

Metzler: 2017 – Wachstum, säkuläre Stagnation oder Zombifizierung?

Das Jahr 2016 war in dem Sinne ungewöhnlich, da gefühlt sehr viel passiert ist, die Entwicklung der Realwirtschaft aber einigermaßen stabil blieb. Schon der Jahresauftakt begann entgegen dem normalen Saisonmuster mit heftigen Kursverlusten von teilweise mehr als 15 % an den wichtigsten Börsen turbulent, da erhebliche Sorgen vor einer schweren Finanzmarktkrise in China auf die Kurse drückten. In der Folge konnte die chinesische Regierung die Kapitalflucht eindämmen und die Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs bringen, sodass die Sorgen nachließen.

Im März beschloss die EZB dann Zinssenkungen sowie eine signifikante Ausweitung des Wertpapierkaufprogramms, das nunmehr auch Unternehmensanleihen umfasste. Darauf folgte im Juni das Referendum zum Brexit, dem eine ausgesprochene Schwäche europäischer Bankaktien folgte. Die offensichtlichen Probleme des europäischen Bankensektor trugen dazu bei, dass sich zunehmend die Erkenntnis durchsetzte, dass die Geldpolitik weitestgehend ausgereizt ist und eine weitere Lockerung der Geldpolitik dem Finanzsystem mehr schaden als der Realwirtschaft helfen würde. Im September änderte die Bank von Japan vor diesem Hintergrund ihren geldpolitischen Kurs – mit dem Ziel, die Renditestrukturkurve steiler zu machen und damit dem Finanzsektor zu helfen. Im November folgten die Präsidentschaftswahlen in den USA; im Dezember das Referendum in Italien und die Leitzinserhöhung der US-Notenbank.

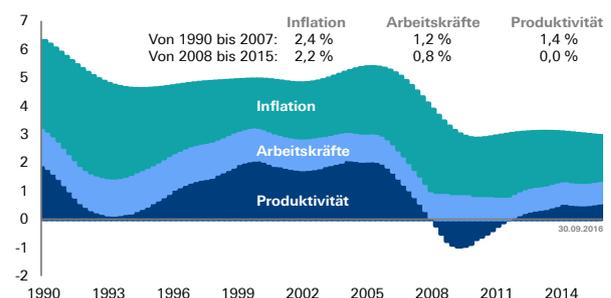
Trotz der zahlreichen Ereignisse dürfte die Weltwirtschaft 2017 um etwa 3,1 % wachsen und damit in etwa das Vorjahresniveau von 3,2 % erreichen. In den vergangenen fünf Jahren bewegte sich die Weltwirtschaft damit auf einem ungewöhnlich stabilen Wachstumspfad ohne größere Abweichungen von durchschnittlich 3,3 % pro Jahr. In den entwickelten Volkswirtschaften wird sich das Wirtschaftswachstum 2017 ausgehend von den USA voraussichtlich etwas abschwächen, während es sich in den Schwellenländern moderat beschleunigen dürfte. Vor allem die nachlassenden Rezessionen in Russland sowie in Brasilien sorgten mit geringeren negativen Wachstumsbeiträgen für die Erholung in den Schwellenländern.

Diagnose der Wachstumsschwäche der OECD-Länder

Seit der Finanzmarktkrise schwächte sich das nominale Trendwachstum der entwickelten Volkswirtschaften (OECD-Staaten) von zuvor 5 % merklich auf nur noch 3 % jährlich ab. Der Hauptgrund für die Wachstumsverlangsamung ist ein Kollaps der Produktivität, die vor der Finanzmarktkrise noch durchschnittlich um knapp 1,5 % pro Jahr wuchs und seitdem nur noch stagnierte.

Nominales Trendwachstum in den entwickelten Volkswirtschaften*

Beiträge zum Trendwachstum* in % Punkten



* Trendwachstumsraten wurden mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters berechnet

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Die Ursachen der Produktivitätsschwäche sind umstritten: So ist beispielsweise der ehemalige Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds aufgrund seiner Analysen der Finanzmarktkrisen in den vergangenen 200 Jahren der Meinung, dass es nach einer schweren Finanzmarktkrise normal sei, dass die davon betroffene Volkswirtschaft über viele Jahre nur schwach wachse, dann aber wieder zu ihrem alten Wachstumstrend zurückkehre. Ein Beispiel für diese These könnte Spanien sein, das nach Strukturreformen und Bankensanierung seit 2015 wieder – wie vor der Krise – um 3 % pro Jahr wächst. Die Vertreter der These der säkularen Stagnation sehen dagegen die Weltwirtschaft in einer strukturellen Liquiditätsfalle, in der zu hohe Realzinsen ein Überangebot an globalen Ersparnissen verursachen. Interessanterweise scheint die These der säkularen Stagnation immer mehr Anhänger zu gewinnen. So ist eine höhere Toleranz für steigende Inflationsraten unter den Zentralbanken zu beobachten, was fallende Real-

zinsen bewirken würde. Gleichzeitig steigt auch die Bereitschaft für eine expansive Fiskalpolitik auf globaler Ebene, was eine Verringerung der globalen Ersparnisse zur Folge hätte.

Die Vertreter der österreichischen Schule sehen dagegen die Ursache in zu niedrigen Zinsen und den zahlreichen Konjunkturprogrammen. Ihnen zufolge verhindern vor allem Nullzinsen den natürlichen Strukturwandel einer Volkswirtschaft, da überschuldete Banken und Unternehmen nicht vom Markt verschwinden, sondern zu Zombiefirmen werden. Die Lösung wäre, die Zinsen auf globaler Ebene anzuheben, um somit eine Anpassungsrezession auszulösen, was auch den Druck für Strukturreformen erhöhen würde. Im Endeffekt beschreibt die österreichische Schule damit den Fall einer Insolvenzverschleppung auf makroökonomischer Ebene. Sollte ein Einfrieren des natürlichen Strukturwandels tatsächlich der dominierende Einflussfaktor für die Weltwirtschaft sein, dann würden die gesamten Stimulusmaßnahmen im Verlauf des nächsten Jahres verpuffen, da erfolgreiche und neue Unternehmen kaum Platz zum wachsen und die Banken aufgrund der Altlasten auf ihren Bilanzen keinen Spielraum zur Finanzierung von neuen Unternehmen hätten. Die Folge wäre ein merkliche Abschwächung der entwickelten Volkswirtschaften – ein Phänomen, das seit 1990 in Japan mit kontinuierlich steigenden Staatsschulden ohne eine nennenswerte Wachstumsbeschleunigung zu beobachten ist.

Leider gibt es bisher keine stringente Möglichkeit herzu-leiten, welche der Thesen den Zustand der entwickelten Volkswirtschaften am besten diagnostiziert. Vor allem der sich abzeichnende Umschwung in der globalen Fiskalpolitik spricht jedoch dafür, dass die strukturellen Hemmnisse und die Probleme der Zombifizierung in den entwickelten Volkswirtschaften kein dominierender Einflussfaktor sind und daher gute Chancen für eine moderate Wachstumsbelebung in den USA auf 2,2 % und in der Eurozone auf 1,5 % im Jahr 2017 bestehen.

Wachstumsperspektiven Schwellenländer

In den Schwellenländern dürfte sich das Wachstum 2017 leicht beleben, da Brasilien und Russland zu einem moderat positiven Wachstum zurückkehren und China stabil wachsen dürfte. Die chinesische Regierung

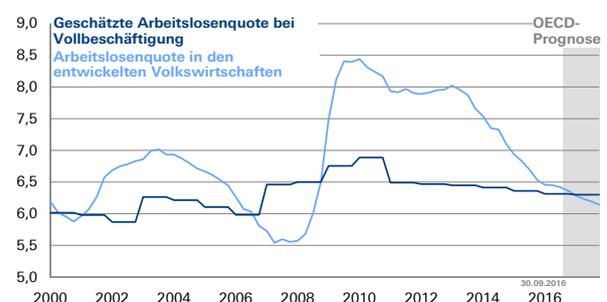
dürfte erst nach dem 19. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas Ende 2017 die Probleme der Überhitzung des Immobilienmarktes und der Überschuldung zahlreicher Staatsunternehmen ernsthaft angehen – mit den entsprechenden Risiken für das Wirtschaftswachstum.

Inflationsausblick

Die Inflation wird alleine schon aufgrund von Basiseffekten im ersten Quartal 2017 merklich steigen. Noch im Januar 2016 verzeichnete der Ölpreis (Brent) einen Tiefstand bei etwa 26 US-Dollar pro Barrel. Seitdem stieg der Ölpreis jedoch bis auf über 50 USD pro Barrel. Bei gleichbleibender Kerninflation würde die Inflation nach einem Sprung im ersten Quartal 2017 im Jahresverlauf wieder in Richtung der Kerninflation fallen. Eine Prognose der OECD zeigt jedoch, dass die Arbeitslosenquote in den OECD-Ländern im Jahresverlauf 2017 unter das Vollbeschäftigungsniveau fallen könnte.

Entwickelte Volkswirtschaften: Arbeitsmarkt signalisiert Lohndruck

in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Der stetige Rückgang der Arbeitslosenquote in allen entwickelten Volkswirtschaften dürfte im kommenden Jahr für eine moderate Beschleunigung des Lohnwachstums sorgen und damit auch für einen moderaten Anstieg der Kerninflation. Die Inflation ist damit wieder zurück und in einem moderaten Aufwärtstrend in den kommenden Jahren, da die großen Zentralbanken den Inflationsanstieg nicht ernsthaft bekämpfen, sondern die in der Folge fallenden Realzinsen begrüßen werden. So dürfte die EZB erst im Januar 2018 den Einstieg in den Ausstieg aus dem Wertpapierkaufprogramm wagen und wahrscheinlich erst im Sommer 2018 das Wertpapierkaufprogramm beenden. Die US-Notenbank dürfte ähnlich vorsichtig agieren und den Leitzins im Jahr 2017 nur zweimal auf etwa 1,1 % anheben. Nach unseren Berechnungen hätte die US-

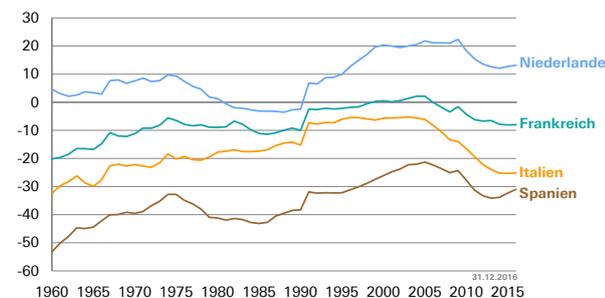
Notenbank in der Vergangenheit in einem vergleichbaren makroökonomischen Umfeld den Leitzins auf etwa 2,5 % angehoben.

Politische Risiken im Fokus

Der Ausgang des Brexit-Referendums war ein großer Schock für Europa, da zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg ein Land sich gegen den europäischen Integrationsprozess entschied und ihn damit implizit infrage stellte. Zumal auch in anderen europäischen Ländern europafeindliche Kräfte in den Umfragen an Popularität gewannen. Die Wahlen in Holland, Frankreich, Deutschland und vielleicht sogar in Italien im Jahr 2017 werden zeigen, ob der Integrationsprozess nachhaltig beschädigt ist oder ob das Brexit-Referendum nicht doch ein Weckruf war, den Integrationsprozess stärker voranzutreiben. Das schwächste Glied hierbei ist Italien, das 2005 noch ein durchschnittliches Pro-Kopf-Einkommen von etwa 5 % unter dem deutschen Niveau hatte und seitdem kontinuierlich bis auf unter 25 % 2015 verloren hat.

Die Einkommen in Frankreich und Italien entwickeln sich bedenklich divergent zu denjenigen in Deutschland

Differenz des Einkommens pro Kopf zu Deutschland in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

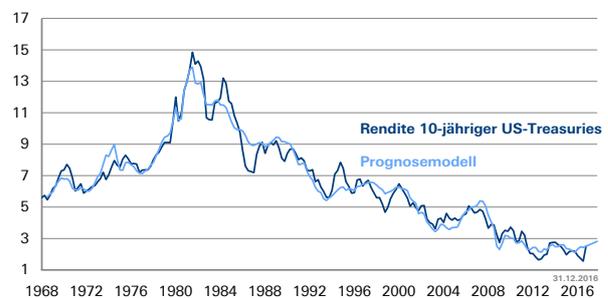
Ohne Strukturreformen würde Italien aufgrund der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit immer weiter abgehängt werden und damit wahrscheinlich in der Europäischen Währungsunion immer weniger überlebensfähig sein. Trotz des gescheiterten Referendums scheint Italien den mit den Arbeitsmarkt- und Konkursrechtsreformen eingeleiteten Reformprozess fortsetzen zu wollen, was ein langfristiges Überleben Italiens in der Europäischen Währungsunion sicherstellen dürfte. Darüber hinaus gibt es noch erhebliche Unsicherheit über die zukünftige US-Außen- und Handelspolitik sowie zahlreiche geopolitische Risiken.

Rentenmarkt: steigende Renditen

Das Jahr 2016 könnte in die Geschichtsbücher als das Jahr eingehen, in dem der etwa 35 Jahre dauernde Abwärtstrend der Renditen zu einem Ende gekommen ist. So erreichte die Rendite 10-jähriger US-Treasuries am 30.9.1981 mit 15,8 % den bisherigen Höchststand und am 29.7.2016 mit 1,3 % den bisherigen Tiefstand. Dafür spricht unter anderem die Erkenntnis, dass die Geldpolitik aufgrund der problematischen Auswirkungen der Negativzinsen auf das Finanzsystem ihre Grenzen erreicht hat und keine weiteren Zinssenkungen zu erwarten sind. Darüber hinaus lassen auch die guten Wachstumsperspektiven, die Erwartung steigender Inflationsraten sowie die Prognose von US-Leitzins-erhöhungen vermuten, dass das Renditetief schon hinter uns liegt und die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bis auf 2,8 % Ende 2017 steigen könnte. In diesem Umfeld dürfte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen 2017 auf etwa 0,5 % in steigen.

Steigende Renditen am Rentenmarkt ausgehend von den USA

in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

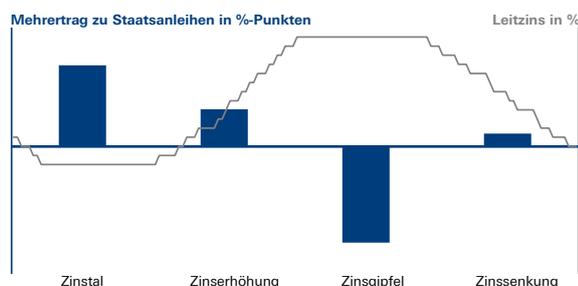
Die größten Risiken für den europäischen Rentenmarkt sind einerseits politischer Natur sowie andererseits die Zinsentwicklung in den USA. So könnte es infolge von Inflationsüberraschungen einen Renditeschub in den USA geben, der sich unter anderem auch auf die Renditen von Staatsanleihen in der europäischen Peripherie übertragen könnte. Aufgrund der niedrigen Inflation in der europäischen Peripherie – beispielsweise im November in Italien 0,1 % und in Spanien 0,7 % – würden die Realzinsen stark steigen. Sofort wäre die Schulden-tragfähigkeit der hochverschuldeten Länder in der europäischen Peripherie in Frage gestellt und die Staatsschuldenkrise wäre wieder zurück. Eine ähnliche Entwicklung am europäischen Rentenmarkt würde wahrscheinlich drohen, wenn europafeindlich Kräfte in einer der Wahlen an die Macht kommen würden. Eine internationale Diversifizierung in Staatsanleihen mit guten

Ertragschancen, ohne zu große Bonitätsrisiken einzugehen, wäre eine Möglichkeit, den Einfluss politischer Risiken in Europa auf ein Staatsanleiheportfolio zu reduzieren.

Chancen für europäische Staatsanleihen mit guter Bonität würden sich aus einer Wachstums- und Inflationsabschwächung im Jahresverlauf 2017 in dem Fall ergeben, dass die gesamten Stimulusmaßnahmen verpuffen.

Die Spreads von europäischen Unternehmensanleihen mit guter Bonität dürften 2017 seitwärts tendieren. Eine Analyse historischer Leitzinszyklen zeigt, dass Unternehmensanleihen durchschnittlich den höchsten Mehrertrag gegenüber Staatsanleihen im Zinstal aufwiesen, in der Phase zwischen letzter Leitzinssenkung und erster Leitzinserhöhung. Nach unseren Berechnungen dürfte die EZB den Leitzins frühestens 2020 wieder anheben, sodass europäische Unternehmensanleihen anhaltend bessere Ertragsperspektiven im Vergleich zu Staatsanleihen bieten.

Euro-Unternehmensanleihen im attraktiven Zyklus Schematische Darstellung abgeleitet von der US-Notenbankpolitik



Quelle: Berechnungen Metzler

Das Unternehmensanleihe-Kaufprogramm der EZB dürfte dabei kaum einen Einfluss auf den Spread und damit auf den zu erwartenden Mehrertrag von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen haben, da die EZB neben Unternehmensanleihen auch Staatsanleihen in einem erheblichen Umfang kauft. Aufgrund des niedrigen Renditeniveaus auf den europäischen Rentenmärkten ist eine breite Diversifikation des Portfolios wichtig, damit idiosynkratische Einzeltitelrisiken das Portfolio nicht nachhaltig belasten.

Aktienmarkt: Chancen in Europa

Die hohe Bewertung des US-Aktienmarktes, steigende US-Zinsen sowie steigende Lohnstückkosten sind Belastungsfaktoren, die zwar einerseits die Kurschancen von US-Aktien stark begrenzen – andererseits jedoch reduziert die voraussichtlich gute Entwicklung der US-Wirtschaft die Risiken größerer Kursverluste. Per saldo spricht daher vieles für eine Seitwärtsbewegung von US-Aktien. Europäische Aktien haben dagegen deutlich größeres Kurspotenzial, da Europa im Konjunkturzyklus den USA um einige Jahre hinterherhinkt. Darüber hinaus sind europäische Aktien aufgrund der politischen Risiken unterbewertet. Die mit der Unterbewertung einhergehende hohe Risikoprämie impliziert automatisch höhere Ertrags Erwartungen. Damit haben jedoch europäische Aktien auch ein größeres Abwärtsrisiko als US-Aktien für den Fall, dass sich eines der politischen Risiken in Europa manifestieren sollte, da diese nicht vollständig in den Risikoprämien eingepreist sind. Ein ähnliches Bild wie für europäische Aktien ergibt sich auch für die Aktienmärkte der Schwellenländer, die aufgrund zahlreicher Risiken eher niedrig bewertet sind.

Ein Risikoszenario für die globalen Aktienmärkte ist ein Verpuffen der Stimulusmaßnahmen, sodass die Entwicklung japanischer Aktien in den vergangenen 25 Jahren eine Blaupause für die zukünftige Entwicklung der globalen Aktienmärkte sein könnte.

Devisenmärkte: der US-Dollar dominiert

Die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten wurde schnell mit der Wahl Ronald Reagans am 4. November 1980 verglichen. Ebenso wie Ronald Reagan damals möchte Donald Trump eine expansive Fiskalpolitik betreiben und die Wirtschaft deregulieren. Damals stiegen die Aktienmärkte und der US-Dollar merklich als eine Folge des dadurch entstandenen Wirtschaftsoptimismus. Der US-Dollar stieg um mehr als 50 % gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner von Ende 1980 bis Anfang 1985. Die US-Dollar-Stärke wurde jedoch zunehmend zu einem großen Belastungsfaktor für die US-Industrie, sodass die USA 1985 zum Plaza-Abkommen drängten, um eine merkliche Abwertung des US-Dollars zu erreichen. Donald Trump versprach im Gegensatz zu Ronald Reagan in seinem Wahlkampf eine Rückkehr der Industriejobs in die USA, was ein starker US-Dollar konterkarieren könnte. Daher plant Donald Trump eine Steuerreform, die Importe mit dem Unternehmenssteuersatz belegt und Exporte steuerfrei macht. Der Effekt wäre mit einer 15 %-Abwertung des US-Dollars vergleichbar. Darüber hinaus dürfte die

23. Dezember 2016

US-Notenbank bei ihrer Zinspolitik auch den US-Dollar im Auge haben und daher eher vorsichtig agieren. Insgesamt spricht das Umfeld für eine anhaltende US-Dollar-Stärke. Sollte der US-Dollar jedoch zu stark werden, ist mit politischem Gegenwind aus Washington zu rechnen. Die wohlwollende Gleichgültigkeit der USA gegenüber dem US-Dollar ist vorbei.

Alles Gute für 2017 wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.