

Kapitalmarktausblick 1. Quartal 2018

Eine Werbemitteilung der Metzler Asset Management GmbH

Januar 2018

Rentenmärkte: Weiter stark beeinflusst von der Geldpolitik der Zentralbanken

2017 war ein durchwachsendes Jahr an den europäischen Rentenmärkten. Deutsche Staatsanleihen verloren etwa 1,4 %, und Staatsanleihen aus der gesamten Eurozone erzielten lediglich einen Ertrag von etwa 0,4 % laut den JPM-Anleiheindizes. Unternehmensanleihen mit guter Bonität legten dagegen etwa 2,4 % an Wert zu, und europäische High-Yield-Anleihen verzeichneten sogar ein Plus von etwa 6,7 %, laut den Indizes von BofA Merrill Lynch. Die gute Konjunktur und die monatlichen Käufe von Unternehmensanleihen der Europäischen Zentralbank (EZB) von etwa 8 Mrd. EUR sorgten für die merklich bessere Wertentwicklung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen.

Der große Einfluss der Zentralbankpolitik auf den Rentenmarkt dürfte sich auch im ersten Quartal 2018 fortsetzen. Solange die EZB Staats- und Unternehmensanleihen im Rahmen ihres Wertpapierkaufprogramms von 30 Mrd. EUR pro Monat erwirbt, solange bestehen nur geringe Kursrisiken für Staats- und Unternehmensanleihen. Unternehmensanleihen dürften zudem von der anhaltend guten Konjunktur profitieren. Erst mit dem absehbaren Ende des Wertpapierkaufprogramms gegen Ende des Jahres dürfte wieder mehr Bewegung in die Kurse von Staats- und Unternehmensanleihen kommen.

Natürlich können zwischenzeitlich immer wieder Kommentare von Notenbankern für Kursturbulenzen sorgen: Zum Beispiel wurde eine Rede von EZB-Präsident Draghi in Sintra im Juni 2017 als Signal für eine baldige Straffung der Geldpolitik missgedeutet – daraufhin verzeichneten Anleihen auf breiter Basis große Kursverluste.

Die EZB möchte jedoch erst die Prognosen im März abwarten, bevor sie das weitere Vorgehen ihrer Geldpolitik diskutiert. Bis dahin dürfte es also ruhig bleiben.

Aktienmärkte: Marktteilnehmer sind für 2018 optimistisch gestimmt

Die positive Stimmung an den internationalen Aktienmärkten übertrug sich auch ins vierte Quartal. So legte der MSCI Welt um etwa 5,4 % und der MSCI Schwellenländerindex um 5,7 % zu, jeweils in lokaler Währung. Der MSCI Europa hinkte mit einem Wertzuwachs von nur etwa 1,3 % hinterher. Die merkliche Aufwertung europäischer Währungen gegenüber dem US-Dollar belasteten die hiesigen Aktienmärkte. Darüber hinaus profitierte vor allem der US-Aktienmarkt von der bevor-

stehenden Verabschiedung der umfassenden Steuerreform.

Die Finanzmarktakteure gehen mit großem Optimismus ins neue Jahr und scheinen sich zuletzt weniger gegen Abwärtsrisiken an den Aktienmärkten abgesichert zu haben als noch im vergangenen Jahr. Die Konjunkturdaten und Frühindikatoren bestätigen das Bild einer dynamisch wachsenden Weltwirtschaft bei gleichzeitig niedriger Inflation. Die Zentralbanken können daher an ihrem Plan festhalten, die Geldpolitik in langsamen und vorsichtigen Schritten zu normalisieren.

Dementsprechend dürfte die Summe der aggregierten Zentralbankbilanz von Federal Reserve, Europäischer Zentralbank und Bank von Japan bis September 2018 noch steigen und erst danach beginnen zu fallen. Den internationalen Aktienmärkten dürfte die Kombination aus guter Konjunktur und steigender Zentralbankliquidität eine positive Wertentwicklung im ersten Halbjahr bescheren. Allerdings ist es absehbar, dass sich die Zentralbankliquidität ab September verringern wird, was die Aktienkurse im zweiten Halbjahr belasten dürfte. Die Zentralbanken sind somit zum maßgeblichen Einflussfaktor für die Finanzmärkte geworden.

Natürlich können jederzeit exogene Ereignisse oder eine überraschend stark steigende Inflation auch schon im ersten Halbjahr für Kurskorrekturen sorgen – zumal die Aktienmärkte dafür aufgrund der geringeren Absicherungsquoten anfälliger geworden sind. Per saldo überwiegen jedoch die Kurschancen in den ersten sechs Monaten.

Konjunktur Eurozone: Weiterhin rosige Aussichten

Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone beschleunigte sich im Jahresverlauf merklich und setzte sich im vierten Quartal fort.

Damit einhergehend, belebte sich der Arbeitsmarkt spürbar, und die Arbeitslosenquote fiel von 9,7 % im Dezember 2016 auf nur noch 8,7 % im November 2017. Gegen Ende 2018 dürfte die Arbeitslosenquote sogar auf unter 8 % sinken. Derzeit sind auch wegen der stimulierenden Effekte einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik kaum Wolken über dem Konjunkturhimmel der Eurozone erkennbar. Die Aufwertung des Euro gegenüber anderen wichtigen Handelswährungen in den vergangenen Wochen dürfte die Wachstumsdynamik zwar etwas dämpfen, reicht aber bei weitem nicht aus, das Wachstum deutlich zu verlangsamen.

Ein Unsicherheitsfaktor bleibt die Inflation, da die traditionellen Inflationsfrühindikatoren schon seit einiger Zeit einen merklichen Anstieg signalisieren, der aber bisher weitestgehend ausgeblieben ist. Vor diesem Hintergrund ist unsicher, ob es infolge der Digitalisierung zu einem Strukturbruch gekommen ist oder ob doch noch die altbekannten Zusammenhänge gelten. Derzeit gibt es ehrlicherweise wenig Anhaltspunkte, die klar in die eine oder in die andere Richtung deuten. Wir gehen davon aus, dass die Inflation auch angesichts steigender Rohstoffpreise moderat steigen wird: von 1,5 % im Jahr 2017 auf 1,7 % im Jahr 2018.

Die EZB könnte angesichts der guten Konjunktur und der tendenziell steigenden Inflation ihr Wertpapierkaufprogramm von derzeit 30 Mrd. EUR pro Monat schon im September in einem Schritt beenden. Die EZB dürfte jedoch erst im März anlässlich der Vorlage der neuen makroökonomischen Prognosen ihre geldpolitische Strategie überdenken und bis dahin abwarten.

Konjunktur USA: Weiterhin auf Wachstumskurs

Die US-Wirtschaft ist weiterhin auf stabilem Wachstumskurs. Die Steuerreform dürfte daran wenig ändern: Wir rechnen damit, dass der größte Teil der Steuerentlastungen gespart und über verschiedene Kanäle in US-Staatsanleihen investiert werden wird. Damit würden auch sehr wahrscheinlich die typischen Crowding-out-Effekte einer expansiven Fiskalpolitik am Ende eines langen Aufschwungs ausbleiben – also die sonst übliche Verdrängung privatwirtschaftlicher Investitionen durch entsprechende staatliche Programme.

Die Rezessionsfrühindikatoren signalisieren dementsprechend keine erhöhten Konjunkturrisiken. Ein Unsicherheitsfaktor ist der Inflationsausblick: So fielen die Preissteigerungen 2017 im Dienstleistungssektor überraschend niedrig aus, während die Güterpreise sich so entwickelten wie allgemein erwartet. Die Preise im Dienstleistungssektor bewegen sich in der Regel eins zu eins mit den Löhnen, weil die Branche generell durch eine gering wachsende Produktivität gekennzeichnet ist und die Dienstleistungen meistens nicht international angeboten werden.

Die überraschend niedrige Inflation in den USA ist also eine Folge der unerwartet geringen Lohnsteigerungen. Die Phillips-Kurve, in der sich der bisher gültige Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflationsrate

widerspiegelt, ist also entweder nicht mehr existent oder hat eine neue unbekannt Form angenommen.

Angesichts der derzeit geringen Dynamik bei den Konsumentenpreisen dürfte die US-Notenbank ihre Geldpolitik mit ruhiger Hand steuern und den Leitzins in insgesamt zwei Schritten auf 1,75 % bis 2,0 % anheben.

Konjunktur Asien: Japans Wirtschaftsmotor läuft auf Hochtouren – China mit Bremsspur

Die japanische Konjunktur läuft blendend. Die Löhne wachsen zwar noch moderat, aber die Beschäftigung wächst kräftig, sodass das verfügbare Einkommen und damit auch die Konsumausgaben merklich steigen. Die Unternehmen geraten aufgrund der immer knapper werdenden Arbeitskräfte zunehmend stärker unter Druck, in Roboter und in die Digitalisierung ihrer Geschäftsprozesse zu investieren, was wiederum das Wirtschaftswachstum antreibt. Japan befindet sich somit in einer positiven Aufwärtsspirale. Die anhaltend niedrige Inflation bedeutet, dass die japanische Zentralbank vorerst eine abwartende Haltung einnehmen kann.

In China dürfte sich die Wachstumsdynamik 2018 wieder etwas abschwächen. Verantwortlich dafür ist eine etwas restriktivere Geld- und Fiskalpolitik, die einen Abbau der Verschuldung und eine Eindämmung der Inflation zum Ziel hat, die im Verlauf von 2018 auf über 3,0 % steigen könnte. Da in diesem Zusammenhang auch die Vorschriften zur Kreditaufnahme verschärft worden sind, haben die lokalen Regierungen 2018 einen engeren Finanzspielraum als 2017.

Auch dürfte sich das Geschäftsklima am Wohnimmobilienmarkt abkühlen, weil die Schritte zur Eindämmung der hohen Unternehmensverschuldung viele kleinere und mittlere Bauunternehmen treffen und voraussichtlich eine Konkurswelle auslösen werden. Wachstumsimpulse dürften dagegen von der anstehenden Privatisierung und Restrukturierung vieler Staatsunternehmen kommen. Ähnliches erwarten wir in den Bereichen Digitalisierung und alternative Energien: Hier ist China inzwischen zu einer Großmacht mit hohem Innovationstempo avanciert.

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.com/asset-management

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.