

<https://blog.de.erste-am.com/monetaere-verschaerfung-auch-bei-weiterer-wachstumsabschwaechung/>

## Monetäre Verschärfung auch bei weiterer Wachstumsabschwächung?

Gerhard Winzer



© (c) Wolfram Steinberg / dpa / picturedesk.com

### Hawkische Zentralbanken

Die Zentralbanken in den entwickelten Volkswirtschaften heben mit einer hohen Geschwindigkeit den jeweiligen Leitzinssatz an. Einige davon, vor allem die US-amerikanische Zentralbank, bekennen sich explizit für die Verfolgung einer restriktiven Geldpolitik für einige Zeit, um ein niedrigeres Wachstum (unter dem Potenzial) und einen schwächeren Arbeitsmarkt zu erzeugen. Damit soll der Übergang von einem niedrigen auf ein hohes Inflationsregime verhindert werden. Denn wenn die Inflationsraten für eine längere Zeit auf einem hohen Niveau bleiben, bekommt die Inflation eine hohe Aufmerksamkeit und die Inflationserwartungen steigen an. Wenn sich die Inflation einmal auf einem hohen Niveau verankert, ist es schwer, diese hohe Persistenz zu brechen. Eine besonders restriktive Geldpolitik wie Anfang der 1980er in den USA wäre dafür nötig.

In der vergangenen Woche haben drei wichtige Zentralbanken den Leitzinssatz weiter angehoben. In Australien wurde der Leitzinssatz von 1,85% auf 2,35%, in Kanada von 2,50% auf 3,25% und in der Eurozone von 0% auf 0,75% (Einlagenfazilität) erhöht. Die Anleitung der Markterwartungen (Forward Guidance) zeigte bei allen drei Zentralbanken auf weitere signifikante Leitzinsanhebungen. Für die US-amerikanische Zentralbank und die Zentralbank im Vereinigten Königreich wird am 21. beziehungsweise am 22. September eine Leitzinsanhebung um jeweils 0,75 Prozentpunkte erwartet (Fed: auf 3,25%; Bank of England: 2,5%).

### Fokus auf die Persistenz

Das richtige Leitzinsniveau zu finden ist naturgemäß nicht einfach. Niemand versteht zurzeit die Inflationsdynamik in einer zufriedenstellenden Weise. Die Phillips-Kurve ist das Standardwerkzeug der Zentralbanken, um die Inflation zu beschreiben. Leider besteht derzeit bei allen drei Teilkomponenten eine erhöhte Unsicherheit:

- Wie stark ist der Zusammenhang zwischen Arbeitslosenrate und Lohninflation? Aktuell sind die Arbeitslosenraten in zahlreichen Ländern besonders niedrig. Vor allem in den USA ist der Arbeitsmarkt sehr eng. Das Risiko von Sekundärrundeneffekten (Lohn-Preis-Spirale) ist jedenfalls angestiegen.
- Werden die Inflationserwartungen permanent ansteigen? Unter der Berücksichtigung des angestiegenen Zusammenhangs zwischen der aktuellen und der vergangenen Inflation (Persistenz) hat das Risiko dafür zugenommen. Vor allem deshalb agieren die Zentralbanken so schnell. Sie wollen eine Verankerung der Persistenz verhindern.
- Haben die externen Preisschocks eine permanente Auswirkung auf die Inflation? Zuerst die Güterpreisinflations während der Pandemie, dann der große Energiepreisschock aufgrund des Krieges in der Ukraine. Bis vor kurzem war es die Annahme der Zentralbanken, dass die Preisschocks nur temporäre Auswirkungen haben werden. Es hat sich jedoch herausgestellt, dass die Überwälzungseffekte (von den Energiepreisen auf die anderen Preiskomponenten) größer sind als ursprünglich gedacht.

### Die richtige Dosis zu finden ist schwer

Damit kennt man auch nicht die Höhe jener Inflationsrate, mit der der reale Zinssatz berechnet werden soll. Doch letzterer bestimmt schlussendlich, ob die Zinspolitik restriktiv, neutral oder expansiv wirkt. Zudem gibt es große Uneinigkeit darüber, wo der reale neutrale Zinssatz eigentlich liegt. Über diesem Zinsniveau wirkt die Geldpolitik theoretisch restriktiv, darunter expansiv. Weil die beiden Stellgrößen, zugrundeliegende Inflation und reales neutrales Zinsniveau, schwer einzuschätzen sind, wollte sich die EZB-Präsidentin Christine Lagarde im Rahmen der Pressekonferenz am vergangenen Donnerstag nicht festlegen, auf welches Leitzinsniveau letztendlich angehoben werden könnte. Sie hat aber gemeint, dass die Geldpolitik aktuell immer noch expansiv ist und mit Leitzinsanhebungen bei den nächsten Ratstreffen zu rechnen ist. Auf den Märkten ist mittlerweile bis Jahresende ein Leitzinssatz von 1,80% und bis Juli 2023 ein Leitzinssatz von 2,3% eingepreist. Gegeben der wahrscheinlichen Rezession in der Eurozone reflektiert das jedenfalls eine hawkische Haltung der Zentralbank.

Verkompliziert wird die Sache nochmals dadurch, dass die Geldpolitik in der Eurozone nicht in jedem Land gleich wirkt. Um mögliche Verwerfungen, die die Leitzinsanhebungen auf die schwächeren Staatsanleihenmärkte wie Italien haben könnte, einzudämmen, hat die EZB im Juli das Transmission Protection Instrument (TPI) erfunden.

Doch mit dem Problem einer Wachstumsabschwächung sind auch die anderen Zentralbanken konfrontiert. Zahlreiche umfragebasierte Indikatoren sind im Monat August weiter gefallen. In der vergangenen Woche ist der globale Einkaufsmanagerindex für die Sektoren Fertigung und Dienstleistungen von 50,8 auf 49,3 gesunken. Dieses Niveau schlägt ein reales

Wirtschaftswachstum unter dem Potenzial für die entwickelten Volkswirtschaften (DME) vor. Die Abwärtsrisiken sind vor allem im Fertigungssektor ausgeprägt. Die niedrige Verhältniszahl der Neuaufträge zu den Lagerbeständen deuten auf eine baldige Kontraktion der Fertigung in den DME hin. Welchen Einfluss eine Wachstumsabschwächung beziehungsweise eine Rezession (in der Eurozone) auf die Bereitschaft der Zentralbanken, die Inflation zu bekämpfen, haben wird, könnte langfristige Auswirkungen auf den Inflationspfad haben. Ein frühzeitiger Stopp der Leitzinsanhebungen, weil die Arbeitslosenraten steigen, würde ein Stagflationsumfeld wie den 1970ern wahrscheinlicher werden lassen.

## Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelteilung. 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](http://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](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://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 oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter [www.erste-am.com](http://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.