

<https://blog.de.erste-am.com/zehn-volkswirtschaftliche-thesen-fuer-2018/>

Zehn volkswirtschaftliche Thesen für 2018

Gerhard Winzer



© (c) iStock

Das gegenwärtige Umfeld ist sehr positiv für die Kapitalmärkte: starkes Wachstum, niedrige Inflation, unterstützende Geldpolitiken, gutes Gewinnwachstum und eine geringe Schwankungsfreudigkeit. Zudem haben die zahlreichen Risiken keinen markant negativen Einfluss auf die Kursentwicklungen.

Allerdings dauert die Phase steigender Kurse schon seit März 2009 an. Zudem impliziert dieses Umfeld, dass jede Änderung bei den relevanten Stellgrößen wie Wachstum, Inflation und Geldpolitik eine Verschlechterung darstellen würde. Sprich: besser kann das Umfeld nicht mehr werden. Die wichtigste Frage der Investoren zu Beginn des Jahres 2018 ist damit, ob dieses positive Umfeld Bestand halten wird.

Überblick: Thesen für 2018

1. Das globale Wachstum erreicht dieses Jahr seinen Höhepunkt
2. Die niedrige Inflation wird in einigen wichtigen Ländern moderat ansteigen
3. Die extrem lockeren geldpolitischen Haltungen werden vorsichtig zurückgefahren
4. Die Abschwächung des Kreditwachstums in China wird auf das Wirtschaftswachstum drücken
5. Die Fiskalpolitiken spielen für das Wachstum keine Rolle
6. Auf globaler Ebene werden keine externen Ungleichgewichte schlagend
7. Die Abschwächung des handelsgewichteten US-Dollar wird sich (vorerst) nicht fortsetzen
8. Die (Geo-)Politik wird relevanter für die Kursbildung
9. Sowohl bei den volkswirtschaftlichen Variablen als auch bei den Wertpapierkursen wird die Volatilität zunehmen
0. Die Beziehungen zwischen den volkswirtschaftlichen Variablen werden weiterhin durch das Niedrigzinsniveau dominiert

1. Das globale Wachstum erreicht dieses Jahr seinen Höhepunkt.

Eine Auswirkung der Großen Rezession war, dass die Weltwirtschaft deutlich weniger produziert hat, als sie produzieren hätte könnten. Die Produktionslücke wurde stark negativ. Mit dem Einsetzen der Erholung wurde die Produktionslücke langsam kleiner.

Seit dem Vorjahr fällt das reale globale Wirtschaftswachstum sehr kräftig aus und ist breit basiert. Zudem sind die Datenüberraschungen positiv. Das heißt, die Prognosen für das Wirtschaftswachstum werden ständig nach oben revidiert. Diese Tendenz könnte sich noch einige Monate fortsetzen. Denn die Frühindikatoren wie der globale Einkaufsmanagerindex für den Fertigungssektor steigen an. Allerdings liegt das aktuelle Wachstum über dem langfristig zu erwartenden Wert, dem sogenannten Potenzialwachstum. Positiver Effekt: die Arbeitslosenraten gehen zurück.

Anders ausgedrückt: Die negative Produktionslücke verschwindet in immer mehr Ländern. Das bedeutet aber auch, dass immer mehr Länder an die Grenzen ihres Produktionspotenzials anstoßen. Weil letzteres weniger stark wächst als das aktuelle Wachstum, wirkt das wie eine Wachstumsbremse.

2. Die niedrige Inflation wird in einigen wichtigen Ländern moderat ansteigen.

Je länger das aktuelle Wachstum über dem Potenzialwachstum bleibt und einen Rückgang der aktuellen Arbeitslosenrate unter die strukturelle Arbeitslosenrate bewirkt, desto eher wird die zugrundeliegende Inflation ansteigen. Diese Aussage ist aktuell vor allem für die USA von Relevanz, wo die Arbeitslosenrate bereits auf 4,1% gefallen ist, während die strukturelle Arbeitslosenrate auf 4,6% geschätzt wird. Gleichzeitig drücken strukturelle Kräfte wie die Digitalisierung auf die Inflation.

Der Inflationsanstieg wird also nur gering sein. In der Eurozone wird die Inflation niedrig bleiben.

3. Die extrem lockeren geldpolitischen Haltungen werden vorsichtig zurückgefahren .

Das Wachstum wird immer selbst tragender, die negativen Produktionslücken verschwinden, die (unmittelbaren) Deflationsrisiken sind nicht mehr da und die zugrunde liegende Inflation wird in einigen Ländern, insbesondere in den USA, leicht ansteigen. Bereits im vergangenen Jahr haben einige Zentralbanken ihren Leitzinssatz angehoben.

In den USA hat die Fed den Leitzinssatz auf mittlerweile 1,25% - 1,5% erhöht. Zumindest drei Zinsanhebungen sind in diesem Jahr realistisch. In der Eurozone rechne ich erst im nächsten Jahr mit einer Leitzinsanhebung.

Nicht nur der Preis des Geldes - der Zinssatz - steigt leicht an. Auch das Wachstum des Zentralbankgeldes wird abnehmen. In den USA hat die Fed bereits mit einer leichten Reduktion der Zentralbankbilanz begonnen. Auch in der Eurozone hat die Europäische Zentralbank eine Halbierung des Anleiheankaufsprogramms angekündigt. Neben der Fed-Politik wird in diesem Jahr der Zentralbank in Japan, der Bank of Japan, eine Schlüsselrolle zukommen. Ein wichtiges Element ihres Programms ist die Fixierung der zehnjährigen Staatsanleiherendite bei null Prozent. Das hat zu kräftigen Kapitalausflüssen in den „Rest“ der Welt geführt und die Renditen gedrückt. Im wahrscheinlichsten Szenario kommt es zu keiner Änderung, weil dadurch eine Abschwächung des Yen und ein Anstieg der Inflation erzeugt werden kann. Sollte jedoch die Bank of Japan das Ziel für die zehnjährige Rendite etwas anheben, würde das globale Renditeniveau etwas ansteigen.

4. Die Abschwächung des Kreditwachstums in China wird auf das Wirtschaftswachstum drücken.

In den entwickelten Volkswirtschaften hat für viele Jahre das niedrige Kreditwachstum, in manchen Ländern die Schrumpfung des Kreditbestandes, auf das Wirtschaftswachstum gedrückt. Diese Phase ist zu Ende. Auch in den Schwellenländern exklusive China zeichnet sich eine Stabilisierung des Kreditwachstums nach einer jahrlangen Abschwächung ab. Der Fokus ist nunmehr auf China gerichtet. Dort ist die Wirtschaftspolitik auf einen Abbau der überschüssigen Kapazitäten und auf eine graduelle Abschwächung des Kreditwachstums gerichtet. So sind die Zinsen angestiegen und wurden die regulatorischen Vorschriften im Finanzsektor verschärft. Im Einklang damit wird sich das reale Wirtschaftswachstum graduell abschwächen. Wichtig dabei ist, dass sich das nominelle Wirtschaftswachstum, also reales Wachstum plus Inflation, nicht zu sehr abschwächt. Denn die wichtige Kennzahl ist Kreditbestand pro Bruttoinlandsprodukt. Diese Entwicklung wird ein Mühlstein für die chinesische Importnachfrage und die Rohstoffpreise sein. Risiko: eine schlecht kommunizierte restriktive Maßnahme könnte zu Kurskorrekturen führen.

5. Die Fiskalpolitiken werden generell neutral für das Wachstum sein.

Ähnlich wie das Kreditumfeld wirken die Fiskalpolitiken seit einiger Zeit nicht mehr restriktiv, d.h., wachstumsdämpfend. In den USA werden die Steuersenkungen das Wirtschaftswachstum sogar um einige Zehntel Prozentpunkte anheben.

6. Auf globaler Ebene werden keine externen Ungleichgewichte schlagend.

Die Leistungsbilanzdefizite in der Türkei, Südafrika und dem Vereinigten Königreich bleiben länderspezifische Risiken.

7. Die Abschwächung des handlungsgewichteten US-Dollar wird sich (vorerst) nicht fortsetzen.

Der Höhepunkt des US-Dollar ist aber wahrscheinlich bereits Ende 2016 erreicht worden. Die Kombination aus Leitzinserhöhungen und Ausweitung des Budgetdefizits wirkt klassisch unterstützend für eine Währung. Der real effektive US-Dollar, also der handlungsgewichtete US-Dollar bereinigt um die Unterschiede der Lohnstückkosten, könnte sogar ansteigen, weil in den USA die Inflation am ehesten ansteigen könnte. Das ist positiv für die externe Wettbewerbsfähigkeit der US-Handelspartner.

8. Die (Geo-)Politik wird tendenziell relevanter für die Kursbildung.

Die Anti-Globalisierungstendenzen stehen erst am Anfang. An vorderster Front steht ein möglicher Handelskonflikt zwischen den USA und China. Die internationalen Organisationen und Institutionen werden tendenziell geschwächt. Das reicht von der UNO über die EU (Brexit) bis hin zum Klimaschutzabkommen. In diesem Jahr könnte sogar die NAFTA aufgelöst werden. Zudem könnten die Spannungen im Mittleren Osten und Nordkorea eskalieren. Darüber hinaus stehen in Italien, Brasilien, Russland und Mexiko wichtige Wahlen an, ziehen sich in Deutschland die Regierungsverhandlungen in die Länge und könnte eine mögliche Mehrheit der Demokraten im Repräsentantenhaus nach den Wahlen im November ein Amtsenthebungsverfahren zur Folge haben.

9. Sowohl bei den volkswirtschaftlichen Variablen als auch bei den Wertpapierkursen wird die Volatilität zunehmen.

Die Phase der positiven Wachstumsüberraschungen wird enden, die Inflation könnte sprunghaft ansteigen, die Zentralbankmaßnahmen (Leitzinsanhebungen, Reduktion der Liquidität) könnten als zu wirtschaftsdämpfend interpretiert werden, eine wirtschaftspolitisch restriktive Maßnahme in China könnte die Befürchtungen einer „harten“ Landung schüren, das Gewinnwachstum könnte enttäuschen, geopolitische Maßnahmen könnten eskalieren, im Zusammenhang damit könnte der Ölpreis kräftig ansteigen.

10. Die Beziehungen zwischen den volkswirtschaftlichen Variablen werden weiterhin durch das vorherrschende Niedrigzinsniveau dominiert.

Das bedeutet: a) Die Leitzinsen können im Fall einer Rezession nicht mehr um mehrere Prozentpunkte gesenkt werden. Deshalb werden die Zentralbanken weiterhin vorsichtig agieren, um keine Rezession auszulösen. Ausgeprägte Leitzinsanhebungen wären ein Politikfehler. Hier ist der Fokus vor allem auf die Fed-Politik gerichtet. b) Das Investmentthema „Hohe Liquidität sucht Rendite“ wird Bestand halten.

Anfang 2018 ist das Umfeld unterstützend für den Kapitalmarkt. Dieses wird allerdings bereits von den erhöhten Bewertungen (niedrige Renditeaufschläge für das Kreditrisiko, überdurchschnittliche Kurs-Gewinn Verhältnisse, generell niedrige Anleiherenditen) zu einem guten Teil reflektiert. Im Laufe des Jahres wird das Umfeld wahrscheinlich etwas ruppiger werden, auch wenn das generelle Umfeld positiv bleibt. Allerdings gibt es auch zahlreiche mögliche „Spielverderber“.

Wichtige rechtliche Hinweise

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittlung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. 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 Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (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 die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der 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 ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen 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 AnlegerInnen 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.