

<https://blog.de.erste-am.com/2018/02/05/starkes-wachstum-und-zinsanstiege/>

Starkes Wachstum und Zinsanstiege

Gerhard Winzer



© (c) iStock

Anfang 2018 bestätigen die Indikatoren das Normalisierungsszenario. Allen voran steigen die [Renditen](#) von Staatsanleihen an. Was steckt dahinter? Was bedeutet das für den Finanzmarkt insgesamt?

Überraschend kräftiges Wirtschaftswachstum

Das reale Wirtschaftswachstum ist auch Anfang 2018 auf globaler Ebene kräftig und breit basiert. Darauf deutet eine Vielzahl von Umfrageindikatoren wie zum Beispiel die Einkaufsmanagerindizes hin. Das bemerkenswerte ist, dass nach wie vor die Projektionen für das Wachstum nach oben genommen werden. So hat im Jänner der Internationale Währungsfonds die Einschätzung für das globale reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes für 2018 auf 3,9 Prozent nach oben revidiert. Dieser Wert liegt um 0,2 Prozentpunkte über der Einschätzung vom letzten Oktober. Dieses tolle Umfeld strahlt auf viele andere volkswirtschaftliche Kategorien aus.

Zunehmende Ressourcenauslastung

Die Ressourcenauslastung nimmt in vielen Volkswirtschaften zu, sprich: die Arbeitslosenraten fallen. Laut der OECD war sie im OECD-Raum im vergangenen Jahr nur noch leicht unter dem Optimum (minus 0,6 Prozent von der optimalen Auslastung). Weil das aktuelle Wachstum über dem langfristigen Trend liegt, wird die Produktionslücke heuer in den positiven Bereich rutschen. Das ist vor allem aus zwei Gründen relevant. Je länger und mehr die Produktionslücke über dem geschätzten Optimum liegt desto eher

1. steigt der zyklische Inflationsdruck an.
2. kommt es zu einer Abschwächung des aktuellen, über dem langfristigen Trend liegenden, realen Wirtschaftswachstums.

Bis dato gibt es für Ersteres (nur) schwache Hinweise, für Zweites (noch) keine. Der Fokus liegt auf den USA. Seit März 2017 liegt die tatsächliche Arbeitslosenrate unter der Schätzung der natürlichen Arbeitslosenrate von 4,7 Prozent (Quelle: CBO) und fällt weiter (aktuell: 4,1 Prozent). Der Arbeitsmarkt in den USA nähert sich dem Punkt, wo eine etwaige Abschwächung des Beschäftigungswachstums nicht mehr auf eine Nachfrageschwäche sondern eine Angebotsverknappung hindeutet (= zu wenig Arbeitssuchende).

Noch niedrige Inflation

Das „Gefährliche“ an der Inflation ist der nicht-lineare und träge Zusammenhang zwischen der Ressourcenauslastung (der Arbeitslosenrate) und der Inflation. Wenn die Arbeitslosenrate für längere Zeit einen (leider) nur unpräzise schätzbaren niedrigen Wert erreicht (die natürliche Arbeitslosenrate), beginnt die Inflation plötzlich anzusteigen. Bis dato verharren die Inflationsraten in vielen entwickelten Volkswirtschaften unter dem Inflationsziel der jeweiligen Zentralbank. In den USA betrug die Kerninflationsrate im Dezember 1,5 Prozent p.a., in der Eurozone 1,0 Prozent p.a. im Jänner, in Japan 0,3 Prozent p.a. im Dezember und in Australien 1,8 Prozent p.a. im vierten Quartal. Gegenbeispiele: Im Vereinigten Königreich ist die Inflation erhöht (2,5 Prozent p.a. im Dezember) und in Kanada innerhalb des Zielbandes der Zentralbank (1,9 Prozent p.a.). Die Inflation bleibt einer der wichtigsten Indikatoren in diesem Jahr.

Leitzinsanhebungen

Derzeit vergeht kaum eine Woche, in der nicht eine Zentralbank eine Straffungsmaßnahme setzt. In den vergangenen Wochen haben die Zentralbank in Kanada, Malaysia und der Tschechischen Republik den jeweiligen Leitzinssatz angehoben.

Auch die großen Zentralbanken in den USA, der Eurozone und in Japan werden die unterstützende geldpolitische Haltung reduzieren: Dabei werden Geschwindigkeit und Ausmaß unterschiedlich bleiben. In den USA stehen die Signale der Zentralbank im Einklang mit mindestens drei Leitzinsanhebungen in diesem Jahr. Das Zielband für den Leitzinssatz wäre dann bei 2-2,25 Prozent (aktuell 1,25-1,50 Prozent).

Die Zentralbankaussagen in Japan und der Eurozone waren im Jänner zurückhaltend. Japan: Keine unmittelbare Anhebung des Renditeziels für die zehnjährige Staatsanleihe von null Prozent, auch wenn sich die Inflation beschleunigen sollte. EZB: Keine Änderung der Kernphrasen für die Leitung der Erwartungen der Marktteilnehmer in der Pressekonferenz vom Jänner, vor allem: Erste Leitzinsanhebung erst einige Zeit nach dem Ende der bis mindestens September 2018 laufenden Anleiheankaufprogramme. Die Gründe dafür:

1. Die EZB hat (noch) kein hohes Vertrauen in einen nachhaltigen Anstieg der Inflation in Richtung Inflationsziel (mittelfristig knapp unter zwei Prozent).
2. Die Entwicklung auf den Währungsmärkten (sprich: die Festigung des Euro).

Nicht nur der Preis des Geldes (der Zins) steigt langsam an. Das Wachstum der Zentralbankliquidität hat bereits deutlich abgenommen. Im Jänner hat die EZB wie angekündigt das Netto-Ankaufsvolumen von 60 auf 30 Milliarden Euro reduziert. Im nächsten Jahr wird die Summe der Zentralbankgeldmengen (M0) der Zentralbanken in den USA, der Eurozone, dem UK und Japan voraussichtlich schrumpfen (um rund 230 Milliarden US Dollar). 2016 war sie noch um 1.900 Milliarden US Dollar angestiegen.

Unterstützendes Kreditumfeld

Die Abschwächung des Kreditwachstums ist seit dem vergangenen Jahr auch in den Schwellenländern exklusive China vorüber. Das ist ein wichtiger Grund für die Verbesserung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern. In den entwickelten Volkswirtschaften hat die Verbesserung des Kreditumfelds bereits vor einigen Jahren eingesetzt. Im Jänner hat eine Umfrage der EZB ([Bank Lending Survey](#)) auf eine weitere Lockerung der Kreditvergaberichtlinien hingedeutet. Mithin unterstützt das Kreditumfeld das starke Wirtschaftswachstum.

Ausweitung des Budgetdefizits

Die Fiskalpolitik ist in den entwickelten Volkswirtschaften insgesamt neutral. Wichtige Ausnahme: die USA. Die Steuersenkungen in den USA führen zu eine Ausweitung des Budgetdefizits. Das impliziert ceteris paribus: höheres Wirtschaftswachstum, höhere Inflation, mehr Leitzinsanhebungen und eine geringere überschüssige Liquidität (der Staat benötigt mehr Kapital).

Ansteigende Rohstoffpreise

Die Rohstoffpreise befinden sich in einem ansteigenden Trend. Das betrifft sowohl die Industriemetalle als auch den Sektor Energie. Der Fokus ist auf den Ölpreis gerichtet. Dieser ist mittlerweile auf knapp 70 US Dollar pro Barrel angestiegen.

Vergangen Juni betrug der Preis noch 47 US Dollar pro Barrel. Untersuchungen deuten darauf hin, dass zumindest die Hälfte des Anstiegs auf eine überraschend kräftige Nachfrage zurückgeführt werden kann. Das ist deshalb so wichtig, weil ein rein angebotsseitiger Schock (Kürzungen der Ölproduktion) negativ für das Wirtschaftswachstum wäre.

Protektionismus

Auf der politischen Ebene steht vor allem die Gefahr von substanziellen protektionistischen Maßnahmen in den USA im Fokus. Vor allem zwei Ereignisse waren Anfang 2018 relevant. 1) Die USA erhöhen die Zölle auf Waschmaschinen und Solarzellen. Diese beiden Bereiche stellen nur einen geringen Teil der gesamten US-Importe dar. Das Risiko ist, dass mehr Maßnahmen folgen könnten. 2) Der US-Finanzminister hat gemeint ein schwacher US-Dollar wäre gut für die US-Wirtschaft. Das ist zwar richtig aber gleichzeitig eine unübliche Aussage für einen Finanzminister, der die wichtigste Reservewährung repräsentiert. Am Tag nach dieser Aussage hat EZB-Präsident Draghi sinngemäß gemeint, dass ihm diese nicht gefiel. Mögliche Handelskonflikte sind nach wie vor wichtiger Risikofaktor. Ein wichtiger Teilaspekt ist, dass protektionistische Maßnahmen inflationär wirken (höhere Importkosten, höhere Produktionskosten im Inland).

Leichte Eintrübung am Finanzmarkt

- Ansteigende reale Renditen. Die Rendite der inflationsgeschützten Staatsanleihe in Deutschland ist im zehnjährigen Laufzeitsegment von minus 1,22 Prozent im Dezember auf aktuell minus 0,84 Prozent angestiegen. Der reale Preis des Geldes (der Zinssatz) steigt an. Das deutet auf abnehmende überschüssige Liquidität hin (kräftiges Wirtschaftswachstum, fallendes Wachstum der Zentralbankliquidität, höheres Budgetdefizit in den USA, ansteigende Rohstoffpreise).
- Anstieg der im Anleihemarkt eingepreisten Inflationsraten. In den USA ist die eingepreiste Inflationsrate für den zehnjährigen Laufzeitbereich von 1,20 Prozent vor knapp zwei Jahren auf aktuell 2,12 Prozent angestiegen. Das deflationäre Umfeld ist einem Umfeld von (bis dato langsam) ansteigenden Inflationsraten gewichen. Die Ressourcenauslastung steigt an.
- Zunehmende Leitzinsanhebungserwartungen: Der Markt preist für Dezember 2018 einen Leitzins in den USA von 2,05 Prozent ein. Vergangenen September betrug dieser Wert noch 1,35 Prozent. Selbst für die Eurozone erwartet der Markt eine Leitzinsanhebung für das 2. Quartal 2019.
- Ansteigende nominelle Renditen von Staatsanleihen. Die zehnjährige Referenzrendite beträgt in den USA mittlerweile 2,79 Prozent (2,04 Prozent im September). Das volkswirtschaftliche Umfeld spricht für weitere Renditeanstiege.
- Höhere Volatilität: Die (von Optionspreisen implizierten) Volatilitäten sind in vielen Märkten (Aktien, Anleihen, Währungen) angestiegen. Das reflektiert das angestiegene Risiko von Korrekturen auf den Märkten.

Schlussfolgerung

Die Kombination von starkem Wirtschaftswachstum, niedriger Inflation und expansiven Geldpolitiken ist unterstützend für die risikobehafteten Wertpapierklassen wie Aktien. Allerdings deutet das andauernde kräftige Wachstum auf einen Anstieg der Inflation, Leitzinsanhebungen und geringere Liquidität hin. Das wiederum impliziert Renditeanstiege von Staatsanleihen. Diese Tendenz wird durch die Ausweitung des Budgetdefizits in den USA, den Rohstoffpreisanstiegen und den protektionistischen Maßnahmen untermauert. Das Hauptaugenmerk ist darauf gerichtet, welches Renditeniveau eine Korrektur auf den Aktienmärkten auslösen könnte. Die ansteigenden Volatilitäten reflektieren dieses Risiko.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt und im Falle der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ bzw. auf der Homepage unter www.ersteimmobilien.at veröffentlicht.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger 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 die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.



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 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.