

Kapitalmarktausblick KW 20

8. Mai 2020

Aufschwung in China mit angezogener Handbremse?

Das Szenario eines heftigen, aber kurzen Wachstumseinbruchs in China, gefolgt von einer kräftigen Erholung, scheint im April wieder etwas fraglicher geworden zu sein. Der offizielle Einkaufsmanagerindex der Industrie sank von 52,0 im März auf 50,8 im April – und der Caixin-Einkaufsmanagerindex der Industrie sogar von 50,1 auf 49,4. Der Caixin-Einkaufsmanagerindex umfasst überwiegend kleine und mittlere Privatunternehmen (sogenannte KMUs), während für den offiziellen Index vor allem Vertreter von großen Staatsunternehmen befragt werden. Der Rückschlag scheint eine Folge der globalen Rezession zu sein und einer geringeren weltweiten Nachfrage nach chinesischen Exportgütern. Aber immerhin ist der Trend einer sich verbessernden Binnenwirtschaft intakt. So stieg der offizielle Einkaufsmanagerindex des Dienstleistungssektors von 52,3 auf 53,2 und der Caixin-Einkaufsmanagerindex von 43,0 auf 44,4. Die Verbesserungen fielen jedoch überraschend schwach aus. So gibt es Berichte, dass trotz der staatlichen Lockerungen die Konsumenten immer noch sehr vorsichtig und zurückhaltend sind. Der wirtschaftliche Normalisierungsprozess scheint wohl nur schleppend anzulaufen.

Als eine Reaktion darauf dürfte die chinesische Regierung ihre Anstrengungen verstärken, den Aufschwung in den kommenden Monaten zu beschleunigen. Darüber hinaus gibt es einige Stimmen, die die Aussagekraft der Einkaufsmanagerindizes in Ausnahmesituationen wie einer Pandemie in Zweifel ziehen, da es sich nur um Diffusionsindizes (Umfrage: Verbesserung abzüglich Verschlechterung) handelt. Daher dürfte die Publikation der Daten zur Realwirtschaft an Bedeutung gewinnen, um sich ein verlässlicheres Bild von der Entwicklung der chinesischen Volkswirtschaft zu verschaffen, wie die Industrieproduktion (Freitag) und die Einzelhandelsumsätze (Freitag). Auch die Kredit- und Inflationsdaten sind dabei von Interesse: die Konsumenten- und Erzeugerpreise (Dienstag) sowie die Zahlen zum Total Social Financing (Donnerstag).

China: Tiefpunkt schon durchschritten

China ist das erste große Land, das den Tiefpunkt in der Konjunktur schon hinter sich lassen konnte. Daher könnte China ein Frühindikator für die Weltwirtschaft sein. Die nur schleppende Erholung derzeit widerspricht

unserer Einschätzung eines kräftigen Aufschwungs der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr. Wir gehen jedoch immer noch davon aus, dass sich der Aufschwung in China in den kommenden Monaten beschleunigen wird, und halten an unserer Prognose fest – wenn auch mit einer geringeren Eintrittswahrscheinlichkeit.

USA: Im Konjunkturtief

Die Einzelhandelsumsätze (Freitag) und die Industrieproduktion (Freitag) dürften dramatische Einbrüche im April zeigen, weil in diesem Monat das öffentliche Leben und die Wirtschaft am stärksten zurückgefahren wurden. Derzeit rechnen die Analysten mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den USA im zweiten Quartal von annualisiert mehr als 30 %. Inflation (Dienstag) ist auf absehbare Zeit kein Thema, da es sich bei der Coronakrise überwiegend um einen Nachfrageschock handelt – ablesbar unter anderem am Kollaps der Rohstoffpreise.

Exkurs: Was der Anstieg der US-Sparquote aussagt

In volkswirtschaftlichen Lehrbüchern wird Sparen und Investieren in der Regel folgendermaßen beschrieben: Robinson Crusoe lebt auf einer einsamen Insel und baut Weizen an. Nach jeder Ernte muss er entscheiden, wie viele Weizenkörner er verzehrt und wie viele Weizenkörner er wieder pflanzt. Je mehr er auf Konsum verzichtet, desto mehr kann er investieren, und desto mehr Weizen hat er in der Zukunft.

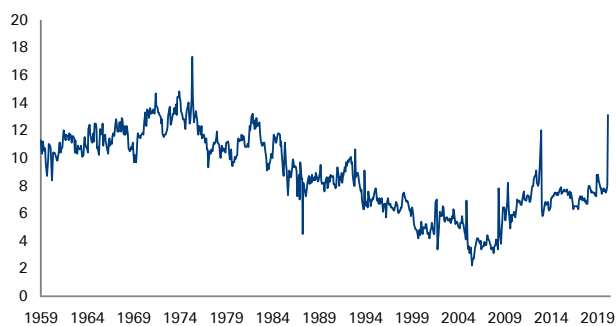
Leider funktionieren Sparen und Investieren nicht so einfach in einer modernen Volkswirtschaft. Ein Beispiel soll dies verdeutlichen: Ein Arbeitnehmer beschließt, jeden Monat 100 EUR mehr zu sparen. Das Angebot an Ersparnissen am Kapitalmarkt steigt, woraufhin der Zins fällt. Sollten jedoch weder andere Privathaushalte noch Unternehmen, der Staat oder Personen und Institutionen aus dem Ausland bereit sein, jeden Monat einen zusätzlichen Kredit von 100 EUR aufzunehmen, bedeutet dies, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage um 100 EUR pro Monat fällt. Als eine Folge dessen muss ein Unternehmen einen Mitarbeiter in Teilzeit entlassen, der bisher 100 EUR pro Monat verdiente und diese vollständig sparte. Seine monatliche Ersparnis fällt dann

auf 0 (zugegebenermaßen ein etwas konstruiertes Beispiel, das jedoch den Zusammenhang zwischen Sparen und Arbeitslosigkeit verdeutlichen soll). Oder das Einkommen eines Unternehmers sinkt um 100 EUR, die er dann wie früher nicht mehr sparen kann. Auf makro-ökonomischer Ebene ist die Ersparnis also unverändert geblieben, die höhere Ersparnis des Arbeitnehmers wird durch die niedrigere Ersparnis des Arbeitslosen oder des Unternehmers kompensiert. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist jedoch um 100 EUR niedriger – mit negativen Folgen für das Wirtschaftswachstum. Die Geschichte von Robinson Crusoe stimmt also nur dann, wenn die Unternehmensinvestitionen sehr sensibel auf den Zins reagieren und die Unternehmen somit die zusätzlichen Ersparnisse in zusätzliche Investitionen umwandeln. Nur Unternehmensinvestitionen ermöglichen ein Mehr an Konsumgütern in der Zukunft. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass der Zins oft keinen signifikanten Einfluss auf die Unternehmensinvestitionen hat.

In den USA ist die Sparquote der Privathaushalte im März auf 13,1 % des verfügbaren Einkommens gestiegen – der höchste Wert seit 1975. Die umfangreichen Hilfspakete des Staates konnten offensichtlich die Einkommen der Privathaushalte ausreichend stabilisieren, sodass ein Anstieg der Ersparnisse aller Privathaushalte gleichzeitig möglich war. Der höheren Ersparnis der Privathaushalte steht dementsprechend eine höhere Neuverschuldung des Staates gegenüber. Wenn es keine staatlichen Einkommenshilfen gegeben hätte, wären die Einkommen der Privathaushalte aufgrund der gestiegenen Arbeitslosigkeit kollabiert und die Ersparnisse rapide gesunken. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass die Staatshilfen tatsächlich bei den Konsumenten angekommen sind.

USA: Sparquote auf dem höchsten Stand seit 1975

US-Sparquote in % des verfügbaren Einkommens



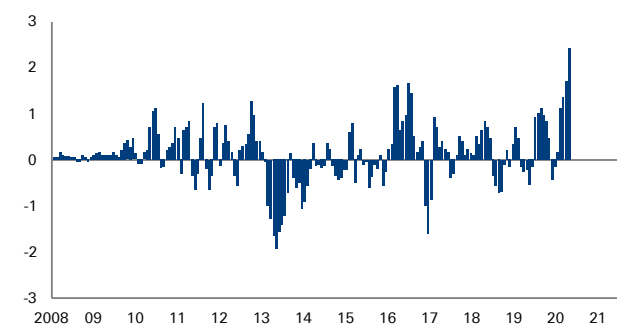
Die Sparquote könnte aus drei Gründen gestiegen sein: erzwungenes Sparen aufgrund der Quarantänepreskriptionen, gestiegene Unsicherheit nur wegen der Pandemie oder aufgrund der Einschätzung, dass die Welt grundsätzlich unsicherer geworden ist. Wenn vor allem die ersten beiden Gründe zutreffen sollten, wäre eine Rückkehr der Sparquote zum Vorkrisenniveau nach Ende der Epidemie zu erwarten und damit einhergehend ein Konsumboom. Wenn sich insbesondere der dritte Grund als ausschlaggebend erweisen sollte, würde der US-Konsument als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft ausfallen und sich das Leistungsbilanzdefizit aufgrund merklich gesunkener Importe strukturell verbessern.

Goldpreis im Fokus

Anhand unseres Fundamentalmodells für den Goldpreis lässt sich zeigen, dass der Goldpreis im Jahresdurchschnitt (also stark geglättet) vom Außenwert des US-Dollar, von den langfristigen Inflationserwartungen und von der US-Gesamtverschuldung maßgeblich beeinflusst ist. Da wir von einer steigenden Verschuldung sowie stabilen Inflationserwartungen und einer moderaten Abwertung des US-Dollar ausgehen, sehen wir den Goldpreis in einem strukturellen Aufwärtstrend. Dabei ist jedoch nicht zu vergessen, dass der Goldpreis mit einer durchschnittlichen Volatilität von 20 % seit 1968 sehr stark schwankt – deutlich stärker zum Beispiel als Aktienkurse und oft unabhängig von den Fundamentaldaten.

Rekordzuflüsse in Goldfonds

Wöchentliche Geldbewegungen in Goldfonds (Durchschnitt über 6 Wochen; in Mrd. USD)



Eine kürzlich veröffentlichte Analyse von BofA Merrill Lynch zeigt, dass die Zuflüsse in Goldfonds in den vergangenen sechs Wochen so hoch waren wie seit 2008

nicht mehr. Unseres Erachtens könnte dies ein Anzeichen für einen vielleicht schon zu großen Optimismus für die zukünftige Goldpreisentwicklung sein.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.