

<https://blog.de.erste-am.com/zentralbanken-waegen-risiken-ab/>

## Zentralbanken wägen Risiken ab

Gerhard Winzer



© (c) unsplash

### Niedriges Produktivitätswachstum

Die zuletzt veröffentlichten Daten zum Produktivitätswachstum in den USA zeigten ein ungünstiges Bild. Die gearbeiteten Stunden, berechnet aus Beschäftigung multipliziert mit den durchschnittlichen Stunden, sind im Jahresabstand kräftig um 2,3% angestiegen. Weil gleichzeitig die Wirtschaftsleistung nur um 1,3% angestiegen ist, fiel die Produktivität um gerundet einen Prozentpunkt (negatives Produktivitätswachstum).

Die Entlohnung pro Arbeitsstunde stieg um 4,8% an, weshalb die Lohnstückkosten, berechnet aus Entlohnungs- minus Produktivitätswachstum um 5,8% angestiegen sind. Die Entwicklung der Lohnstückkosten ist auf die lange Sicht die wichtigste Bestimmungsgröße für die Inflationsentwicklung. Seit dem Jahr 1960 sind die Lohnstückkosten im Durchschnitt um 2,9% im Jahresabstand gewachsen, die Kernrate für die Inflation der persönlichen Konsumausgaben (Core PCE Deflator) um 3,2%.

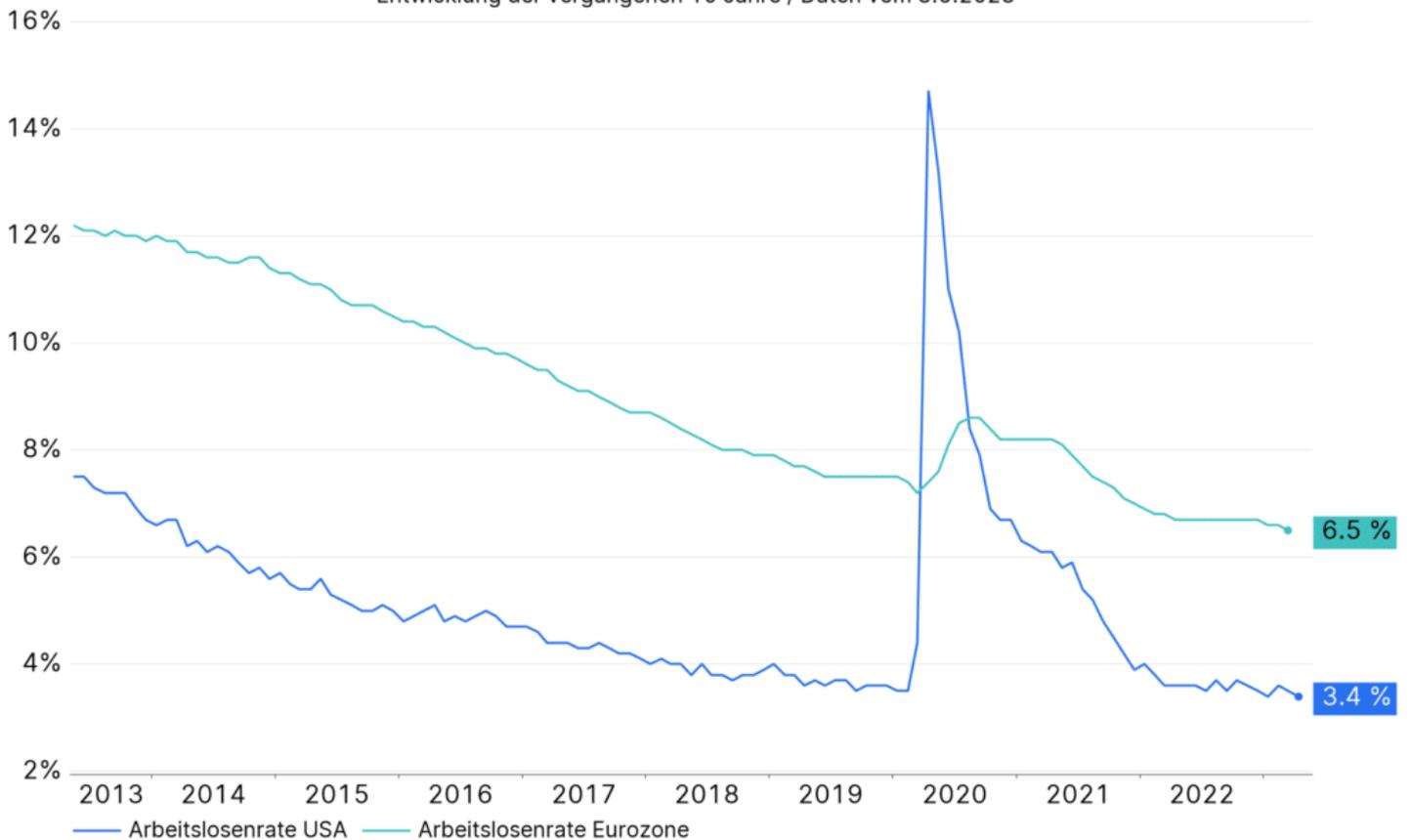
### Fester Arbeitsmarkt

Insgesamt bleiben die Arbeitsmärkte sehr fest, das heißt, im Ungleichgewicht. In den USA war die Arbeitslosenrate im Monat April mit 3,4% sehr niedrig. Das Congressional Budget Office schätzt den Wert für Vollbeschäftigung ohne Inflationsdruck um einen Prozentpunkt höher ein. Gleichzeitig zeigte der JOLTS-Bericht für den Monat März weiterhin ein sehr hohes Verhältnis der offenen Stellen im Vergleich zu den Arbeitslosen. Der Trend zeigt aber nach unten. Eine weiche Landung der Wirtschaft ist gleichzusetzen mit einem deutlichen Rückgang der offenen Stellen ohne einen starken Anstieg der Arbeitslosenrate.

Zugegeben, bis jetzt deuten die Daten in die richtige Richtung. Das Risiko für einen starken Anstieg der Arbeitslosenrate, gleichzusetzen mit einer Rezession, bleibt aber erhöht. Denn die Zentralbank versucht mit einer restriktiven Geldpolitik die Inflation zu reduzieren. Ähnliches gilt für die Eurozone – im Monat März hat die Arbeitslosenrate mit 6,5% ein neues historisches Tief erreicht. Gleichzeitig ist das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal lediglich um 0,1% im Quartalsabstand und 1,3% im Jahresabstand gewachsen. Eine weiche Landung in der Eurozone ist möglich, aber die restriktive Geldpolitik unterstreicht die Abwärtsrisiken.

# Arbeitslosenrate USA und Eurozone

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 8.5.2023



Quelle: Refinitiv Datastream

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

## Positive Wachstumsdynamik

Der globale Einkaufsmanagerindex für den Monat April ist das vierte Mal in Folge angestiegen. Mit einem Wert von 54,2 befindet sich der Index deutlich über der theoretischen Grenze von 50, die Expansion von Kontraktion unterscheidet. Übersetzt auf das reale globale Bruttoinlandsprodukt impliziert der Index ein Wachstum von rund 3% auf das Jahr hochgerechnet. Dabei wird der Unterschied zwischen dem schwächelnden Fertigungssektor und der Erholung im Dienstleistungssektor immer größer. Auffällig ist, dass im Fertigungssektor die Neuaufträge leicht schrumpfen und die Beschäftigung nur leicht über der Marke von 50 liegt. Im Unterschied dazu weisen im Dienstleistungssektor beide Indikatoren eine ansteigende Tendenz auf und befinden sich deutlich im Wachstumsbereich.

Dazu passt auch die Entwicklung der Verkaufspreise: Fallend aber immer noch leicht im Wachstumsbereich im Fertigungssektor, steigend und deutlich im Wachstumsbereich im Dienstleistungssektor. Eine wichtige Frage hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung ist, ob diese Lücke über eine Erholung im Fertigungssektor oder eine Abschwächung im Dienstleistungssektor geschlossen wird. Positiv ist, dass der Bericht den Befürchtungen für eine unmittelbare Rezession widerspricht. Leider werden damit auch die Hoffnungen auf einen schnellen Inflationsrückgang gedämpft.

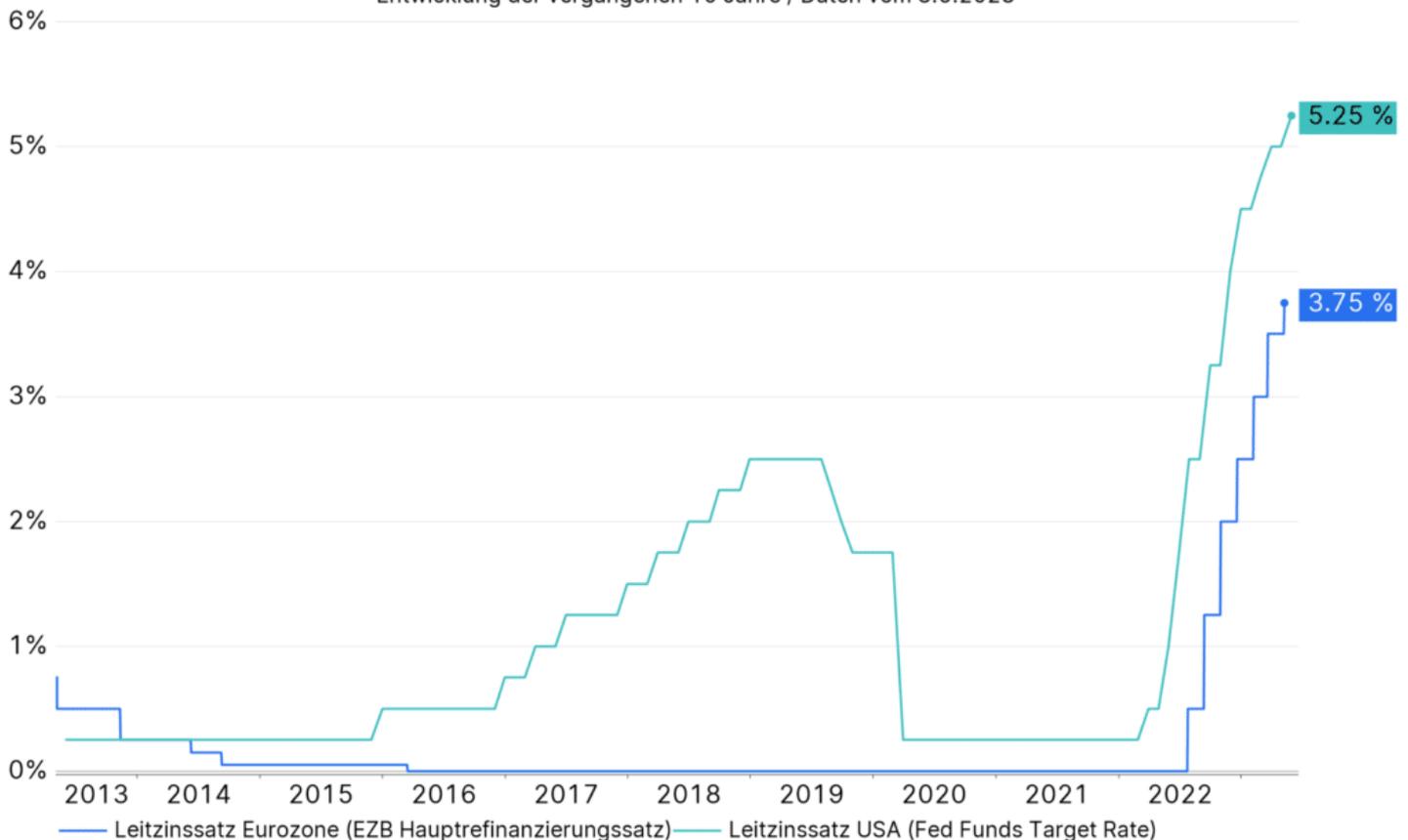
## Pause im Zinsanhebungszyklus

Trotz der unbequem hohen Inflation signalisieren immer mehr Zentralbanken eine Pause im Zinsanhebungszyklus, um die Effekte der vorangegangenen schnellen Leitzinsanhebungen besser einschätzen zu können. In den USA hat die Fed den Leitzinssatz weiter um 0,25 Prozentpunkte angehoben. Das obere Band für den effektiven Leitzinssatz befindet sich nunmehr bei 5,25%. Die Anleitung der Markterwartungen (Forward Guidance), wonach die Fed erwartet, dass weitere Leitzinsanhebungen geeignet sein könnten, wurde fallen gelassen. Eine leichte Neigung (Bias) für weitere Anhebungen wurde zwar beibehalten, das Statement und die Pressekonferenz signalisieren aber eine Pause.

Eine Pause bedeutet jedoch nicht das Ende im Zinsanhebungszyklus, wie vergangene Woche die überraschende Leitzinsanhebung der Zentralbank in Australien (Reserve Bank of Australia) gezeigt hat. Zudem rechtfertigt die hohe Inflation nicht die in den Marktpreisen reflektierten Leitzinssenkungen für das zweite Halbjahr. Auch die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte angehoben. Der Hauptrefinanzierungssatz befindet sich mittlerweile bei 3,75%. In der Stellungnahme der EZB ist vor allem hervorzuheben, dass die kumulierten Leitzinsanhebungen kräftig (forecullly) auf das monetäre und das Finanzumfeld übertragen werden. Tatsächlich zeigte der jüngste EZB-Bericht zur Kreditvergabe der Banken (Bank Lending Survey) eine weitere Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien und eine weitere Abschwächung der Kreditnachfrage.

# Leitzinsen USA und Eurozone

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 8.5.2023



Quelle: Refinitiv Datastream

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

## Mehr Zeit bei der Zielerreichung

Die Zentralbanken signalisieren eine etwas weniger scharfe (hawkische) Haltung, weil eine Wirkung der schnellen Leitzinsanhebungen auf das monetäre und Finanzumfeld bereits sichtbar geworden ist. Die Geldpolitik soll zwar restriktiv wirken, aber nicht mehr viel restriktiver werden, weil dadurch die Rezessionsrisiken (nochmals) ansteigen würden. Wahrscheinlich soll dadurch der klassische geldpolitische Fehler vermieden werden, dass oftmals die letzten Leitzinsanhebungen zu viel waren und unnötigerweise eine Rezession ausgelöst haben.

Die Inflation ist zwar immer noch unbequem hoch, aber ein insgesamt restriktives Umfeld könnte die Inflation graduell senken. Die Zentralbanken scheinen sich also mit der Zielerreichung ihres Inflationsziels von 2% mehr Zeit zu lassen. Das gilt umso mehr dann, wenn man berücksichtigt, dass die Inflation ein der wirtschaftlichen Aktivität hinterherhinkender Indikator ist. Der Pferdefuß bei der Geschichte ist, dass die Zentralbanken die zugrundeliegende Inflation abermals falsch, also als niedriger als sie tatsächlich ist, einschätzen könnten.

## 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.