

OUR VIEW

Einschätzung der internationalen Kapitalmärkte

- Ein Jahr schier unendlicher Geschichten >> 2
- Übersicht Märkte >> 3
- Strategie-Portfolio >> 3
- Aktien-Allokation >> 4
- Strukturwandel in der Fiskalpolitik >> 5
- Autoren und Disclaimer >> 7

JÄNNER 2020



Ein Jahr schier unendlicher Geschichten

Rückblick 2019 und Ausblick 2020

Die meisten Kapitalmärkte haben das vergangene Börsenjahr mit erfreulichen Ergebnissen beendet. Die gesunkenen Zinsen brachten den Anleihe-Investoren klare Kursgewinne. Die Aktienmärkte erholten sich von den Rückschlägen im 4. Quartal 2018 phänomenal und konnten kräftige Kursgewinne verbuchen.

Doch es war kein geradliniger Kursverlauf. Über weite Teile gestaltete sich das Jahr 2019 für die Anleger weltweit wie eine Art Fortsetzungsgeschichte aus dem Vorjahr: Die beherrschenden Themen blieben der Handelsstreit zwischen den USA und China sowie das Hin und Her um den Brexit. Erst gegen Jahresende schienen sich – wenn auch noch keine endgültigen Lösungen – zumindest wichtige Fortschritte abzuzeichnen.

Aktives Management gefragt

Im Frühjahr und Sommer hatte ein Phänomen auf den Anleihenmärkten für Aufsehen gesorgt: Die Zinskurve von US-Anleihen zeigte erstmals eine inverse Entwicklung, bei der für kurzfristige Staatspapiere höhere Renditen verlangt werden als für Anleihen mit längerer Laufzeit. Dies gilt als verlässliches Vorzeichen einer Rezession, was an den Finanzmärkten große Aufmerksamkeit erhielt. Dass es nicht dazu kam, ist auf die weitere Lockerung der Notenbankpolitik sowie auch auf die Entspannung im Handelskonflikt zurück zu führen. Hier war das Management gut beraten, die Risiko-Quoten in den Portfolios nicht zu sehr zurück zu nehmen. Aktives Management hat sich einmal mehr bezahlt gemacht!

US-Präsidentenwahlen 2020 im Fokus

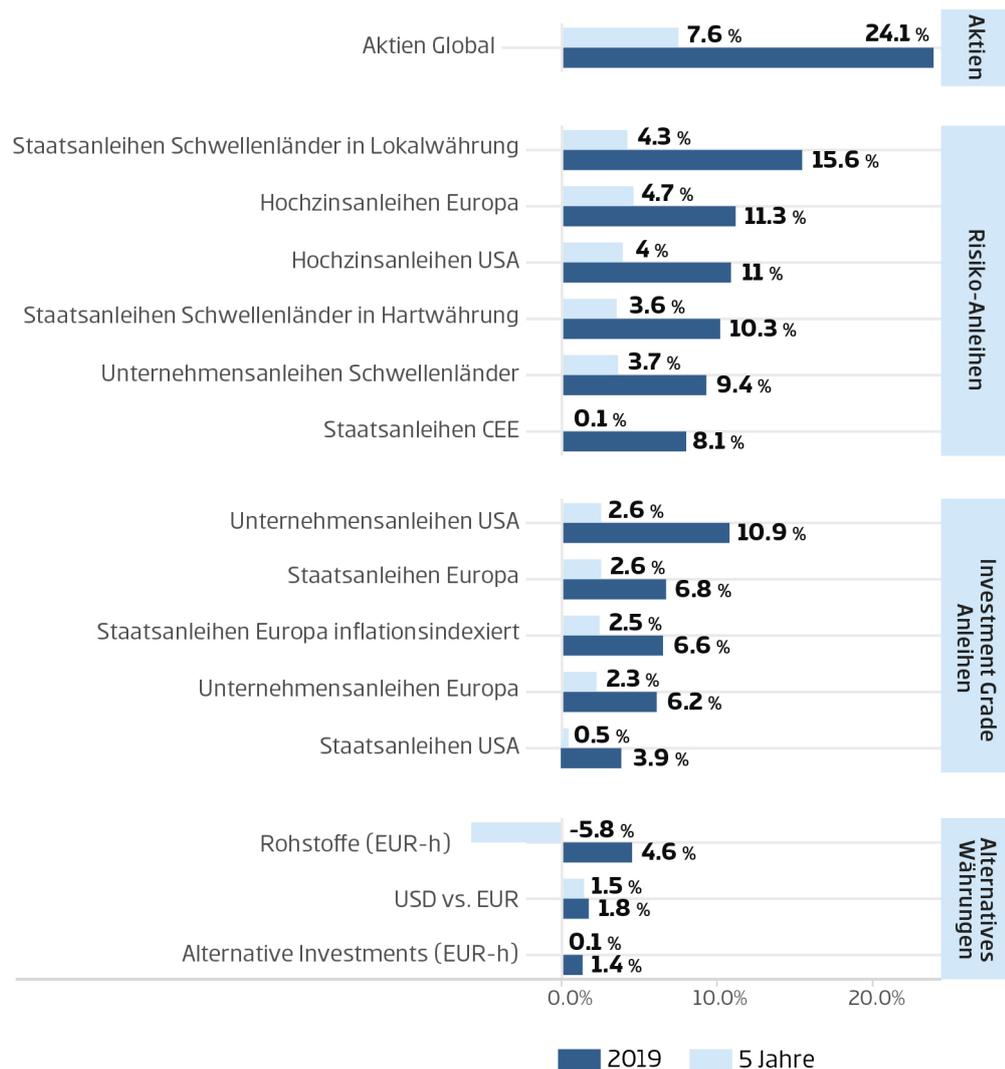
Ein Ereignis, das eine für all diese Fragen wichtige Entscheidung bringen wird, wird jedenfalls 2020 noch stärker in den Mittelpunkt rücken: Die US-Präsidentschaftswahlen, die mit dem kürzlich gestarteten Amtsenthebungsverfahren gegen Donald Trump bereits im Vorfeld eine Verschärfung erfuhren.

Was die Weltwirtschaft betrifft, so deuten die Indikatoren auf eine milde Erholung hin, die im Jahresverlauf an Stärke gewinnen könnte.

Von einer Rezession sind wir weit entfernt. Der private Konsum und die niedrige Arbeitslosigkeit stützen die Weltwirtschaft. Die Inflation verharrt auf einem niedrigen Niveau und ist unter Kontrolle.

Die Börsen spiegeln die Zuversicht über den weiteren Konjunkturverlauf wider. Diese Zuversicht überwiegt die Unsicherheiten, und das ist gut für die Kapitalmärkte. Die Alternativen zu Aktien und Aktienfonds sind rar gesät, sieht man von höher rentierenden Unternehmensanleihen im Euro-Raum und in den USA sowie Anleihen der Schwellenländer ab.

Marktentwicklung Anlageklassen



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

Übersicht Märkte

Milde Erholung und niedrige Zinsen

Das Wachstum des realen globalen Wirtschaftswachstums liegt mit 2,7 Prozent auf das Jahr 2019 hochgerechnet unter Potenzial. Das liegt zum großen Anteil am niedrigen Wachstum der globalen Industrieproduktion. Der Anstieg des Einkaufsmanager-Index für den Fertigungssektor in den letzten Monaten deutet auf eine Stabilisierung hin. Positive Aussichten liefert auch der Service-Sektor.

Der feste Arbeitsmarkt unterstützt das Wachstum der Einkommen und den privaten Konsum. Allerdings hat sich das Wachstum der Beschäftigung abgeschwächt. Die Inflation bleibt auf einem niedrigen Niveau. Das bedeutet, dass die Notenbanken Spielraum für Leitzinssenkungen haben. Von Zinsanhebungen sind wir weit entfernt. Die expansive Geldpolitik der Notenbanken bleibt somit ein unterstützender Faktor für die Märkte.

Aktien profitieren von relativ niedriger Bewertung und Momentum

Die Aussicht auf eine Erholung der Weltkonjunktur und die Unterzeichnung eines Teilabkommens zur Beilegung des Handelskonflikts zwischen den USA und China rücken Aktien auch 2020 in den Mittelpunkt. Zudem bietet auch die Klarheit über den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union den Aktienmärkten Unterstützung.

Die Gesamteinschätzung für Aktien hat sich leicht verbessert. Das positive Momentum und die relativ

niedrigen Bewertungen – verglichen mit den überaus niedrigen Anleihenrenditen – sprechen für Aktien.

Bei Anleihen ist Differenzierung angesagt

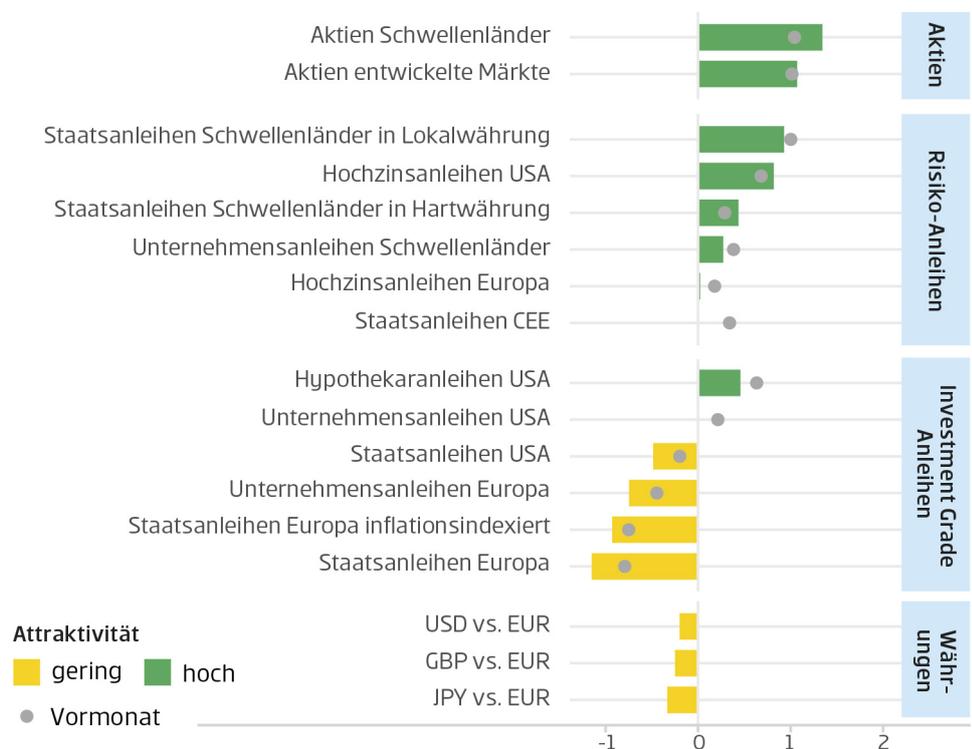
Unternehmensanleihen mit High Yield Rating und Anleihen der Schwellenländer performten im Sog der Aktien ebenfalls positiv. Die sich stabilisierende Wirtschaft führte zu sinkenden Risikoaufschlägen und damit einer sehr guten Performance.

Generell ist bei den Anleihen die Luft nach den gesunkenen Renditen schon sehr dünn. Eine differenzierte Allokation ist aufgrund der sehr niedrigen Zinsniveaus unbedingt erforderlich.

Gold und Rostoffe

Rohstoffpreise schlossen das Jahr deutlich positiv ab. Während Gold von einer expansiven US-Notenbank und geopolitischen Spannungen wie zuletzt im Iran profitiert, war die ausreichend starke Weltkonjunktur bei Energie und Industriemetallen ausschlaggebend. Für die nächsten Monate sehen wir Energie neutral. Auf der einen Seite implizieren mäßige Wachstumsindikatoren sowie das höhere Preisniveau ein begrenztes Preissteigerungspotenzial. Dem stehen die Disziplin der OPEC Staaten bei der Drosselung der Ölförderung sowie die derzeit geringen Margen bei den US Schiefergas-Produzenten entgegen, die 2020 ihre Investitionen zurückschrauben wollen.

Attraktivität Anlageklassen



Unattraktiv

- US-Staatsanleihen
- Euro-Staatsanleihen (inkl. inflationsindexiert)
- Europäische Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating

Neutral

- Europäische Unternehmensanleihen mit High Yield Rating
- CEE-Staatsanleihen
- US-Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating

Attraktiv

- Aktien
- Emerging Markets Anleihen, insbesondere in Lokalwährung
- US-Unternehmensanleihen mit High Yield Rating
- US-Hypothekaranleihen

Strategie-Portfolio

Aktuelle Vermögensaufteilung

Daten per Jänner 2020



Aktienquote erhöht

Die globalen Aktienmärkte konnten im 4. Quartal einen spürbaren Beitrag zur Performance leisten. Da wir uns in der stärksten Börsen-Phase des Jahres befinden und die Aufwärtsbewegung anhält, haben wir den Anteil der Aktien zu Lasten der Schwellenländer-Anleihen in Hartwährung aufgestockt. (Die Aktien-Gewichtung beträgt derzeit 42,5 Prozent bei maximal möglichen 50 Prozent).

Der Fokus bleibt auf diesen Anlageklassen. Zur Stabilisierung des

Portfolios werden US-Staatsanleihen beigemischt.

Bei den Anleihen verfolgen wir eine diversifizierte Allokation in High-Yield Unternehmensanleihen, europäische Unternehmensanleihen (Investment Grade) und internationale Staatsanleihen der Industrieländer in Fremdwährung.

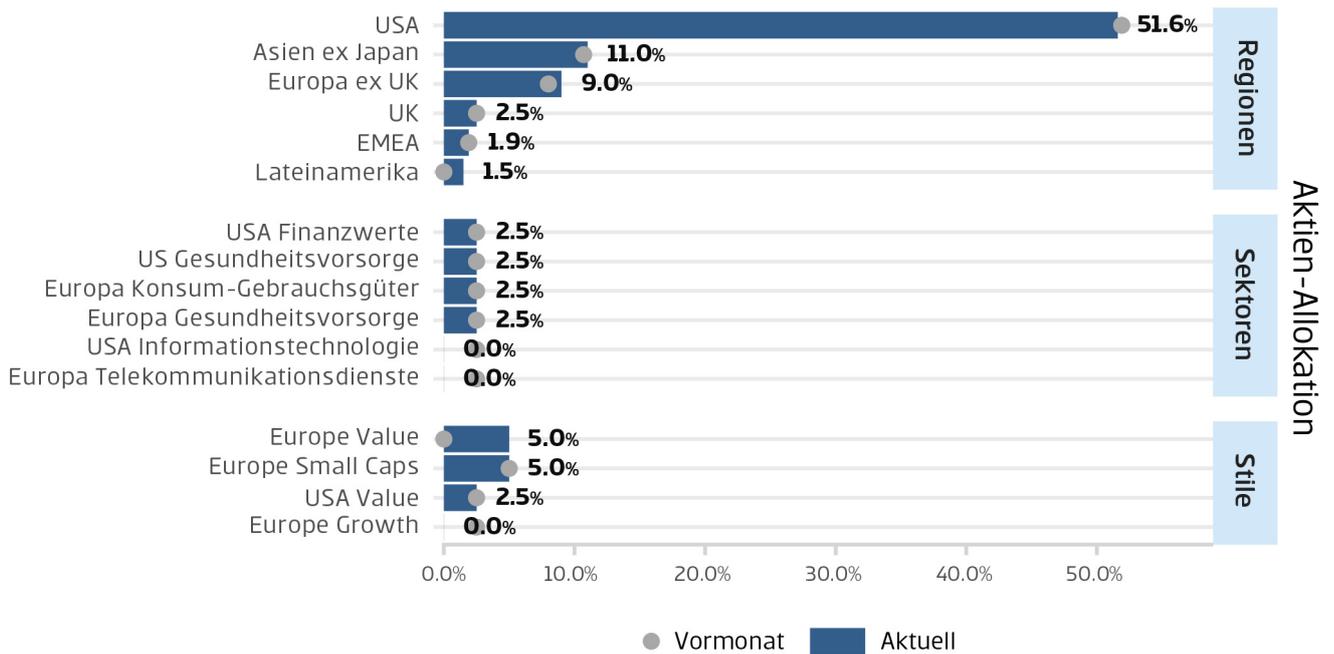
Fremdwährungen abgesichert

Der US-Dollar bleibt zu etwa 75 Prozent abgesichert, das Britische Pfund zur Gänze.

Konsum-, Finanz- und Gesundheitsaktien

Im Aktienteil mischen wir konsumorientierte Sektoren bei sowie Finanz- und Gesundheitswerte. Wir setzen nun einen stärkeren Akzent bei Value-Aktien zu Lasten von wachstumsorientierten Sektoren wie z.B. IT, die schon sehr gut gelaufen sind.

Aktien-Allokation



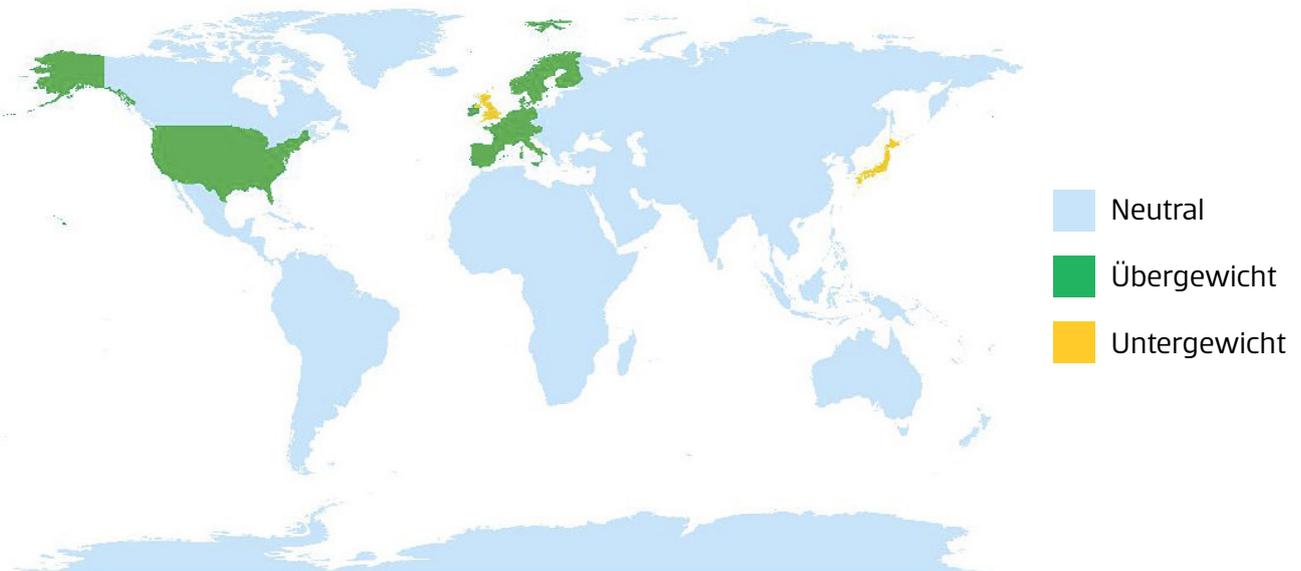
Im Jänner wurde die taktische Aktien-Allokation neu ausgerichtet. Generell haben wir Wachstumsaktien abgebaut und das Value-Segment deutlich erhöht.

Diese Positionierung spiegelt eine verbesserte konjunkturelle Einschätzung wider.

Das Gewicht in Emerging Markets wurde zulasten von US Aktien erhöht. Die Schwellenländer-Positionierung bleibt aber auf neutralem Niveau. Ein deutliches Übergewicht halten wir in kontinentaleuropäischen Aktien, während wir bei US-Titel neutral zur Benchmark positioniert sind. Klar untergewichtet bleibt der japanische Markt.

Aktien-Übergewicht im IT-Sektor abgebaut

Diese Werte sind in den letzten Monaten sehr gut gelaufen und notieren auf Höchstniveaus. Daher nehmen wir die erzielten Gewinne mit und positionieren uns stärker im Value-Segment.



Spezialthema: **Strukturwandel in der Fiskalpolitik** von Gerhard Winzer

Das Arsenal an Werkzeugen, die einer Zentralbank zur Bekämpfung einer Rezession zur Verfügung stehen, ist ziemlich leer geräumt. Damit steigt der Druck auf die Fiskalpolitik, einen größeren Anteil in der Steuerung der Konjunktur zu übernehmen. Nach dem abgetretenen Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, hat nun auch der scheidende Gouverneur der Zentralbank im Vereinigten Königreich (Bank of England), Mark Carney, auf die Gefahr hingewiesen, dass Zentralbanken nicht mehr in der Lage sein würden, dem nächsten größeren Abschwung ausreichend mit Leitzinssenkungen zu begegnen.

Niedriges Zinsniveau

Der Ausgangspunkt ist das außerordentlich niedrige Zinsniveau. Der sogenannte neutrale Zinssatz ist deutlich auf ein sehr niedriges Niveau gefallen. Der neutrale Zinssatz ist jener Zinssatz, der weder unterstützend noch restriktiv auf das Brutto-

inlandsprodukt wirkt und im Einklang mit Vollbeschäftigung und einer stabil niedrigen Inflation ist. Dieser Zinssatz ist einer der wichtigsten Bausteine in der Volkswirtschaftslehre. Naturgemäß kann er nur mit einer erheblichen Unsicherheit geschätzt werden. Laut einer der bekanntesten Schätzungen (Laubach / Williams von der US-amerikanischen Zentralbank) beträgt er für die USA 0,61 Prozent und für die Eurozone 0,2 Prozent. Dieser Zinssatz ist ein realer Zinssatz, wird also bereinigt um die Inflation.

Finanzprodukte 5 mal so hoch wie Bruttoinlandsprodukt

Dazu kommt, dass der neutrale Zinssatz nicht notwendigerweise der Leitzinssatz einer Zentralbank, sondern eher die Verzinsung eines globalen Portfolios von Staatsanleihen ist. Denn das Volumen aller Finanzprodukte ergibt auf globaler Ebene mittlerweile einen Wert von 400.000 Milliarden US-Dollar. Das übersteigt um das Vierfache das

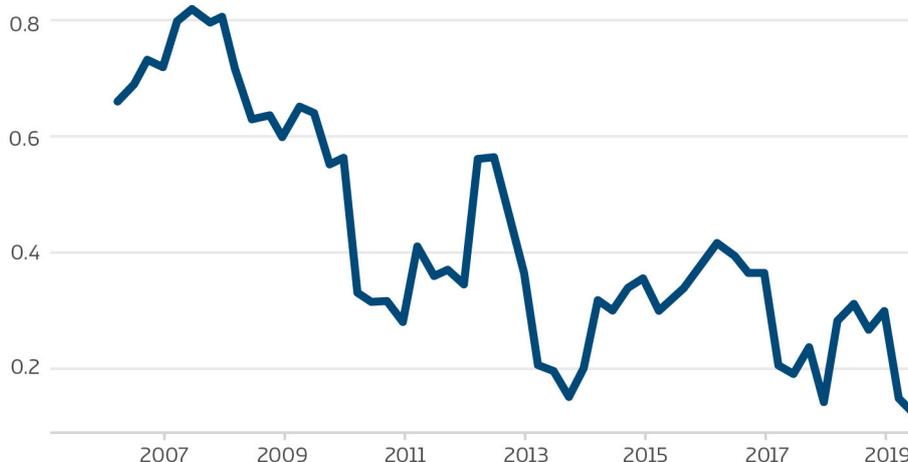
globale Bruttoinlandsprodukt von 80.000 Milliarden US-Dollar und verdeutlicht, weshalb die negative Rückkopplung von Kursrückgängen bei Wertpapieren auf das Bruttoinlandsprodukt berücksichtigt werden muss. Die Rendite eines Index von globalen Staatsanleihen (Bloomberg / Barclays) beträgt im 10-Jahres-Durchschnitt 1,4 Prozent). Abzüglich der durchschnittlichen Inflation im OECD-Raum (1,9 Prozent p.a.) ergäbe das eine Schätzung für den realen neutralen Zinssatz auf globaler Ebene von -0,5 Prozent.

Risiko-Szenario: säkulare Stagnation

Schlussfolgerung: der nominelle Zinssatz kann nicht mehr viel fallen, und der reale Zinssatz fällt nur dann substantiell, wenn die Inflation deutlich ansteigt. Die expansiven Geldpolitiken alleine werden wahrscheinlich nicht ausreichen, um vom Risiko-Szenario einer säkularen Stagnation* wegzukommen.

Wachstum der arbeitenden Bevölkerung schrumpft

weltweit, in Prozent p.a.



* anhaltend niedriges Wirtschaftswachstum, erhöhte Arbeitslosigkeit, niedrige Inflation, niedrige Zinsen, niedriges Wachstum der Unternehmensgewinne.

Niedrige Investitionen

Der Zinssatz ist der Preis für Kapital. Wenn der Zinssatz niedrig ist, gibt es auf globaler Ebene entweder zu viel Kapital oder zu wenig Investitionen. Die Gründe für das deutliche gefallene Zinsniveau sind vielfältig:

1) Demografie: Das Wachstum der arbeitsfähigen Bevölkerung fällt seit vielen Jahren. Mittlerweile stagniert diese Bevölkerungsgruppe im OECD-Raum nur noch. Das bedeutet unter anderem eine geringere Notwendigkeit an Investitionen. Erst auf die lange Sicht könnte die Überalterung der Gesellschaft ein ansteigendes Zinsniveau bewirken, wenn die Pensionisten die Sparquote verringern.

2) Digitalisierung: Diese benötigt weniger Investitionen im Vergleich zu früheren Innovationen und ist disruptiv (ersetzt bestehende Unternehmen und Strukturen).

3) Produktivität: Ähnlich wie bei der demografischen Entwicklung bedeutet ein fallendes Produktivitätswachstum anfangs eine geringere Nachfrage (Konsum und Investitionen). Erst langfristig könnte das gefallene Produktivitätswachstum zu einem Anstieg der Inflation (und der Zinsen) führen.

4) Investitionen: Die niedrige Investitionstätigkeit ist ein wesentlicher Grund für das niedrige Zinsniveau. Der stark steigende Bedarf von Investitionen in den Umweltbereich könnte tatsächlich ein „Game Changer“ sein.

5) Ungleichheit: Die Einkommensunterschiede zwischen den unteren und oberen Einkommensgruppen haben zugenommen. Das hat den Spardruck in den unteren Einkommensgruppen erhöht. Auch hier könnte es langfristig betrachtet zu einer Trendumkehr kommen. Denn die zunehmende Ungleichheit ist einer der wichtigsten Gründe für die zahlreichen populistischen Bewegungen. In der Tendenz bedeuten sie eine inflationäre Politik (Anti-Globalisierung, höhere Budgetdefizite). Aber auch für die etablierten

Regierungen steigt der Anreiz, die Budgetdefizite auszuweiten um nicht abgewählt zu werden.

6) Schulden: Die angestiegenen Staatsschulden haben im OECD-Raum bis vor kurzem für eine restriktive Fiskalpolitik gesorgt, sprich: das Wirtschaftswachstum gedämpft. Das heißt, das um den Wirtschaftszyklus bereinigte Budgetdefizit ist im OECD-Raum von 2010 (-5 Prozent vom Bruttoinlandsprodukt) bis 2017 (-0,03 Prozent vom BIP) deutlich gesunken.

Struktureller Spielraum zur Bekämpfung des Klimawandels

Die Argumente, die gegen eine strukturelle Ausweitung der Budgetdefizite angeführt werden, sind mehrere:

- Es besteht eine Notwendigkeit für die „kreative Zerstörung“ (alte Unternehmen werden durch neue ersetzt).
- Konsumenten würden die Sparquote erhöhen, wenn die Budgetdefizite ansteigen (wahrscheinlich noch nie geschehen).
- Die Schulden müssen von der nächsten Generation zurückgezahlt werden (deflationäre Wirkung), erhöhen die Verletzlichkeit in einer Krise, verringern den budgetären Spielraum und könnten auf lange Sicht das Vertrauen in die Währung beeinträchtigen.

Die Kritikpunkte treffen nur teilweise zu und übersehen zwei wichtige Gesichtspunkte: Solange das Zinsniveau unter dem nominellen Wirtschaftswachstum liegt, ist die Schuldendynamik nachhaltig. Das heißt, es besteht ein struktureller Spielraum für die Bekämpfung des Klimawandels (höhere strukturelle Budgetdefizite).

Zyklische Budgetpolitik

Zudem berühren die obigen Kreditpunkte nicht die Kernaussage der beiden Zentralbank-Chefs, Draghi und Carney, die eine zyklische Fiskalpolitik als Ersatz für die mangelnde Effektivität der (zyklischen) Geldpolitik meinen. Ausweitung der Budgetdefizite im konjunkturellen Abschwung, Verringerung der Defizite im Aufschwung. Dieses Werkzeug ist bis dato noch mangelhaft ausgebildet. Die sogenannten automatischen Stabilisatoren wirken (zum Beispiel: Anstieg der Arbeitslosenversicherung in der Rezession), reichen aber nicht aus. Zudem wird auf die Defizitverringerung gerne vergessen. Der Bedarf für eine zyklische Budgetpolitik ist jedenfalls gestiegen.

Fazit: Die Notenbanken haben kaum mehr Munition zur Bekämpfung einer Rezession. Solange die Zinsniveau unter den nominellen Wirtschaftswachstum liegt, gibt es Spielraum für Investitionen – z.B. zur Bekämpfung des Klimawandels.





Autoren

GERHARD WINZER
Chief Economist



ALEXANDER LECHNER
Head of Multi Asset Management



GERHARD BEULIG
Senior Fund Manager



PHILIP SCHIFFEREGGER
Senior Fund Manager



JOHANNES SCHEUPLEIN
Fund Manager



Disclaimer

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. 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 die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn 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 die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft.

Bildquelle erste Seite: Saul Loeb / AFP / picturedesk.com

Kontakt

Erste Asset Management GmbH

Am Belvedere 1, A-1100 Wien

www.erste-am.com

blog.de.erste-am.com

Sitz Wien, FN 102018b,

Handelsgericht Wien, DVR 0468703

Communications & Digital Marketing

eamcommunications@erste-am.com

Institutional Sales

institutional@erste-am.com

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

Redaktion

DIETER KERSCHBAUM

ERSTE
Asset Management