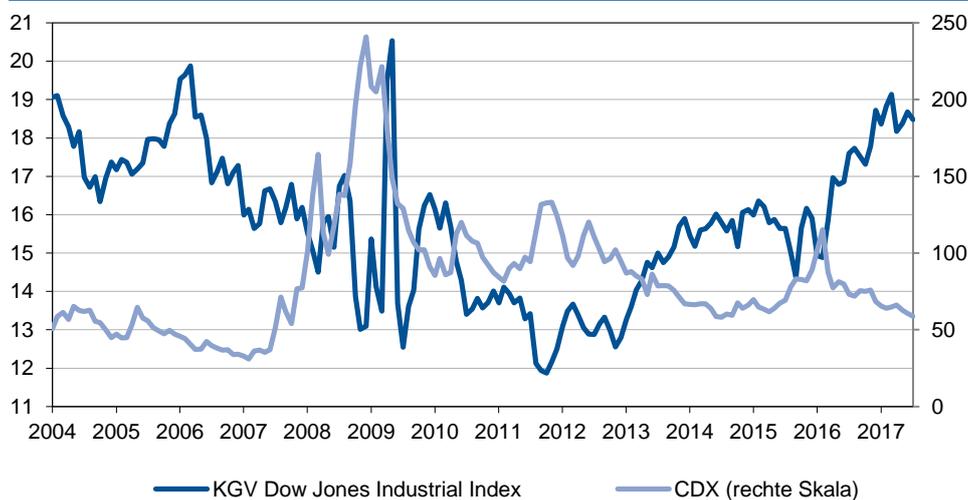


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Es ist nicht viel übrig geblieben von den wirtschaftspolitischen Versprechen Trumps, aber auch viele Sorgen, die seine Wahl zum US-Präsidenten begleiteten, haben sich, zumindest bisher, als unbegründet erwiesen. So ist weder ein verstärkter Protektionismus festzustellen, noch wurde eine Einfuhrsteuer realisiert. Bereits Ende April hat sich die Trump-Administration vom entsprechenden Konzept, das ein wichtiges Element für die Gegenfinanzierung der avisierten Steuerreform darstellte, distanziert. Nun scheint immer weniger von der versprochenen fiskalischen Stimulierung in Form von Steuererleichterungen und zusätzlichen Investitionen übrig zu bleiben. Denn die Republikaner sorgen sich um die hohe Staatsschuldenquote, sodass grundsätzliche Zweifel am Umfang der erwarteten Steuerentlastungen und der fiskalischen Stimulierung angebracht sind, sofern keine brauchbaren Vorschläge zur Gegenfinanzierung vorliegen. Konkrete Ankündigungen einer Steuerreform und von Steuererleichterungen blieben bis dato folglich aus.

Doch die Realwirtschaft scheint weiter an die Wahlversprechen Trumps zu glauben. Mit seinem Wahlsieg hat die Erwartung auf Steuererleichterungen für eine deutliche Stimmungsaufhellung gesorgt, die Vertrauensindikatoren sind regelrecht in die Höhe geschossen. Trotz der schwindenden Wahrscheinlichkeit eines bedeutenden Steuerimpulses für die Realwirtschaft bleibt die Stimmung der Unternehmern und Konsumenten in den USA nach wie vor überraschend gut. Ähnliches gilt für den US-Aktienmarkt, der zu Beginn von Trumps Präsidentschaft weiteren Schwung bekommen hat, auch wenn die Bewertungen auf KGV-Basis bereits seit Anfang 2012 einen positiven Trend aufweisen. Und die US-Kreditmärkte bleiben ebenfalls gelassen; die Ausfallwahrscheinlichkeit in Folge einer möglicherweise enttäuschenden Konjunktur wird weiterhin als gering eingeschätzt. So ist der CDX-Index (Messung des Kreditausfallrisikos für US-Unternehmen) seit dem Wahlsieg Trumps (November 2016) weiter deutlich gesunken und hält sich auf einem relativ niedrigen Niveau.

Abb. 1: Kurs-Gewinn-Verhältnis (Dow Jones Industrial) und CDX-Index für US-Unternehmen



Quellen: Bloomberg

Die Zinsmärkte dagegen scheinen schon an Trumps Versprechungen zu zweifeln. Zwar ist das Renditeniveau von unter 1,5 % Mitte 2016 auf rund 2,5 % bis Ende 2016 angestiegen, aber seit April sinken die Renditen trotz der Zinsanhebungen der Fed. Mit einem aktuellen Niveau von rund 2,2 % bei 10-jährigen US-Renditen signalisiert der Renditemarkt deutlich seine Bedenken über den mittelfristigen Wachstumspfad der US-Wirtschaft. Die US-Renditemärkte bezweifeln, dass die Fed den Raum für nachhaltige Zinsanhebungen aufgrund einer robusten Konjunktur bekommen wird. Dies ist sicherlich nicht ganz unbegründet, denn selbst bei einem US-Wirtschaftswachstum, das kurzfristig die 3 % knacken könnte, ergibt sich nur ein überschaubarer Spielraum für die Fed, ihren Leitzins anzuheben. Dies zumindest ergäbe sich aus der Taylor-Regel, die die Geldpolitik aufgrund von Wachstum und Inflation beurteilt. Zweifel an der US-Zinswende spiegeln sich auch im EUR-US-Dollar-

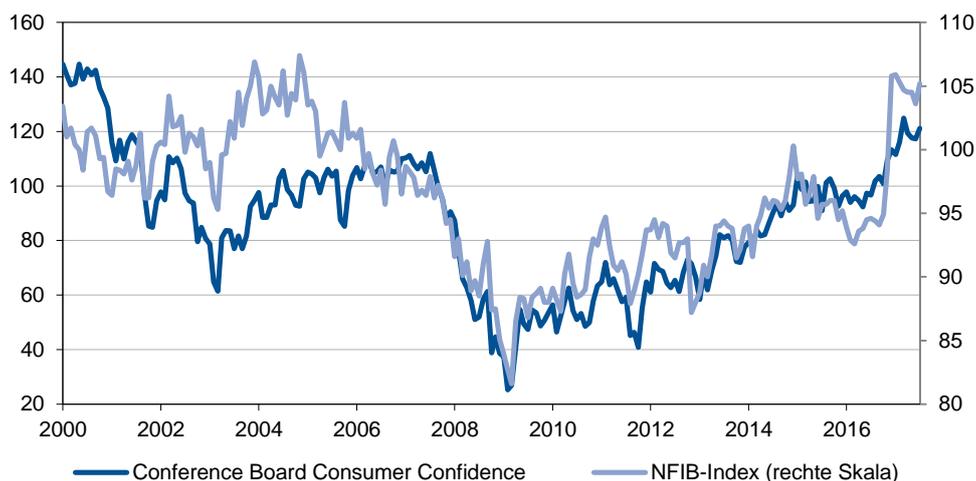
Devisenkurs, insbesondere da die EZB vor dem Beginn ihres „tapering“ zu stehen scheint, was sich ansatzweise in der Bewegung der deutschen Renditen zeigt. Für die Fed ist die Stimmung an den US-Zins- und Devisenmärkten sogar positiv, da sie ihren Leitzins anheben kann, ohne durch steigende Rendite die Geldpolitik zu straffen oder den US-Dollar aufzuwerten (siehe auch [IKB-Kapitalmarkt-News 14. Juli 2017](#)). Auch aus diesem Grund ist eine weitere Zinsanhebung der Fed in 2017 durchaus zu erwarten.

Während die US-Zinskurve und das Niveau langläufiger US-Renditen Zweifel an der konjunkturelle Entwicklung in den USA signalisieren, lassen Kredit- und Aktienmärkte weiterhin ein eher positives Umfeld erwarten. Doch welcher Markt wird Recht behalten und sich als erfolgreicher konjunktureller Frühindikator erwiesen? Erlauben diese Märkte überhaupt Rückschlüsse auf den zukünftigen Verlauf der US-Wirtschaft? In der Literatur wird oftmals die Steigung der Zinskurve als konjunktureller Frühindikator verwendet: Je steiler die Kurve verläuft, desto positiver stelle sich der Konjunkturausblick dar. Aufkaufprogramme der Notenbanken würden die Kurve verflachen, was demnach eine herausfordernde Konjunkturlage spiegelt. Eine inverse Kurve sei Zeichen einer bevorstehenden Rezession, da Märkte deutliche Zinssenkungen erwarten würden und die Geldpolitik zu straff sei (Leitzins zu hoch). Die US-Zinskurve ist in den letzten Monaten deutlich flacher geworden – am kurzen wie am langen Ende, was gemäß dieser Argumentation auf eine nicht überzeugende Konjunktorentwicklung der USA deuten würde und im Einklang mit wenig ausgereiften Reformen der Trump-Administration steht. Es lässt sich allerdings empirisch nicht belegen, ob sich der Verlauf der US-Zinskurve als Frühindikator für die US-Konjunktur eignet.

Empirische Ergebnisse zeigen, dass auch keiner der oben angesprochenen Märkte als Frühindikator taugt. Die Märkte werden zwar von Erwartungen getrieben, doch diese sind keine verlässlichen „Indikatoren“ für die Konjunktorentwicklung. In diesem Sinne sollten weder die aktuell niedrigen US-Renditen als Indiz einer bevorstehenden Rezession gelten, noch die niedrigen Risikoprämien als Zeichen einer anhaltenden konjunkturelle Erholung.

Auch wenn der Verlauf der Märkte für den zukünftigen Verlauf der US-Konjunktur nicht pauschal als aussagekräftig angesehen werden sollte, so ist dennoch festzuhalten, dass alle Märkte in Folge von Trumps Wahlsieg und in Erwartung von Reformen reagiert haben und nur die Zinsmärkte ihre Erwartungen inzwischen korrigiert haben. In dem Maße, wie der Erfolg von Trumps geplanten Reformen fragwürdiger wird, ist mit einer Korrektur am Kredit- und Aktienmarkt auszugehen – es sein denn, die Performance der US-Wirtschaft kann trotz abgespekter Reformvorschläge überzeugen. Dies scheint jedoch kurzfristig eher unwahrscheinlich, vor allem weil das Unternehmens- und Konsumentenvertrauen bei weniger ambitionierten Steuererleichterungen belastet werden könnte. Wie stark dies der Fall sein wird, bleibt abzuwarten. Die Fed wie auch die Finanzmärkte werden somit nach wie vor eher auf Sicht reagieren.

Abb. 2: Konsumentenvertrauen und NFIB-Index (Stimmungsindikator mittelständischer US-Unternehmen)



Quellen: Fred, Bloomberg ; IKB

Fazit: Der Ausblick für die US-Konjunktur bleibt im achten Jahr ununterbrochenen Wirtschaftswachstums unsicher. Konjunkturindikatoren zeigen zwar keine zunehmenden Abwärtsrisiken, andererseits fehlt ihnen eine Dynamik, die auf eine nennenswerte Wachstumsbeschleunigung schließen lässt. Zudem ist die Trump-Administration bisher eine fiskalische Stimulierung und konkrete Reformvorschläge schuldig geblieben. Sorgen über wachstumshemmende strukturelle Entwicklungen bestehen somit nach wie vor, was sich vor allem in erneut sinkenden US-Renditen spiegelt. Allerdings deuten empirische Analysen daraufhin, dass weder der Aktien- und Kredit- noch der Renditemarkt als aussagekräftige Frühindikatoren für die US-Konjunkturlage gelten können. Weder Konjunktur noch Finanzmärkte senden aktuell richtungsweisende Signale.

Die IKB erwartet 2017 und 2018 ein US-Wirtschaftswachstum zwischen 2 % und 2,5 %, was die aktuelle Unsicherheit über die weitere Konjunkturentwicklung nicht entscheidend reduzieren wird. Die Fed wird deshalb nichts überstürzen. Dennoch scheint durch den schwächeren US-Dollar sowie sinkende US-Renditen Raum für eine weitere Zinsanhebung der Fed Ende 2017 zu 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 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

24. August 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