



# Geldpolitische Trendwende und expansivere Fiskalpolitik lassen Renditen steigen

26. Februar 2018

**Autor**  
Sebastian Becker  
+49(69)910-21548  
sebastian-b.becker@db.com

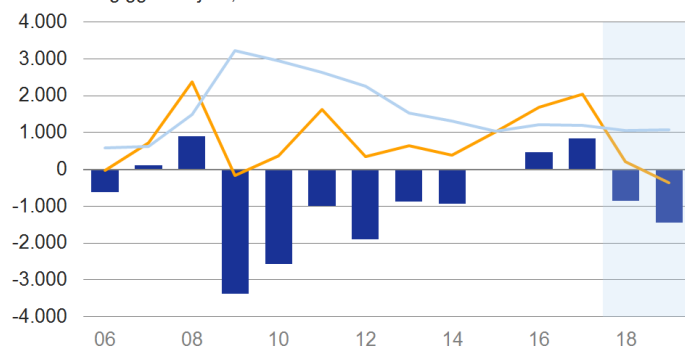
www.dbresearch.de

Deutsche Bank Research Management  
Stefan Schneider

Seit Jahresbeginn sind sowohl die kurzfristigen als auch langfristigen Renditen auf Staatsanleihen in den großen entwickelten Volkswirtschaften (USA, Eurozone und Großbritannien) mit Ausnahme Japans spürbar gestiegen, wenn auch von sehr niedrigen Niveaus.

## Fiskaldefizite übersteigen Wertpapierankäufe der Zentralbanken

Veränderung ggü. Vorjahr, USD Mrd.



■ Differenz Bilanzveränderung der Zentralbank und Haushaltsdefizit  
— Summe der Aktiva der G3 Zentralbanken\*  
— Summe der gesamtstaatlichen Haushaltsdefizite der G3 Volkswirtschaften\*\*

G3: USA, Eurozone und Japan. \* 2018/19: DB Research Projektionen. \*\*2018/19: IWF Prognosen (Stand: Oktober 2017).

Quellen: Deutsche Bank Research, Fed, EZB, BoJ, IWF, Haver Analytics, WEFA, IHS Global Insight

So kletterte z.B. die 10-J Rendite auf US-Treasuries auf über 2,9%, von ca. 2,0% im September 2017. Auch die 10-J Bundesanleihen legten zwischenzeitlich auf mehr als 0,8% zu und rentieren aktuell bei rund 0,7%. Zum Vergleich: Im Dezember 2017 warfen diese lediglich eine Rendite von ca. 0,3-0,4% ab und im Oktober 2016 rentierten sie sogar noch im negativen Bereich. Nur in Japan liegt die Rendite auf 10-J Staatsanleihen noch immer nahe der Nulllinie – eine unmittelbare Folge der ultra-expansiven japanischen Geldpolitik, die u.a. eine 10-J Rendite von 0% anstrebt.

Als Haupttreiber des Renditeanstiegs können auf der einen Seite die Erwartung einer (zukünftig) weniger expansiv ausgerichteten globalen Geldpolitik nicht zuletzt aufgrund des aktuell recht hohen und synchronen Wirtschaftswachstums in den großen Industrie- und Schwellenländern ausgemacht werden. Auf der anderen Seite setzt sich an den Finanzmärkten zunehmend die Erwartung durch, dass das bereits hohe Wirtschaftswachstum weiteren Auftrieb durch eine zunehmend expansiv ausgerichtete – und damit stark pro-zyklisch wirkende – Fiskalpolitik (insbesondere in den USA, aber auch in Deutschland) bekommen könnte.

Mit Blick auf die überdurchschnittlich hohe Kapazitätsauslastung (bzw. zunehmende Überauslastung) in vielen Volkswirtschaften dürften letztlich auch die Löhne und damit die Inflation spürbarer ansteigen.



## Geldpolitische Trendwende und expansivere Fiskalpolitik lassen Renditen steigen

---

Der allmählich auslaufende (globale) geldpolitische Stimulus liegt zuallererst darin begründet, dass die Federal Reserve ihren Leitzins (die Fed Funds Target Rate) dieses Jahr weiter erhöhen und darüber hinaus ihre riesigen Bestände an US-Staatsanleihen und Mortgage Backed Securites (MBS) graduell zurückfahren wird. Wir erwarten für 2018 vier weitere Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten, sodass der US-Leitzins am Jahresende bei 2,375% liegen könnte (aktuell: 1,375%). Zusätzlich beabsichtigt die Fed, den Betrag an auslaufenden bzw. nicht wiederveranlagten Wertpapieren im weiteren Jahresverlauf schrittweise zu erhöhen, bis dieser ab Oktober 2018 ca. USD 50 Mrd. erreicht. Dies impliziert, dass die Bilanz in Zukunft pro Jahr um ca. EUR 600 Mrd. sinken könnte. Auf der anderen Seite des Atlantiks ist zwar noch lange nicht die Rede von einer Bilanzreduzierung, jedoch dürfte in diesem Jahr auch die EZB ihr zunehmend umstrittenes Anleihe-Kaufprogramm beenden. Wir rechnen damit, dass die EZB ihr Kaufprogramm noch ein weiteres Mal über den September hinaus verlängern wird, jedoch dieses dann zum Jahresende 2018 vollständig einstellen wird. Konkret gehen wir davon aus, dass die Anleihekäufe im Schlussquartal 2018 auf dann EUR 10 Mrd. pro Monat reduziert werden (von aktuell EUR 30 Mrd.). Darüber hinaus dürfte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz zur Jahresmitte 2019 (erstmal seit 2011) wieder anheben. Auch in Großbritannien hat die Bank von England seit März 2017 auf den Ankauf weiterer britischer Staatsanleihen verzichtet und den Leitzins aufgrund des gestiegenen Preisdrucks bereits auf 0,5% (von zuvor 0,25%) angehoben. Einzig allein in Nippon dürfte die Bank von Japan (BoJ) unvermindert an ihrem extrem expansiv ausgerichteten Kurs festhalten, sodass sich die Zentralbankbilanz weiter aufblähen dürfte.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Spitze der Liquiditätszufuhr durch die Zentralbanken bereits hinter uns liegt und die aggregierte Bilanzsumme der G4 Zentralbanken (USA, Eurozone, Japan und Großbritannien) dieses Jahr voraussichtlich ihren Höchststand erreichen wird. Das Zusammenspiel aus nachlassendem geldpolitischem Stimulus und zunehmend expansiver Fiskalpolitik hat zuletzt die Renditen nach oben getrieben. Tatsächlich könnte das aggregierte Staatsdefizit der drei großen entwickelten Volkswirtschaften (USA, Eurozone und Japan) in diesem Jahr erstmals seit 2014 wieder die Summe der von den Zentralbankbilanzen getätigten (Netto-) Wertpapierkäufe übersteigen. Sowohl das höhere Angebot an Staatsanleihen (bei gleichzeitig nachlassender Nachfrage) als auch das anhaltend kräftige Wachstum sowie die Erwartung steigender Inflationsraten dürften weiteren Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen in den USA und Europa ausüben. So erwarten wir bis zum Jahresende einen Anstieg der 10-J Renditen auf Staatsanleihen auf 3,25% in den USA und 1,25% in der Eurozone. Das größte Risiko derartiger Punktprognosen ist offensichtlich, dass eine Neubewertung des Marktes, wenn sie denn einmal in Gang gekommen ist, eine Eigendynamik entwickeln könnte, die die Renditen deutlich weiter nach oben treibt.



## Geldpolitische Trendwende und expansivere Fiskalpolitik lassen Renditen steigen

---

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.