

<https://blog.de.erste-am.com/alte-bekannte-die-welt-nach-der-akutphase-der-corona-krise/>

Alte Bekannte: die Welt nach der Akutphase der Corona-Krise

Gerhard Winzer



© (c) unsplash

Wird die Welt nach der Akutphase der Corona-Krise anders aussehen als vorher?

Solange epidemiologische Faktoren eine Rolle spielen, sicherlich ja. So lange kein Impfstoff auf breiter Basis einsetzbar beziehungsweise Herdenimmunität erreicht ist, werden Themen wie Antikörper-Tests, Rückverfolgung von Kontakten, Quarantänemaßnahmen und soziale Distanzierung das Zusammenleben beeinflussen. Wir wollen jedoch strukturelle wirtschaftliche und politische Zusammenhänge beleuchtet werden.

Bounce-Back

Zuvor noch ein Update zum zyklischen wirtschaftlichen Ausblick: Der Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität im Februar in China sowie in den Monaten März und April im Rest der Welt war katastrophal. Mittlerweile werden die Eindämmungsmaßnahmen in immer mehr Ländern gelockert.

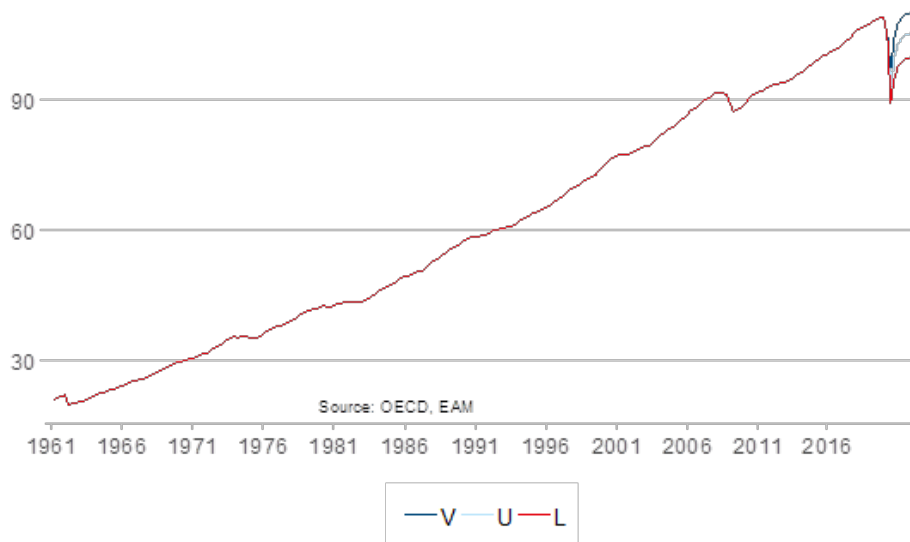
Zahlreiche Wirtschaftsindikatoren für Mai (umfragebasierte Indikatoren zur Unternehmens- und Konsumentenstimmung sowie alternative Indikatoren zum Elektrizitätsverbrauch) weisen eine Verbesserung auf. Tatsächlich sind überdurchschnittliche Wachstumsraten in den kommenden Monaten wahrscheinlich, solange es zu keiner zweiten Infektionswelle kommt (W-förmige Erholung).

Um möglichst zu gewährleisten, dass es sich um keinen „Dead Cat Bounce“ handelt (L-förmige Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes), sind die Wirtschaftspolitiken extrem expansiv geworden. Die fiskalischen (Budgetdefizite) und die monetären (Drucken von Zentralbankgeld) Stimuli wurden und werden ausgeweitet.

Die V-förmige Erholung bleibt das optimistische Szenario: Schnelle Erholung des gesamten BIP-Einbruchs. Keine permanenten negativen Effekte. Das Basisszenario lautet nach wie vor auf eine U-förmige wirtschaftliche Erholung: Die Erholung nach dem Einbruch dauert länger (zwei Jahre oder länger). Es gibt permanente negative wirtschaftliche Effekte.

Szenarien für das Wirtschaftswachstum

OECD, real GDP (Index), 3 scenarios

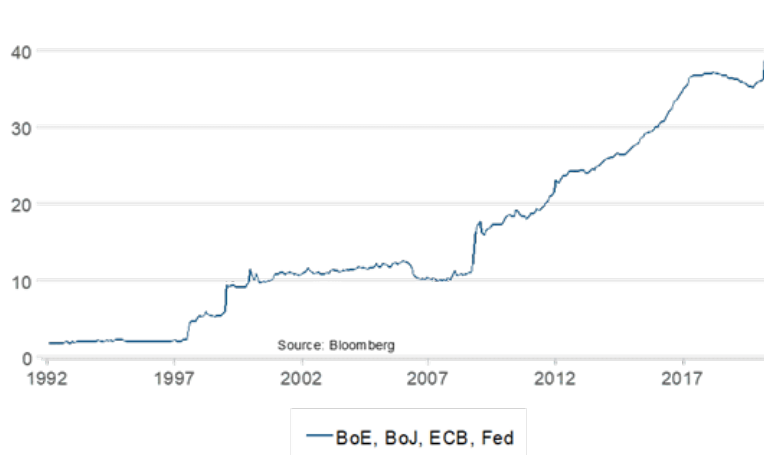


Hinweis: Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

Wird ein Blick auf strukturelle Entwicklungen gelegt, zeigt sich, dass die Corona-Pandemie eher bereits bestehende Trends verstärkt als neue schafft.

1. **Ansteigende Staatsverschuldung:** Um die möglichen Überwälzungs- und Sekundärrundeneffekte, wie etwa eine Konkurswelle und anhaltend hohe Arbeitslosigkeit einzudämmen, haben viele Staaten Hilfspakete geschnürt. Für die zweite Phase haben einige Staaten bereits Konjunkturprogramme verlautbart. Die damit einhergehende Ausweitung der Budgetdefizite führt zu einem drastischen Anstieg der Staatsverschuldung. Die OECD rechnet mit einem Anstieg der Staatsschuldenquote auf 137% des Bruttoinlandsproduktes für 2020.
2. **Niedrige Effektivität der Zinspolitik:** Als Reaktion auf den Einbruch der Wirtschaft haben viele Zentralbanken den jeweiligen Leitzinssatz gesenkt. Für die entwickelte Welt beträgt der Leitzinssatz nur noch 0%, für die Emerging Market Economies nur noch 3%. Das bedeutet zweierlei. **A)** Die ohnehin geringe Effektivität der Zinspolitik ist weiter gefallen. Zinsen können als Reaktion auf eine Rezession nicht viel mehr gesenkt werden. Es droht das Szenario einer säkularen Stagnation. In diesem Umfeld sind die Zinsen sehr niedrig. Sie müssten dennoch weiter abgesenkt werden, um stimulierend auf die wirtschaftliche Nachfrage zu wirken. Das geht aber nicht, weil das Zinsniveau an eine (theoretische) Untergrenze (Effective Lower Bound) anstößt. Das Ergebnis sind anhaltend niedrige Wachstumsraten beim Bruttoinlandsprodukt, bei der Inflation und bei den Unternehmensgewinnen sowie erhöhte Arbeitslosenraten. **B)** Die Zinsen haben auch nach oben hin nur einen geringen Spielraum.
3. **Finanzrepression:** In der Zusammenschau mit den hohen Staatsschulden können die Zinsen und die Renditen von Staatsanleihen nicht mehr stark ansteigen. Die Staatsschuldendynamik ist so lange nachhaltig, so lange der Zinssatz auf die Staatsschuld unter dem nominellen Wirtschaftswachstum liegt. Für die letzten fünf Jahre liegt diese Schwelle für die entwickelte Welt bei rund 3,5%. Nötigenfalls können die Zentralbanken einen starken Renditeanstieg mit der Einführung einer Zinsobergrenze verhindern (Yield Curve Control). Immerhin hat davon bereits mit dem Präsidenten der New York Fed, John Williams, ein prominenter Zentralbanker gesprochen.
4. **Zentralbanken kaufen Anleihen:** Darüber hinaus haben die großen Zentralbanken die Anleiheankaufprogramme hochgefahren. Die aggregierte Zentralbankbilanz der G4 ist mittlerweile auf 45% des Bruttoinlandsproduktes angestiegen. Aber auch Zentralbanken in den Emerging Markets haben Kaufprogramme begonnen. Am Anfang der Krise war es die Motivation der Zentralbanken den Finanzmarkt zu beruhigen. Die Nachfrage nach Cash war deutlich angestiegen. Mittlerweile scheint die Hauptmotivation zu sein, das große Emissionsvolumen an (Staats-)anleihen aufzufangen. Theoretisch stellt das keine monetäre Finanzierung der Staatsbudgets dar, solange die Zentralbank die Anleihen wieder verkauft. Das ist jedoch zweifelhaft.

G4 Central Bank Balance Sheet, % GDP



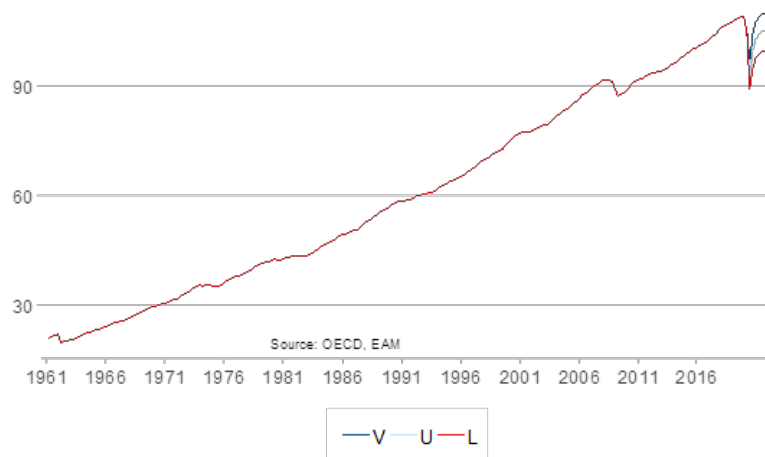
Grafik: Stark ansteigende Zentralbankliquidität Hinweis: Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

5. **(Vorerst) niedrige Inflation:** Die erste Phase der Coronakrise übt einen Druck auf sinkende Inflationsraten aus (Disinflation). Für das nächste Jahr ist der Fokus darauf gerichtet, ob es den Unternehmen gelingen wird, etwaige höhere Kosten an die Konsumenten weiter zu geben. Das könnte zu einer einmaligen Verschiebung der Preise nach oben führen (überraschend höhere Inflationsraten im nächsten Jahr). Im Basisszenario bleiben die Inflationsraten auch im nächsten Jahr niedrig, weil die Arbeitslosenraten erhöht (negativer Output Gap) und das Lohnwachstum niedrig bleiben werden. Selbst wenn die Arbeitslosenrate auf ein sehr niedriges Niveau gesunken sein wird, ist nicht klar, ob die Inflation

tatsächlich anzieht (flache Phillips Kurve). Auf lange Sicht könnte die sehr expansive Geldpolitik vor allem dann zu einem signifikanten Anstieg der Inflation beitragen, wenn sich das Hauptziel der Zentralbank von der Erreichung des Inflationsziels auf die Gewährleistung einer nachhaltigen Staatsschuldendynamik verschiebt. In diesem Fall würden die Leitzinsen nicht angehoben werden beziehungsweise würden die Staatsanleihen in der Zentralbankbilanz nicht reduziert werden, obwohl das Inflationsrisiko zunimmt. Nachsatz: Auf absehbare Zeit wird es diesen Zielkonflikt wahrscheinlich nicht geben.

6. **Niedriges Produktivitätswachstum:** Bereits vor der Coronakrise war das Produktivitätswachstum niedrig. In den letzten fünf Jahren betrug es im Durchschnitt lediglich 0,8% im Jahresabstand. Vor allem die anhaltend niedrigen Unternehmensinvestitionen, aber auch der Rückbau der Globalisierung (dazu später), die wahrscheinliche Tendenz in Richtung mehr Versorgungssicherheit (weniger Just-In-Time), und möglicherweise auch die höhere Einflussnahme des Staates in den privaten Sektor sprechen zumindest gegen einen Anstieg des niedrigen Produktivitätswachstums.
7. **Niedrige Investitions- und Ausgabenbereitschaft im privaten Sektor.** Der Rückstau an Investitionen könnte anfangs zu einem überdurchschnittlichen Investitionswachstum führen. Danach wird die Investitionstätigkeit wahrscheinlich auf ein mediokeres Niveau fallen. Dafür sprechen die Einkommens- und Gewinnverluste, die ansteigende private Verschuldung und die erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung. Zudem könnten die Unternehmenskonkurse ansteigen und wird es einige Jahre dauern, bis die Arbeitslosenraten das niedrige Niveau von 2019 erreicht haben werden. Damit einher gehend wird das Lohnwachstum niedrig bleiben.
8. **Digitalisierung und Klimawandel:** Der Bedarf eines stattlichen Konjunkturprogramms und die strukturellen Trends A) Digitalisierung sowie B) Klimawandel haben zumindest in der Europäischen Union zu Vorschlägen für einen Ausbau der staatlich geförderten Programme in diesen Bereichen geführt.
9. **Integrative Schritte in der Europäischen Union:** Das bekannte Muster, wonach unliebsame aber notwendige integrative Schritte in der EU erst in einer Krise stattfinden, ist auch während der Coronakrise erkennbar. Für die EU, vor allem aber für die Eurozone, würde ein anhaltendes Auseinanderlaufen der volkswirtschaftlichen Kenngrößen (Wirtschaftswachstum, Inflation, Produktivität, Arbeitslosigkeit, Verschuldung) die Wahrscheinlichkeit für ein Auseinanderbrechen ansteigen lassen. Staatliche Investitionen sollten sich an der wirtschaftlichen Notwendigkeit, nicht an der Kreditwürdigkeit eines Landes orientieren. Der jüngste Vorschlag der Europäischen Kommission (Next Generation EU), wonach die EU Anleihen im Ausmaß von Euro 750 Milliarden begeben könnte und Euro 500 Milliarden in Form von Zuschüssen verwendet werden würden geht in die Richtung Transferunion.
10. **Rivalität zwischen den USA und China:** Die Rivalität zwischen der größten Volkswirtschaft der Welt und dem aufstrebenden China hat in den vergangenen Jahren an Intensität gewonnen. Auch in den vergangenen Monaten haben sich die Beziehungen verschlechtert (Hong Kong, Exportbeschränkungen für Halbleiter). Der Konflikt hat negative Implikationen auf mehreren Ebenen. Unter anderem dämpft die dadurch entstandene Unsicherheit die Unternehmensstimmung und damit die Investitionstätigkeit der Unternehmen.
11. **Globalisierung im Rückbau:** Nach der Großen Rezession 2008 / 2009 haben die globalen Exporte und Importe einen deutlich geringeren Wachstumspfad eingeschlagen. Mit dem Handelskonflikt zwischen den USA und China hat der Welthandel sogar eine fallende Tendenz eingeschlagen. Die Coronakrise hat zu einem deutlichen Einbruch der Exporte und Importe geführt. Im Bereich Handel könnte die Coronakrise zwei bleibende Auswirkungen haben. A) Die Tendenz zur staatlichen Unterstützung von strategischen Industrien beziehungsweise zur Abschottung könnte durch eine zunehmende protektionistische Grundhaltung verstärkt werden und damit schlussendlich auch nicht strategische Industrien betreffen. B) Der Ruf nach mehr Versorgungssicherheit betrifft generell die Reduktion der Just-In-Produktion und den Aufbau der Produktion von medizinischen Produkten in der Nähe des Endverbrauchs. Auch diese Entwicklung könnte überschießen und zu einem Rückgang des Welthandels in Sektoren außerhalb des Gesundheitsbereichs führen.

OECD, real GDP (Index), 3 scenarios



12. **TINA:** Die Triebfeder für Finanzinvestitionen wird in absehbarer Zeit abermals mit „There-Is-No-Alternative“ zu risikobehafteten Wertpapierklassen beschrieben werden können. Die Kombination von anhaltend sehr niedriger Verzinsung von Staatsanleihen, die Verbesserung der Wirtschaftsdaten und die sehr hohe von den Zentralbanken erzeugte Liquidität unterstützt Veranlagungsformen wie Aktien und Unternehmensanleihen. Das allgemeine Risiko liegt in einer Asset Price Inflation. In diesem Szenario kommt es zu einer Abkopplung der Wertpapierpreise von den Wirtschaftsdaten. Denn obwohl es keine Alternative zu riskanten Veranlagungen zu geben scheint, ist mit diesem Ansatz natürlich noch nicht gesagt, welche Veranlagungen zu welchem Zeitpunkt am günstigsten sind.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.