

<https://blog.de.erste-am.com/zinsanstiege-in-den-usa/>

## Zinsanstiege in den USA

Gerhard Winzer



© (c) iStock

Die Stimmung der Finanzmarktteilnehmer hat sich in den vergangenen Monaten eingetrübt. Die Kursrückgänge zahlreicher Wertpapierklassen seit Jahresanfang dürften dafür ausschlaggebend sein. Nun stellt sich die Frage: Befinden wir uns am Anfang eines Trends oder sind lediglich die Kursschwankungen gestiegen? Auffällig ist, dass die generellen Kursverluste von Anstiegen bei drei wichtigen Kennzahlen am Finanzmarkt begleitet wurden:

Gestiegen sind

- die Renditen von US-Staatsanleihen,
- der Ölpreis und
- der US-Dollar

Zudem waren vor allem Länder mit hoher Inflation und hohem Leistungsbilanzdefizit betroffen.

### Leitzinsanhebungen vom Markt eingepreist

Der reale neutrale Zinssatz wird in den USA aktuell auf 0,45 Prozent geschätzt (Laubach / Williams, Federal Reserve Bank of San Francisco). Das ist jener Zinssatz, der weder dämpfend noch unterstützend auf die Inflation wirkt. Wird das Inflationsziel der Fed von 2 Prozent addiert, kommt man auf einen nominellen neutralen Zinssatz von 2,45 Prozent. Die Fed selber veranschlagt dafür einen Wert von 2,9 Prozent. Diese Marke will sie bis Ende 2019 erreichen. Für Ende 2019 ist bereits ein Leitzinssatz von 2,7 Prozent eingepreist. Im Vergleich dazu befindet sich der aktuelle Leitzinssatz in einem Zielband von 1,50 – 1,75 Prozent. Damit ist bereits ein Großteil der zu erwartenden Leitzinsanhebungen eingepreist. Auf die wichtige Referenzgröße, die zehnjährige Rendite von US-Staatsanleihen, umgelegt bedeutet das eine Stabilisierung in einer Bandbreite von 3 – 3,25 Prozent, aktuell 3,07 Prozent (Quelle: Bloomberg, per 17.5.2018). Das gilt, so lange die zugrundeliegende Inflation nicht ansteigt.

# Zinsen in den USA

Werte in Prozent, Zeitraum 2013-2018



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Nur milder Inflationsdruck

Generell gilt: Solange die zugrundeliegende Inflation niedrig bleibt, kann die Zentralbank vorsichtig agieren. Die zuletzt veröffentlichten Inflationsraten haben für viele Länder in den entwickelten Volkswirtschaften auf einen nur milden Inflationsdruck hingewiesen. Im Einklang signalisieren viele Zentralbanken in den letzten Wochen eine abwartende Haltung. Mit einer Ausnahme: In den USA ist der Inflationsanstieg stärker ausgeprägt. Das von der US Notenbank präferierte Inflationsmaß lag im März mit 1,9 Prozent p.a. (Core PCE Deflator) nahe dem Inflationsziel. Zudem sind die Arbeitskosten im 1. Quartal um 2,7 Prozent p.a. gewachsen (Quelle Bloomberg). Ende 2009 betrug dieser Wert noch 1,4 Prozent p.a. Die Kernaussagen der US-amerikanischen Zentralbank Anfang Mai waren, dass die Ziele Vollbeschäftigung und 2 Prozent Inflation erreicht sind und dass das Inflationsziel symmetrisch ist. Das ist wesentlich: Inflationsraten von etwas über 2 Prozent werden zu keiner Beschleunigung im Zinsanhebungspfad führen. Die durchschnittliche Inflation lag in den letzten zehn Jahren bei rund 1,5 Prozent nur ein Stück darunter. Ein Anstieg der US-Inflation könnte jedoch die zehnjährige Rendite weiter nach oben treiben. Aktuell beträgt die sogenannte Breakeven-Inflation im zehnjährigen Laufzeitbereich bereits 2,19 Prozent. Das Erreichen des Inflationsziels der Fed ist damit eingepreist.

## Festigung des US-Dollar

Das Auseinanderlaufen der Inflationsentwicklung und der Zentralbankssignale zwischen den USA und den anderen Ländern deckt sich mit der jüngsten Festigung des handelsgewichteten US-Dollar. Mittlerweile befindet sich der Dollar auf dem Niveau von Ende 2017. Weil wir weiterhin von einem breit basierten Wirtschaftswachstum und einer milden Normalisierung der Geldpolitiken auch in anderen wichtigen Ländern und Regionen ausgehen (Eurozone, UK, Kanada), halten wir an der These einer Seitwärtsbewegung des US-Dollar in diesem Jahr fest – nach der Abschwächung 2017.

Steigende Zinsen haben vor allem zwei Auswirkungen:

- Verschlechterung der Bewertungen anderer Wertpapierklassen und
- Verschlechterung der Kreditqualität aufgrund der höheren Kreditkosten.

## Erhöhte Bewertungen

Die lange andauernde Niedrigzinsphase hat zu ausgeprägten Zuflüssen in Wertpapierklassen mit einer höheren versprochenen Rendite geführt. Diese wiederum haben allgemein sinkende Rendite, Kursgewinne, fallende Risikoprämien und ansteigende Bewertungskennzahlen mit sich gebracht. Generell gilt: je höher die Bewertung, desto niedriger die zukünftigen Erträge und desto höher die Verletzlichkeit für eine Korrektur. Ein steigendes Zinsniveau bedeutet eine Zunahme der Attraktivität der kreditrisikolosen Verzinsung (US-Staatsanleihen). Im Gleichklang sinkt jene von Investment-Alternativen. Damit wieder ein „Gleichgewicht“ hergestellt wird, das heißt um einen Anstieg der geforderten Risikoprämien zu erreichen, kommen die Kurse der anderen Wertpapierklasse unter Druck. Behält die Basisannahme einer Stabilisierung der zehnjährigen US-Rendite Gültigkeit und bleibt das globale Wachstum kräftig und breit basiert, bleiben Aktien attraktiver als Staatsanleihen.

## Ansteigende Kreditkosten

Die Kreditkosten steigen an. Naturgemäß ist das negativ für Unternehmen bzw. Länder mit einer hohen Verschuldung (in US-Dollar). Auch hier gilt: Solange das Gewinnwachstum bzw. das Wirtschaftswachstum kräftig bleiben, können die erhöhten Zinskosten abgedeckt werden.

## Wachstum: Stabilisierung im aktuellen Quartal

Das reale globale Wirtschaftswachstum hat sich im ersten Quartal gegenüber dem vierten Quartal abgeschwächt. Das hat Befürchtungen ausgelöst, dass eine fortgesetzte Abschwächung schlussendlich in einer Rezession enden könnte. Die in den vergangenen Wochen veröffentlichten Indikatoren, wie die Einkaufsmanagerindizes für April, deuten auf eine Stabilisierung im aktuellen Quartal hin. Auch unsere Modellschätzungen (die Nowcasts) schlagen eine Fortsetzung des kräftigen (über dem Potential liegenden) und breit basierten Wirtschaftswachstums (viele Länder) vor, auch wenn die Wachstumsraten niedriger als im vierten Quartal sind.

### Festigung des US-Dollar und Leitzinsanhebungen in den Schwellenländern

Steigende US-Zinsen sind besonders negativ für Länder mit einem hohen externen Finanzierungsbedarf, das heißt einem hohen Leistungsbilanzdefizit. Es ist kein Zufall, dass vor allem die Türkei und Argentinien mit Leistungsbilanzdefiziten von über 5 Prozent zuletzt unter Druck geraten sind.

Für Länder mit einem erhöhten Finanzierungsbedarf in US-Dollar steigt die Zinsbelastung, wenn sich der US-Dollar festigt. Tatsächlich sind vor allem die Schwellenländer-Währungen gegenüber dem US-Dollar unter Druck gekommen. Generell hat eine Abschwächung einer Währung positive und negative Effekte. Positiv: Die Nettoexporte werden auf mittlere Sicht unterstützt. Negativ: Aus ausländischer Sicht wird die Attraktivität von Real- und Finanzinvestitionen gemindert, so lange die Währungsabschwächung anhält. Wenn die Währungsabschwächung zu heftig ausfällt, steigt der Druck auf die Zentralbank die Leitzinsen anzuheben um die Währung zu stützen. Zuletzt hat die Zentralbank in Argentinien mit drastischen Leitzinsanhebungen – bis jetzt erfolgreich – versucht, die Währung zu stabilisieren. Sollte die Währungsabschwächung zu einem Anstieg der Inflation führen, nimmt der Druck für steigende Zinsen nochmals zu. Die restriktive Geldpolitik kann im erfolgreichen Fall die Währung stabilisieren, aber die Arbeitslosigkeit steigt an. Wenn die Währung nicht stabilisiert werden kann, gibt es noch die Möglichkeit Fremdwährungsreserven zu verkaufen. Fallende Fremdwährungsreserven sind jedoch nachteilig für die Kreditwürdigkeit eines Landes. Auch wenn es nach wie vor typische Merkmale von Schwellenländer-Ökonomien gibt, hat in den vergangenen Jahrzehnten eine strukturelle Verbesserung in vielen Ländern stattgefunden: niedrigere Inflation (Zentralbanken mit Inflationsziel), flexible Wechselkurse (keine fixe Wechselkursbindung an den US-Dollar), weniger externe (Leistungsbilanzdefizit) und interne Ungleichgewichte (hohes Budgetdefizit), höherer Anteil von Lokalwährungsanleihen (Verschuldung in der eigenen Währung).

### Höherer Ölpreis wegen US-Sanktionen gegen Iran

Der Ölpreis befindet sich in einem steigenden Trend. Generell liegt das Wachstum der Nachfrage über dem Wachstum des Angebots. Gleichzeitig sind die Lagerbestände deutlich gefallen. Der wichtigste Grund für den jüngsten Ölpreisanstieg ist jedoch, dass die US-Sanktionen gegenüber dem Iran zu einem Rückgang der Ölexporte des Iran führen könnten. Der höhere Ölpreis dämpft die Kaufkraft in den ölimportierenden Ländern und stellt damit ein Wachstumsrisiko dar.

**Unser Basisszenario „graduelle Normalisierung“ des Zinsniveaus wird bestätigt. Das reale globale Wirtschaftswachstum bleibt kräftig, wenn auch etwas niedriger als im vierten Quartal, und breit basiert. Gleichzeitig steigen die niedrigen Inflationsraten nur leicht an und die Zentralbanken reduzieren die expansive Haltung in einer vorsichtigen Weise. Die US-Fed schneller als die anderen Zentralbanken. Diese Abkehr vom Szenario „Goldilocks“ verursacht erhöhte Kursschwankungen und eine „Anpassung“ der Risikoprämien aufgrund des steigenden US-Zinsniveaus. Das Basisszenario bevorzugt nach wie vor risikobehaftete Wertpapierklassen wie Aktien und US-Unternehmensanleihen mit einer niedrigen Kreditwürdigkeit (High Yield) sowie Lokalwährungsanleihen von Emerging Markets.**

### Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

#### Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Funds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

**Hinweis:** Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com).

**Wichtig:** Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

**Bitte beachten Sie:** Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.

**Gerhard Winzer**



Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.