

QCAM MACRO UPDATE

2015/16 déjà-vu?

27. November 2018

Der Abschwung an den Finanzmärkten seit Anfang Oktober hatte mehrere Auslöser (US Geldpolitik, der US-China Handelskonflikt, BREXIT und das italienische Haushaltsdefizit etc.). Zunehmend ist es aber die Angst vor einem wirtschaftlichen Abschwung. Das erklärt, warum die Aktien und Kreditmärkte weiter volatil bleiben, während die Renditen für Staatsanleihen, die anfänglich auch gestiegen sind, wieder fallen. Ein weiteres Zeichen für die Wachstumsängste ist der fallende Ölpreis. Seit Ende September ist der Ölpreis um gut 30% gefallen. Zwar haben die USA mehr Öl gepumpt, aber das Angebot im Rest der Welt ist nicht gestiegen. Nicht nur die Ölpreise, sondern auch andere Rohstoffpreise sind gesunken. Insgesamt sind die Rohstoffpreise zwischen 15% und 20% gefallen. Der Verfall der Öl- und Rohstoffpreise ist daher wahrscheinlich und hauptsächlich ein Zeichen von Konjunktursorgen.

Das letzte Mal, als die Ölpreise so stark fielen, war zwischen der zweiten Hälfte 2014 und Anfang 2016. Damals fielen die Ölpreise insgesamt mehr als 70%. Zunächst wurde das von den Angebotserhöhungen der OPEC verursacht, um die US Ölindustrie in die Knie zu zwingen. Dies wurde jedoch im Laufe von 2015 und Anfang 2016 von globalen Wachstumsängsten überschattet, die sich stark auf China konzentrierten. Diesmal ist es nicht einfach eine Wiederholung von 2015/16, aber wieder ist China Teil der Wachstumsängste. Der Abschwung vor drei Jahren hat nicht in einer Krise geendet. Die US Fed hatte ihre Normalisierungspolitik unterbrochen, die EZB und die BoJ hatten mehr Anleihen gekauft, und auch die Chinesen hatten ihre Fiskal- und Geldpolitik gelockert.

Diesmal ist die Situation etwas anders. Die Finanzmärkte stehen unter Druck, aber die Wirtschaft, obwohl schwächer, sendet noch keine Alarmsignale. Auf der anderen Seite ist der Konjunkturzyklus mehr gealtert. Dies macht ihn anfälliger für Schocks, und gleichzeitig ist die Geldpolitik zurückhaltender, um nicht mehr Inflation zu erzeugen. Die Märkte spekulieren, dass die US Fed bald ihre Zinsanhebungen beenden könnte. Wir sind davon noch nicht überzeugt. Die EZB hat bereits signalisiert, dass die Zinsen noch mindestens bis zum Sommer niedrig bleiben werden, aber eine neue Welle von Anleihekäufen scheint vorerst unwahrscheinlich. China hat bereits seine Politik gelockert, aber bisher gibt es keine klaren Zeichen, dass die Lockerung die erwünschten Ergebnisse bringt. Wir sehen keine Rezession hinter der nächsten Ecke, aber die Wachstumsdynamik wird sich wahrscheinlich bis 2019 weiter abschwächen. Und damit werden wohl auch die Ölpreise schwach bleiben und womöglich noch weiter fallen.

Die Beziehung zwischen Ölpreisen und Wechselkursen läuft nicht immer in eine Richtung. Große Ölexporteure mit flexiblen Wechselkursen erleben meist, dass ihre Währungen mit dem Ölpreis fallen. Der Ölpreis treibt in diesem Fall die Wechselkurse. Ein gutes Beispiel ist der russische Rubel. Die Währungen von großen Rohstoffexporteuren wie Australien und Kanada reagieren ebenfalls auf

Ölpreisschwankungen, aber auch auf anderen Faktoren. Im Fall des USD geht die Kausalität in beide Richtungen. Dies liegt daran, dass der Ölpreis in USD quotiert wird. In Perioden von USD Schwäche hinkt der Ölpreis dem Wechselkurs oft hinterher. Dies sind oft Phasen, in denen die Weltkonjunktur brummt und die US Konjunktur überholt. In Phasen, wenn der Ölpreis fällt (meist plötzlich), wertet der USD meist sofort auf. Das liegt daran, dass die Ölexporture ihre Währungen gerne abwerten, sobald der Ölpreis fällt, um die Einnahmen in lokaler Währung zu stabilisieren. Das hat auch Nebeneffekte auf Währungen von Ölimporteuren, wie dem Euro.

Es gibt bestimmt mehr Unsicherheitsfaktoren als den Ölpreis. Dennoch, eine anhaltende globale Wachstumsschwäche und niedrigere Ölpreise sind kein unwahrscheinliches Szenario für 2019. Das wäre ein Handicap für Rohstoffwährungen und könnte dem USD helfen, selbst wenn die Konjunktur in den USA nachlässt und der Zinsvorteil schwindet und stattdessen die Doppeldefizite mehr in den Vordergrund rücken.

Ölpreis und USD handelsgewichteter Wechselkurs



Quelle: St. Louis Fed und US EIA

Mit besten Grüßen,

Bernhard Eschweiler, Ph.D.
 Senior Economist