

<https://blog.de.erste-am.com/schwaches-wachstum-mit-risiken/>

Schwaches Wachstum mit Risiken

Gerhard Winzer



© (c) APA Picturedesk

Die jüngste Konfrontation zwischen den USA und China in den Bereichen Handel und Währung hat zu zeitweiligen Kursrückgängen bei risikobehafteten Wertpapierklassen wie Aktien geführt. Mittlerweile befinden sich die Aktien in einem Erholungsmodus. Sind die negativen Implikationen eines andauernden US-China Konflikts stark genug, um einen Abschwung beziehungsweise eine Rezession zu verursachen?

Treibende Faktoren

Die Bewegung der Marktpreise wird seit einigen Monaten vor allem von zwei Faktoren beeinflusst. 1) Die Geldpolitik wird immer unterstützender. Seit Anfang 2019 haben 16 Zentralbanken den jeweiligen Leitzinssatz gesenkt. Bis Jahresende werden noch mehr Maßnahmen folgen, zum Beispiel von der Europäischen Zentralbank. 2) Der Konflikt zwischen den USA und China auf multiplen Ebenen erhöht die Unsicherheit und dämpft die Unternehmensstimmung sowie die Investitionstätigkeit beziehungsweise die Industrieproduktion. Je nachdem wie die Dimensionen Größe, Dauer und Umfang des jeweiligen Faktors ausgeprägt sind, steigen beziehungsweise fallen die Assetpreise.

Ausgangssituation: Zinsen bei null Prozent

Zinsen zeigen die Tendenz, im Fall einer Verschlechterung des Umfelds (ansteigend Unsicherheit, rückläufiges Wirtschaftswachstum) zu fallen. Die aktuelle Ausgangssituation ist jedoch bereits von einem sehr niedrigen Zinsniveau charakterisiert. Zinsen fallen zwar weiterhin, allerdings immer schwerer. Das gilt vor allem für die Eurozone, wo die Zinsen bereits negativ sind.

- **Generell gilt:** der Preis des Geldes (die Zinsen) gleichen das (gewünschte) Sparen und das (gewünschte) Investieren aus. Je geringer das Zinsniveau, desto weniger attraktiv wird das Sparen und umso attraktiver wird das Investieren.
- **Geldpolitik weniger effektiv:** Wenn die Zinsen ein niedriges Niveau erreicht haben, wird die Geldpolitik immer ineffektiver. Die Leitzinsen können eben nicht mehr um mehrere Prozentpunkte gesenkt werden, um eine Rezession abzufangen. Das impliziert, dass eine Rezession größere Auswirkungen hat als in der Vergangenheit (höhere Arbeitslosigkeit, niedrigere Assetpreise).
- **Säkulare Stagnation:** Wenn die Zinsen nicht mehr in dem nötigen Ausmaß fallen können, um die wirtschaftliche Aktivität ausreichend zu stimulieren, bleibt das Wirtschaftswachstum niedrig.
- **New Normal:** Das niedrige Zinsniveau stellt damit kein (zyklisch bedingtes) außergewöhnliches sondern ein normales Niveau dar.
- **Schulden:** Je niedriger das Zinsniveau, desto nachhaltiger wird der Schuldenbestand. Weil die Schuldenquoten allerdings weiter ansteigen, werden in der Zukunft Zinsanstiege unwahrscheinlicher.
- **Bewertung:** Je niedriger das Zinsniveau, desto höher die Bewertung von Assetklassen. Dieser Effekt war auch in den vergangenen Monaten zu beobachten. Zahlreiche Wertpapierklassen weisen kräftige Kursanstiege auf. Allerdings: Ein überdurchschnittlicher Ertrag (Return) innerhalb von kurzer Zeit bedeutet ceteris paribus unterdurchschnittliche Erträge in der Zukunft.
- **Alternative Assets:** Je niedriger das Zinsniveau und je höher die Bewertung der traditionellen Assetklassen, desto mehr steigt die Nachfrage beziehungsweise die Suche nach alternativen Veranlagungsformen an (zum Beispiel nach Kryptowährungen).
- **Ausweg:** Der klassische Ausweg aus dieser „Zinsfalle“ ist eine sehr expansive Fiskalpolitik, massive Investitionen mit staatlicher Unterstützung.

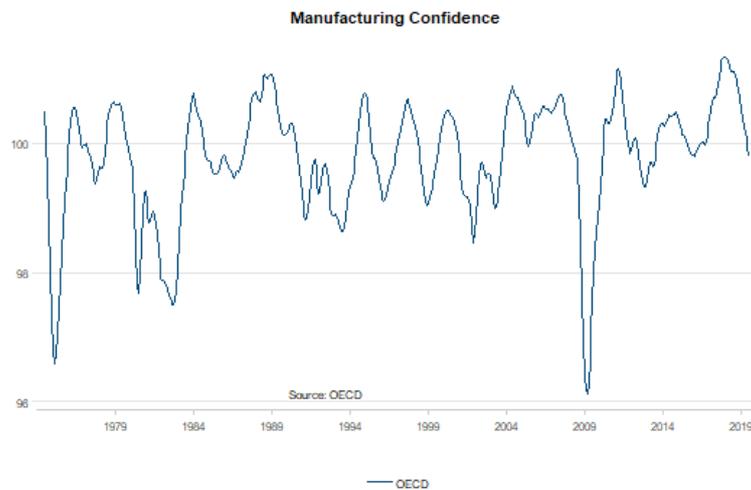
Rückbau der Globalisierung

Die Ankündigung der USA im September die Zölle auf noch mehr Importe aus China anheben zu wollen und die darauf folgende Abschwächung der chinesischen Währung Renminbi haben zu Kursrückgängen bei risikobehafteten Wertpapierklassen wie Aktien geführt. Mittlerweile befinden sich die Aktien in einem Erholungsmodus. Die Risiken sind klarerweise nach unten gerichtet, es gibt jedoch Argumente dafür, dass die Konfrontation nicht aus dem Ruder läuft:

- **Strategisch:** Die Konfrontation zwischen den USA und China ist offensichtlich strategischer Natur, das heißt, sie bleibt für lange Zeit bestehen.
- **Zyklisch:** Auch aus zyklischer Sicht hat der Konflikt an Intensität gewonnen. Die USA erhöhen die Zölle und führen Handels-Beschränkungen im Technologiesektor ein, China antwortet

mit Gegenmaßnahmen.

- **Kein Nachgeben:** Die Bereitschaft auf der chinesischen Seite, dem steigenden Druck aus den USA nachzugeben, ist gering. Die drei Bedingungen von China gelten weiterhin: 1) Liste der zu kaufenden US-Güter soll vernünftig sein; 2) bestehende Zölle und Beschränkungen sollen reduziert werden; 3) Vereinbarung soll die Würde Chinas respektieren.
- **Währungsinterventionen:** China hat im August mit einer Abschwächung der Währung (Renminbi) geantwortet. Die USA haben China daraufhin als Währungsmanipulator gekennzeichnet. Kurioserweise war die Aktion der chinesischen Zentralbank (PBOC) darauf gerichtet, den vom Markt generierten Abschwächungsdruck des Renminbi zuzulassen. Das heißt die PBOC hat nicht mehr interveniert (Renminbi gekauft, US-Dollar verkauft). Der Titel „Währungsmanipulator“ hat zwar keine praktische Relevanz, könnte jedoch Präsident Trump die moralische Rechtfertigung für eine Währungsintervention geben (Abschwächung des US-Dollar). Das hätte wahrscheinlich markant negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte.
- **Währungsturbulenzen:** Die Abschwächung des Renminbi bedeutet einen Wirtschaftsstimulus für China. Allerdings mit einem wichtigen Nachteil: Die Wirtschaftsprobleme in China werden exportiert. Damit haben auch andere Länder einen Anreiz, ihre Währung abzuschwächen. Es droht eine Abwertungsspirale.
- **Beschränkung für die USA:** Die Taktik der USA, den Druck auf China mit Zöllen und anderen Beschränkungen zu erhöhen, wird durch die negativen Implikationen für die eigene Wirtschaft und die Finanzmärkte beschränkt.
- **Fed:** US-Präsident Trump scheint hier schon vorzubauen, indem er den Druck auf die Zentralbank erhöht, die Leitzinsen zu senken. Strategisch betrachtet wäre es ein ernstes Problem, wenn die wichtigste Zentralbank der Welt an Glaubwürdigkeit einbüßen sollte. Auf kurze Sicht könnte die Schuld für eine etwaige Rezession der Fed gegeben werden, weil sie eben nicht die Leitzinsen ausreichend gesenkt hat.
- **Beschränkung für China:** Auch China hat einen Anreiz, den Konflikt nicht zu eskalieren. Es geht um den Marktzugang zur größten Volkswirtschaft der Welt und um den Zugang zu wichtigen Technologien. Zudem läuft die Abschwächung des Renminbi einem wichtigen strategischen Ziel zuwider: Für die Etablierung einer Reservewährung und den Ausbau des Finanzmarktes ist eine stabile Währung eine Voraussetzung. Auch kurzfristig betrachtet birgt die Abschwächung die Gefahr in sich, dass ähnlich wie im Jahr 2015 eine Kapitalflucht aus China einsetzen könnte (auch wenn Beschränkungen das verhindern sollen).



Schlussfolgerung

Das reale globale Wirtschaftswachstum liegt etwas unter dem Potenzial (Durchschnittswachstum). Die Industrieproduktion und die Unternehmensinvestitionen stagnieren, während die kräftigen Bereiche Arbeitsmarkt und Sektorservices langsame Erosionsmerkmale aufweisen. Aktuell sind die Umfragen zur Unternehmensstimmung ein wichtiger Indikator für die Abschwächung der Rezessionswahrscheinlichkeit. Selbstige fallen seit Anfang 2018. Der massive Schwenk der Geldpolitik von „Leitzinsanhebung“ auf „Leitzinssenkung“ hat die Kurse von zahlreichen Wertpapierklassen kräftig unterstützt. Das Zinsniveau ist jedoch bereits sehr niedrig, weshalb zusätzliche positive Impulse der Zentralbanken bescheiden sein werden. Wenn die Einschätzung Bestand hält, dass der Konflikt zwischen den USA und China nicht substantiell eskaliert, werden die Auswirkungen zwar negativ aber nicht stark genug sein, um eine globale Rezession auszulösen. Die Gültigkeit der Annahme wird in den kommenden Monaten mit Indikatoren wie jenen zur Unternehmensstimmung zu testen sein.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelung. 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 oesterreichischen 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.