

<https://blog.de.erste-am.com/uebergangsphase/>

Übergangsphase

Gerhard Winzer



© (c) unsplash.com

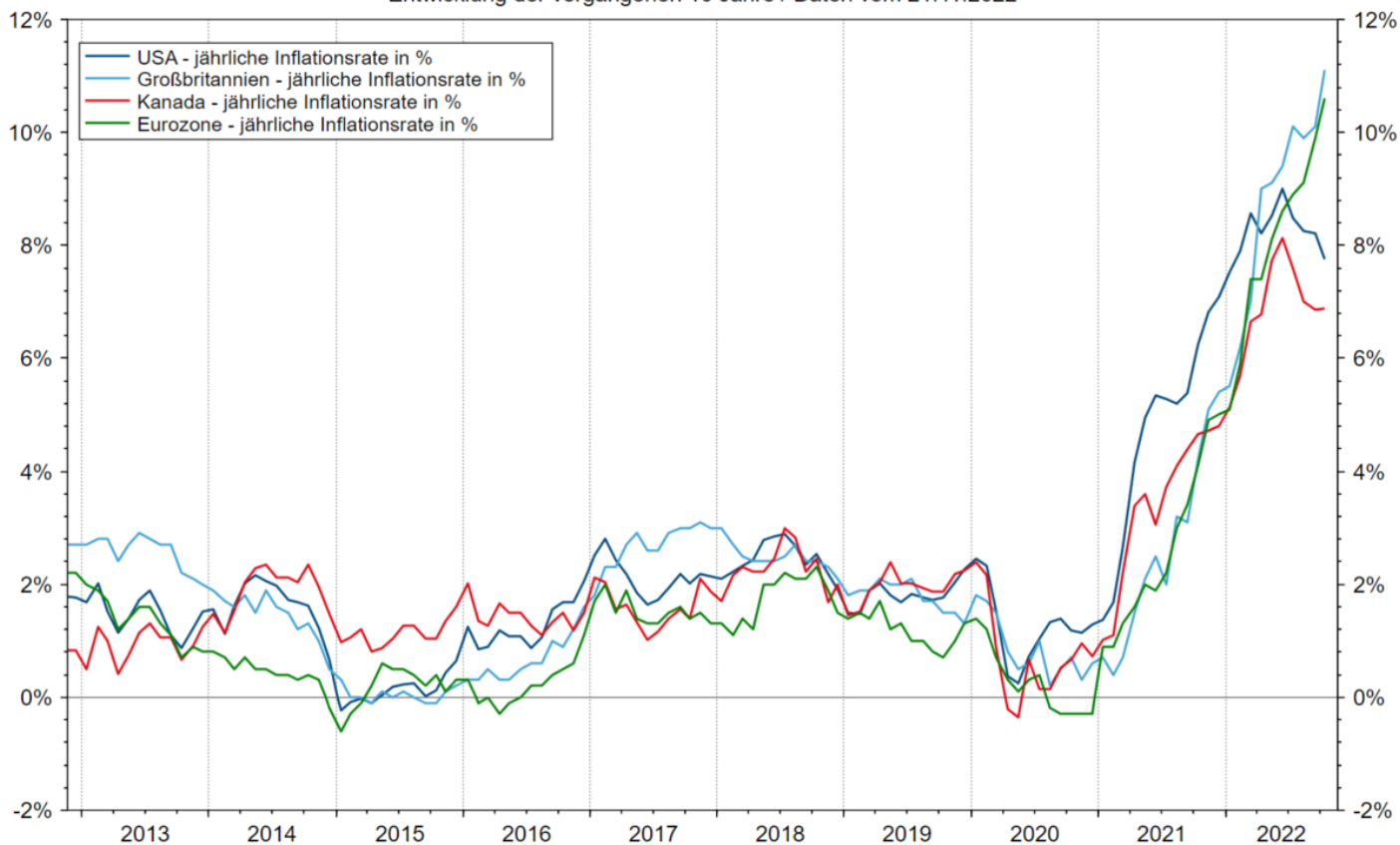
Die Anzeichen für einen schrittweisen Wechsel des treibenden Faktors für die Finanzmärkte nehmen zu. Bis jetzt waren es höher als erwartete Inflationsindikatoren. In Zukunft könnten es enttäuschend schwache Indikatoren für die wirtschaftliche Aktivität sein.

Hohe Inflationsraten

Die Inflationsraten sind nach wie vor hoch. In der vergangenen Woche zeigte die Veröffentlichung der Konsumentenpreise in der Eurozone für den Monat Oktober einen Anstieg um 1,5% im Monatsabstand auf 10,6% im Jahresabstand. Im Vereinigten Königreich betrug der Inflationsanstieg 2,0% im Monatsabstand und 11,1% im Jahresabstand. In Kanada legte die Inflation mit 0,7% im Monatsabstand auf 6,9% im Jahresabstand zu.

Inflationsraten weiterhin hoch

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 21.11.2022



Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 21.11.2022

Source: Refinitiv Datastream

Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Abnehmender Inflationsdruck

Auf der Produzentenebene nimmt der Inflationsdruck in zahlreichen Ländern jedoch bereits ab. So sind in Deutschland die Produzentenpreise im Monat Oktober um 4,2% im Monatsabstand gefallen (auf 34,5% im Jahresabstand). In den USA ist die Produzentenpreisinflation bereits seit Juli deutlich geringer als in den Monaten davor (Oktober: 0,2% p.m., 8,8% p.a.). Zudem lagen in den USA auch die Konsumentenpreise im Oktober mit 0,4% im Monatsabstand und 7,7% im Jahresabstand unter den Erwartungen. Natürlich wird noch einige Zeit vergehen, bis sich die stark angestiegenen Produzentenpreise vollständig auf die Konsumentenpreise übergewälzt haben (Erstrundeneffekte). Unter der Annahme, dass die Zweitrundeneffekte gedämpft bleiben (keine Lohne-Preis-Spirale), werden die Inflationsraten aber im nächsten Jahr fallen. Die Unsicherheit darüber, auf welchem Niveau sich die Inflation einpendeln wird, bleibt jedoch groß.

Zinspolitik mit Rückspiegel

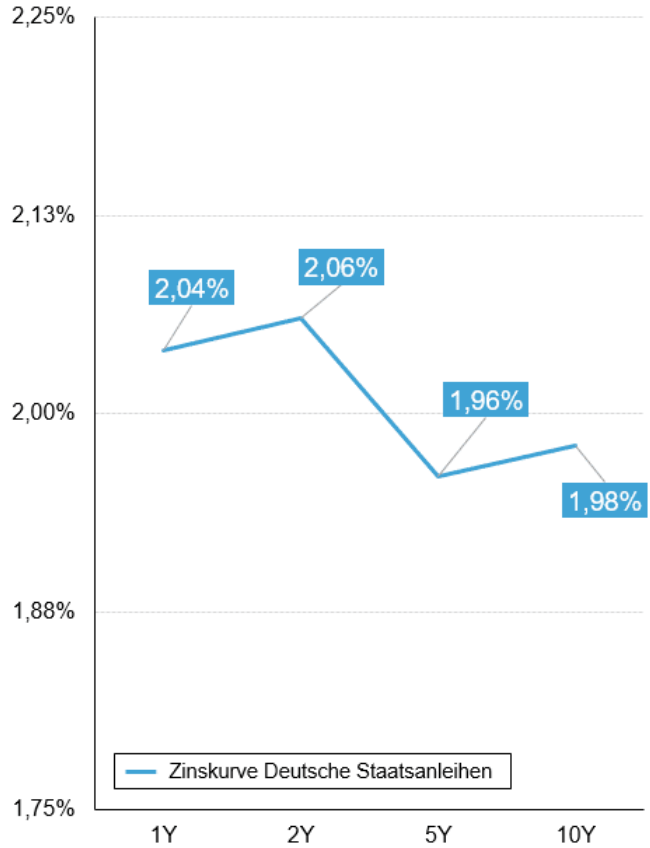
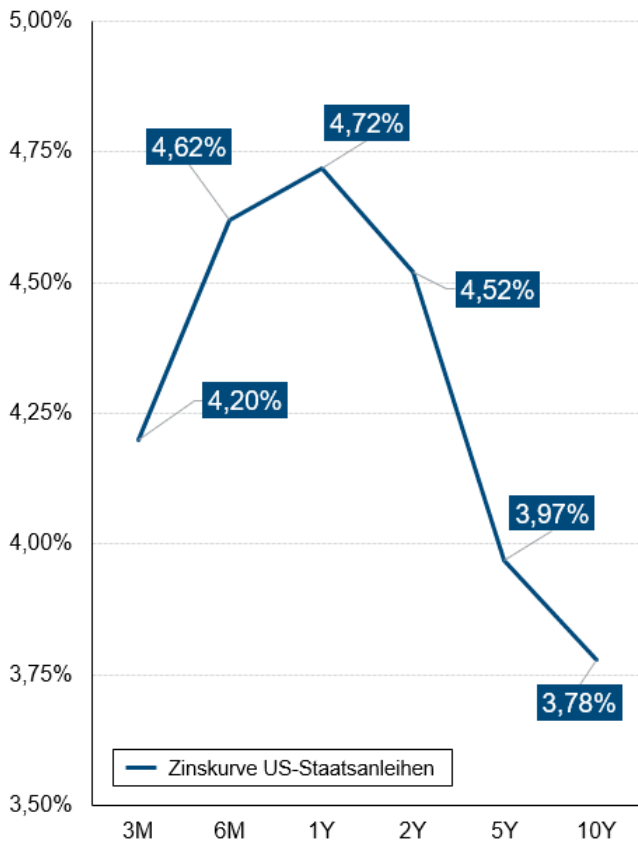
Weil sich die Hinweise für ein vorläufiges Ende der Inflationsüberraschungen mehren, und die Leitzinsen bereits deutlich angehoben wurden, signalisieren die Zentralbanken eine Verringerung der Geschwindigkeit der Leitzinsanhebungen und eine Pause (vielleicht sogar ein Ende) im Zinsanhebungszyklus. Das hat in den vergangenen Wochen die Wertpapierkurse unterstützt. Allerdings wirkt die Geldpolitik bereits jetzt restriktiv, das heißt, dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität. Diese Politik wird so lange beibehalten werden, solange die Inflationspersistenz, also der Zusammenhang zwischen der aktuellen und der vergangenen Inflation hoch und der Arbeitsmarkt eng bleibt. Anders ausgedrückt: Erst wenn die Inflationsraten deutlich gesunken sind, ist eine Abkehr von der restriktiven Politik wahrscheinlich. Die Geldpolitik agiert derzeit mit einem Rückspiegel, weil die Inflationsdynamik nicht gut verstanden wird.

Kurveninversion

Bereits jetzt weisen zahlreiche Indikatoren auf ein negatives wirtschaftliches Momentum hin. Auf der Marktseite ist der Unterschied zwischen der zweijährigen und der zehnjährigen Staatsanleiherendite in den USA auf minus 0,7 Prozentpunkte angestiegen. Mittlerweile ist auch der Unterschied zwischen dem Drei-Monatszinssatz und der zehnjährigen Rendite negativ (minus 0,4 Prozentpunkte). Auch in Deutschland ist der Zinsunterschied zwischen der zweijährigen und der zehnjährigen Rendite negativ, wenn auch nur leicht mit 0,07 Prozentpunkten. Die kurzen Laufzeiten reflektieren eine restriktive Zinspolitik. Dadurch werden die Inflation und das Wirtschaftswachstum reduziert. Die langlaufenden Renditen bestehen im Wesentlichen aus der Summe der erwarteten kurzlaufenden Zinsen. Die langen Laufzeiten preisen mithin bereits Leitzinssenkungen ein. Statistisch betrachtet ist eine sogenannte Kurveninversion ein guter Rezessionsindikator. Natürlich könnte sich im nächsten Jahr eine „weiche“ Landung, das heißt, eine Abschwächung des Wachstums und der Inflation ohne Rezession, ausgeben. Die Wahrscheinlichkeit spricht aber dagegen.

Inverse Zinskurven bei Staatsanleihen

Daten vom 21.11.2022



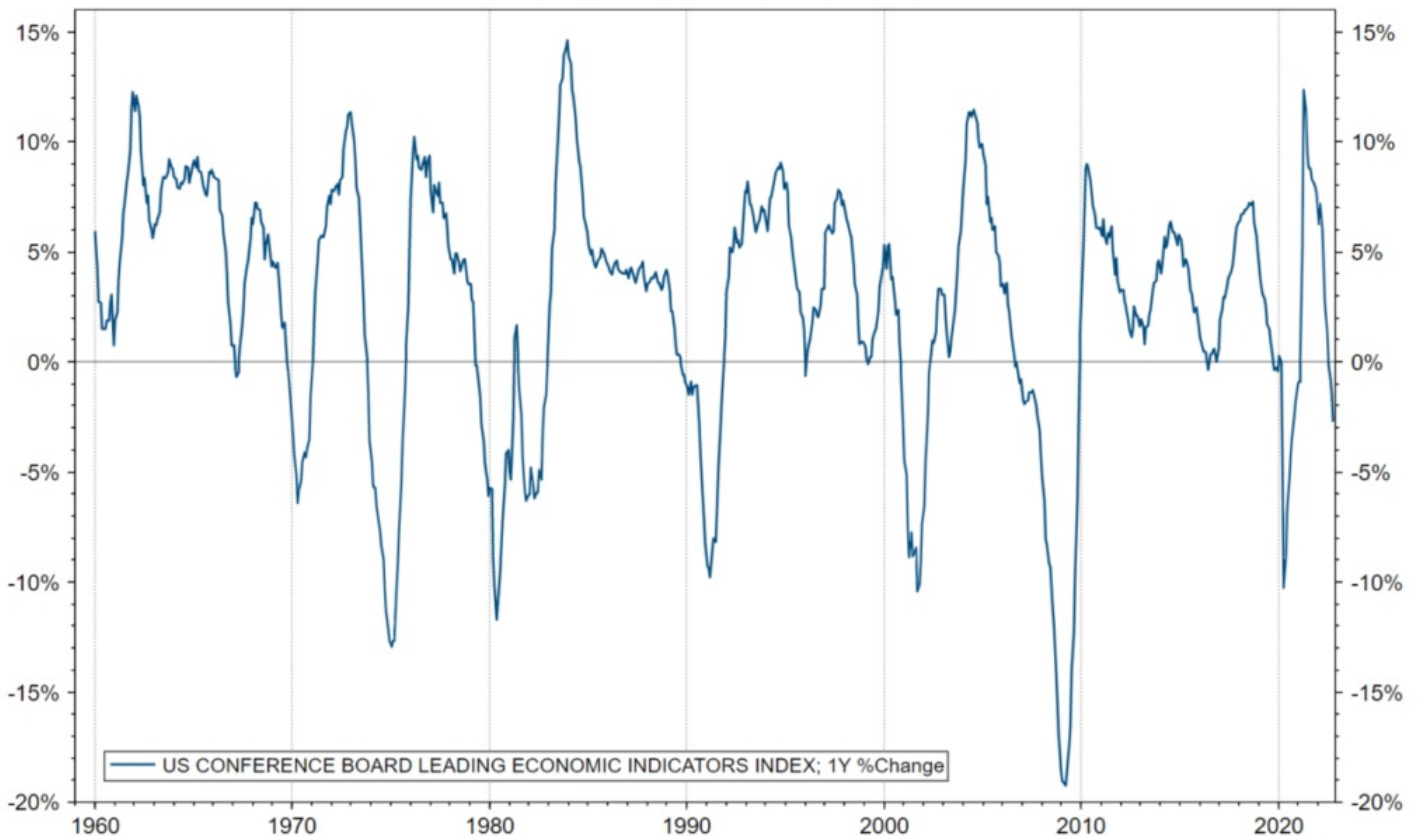
Quelle: Bloomberg, Daten vom 21.11.2022

Fallende Wachstumsindikatoren

Zudem neigen zahlreiche Indikatoren weiterhin zur Schwäche. Zu sehen ist das unter anderem an den besonders zinssensitiven Segmenten (Bau). In den USA befindet sich der NAHB Housing Market Index im freien Fall. In den G4 (USA, UK, Eurozone, Japan) haben die Banken die Kreditvergaberichtlinien deutlich verschärft. Auch der Fertigungssektor weist immer deutlicher auf eine Schrumpfung hin. Beispielsweise fallen in einigen wichtigen Ländern in Asien die Exporte (Südkorea: -17% p.a. im November, Singapur: -6% p.a. im Oktober, China: -0,3% p.a. im Oktober, Exportaufträge in Taiwan: -6% p.a. im Oktober). In den USA ist der Leading Index des Conference Board bereits das achte Mal in Folge im Monatsabstand auf minus 2,7% im Jahresabstand gefallen. Ebenfalls in den USA ist der National Activity Index der Chicago Fed ins Minus gerutscht (weist auf eine BIP-Kontraktion hin) und schrammt der Business Outlook Index der Philadelphia Fed mit einem weiteren Rückgang für den Monat November an der Rezessionsgrenze.

Rückläufige Wachstumsindikatoren in den USA

Entwicklung seit 1960 / Daten vom 21.11.2022



Source: Refinitiv Datastream

Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 21.11.2022

Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

In Europa ist eine moderate BIP-Schrumpfung im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 wahrscheinlich. Für das Vereinigte Königreich zeichnet sich ein deutlicher BIP-Rückgang zwischen dem dritten Quartal 2022 und dem zweiten Quartal 2023 ab. Das jüngst präsentierte staatliche Sparpaket von 55 Milliarden GBP wird die wirtschaftliche Aktivität auch auf die mittlere Sicht dämpfen. In China reduzieren die Corona-Eindämmungsmaßnahmen und der Einbruch am Immobilienmarkt die Inlandsnachfrage. Für China wird für 2022 nur noch ein Wirtschaftswachstum von rund 3% erwartet. Die jüngst präsentierte Lockerungsmaßnahmen (mehr Liquidität für Entwickler, weniger scharfe Bankenregulierung) werden dem Immobiliensektor erst mittelfristig (mehrere Monate) helfen können.

Schlussfolgerung: Das Umfeld leicht fallender Inflationsraten, anhaltend restriktiver Geldpolitiken und fallender Wachstumsindikatoren bevorzugt generell Anleihen gegenüber Aktien. Die Einschätzung, dass die Leitzinsen bis auf ein restriktives Niveau angehoben werden und auch für einige Zeit dort bleiben werden, könnte mittlerweile ausreichend in den Anleiherenditen enthalten sein. Ansteigende Renditen haben in diesem Jahr den Wert der zukünftigen Kuponzahlungen der ausstehenden Anleihen stark verringert. Deshalb waren die Anleihekurse einem starken Abwärtsdruck ausgesetzt. Dieser negative Prozess könnte auslaufen. Aufgrund des angestiegenen Renditeniveaus hat damit die Attraktivität von Anleihen zugenommen. Gleichzeitig haben mit den Risiken für das Wirtschaftswachstum auch jene für die zukünftigen Unternehmensgewinne zugenommen. Das könnte im nächsten Jahr einen Gegenwind für die Aktienkurse darstellen.

Schlussfolgerung

Das Umfeld leicht fallender Inflationsraten, anhaltend restriktiver Geldpolitiken und fallender Wachstumsindikatoren bevorzugt generell Anleihen gegenüber Aktien. Die Einschätzung, dass die Leitzinsen bis auf ein restriktives Niveau angehoben werden und auch für einige Zeit dort bleiben werden, könnte mittlerweile ausreichend in den Anleiherenditen enthalten sein. Ansteigende Renditen haben in diesem Jahr den Wert der zukünftigen Kuponzahlungen der ausstehenden Anleihen stark verringert. Deshalb waren die Anleihekurse einem starken Abwärtsdruck ausgesetzt. Dieser negative Prozess könnte auslaufen. Aufgrund des angestiegenen Renditeniveaus hat damit die Attraktivität von Anleihen zugenommen. Gleichzeitig haben mit den Risiken für das Wirtschaftswachstum auch jene für die zukünftigen Unternehmensgewinne zugenommen. Das könnte im nächsten Jahr einen Gegenwind für die Aktienkurse darstellen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ 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 Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der 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.

Umfassende Informationen zu den mit der Veranlagung möglicherweise verbundenen Risiken sind dem Prospekt bzw. „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ des jeweiligen Fonds zu entnehmen. 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.



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.