

MAKROÖKONOMISCHER AUSBLICK 2017

ÜBERBLICK

Ob der jüngste Optimismus hinsichtlich des Wachstums und die steigenden Inflationserwartungen aufrechterhalten werden können, ist eine der wichtigsten Fragen für 2017. Die kurze Antwort ist: wahrscheinlich ja, aber nur für kurze Zeit, bis die zugrunde liegenden Faktoren die zyklische Dynamik überlagern. Die erwarteten fiskalpolitischen Impulse in den USA dürften keinen wesentlichen Einfluss auf den strukturellen Trend einer allmählichen, unweigerlichen Japanisierung der Weltwirtschaft haben. Auf Phasen des Wachstums und des Optimismus dürften Zeiten der Deflation und Rezession folgen und es ist mit Zins- und Währungsschwankungen zu rechnen.



**Adrien
Pichoud**
Economist

“Die anfänglich positive Konjunktdynamik dürfte allmählich abnehmen, da Bremswirkungen infolge des geringen Potenzialwachstums und der hohen Verschuldungsniveaus die Anleger an die unweigerliche Japanisierung der Weltwirtschaft erinnern.”

2016 hat die Anlegerstimmung einen Wandel von globalen Rezessions- und Deflationsbefürchtungen hin zu Wachstumsoptimismus und Erwartungen einer steigenden Inflation sowie einer überfälligen Normalisierung der Geldpolitik vollzogen. Ob sich dieser Trend fortsetzt, ist eine der Schlüsselfragen für 2017.

Positive Wachstums- und Inflationsdynamik zu Beginn des Jahres 2017

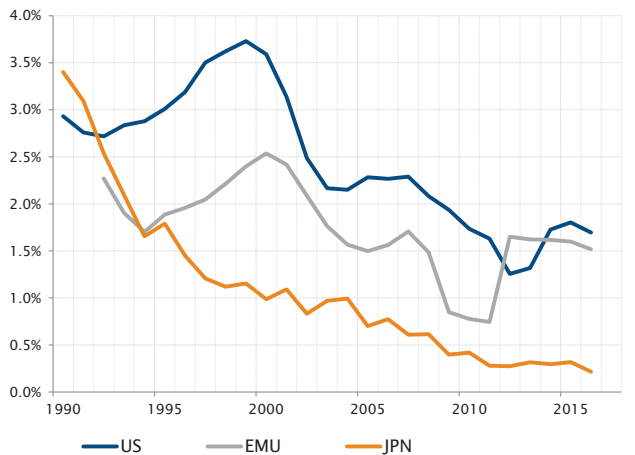


KANN DIE GLOBALE WIRTSCHAFT POSITIV ÜBERRASCHEN?

Die kurze Antwort ist: wahrscheinlich ja, aber nur für kurze Zeit, bis die zugrunde liegenden strukturellen Faktoren die zyklische Dynamik überlagern. Ungewöhnlich viele unterschiedliche Elemente könnten die zyklische Entwicklung beeinflussen: Fiskal-, Geld- und Handelspolitik in den USA, Geldpolitik und die umfangreiche politische Agenda in Europa, die Entwicklung des US-Dollar und dessen Auswirkungen auf die Schwellenländer, die Folgen der Abwertung des chinesischen Yuan und die Ölpreisentwicklung. Durch diese Faktoren erhöhen sich die Extremrisiken, während sich das wirtschaftliche Szenario kaum von dem im Jahr 2016 unterscheidet. Sie dürften aber keinen wesentlichen Einfluss auf den strukturellen Trend einer allmählichen, unweigerlichen Japanisierung der Weltwirtschaft haben.

Drei wesentliche Merkmale, die in den letzten zwei Jahrzehnten die Wirtschaft in Japan kennzeichneten, gewinnen in einem wachsenden Teil der Welt an Bedeutung: eine ungünstige demographische Entwicklung, die sich negativ auf das potenzielle BIP-Wachstum auswirkt, geringere Kapazitätsauslastungen und eine steigende Verschuldung. In Europa ist dieser Prozess am weitesten fortgeschritten, wobei die Demografie bereits ein ernstes Problem darstellt, ebenso wie beträchtliche ungenutzte Produktionskapazitäten und eine hohe Staatsverschuldung. Doch auch in den USA verlangsamt sich das Wachstum der

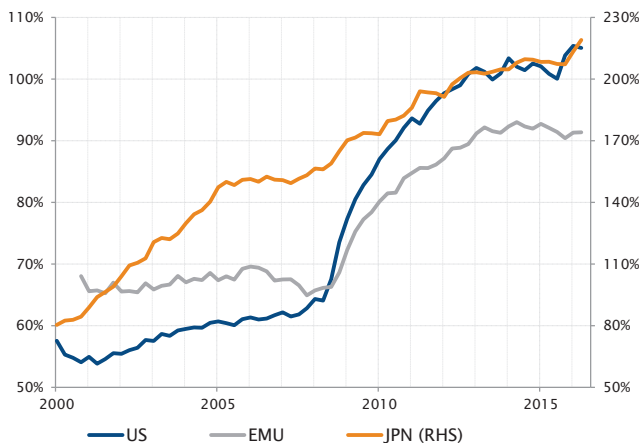
Geringes, abnehmendes Potenzialwachstum in den Industrieländern



Quelle: Datastream, OECD, SYZ AM

Erwerbsbevölkerung, sinkt die Kapazitätsauslastung und steigt die Verschuldung, vor allem bei Unternehmen und im öffentlichen Sektor. In vielen Schwellenländern ist bereits ein solcher Trend zu beobachten; vor allem China hat mit den gleichen Schwierigkeiten bezüglich Demografie, Überschusskapazitäten und Verschuldung zu kämpfen. Es ist schwierig, ein (friedliches) Szenario zu erdenken, in dem sich diese Dynamik auf globaler Ebene umkehrt. Es gibt noch eine andere Seite der Analogie zu Japan mit weniger negativen Implikationen: Solange die monetären Bedingungen äußerst locker bleiben, stellt eine hohe und zunehmende Verschuldung an sich kein großes Problem dar, da die Kosten, um Schulden zu bedienen und neue Schulden aufzunehmen, gering bleiben. Eine Japanisierung, also eine hohe Verschuldung bei einer expansiven Geldpolitik, kann sich daher über einen längeren Zeitraum erstrecken. Wachstums- und

Hohe Staatsverschuldung begrenzt die Möglichkeiten der Fiskalpolitik



Quelle: Bloomberg, SYZ AM

Optimismusschübe folgen in regelmäßigen Abständen auf Phasen der Deflation und Rezession bei erhöhten Zins- und Währungsschwankungen, ohne dass von dem Trend eines geringen Wachstums nach oben oder unten wesentlich abgewichen wird. Die Identifikation dieser zyklischen Schwankungen ist entscheidend, um makroökonomische Prognosen (und damit auch Marktprognosen) treffen zu können.

USA: STAATLICHE AUSGABEN VERSUS STRAFUNG DER FISKALPOLITIK

Der Konjunkturausblick für die USA im Jahr 2017 wird durch eine Vielzahl entgegengesetzter zyklischer Faktoren bestimmt. Die Wahl Donald Trumps hat den Optimismus hinsichtlich der Wachstumsaussichten und die Erwartungen steigender Zinsen noch verstärkt, da Anleger auf die angekündigten fiskalpolitischen Impulse hoffen. Die Auswirkungen, die dieser politische Kurswechsel für das Wachstumsprofil im Jahr 2017 hat, wurden allerdings vernachlässigt. Wenn man davon ausgeht, dass sich der Kongress auf ein großes Konjunkturprogramm einigt, wie es von Trump in Aussicht gestellt wurde, dürfte die Fed besser in der Lage sein, die Normalisierung der Geldpolitik voranzutreiben, die sie seit längerem anstrebt. Es ist nicht mit spektakulären Auswirkungen für das Gesamtwachstum zu rechnen, da die fundamentalen Wachstumstreiber Demografie, Produktivität und Verschuldung durch die Trumponomics in keiner Weise beeinflusst werden. Die Inflation könnte sich zunächst positiv entwickeln, wobei positive Basiseffekte bei den Energiepreisen und ein allmählicher Aufwärtsdruck bei den Löhnen die Gesamtinflation in der ersten Jahreshälfte nach oben treiben könnten. Allerdings dürfte die Geschwindigkeit des Preisanstiegs angesichts des disinflationären Effekts eines stärkeren US-Dollar und der Belastung höherer Arbeitskosten für das ohnehin eher schwache Gewinnwachstum schnell begrenzt werden. Für eine Situation geringen Wachstums und hoher Verschuldung gibt es kein einfaches Patentrezept.

EUROZONE: IST AUF LOCKERE GELDPOLITIK ANGEWIESEN UND BENÖTIGT POLITISCHE STABILITÄT

Die Eurozone ist im Konjunkturzyklus weniger weit fortgeschritten als die USA. Daher profitiert sie nach wie vor vom Rückgang der Arbeitslosenquoten und der Erholung der Investitionen. Diese Faktoren dürften 2017 zu einem über den Erwartungen liegenden Wachstum führen, sofern zwei Voraussetzungen erfüllt sind: Erstens es kommt nicht zu einer Verschärfung der finanziellen Rahmenbedingungen, die die fragile Investitionsdynamik beeinträchtigen würde, und zweitens, es gibt keinen erneuten Anstieg der politischen Risikoprämien und Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Euro treten nicht erneut in den Vordergrund. Die erste Voraussetzung dürfte dank des Pragmatismus der von Draghi geführten EZB sichergestellt sein, während angesichts der umfangreichen politischen Agenda erhebliche Risiken hinsichtlich der zweiten Voraussetzung und damit der Wachstumsaussichten für die Währungsunion bestehen.

GROSSBRITANNIEN: BREXIT MUSS KONKRETE FORMEN ANNEHMEN

Das Umfeld in Großbritannien war zuletzt von politischer Unsicherheit geprägt. Noch herrscht Unklarheit darüber, wie das Votum des EU-Referendums praktisch umgesetzt wird (und ob überhaupt). Dies dürfte die Konjunktur belasten, da viele Investitionsentscheidungen vertagt werden. Auch die Abwertung des Pfund Sterling wird sich auf das Wachstumsprofil auswirken, wobei es einige positive Effekte für Exporteure (auch für den Tourismus) und negative Effekte für die Kaufkraft der Haushalte aufgrund steigender Einzelhandelspreise geben dürfte. Die angekündigten fiskalpolitischen Stimuli könnten durch die geringere Fähigkeit der Bank of England ausgeglichen werden, die Wirtschaft vor dem Hintergrund einer anziehenden Inflation durch eine lockere Geldpolitik zu stützen.

SCHWEIZ: ALLES HÄNGT VOM SCHWEIZER FRANKEN AB

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) verfügt sogar über noch weniger Handlungsspielraum und befindet sich in einer immer schwierigeren Situation. Ohne die Auswirkungen des starken Schweizer Frankens wäre der Wachstumsausblick der Schweiz relativ ausgeglichen. Doch der hohe Außenhandelsüberschuss und die politischen Risiken im Euroraum sorgen weiterhin für Aufwärtsdruck auf die Währung. Sollte dieser Druck noch weiter zunehmen, hat die SNB kaum Optionen, um eine weitere Aufwertung zu verhindern, da sich die Devisenreserven auf Rekordniveau befinden und der Bankensektor bereits unter den negativen Zinsen leidet. Die Schweizer Wirtschaft wird weiterhin durch die Entwicklungen im Euroraum in Mitleidenschaft gezogen.

SCHWELLENLÄNDER: ROBUSTE ENDNACHFRAGE VERSUS STARKER US-DOLLAR

Für die Schwellenländer hält 2017 positive und negative Aspekte bereit. Auf der einen Seite steht die robuste Endnachfrage in den Industrieländern und das Ende der Korrektur der Rohstoffpreise. Russland dürfte zu einem positiven BIP-Wachstum zurückkehren, was unter anderem auf die Erholung der Ölpreise zurückzuführen ist. Auch die brasilianische Wirtschaft dürfte sich mit der Stabilisierung der politischen Situation und einer realistischeren Fiskalpolitik, die Raum für eine weniger restriktive Geldpolitik lässt, allmählich erholen. Indien dürfte vor dem Hintergrund einer günstigen demografischen Entwicklung weiterhin davon profitieren, dass Modi strukturelle Reformen vorantreibt. Und in China hat sich die Lage vorerst stabilisiert. Doch es gibt auch weniger erfreuliche Aspekte. Der starke US-Dollar könnte erneut die seit 2009 angehäuften hohe Verschuldung in den Schwellenländern zum Problem werden lassen. Außerdem verstärkt er den Abwärtsdruck auf die chinesische Währung und wirkt sich damit negativ auf asiatische Exporteure aus. Und schließlich geraten Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzdefiziten vermehrt unter Druck, deren bereits schwierige Situation sich im Inland weiter verschärft, wie in der Türkei oder in Südafrika. Eine positive globale Wachstumsdynamik ist für die Schwellenländer nur dann günstig, wenn sie nicht mit einer Aufwertung des US-Dollar einhergeht. In der ersten Jahreshälfte ist das Wachstum in den Schwellenländern daher möglicherweise noch instabil, bis sich dann in der zweiten Hälfte ein günstigerer Trend zeigt, wenn die Fed, wie von uns erwartet, nicht in der Lage ist, die Geldpolitik erheblich zu straffen, sodass der Aufwärtsdruck auf die Zinsen und den US-Dollar schwindet.

JAPAN: STARKER YEN, SCHWACHER YEN?

In Japan dürfte alles beim Alten bleiben. Da kein Spielraum mehr für eine Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik besteht, dürfte die Konjunktur vor allem durch die Entwicklung des Yen bestimmt werden. So sieht schließlich das Ende in einer Welt niedrigen Wachstums und hoher Verschuldung aus. 2017 dürfte nur ein weiterer Schritt in der Japanisierung der Weltwirtschaft sein.