

Rentenmärkte: Renditetal scheint durchschritten

Der europäische Rentenmarkt war durch erhebliche Kursverluste im vierten Quartal gekennzeichnet. Der deutsche Rentenmarkt verlor etwa 2,5 % und der Rentenmarkt der Eurozone etwa 3,0 % gemäß JP-Morgan-Rentenindizes. Dementsprechend stieg die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von etwa -0,1 % zu Quartalsbeginn auf 0,2 % zu Quartalsultimo. Der Renditeanstieg war eine Folge besserer Konjunkturdaten, steigender Inflationsraten und des Stimmungsumschwungs nach der Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten.

Das Jahr 2016 könnte in die Geschichtsbücher eingehen als das Jahr, in dem der etwa 35 Jahre dauernde Abwärtstrend der Renditen zu einem Ende gekommen ist. So erreichte die Rendite zehnjähriger US-Treasuries am 30. September 1981 mit 15,8 % den Höchststand und am 29. Juli 2016 mit 1,3 % den bisherigen Tiefstand. Dafür spricht unter anderem, dass die Geldpolitik aufgrund der problematischen Auswirkungen der Negativzinsen auf das Finanzsystem ihre Grenzen erreicht hat und keine weiteren Zinssenkungen zu erwarten sind.

Zudem lassen auch die guten Wachstumsperspektiven, die Erwartung steigender Inflationsraten sowie die Prognose von US-Leitzinserhöhungen vermuten, dass das Renditetief schon hinter uns liegt und die Rendite zehnjähriger US-Treasuries bis auf 2,8 % Ende 2017 steigen könnte. In diesem Umfeld dürfte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen 2017 auf etwa 0,5 % steigen.

Sollten jedoch die Stimuli im Jahr 2017 weitgehend verpuffen und sich das Wachstum im Jahresverlauf 2017 merklich abschwächen sowie die Inflationsraten wieder fallen, würden Bundesanleihen und US-Treasuries als sichere Häfen profitieren. Im Endeffekt wäre die Weltwirtschaft dann in der gleichen Situation, wie Japan es seit 25 Jahren ist.

Die spannende Frage ist also, ob die hohe Verschuldung und die verkrusteten Strukturen in vielen Volkswirtschaften einen stärkeren Aufschwung verhindern oder ob die Impulse einer lockeren Geld- und Fiskalpolitik in Verbindung mit einer steigenden Kreditvergabe der Banken für höheres Wirtschaftswachstum und steigende Inflationsraten ausreichen. Aus unserer Sicht sprechen derzeit die Indikatoren eher für das Szenario eines anziehenden Wachstums.

Aktienmärkte: Favoritenwechsel – Europa 2017 mit größerem Kurspotenzial als die USA

Das vierte Quartal endete für die internationalen Aktienmärkte versöhnlich. Der DAX legte um 9,2 % zu und erreichte damit noch einen Wertzuwachs im Gesamtjahr 2016. Auch der japanische Aktienmarkt konnte sich aufgrund einer fulminanten Jahresendrally noch ins Plus für das Gesamtjahr 2016 retten. Der Outperformer unter den großen Aktienbörsen war der US-Aktienmarkt, der trotz einer hohen Bewertung einen zweistelligen Ertrag im Gesamtjahr 2016 verzeichnete. Insbesondere die Wahl Donald Trumps und der damit verbundene Stimmungsumschwung in Kombination mit guten Konjunkturdaten beflügelten die Aktienmärkte. Aber auch die Aktienmärkte der Schwellenländer glänzten mit einer positiven Wertentwicklung.

Es besteht ein großes Risiko, dass der Jahresauftakt an den internationalen Aktienmärkten schwierig werden wird und das erste Quartal 2017 mit einer negativen Wertentwicklung endet. So könnte sich mit der Inauguration von Donald Trump der Fokus wieder auf die problematischen Aspekte seines Regierungsprogramms wie protektionistische Schritte richten – umso mehr, als steigende Inflation und Zinsen im ersten Quartal eine weitere Belastung sind, da die Zentralbanken in diesem Umfeld eher über restriktivere Schritte nachdenken als weitere Lockerungen in Aussicht stellen werden.

Für das Gesamtjahr 2017 spricht vieles für eine Seitwärtsbewegung von US-Aktien, da die hohe Bewertung des US-Aktienmarktes, steigende US-Zinsen sowie steigende Lohnstückkosten die Kurschancen von US-Aktien stark begrenzen – aufgrund der voraussichtlich guten Entwicklung der US-Wirtschaft sind die Risiken größerer Kursverluste jedoch auch limitiert.

Europäische Aktien haben dagegen deutlich größeres Kurspotenzial im Jahr 2017, 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 Ertragserwartungen. Damit haben jedoch europäische Aktien auch ein größeres Abwärtsrisiko als US-Aktien für den Fall, dass sich politische Risiken in Europa manifestieren sollten, 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 Stimuli, sodass die Entwicklung japanischer Aktien in den vergangenen 25 Jahren eine Blaupause für die zukünftige Entwicklung der globalen Aktienmärkte sein könnte.

Konjunktur Eurozone: Die Voraussetzungen für einen tragfähigen Aufschwung sind gut

Die Eurozone überraschte im vierten Quartal mit guten Konjunkturdaten. So könnte sich das Wachstumstempo der Wirtschaft von etwa 1,5 % auf sogar über 2,0 % beschleunigt haben. Dabei scheint es sich nicht nur um einen vorübergehenden Wachstumsschub zu handeln, sondern um einen tragfähigen Aufschwung.

Das hohe Konsumentenvertrauen und die steigenden Konsumausgaben scheinen die Unternehmen langsam wieder zu animieren, ihre Investitionen zu erhöhen und Mitarbeiter einzustellen, sodass eine positive Feedbackschleife entstanden ist. So befindet sich die Arbeitslosenquote in einem dynamischen Abwärtstrend: Sie sank von 12,1 % im Mai 2013 auf zuletzt 9,8 %. Zudem erfüllt das europäische Bankensystem nach erheblichen Rekapitalisierungen die notwendige Voraussetzung für einen tragfähigen Aufschwung und kann das Wachstum wieder mit einer steigenden Kreditvergabe finanzieren.

Darüber hinaus wird die Fiskalpolitik wie schon im Jahr 2016 mit einem voraussichtlich moderaten Impuls von etwa 0,2 %-Punkten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu den Wachstumstützen 2017 zählen. Von 2011 bis 2015 belastete die Austeritätspolitik jedes Jahr das Wachstum. Es ist nicht auszuschließen, dass die Staatsausgaben 2017 stärker als geplant steigen, da der neue US-Präsident erheblichen Druck auf Europa ausüben könnte, die Militärausgaben zu erhöhen. Auch will die EU-Kommission höhere Ausgaben für staatliche Infrastrukturprojekte in Europa durchsetzen und damit das Wachstum stimulieren.

Trotz der guten realwirtschaftlichen Entwicklung wird die Europäische Zentralbank (EZB) auf absehbare Zeit eine abwartende Haltung einnehmen und das Wertpapierkaufprogramm gemäß des letzten Beschlusses bis Dezember 2017 fortführen. Aus Sicht der EZB sorgen gerade steigende Inflationsraten und dadurch fallende Realzinsen für eine anhaltend hohe Wachstumsdynamik.

Die größten Risiken für Europa sind politischer Natur und nur schwer einzuschätzen. Die Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland und vielleicht in Italien werden zeigen, wie stark der Zusammenhalt in Europa ist. Auch könnten die Brexit-Verhandlungen zu politischen Unsicherheiten und Turbulenzen an den europäischen Finanzmärkten führen.

Konjunktur USA: Der Optimismus nach der US-Wahl könnte Konsumausgaben und Investitionen erhöhen

Die überraschende Wahl Donald Trumps zum 45. Präsidenten der USA war verbunden mit einem massiven Stimmungsumschwung. Überwog noch vor der Wahl die Skepsis und die Angst vor negativen Effekten auf die Wirtschaft, so war ein deutlich zunehmender Optimismus nach der Wahl zu beobachten, da sich die Finanzmarktakteure auf das Steuersenkungs-, Infrastrukturausgaben- und Deregulierungsprogramm von Donald Trump fokussierten. Die potenziellen negativen Effekte einer Präsidentschaft Donald Trumps, wie Protektionismus, wurden weitgehend ausgeblendet.

Der Stimmungsumschwung zeigte sich im Quartalsverlauf in einem deutlichen Anstieg des Konsumentenvertrauens, der Geschäftsklimaindizes und der Kurse an den Aktienmärkten. Die verbesserte Stimmung könnte in den kommenden Monaten zu merklich steigenden Konsumausgaben und Investitionen führen – unter der Bedingung, dass Donald Trump in den ersten Monaten seiner Präsidentschaft damit beginnt, die angekündigten Programme in Angriff zu nehmen.

Tatsächlich dürften jedoch die Deregulierungen, Steuersenkungen und höheren Infrastrukturausgaben frühestens ab Herbst den Gesetzgebungsprozess durchlaufen haben. Insgesamt bestehen aufgrund der Mehrheit der Republikaner im Kongress gute Chancen, dass Donald Trump einen Teil seiner Versprechungen umsetzen kann, sodass sich das Wachstum der US-Wirtschaft in diesem Jahr auf 2,2 % beschleunigen könnte.

Interessanterweise haben die USA mit einer Arbeitslosenquote von 4,8 % schon jetzt das Vollbeschäftigungsniveau erreicht, was im Jahresverlauf zu erhöhtem Lohndruck und steigenden Inflationsraten beitragen dürfte. Zudem könnten auch protektionistische Schritte den Inflationsdruck verstärken. Trotzdem dürfte die US-Notenbank den Leitzins in nur zwei Schritten anheben, um eine zu starke Aufwertung des US-Dollar zu vermeiden.

Konjunktur Asien: In China dürfte sich 2017 das Wirtschaftswachstum weiter verlangsamen

Im Einklang mit der Weltwirtschaft verbesserten sich die Konjunkturdaten in Japan im vierten Quartal merklich. Japan profitierte dabei von einem schwächeren Yen-Wechselkurs und der expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Trotzdem scheint es der japanischen Zentralbank nicht zu gelingen, einen Trend zu steigenden Inflationsraten zu etablieren. Im Dezember sank die Inflationsrate im Großraum Tokio deutlich von 0,5 % im November auf 0,0 %.

Immerhin bewirkten die verbesserten realwirtschaftlichen Bedingungen und die Abwertung des japanischen Yen einen Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen in den vergangenen Wochen von etwa 0,1 % auf durchschnittlich 0,6 % pro Jahr. Japan benötigt wohl oder übel einen schwachen Wechselkurs des japanischen Yen und ein starkes Wachstum über einen länge-

ren Zeitraum, um die Inflation nachhaltig auf einem Niveau von 2,0 % etablieren zu können.

Die chinesische Wirtschaft wuchs im vierten Quartal solide dank zahlreicher staatlicher Stimuli: Unter anderem wurden Restriktionen am Immobilienmarkt gelockert und Steuern für den Kauf von Kraftfahrzeugen gesenkt. 2017 dürften die ergriffenen Maßnahmen jedoch an Wirkung verlieren, wodurch sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen sollte. Nach einem Wachstum von 6,7 % im Jahr 2016 wird sich daher das Wachstum 2017 auf etwa 6,0 % abschwächen. Chinas Regierung dürfte jedoch keine größeren wirtschaftlichen Risiken vor dem Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas eingehen und auf eine stärkere Abschwächung des Wachstums sofort mit neuen Stimuli reagieren.

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.