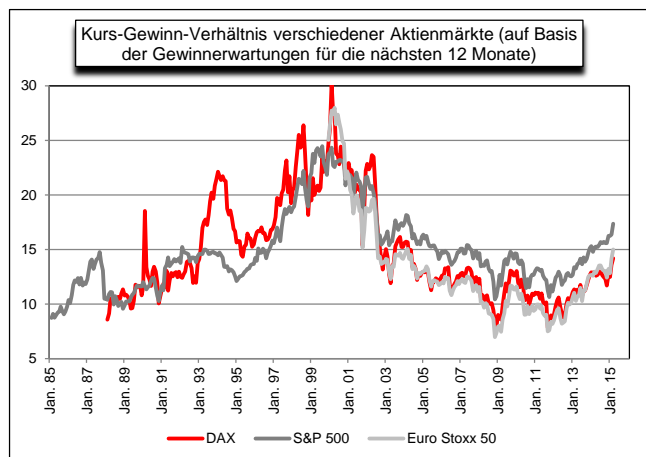
Für den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung dürfte die Fed stark auf die neu hereinkommenden Konjunktur- und Inflationsdaten schauen – angesichts der schwachen Entwicklung in den letzten Wochen sowie des abermalig rückläufigen Ölpreises rechnen wir unverändert damit, dass der erste Zinsschritt erst im September kommen wird. Eine Leitzinsanhebung bereits im Juni kann zwar nicht ausgeschlossen werden, ist jedoch nicht unser Basisszenario. 2015 stehen damit unserer Meinung nach insgesamt ein bis maximal zwei Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte an.

Die in den FedFunds-Futures eingepreisten Markterwartungen für 2016 sind in den letzten Tagen weiter gefallen: Für das kommende Jahr werden weitere zwei bis drei Zinsschritte erwartet, so dass der Leitzins dann Ende 2016 bei

1,00% bis 1,25% stehen könnte. Ob es genauso kommen wird, halten wir derzeit noch nicht für absehbar. Wir sehen jedoch unsere Einschätzung klar bestätigt, dass die Fed – auch vor dem Hintergrund der Politik anderer Notenbanken – ausreichend vorsichtig mit Zinserhöhungen umgehen wird, und die US-Konjunktur nicht durch einen zu restriktiven Kurs von der Klippe stößt. Das Risiko für unerwartet schnelle Leitzinsanhebungen ist mit den jüngsten Äußerungen nochmals geringer geworden.



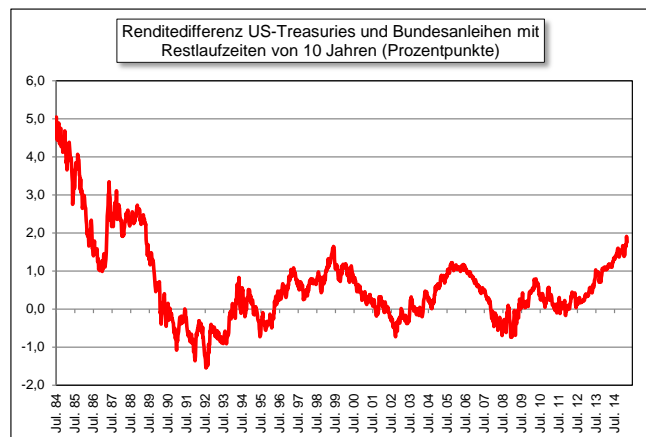
Unser Szenario für den US-Aktienmarkt wird durch die jüngsten Fed-Aussagen nur wenig berührt. Allenfalls hat das Risiko einer Korrektur durch eine zu restriktive Geldpolitik kurzfristig abgenommen. Wir bleiben allerdings auch bei unserer Einschätzung, dass das Wertsteigerungspotenzial am US-Aktienmarkt im laufenden Jahr insgesamt lediglich moderat ausfällt. Selbst wenn sich die konjunkturelle Schwächephase, die sich in den vergangenen drei Monaten in den Daten abgezeichnet hat, wie von uns erwartet bald auflöst, sind US-Aktien anspruchsvoll bewertet. Zudem erwarten wir bei einigen Unternehmen negative Effekte durch den starken US-Dollar. Daher könnten wir uns vorstellen, den Anteil an europäischen Aktien gegenüber dem Anteil an US-Aktien im Portfolio zukünftig noch weiter zu erhöhen.



Wir bekräftigen vor dem Hintergrund des jüngsten Fed-Zinsentscheides auch unsere Renditeprognose für 10-jährige US-Treasuries von derzeit 2,3% (aktuelle Rendite:

1,95%). Bei US-Treasuries mit langen Restlaufzeiten dürfte es daher im laufenden Jahr leichte Kursverluste geben. Dadurch, dass die Fed nach wie vor Anleihen mit langen Restlaufzeiten (nach-)kauft, ist das Risiko deutlich stärker steigender US-Renditen aus unserer Sicht jedoch relativ begrenzt.

Gerade vor dem Hintergrund der divergierenden Notenbankpolitik in den USA und in Europa gibt es immer wieder Nachfragen, ob die Rendite deutscher und europäischer Staatsanleihen im Sog steigender US-Zinsen nicht ebenfalls künftig höher notieren müssten. Dies halten wir in der kurzen Frist jedoch nach wie vor nicht für wahrscheinlich. Erstens rechnen wir ohnehin nicht mit einer kräftigen Aufwärtsbewegung bei den US-Renditen. Und zweitens kauft die Europäische Zentralbank mindestens bis September 2016 massiv Anleihen am Markt auf. Wir halten es für fraglich, ob die EZB ihr monatliches Zielvolumen für die Anleihekäufe von 60 Milliarden Euro überhaupt erreichen wird. Umfragen unter institutionellen Investoren deuten jedenfalls darauf hin, dass aktuell nur wenige dazu bereit sind, Anleihen aus ihren Beständen abzugeben. Dies spricht zumindest bis auf weiteres eindeutig gegen steigende Renditen bei europäischen Staatsanleihen.



Tatsächlich ist die Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen bzw. anderen Euro-Staatsanleihen und US-Treasuries mittlerweile auf ein sehr hohes Niveau angestiegen. Doch wie angeführt gibt es aus unserer Sicht zumindest kurzfristig bessere Argumente dafür, dass sich diese Zinsdifferenz zukünftig nochmals ausweitet, als dass die Rendite für Bundesanleihen dem Pfad der Treasury-Rendite folgt und vom aktuellen Niveau aus ansteigt.

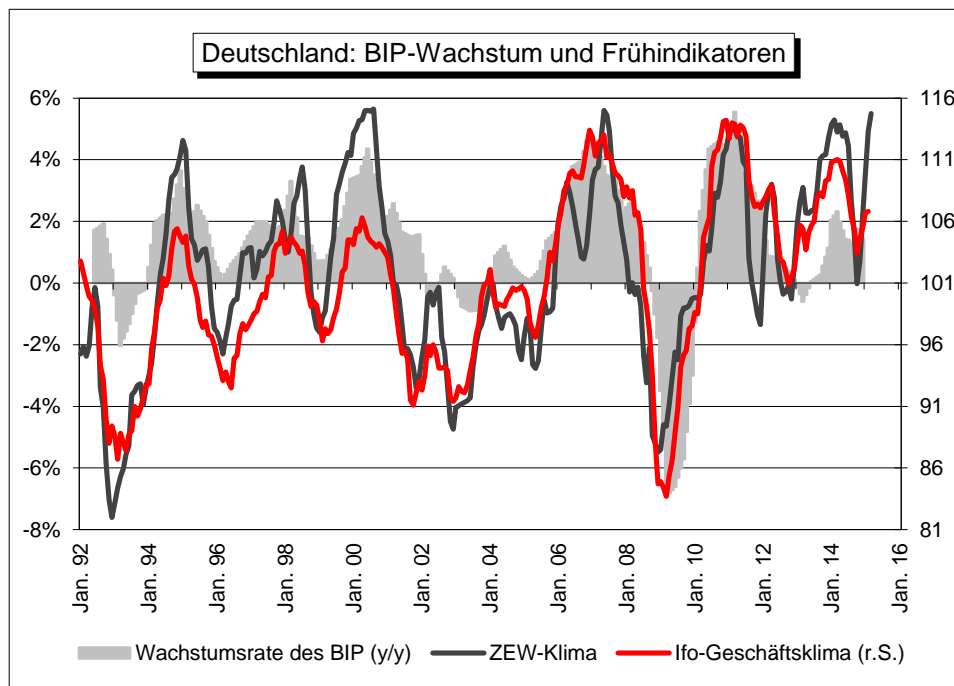
Für ein anhaltend niedriges Zinsniveau oder sogar noch weiter fallende Zinsen an den internationalen Rentenmärkten spricht auch, dass die Geldpolitik 2015 weltweit eindeutig nochmals expansiver geworden ist: Von den 43 Notenbanken, die wir beobachten, haben seit Jahresbeginn 17 den Leitzins gesenkt, darunter Australien, Kanada, Indien, Indonesien, China, Korea, die Schweiz und Schweden. Zinserhöhungen gab es dagegen nur zwei: In Brasilien und in der Ukraine, die beide unter Kapitalabflüssen leiden. Auch dies spricht unseres Erachtens dafür, dass das Niedrigzinsumfeld auch 2015 weiter bestehen bleibt.

Wochenausblick für die Zeit vom 23. bis 27. März 2015

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,3%	-0,8%	-1,7%	-0,8%	0,2%		ab 24. März
D: Importpreise, y/y	-1,2%	-2,1%	-3,7%	-4,4%	-4,1%		ab 24. März
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,8	50,0	52,1	50,9	51,1	52,6	24. März
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	54,8	52,1	51,2	54,0	54,7	54,9	24. März
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	103,4	104,6	105,5	106,7	106,8	107,3	25. März
D: GfK Konsumklima	8,5	8,7	9,0	9,3	9,7	9,9	26. März
E-19: Konsumentenvertrauen	-11,1	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	-5,8	23. März
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,7	50,4	50,6	51,0	51,0	51,8	24. März
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,4	51,3	51,6	52,7	53,7	53,9	24. März
E-19: Geldmenge M3, y/y	2,5%	3,1%	3,6%	4,1%	6,0%		26. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: ZEW-Konjunkturerwartungen im Aufwind



Die ZEW-Konjunkturerwartungen für die deutsche Wirtschaft und die Eurozone sind im März erneut angestiegen. Das Barometer für die deutsche Wirtschaft stieg um 1,8 Zähler auf 54,8 Punkte und erreichte damit den höchsten Wert seit Februar 2014. Die vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung befragten Investoren schätzten auch die aktuelle Lage in Deutschland und in der Eurozone positiver ein. Die Ergeb-

nisse der Umfrage passen in unser positives Konjunkturszenario, in dem die Wirtschaft von der schwachen Gemeinschaftswährung profitiert sowie von der expansiven EZB-Geldpolitik und dem niedrigen Ölpreis. Die Diskussionen um die Zukunft Griechenlands haben dem Konjunkturoptimismus zuletzt offensichtlich immer weniger anhaben können.

	Stand 19.03.2015 13:11	Veränderung zum			
		12.03.2015 -1 Woche	18.02.2015 -1 Monat	18.12.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18076	1,0%	0,3%	1,7%	1,4%
S&P 500	2100	1,6%	0,0%	1,9%	2,0%
Nasdaq	4983	1,8%	1,6%	4,9%	5,2%
DAX	11923	1,0%	8,8%	21,5%	21,6%
MDAX	20682	0,0%	6,1%	23,6%	22,1%
TecDAX	1628	-0,9%	6,0%	19,1%	18,7%
EuroStoxx 50	3669	0,7%	5,8%	16,3%	16,6%
Stoxx 50	3450	1,3%	4,3%	15,7%	14,8%
SMI (Swiss Market Index)	9256	1,5%	5,2%	2,7%	3,0%
Nikkei 225	19544	2,9%	7,4%	13,6%	12,0%
Brasilien BOVESPA	51526	5,4%	0,5%	6,2%	3,0%
Russland RTS	841	-2,1%	-9,5%	10,0%	6,4%
Indien BSE 30	28622	-1,1%	-2,4%	5,5%	4,1%
China Shanghai Composite	3577	6,8%	10,2%	17,0%	10,6%
MSCI Welt (in €)	1754	1,7%	7,1%	19,2%	17,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	957	1,1%	4,3%	18,7%	14,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,65	69	12	382	278
Bobl-Future	129,39	2	-165	-55	-89
Schatz-Future	111,20	0	-10	17	11
3 Monats \$ Libor	0,27	0	1	2	1
10-jährige US Treasuries	1,95	-15	-13	-25	-22
10-jährige Bunds	0,19	-5	-19	-42	-35
10-jährige JGB	0,37	-1	-4	2	4
US Treas 10Y Performance	571,21	1,4%	1,2%	2,7%	2,4%
Bund 10Y Performance	599,03	0,5%	1,9%	4,4%	3,7%
REX Performance Index	474,20	-0,2%	0,0%	0,7%	0,5%
Hypothekenzinsen USA	3,86	0	17	6	3
IBOXX AA, €	0,75	2	0	-20	-14
IBOXX BBB, €	1,38	6	-9	-48	-41
ML US High Yield	6,68	11	16	-45	-27
JPM EMBI+, Index	689	-0,5%	-1,2%	0,9%	-0,4%
Wandelanleihen Exane 25	6892	0,0%	1,9%	7,7%	6,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	413,29	-0,6%	-5,4%	-10,4%	-7,6%
MG Base Metal Index	280,35	-1,0%	-1,5%	-8,6%	-7,7%
Rohöl Brent	52,69	-7,4%	-14,6%	-11,8%	-8,1%
Gold	1152,47	0,1%	-4,0%	-3,6%	-2,9%
Silber	15,59	0,5%	-4,8%	-2,1%	-1,0%
Aluminium	1759,00	1,2%	-2,2%	-6,6%	-3,6%
Kupfer	5695,50	-2,9%	-1,1%	-10,5%	-10,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	571	2,0%	12,2%	-29,9%	-27,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,06	-0,2%	-6,9%	-13,8%	-12,8%
EUR/ GBP	0,72	1,8%	-1,4%	-7,7%	-6,6%
EUR/ JPY	128,35	0,0%	-5,4%	-12,1%	-11,6%
EUR/ CHF	1,06	-0,1%	-0,7%	-11,8%	-11,6%
USD/ JPY	120,11	-1,0%	1,1%	1,1%	0,3%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.