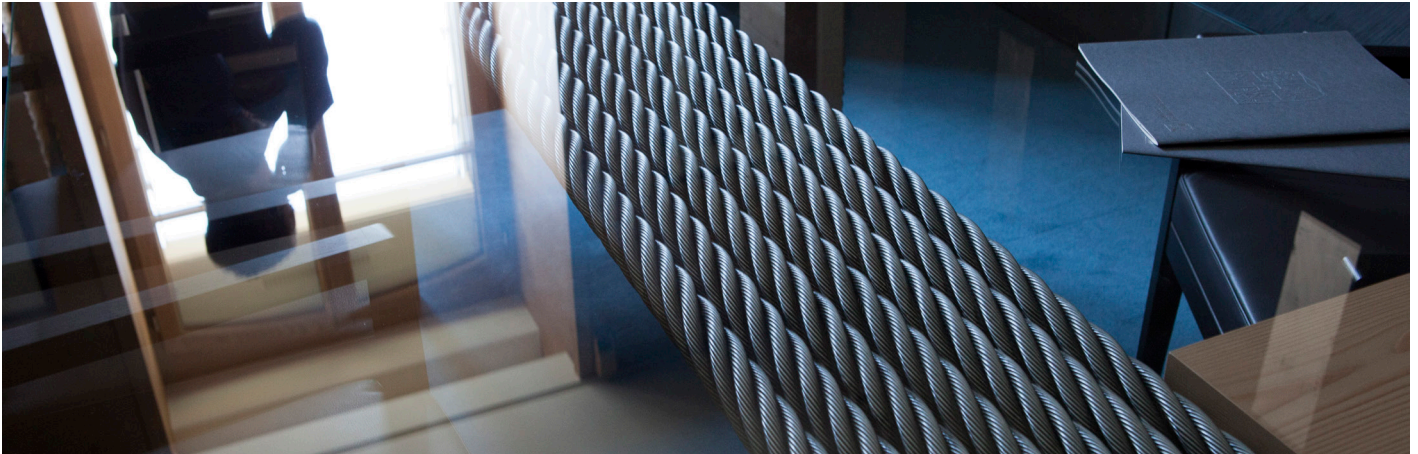

IN THE SPOTLIGHT

Dezember 2016



Philippe Uzan

CHIEF INVESTMENT OFFICER
EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT

STEHEN WIR VOR EINER WENDE IN DER HAUSHALTPOLITIK?

Drastisch zunehmende Staatsdefizite und -schulden zwingen die Industrieländer seit 2011 zu einer orthodoxen Haushaltspolitik. Doch gleichzeitig gaben schwaches Wachstum und niedrige Inflationsraten den Regierungen Anlass, eine aktivere Geldpolitik zu betreiben und dabei auch unkonventionelle Mittel wie den Ankauf von Staatsanleihen einzusetzen.

Inzwischen hat sich die Situation verändert. Die Anleihekäufe von Notenbanken werden sich im vierten Quartal auf über 500 Milliarden US-Dollar belaufen. Doch welche Auswirkungen diese Maßnahmen auf die Wirtschaft und – mehr noch – die Finanzwelt haben, wird heftig diskutiert. Die Folgen werden zunehmend in Form von Verzerrungen an den Finanzmärkten sichtbar.

ZUSAMMENFASSUNG

DIE GRÜNDE
FÜR DEN
KURSWECHSEL

WELCHES IST
DAS BESTE
GLEICHGEWICHT?

WELCHE ERGEBNISSE KÖNNTE
EINE NEUAUSRICHTUNG DER
WIRTSCHAFTSPOLITIK BRINGEN?

Während es nur wenige Industrieländer schaffen, einen ausgeglichenen Haushalt aufzustellen, konnten die meisten zumindest ihre Primärdefizite deutlich reduzieren. Natürlich gibt es immer noch ein paar Ausnahmen, und die Staatsverschuldung vieler Länder ist nach wie vor hoch. Sollten Regierungen zu Maßnahmen greifen, deren wirtschaftliche Kosten klar absehbar sind, wenn die Zinssätze historisch niedrig sind?

Bei großen Institutionen und Organisationen wie dem Internationalen Währungsfonds (IWF), der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), den Zentralbanken und der Europäischen Kommission ist ein bemerkenswerter Stimmungswandel zu beobachten. Unabhängig von ihrer Wortwahl befürworten sie inzwischen einhellig Strukturreformen und eine proaktivere Fiskalpolitik, zur Anregung des Wachstums.

» DIE GRÜNDE FÜR DEN KURSWECHSEL

NORMALISIERUNG ODER «NEUER NORMALZUSTAND»?

Seit der Finanzkrise von 2007/2008 in den USA und der anschließenden Staatsschuldenkrise in Europa in

den Jahren 2010-2012 ist das Wirtschaftswachstum bescheiden und unregelmäßig. In den Schwellenländern ist die Situation sehr unterschiedlich. Während Länder wie Indien und Vietnam kräftiges Wachstum verzeichnen, haben viele andere Staaten, die von der Entwicklung in China abhängig sind, unter dem niedrigen Wachstum in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt zu leiden. Dies bremst wiederum die Exporte

der Industrienationen in die Schwellenländer. Der Rückgang der Rohstoffpreise in den Jahren 2014 und 2015 hat in der gesamten Weltwirtschaft den Druck in Richtung Deflation verstärkt.

Ist der derzeitige Konjunkturzyklus Teil des „neuen Normalzustands“ oder nur eine (ziemlich merkwürdige) Phase im Zuge einer klassischen Konjunkturerholung? Das Thema „neuer Normalzustand“ ist seit der Finanzkrise in aller Munde und spielt in der Diskussion über „strukturelle Stagnation“ und schwache Produktivitätsfortschritte eine große Rolle.

Auch wenn das Thema Deflation mittlerweile weniger akut ist, ist der Preisauftrieb immer noch das Ziel der Zentralbanken. Neben der Zufuhr von Liquidität gehören Zinssenkungen zu den von Notenbanken bevorzugt eingesetzten Mitteln. Die jetzige Situation ist in der Tat Teil eines Abwärtstrends bei den nominalen Anleiherenditen, der schon seit über 30 Jahren anhält. Negative nominale Renditen hat es in der Vergangenheit allerdings so nie gegeben. Die Realzinssätze sind langfristig betrachtet ebenfalls zurückgegangen und gelegentlich in den negativen Bereich gerutscht.

Nach den Anstrengungen der Zentralbanken, das Geldmengen- und Wirtschaftswachstum anzukurbeln, stellt sich nun die Frage, ob man andere oder aber ergänzende Maßnahmen ergreifen sollte. Die US-Notenbank Fed würde sich gerne wieder einen gewissen Handlungsspielraum verschaffen. Ihre seit Jahren erste Zinserhöhung im Dezember 2015 sollte zum Teil auch der Auftakt für eine Rückkehr zu normalen Zinssätzen sein.

Das ist für die Europäische Zentralbank (EZB) derzeit kein Thema. Sie ist sich aber anderer, ebenso grundlegender Probleme, völlig bewusst. Die derzeitigen Nominalzinsen stellen eine Gefahr für die Ertragskraft der Banken dar. Und vor allem bergen sie das Risiko einer Destabilisierung von Altersvorsorgesystemen und Versicherungsgesellschaften.

DIE GRENZEN EINES NIEDRIGZINSUMFELDS

Dauerhaft niedrige oder gar negative Zinssätze sind nicht nur für Kapitalanlagepläne schlecht. Niedrigere Renditen auf Ersparnisse verringern auch die Haushaltseinkommen. Und paradoxerweise können sie manche

Einleitung unterschiedlicher oder sich ergänzender Maßnahmen

Haushalte dazu bringen, mehr zu sparen, um so die rückläufigen Erträge aus Quellen wie Bankkonten und Rentenmarktanlagen auszugleichen.

NACHFRAGEORIENTIERTE WIRTSCHAFTSPOLITISCHE MASSNAHMEN SIND NICHT MEHR TABU

Einige Länder, die im Alleingang oder in Abstimmung mit anderen handeln, haben für das Jahr 2017 bereits einen Kurswechsel beschlossen. Die US-Haushaltspolitik wird unter dem neuen Präsidenten Donald Trump sicherlich expansiver werden. Und in Japan scheint die Regierung von Shinzo Abe entschlossen zu sein, ein neues Konjunkturprogramm aufzulegen. Selbst in Deutschland steigen inzwischen die Staatsausgaben, wenn auch im Rahmen eines ausgeglichenen Haushalts. Steuersenkungen werden ebenfalls in Betracht gezogen. In anderen Ländern hat der Defizitabbau nicht länger Priorität, und die Regierungen wissen inzwischen durchaus, welchen Preis sie für Haushaltsdisziplin an der Wahlurne zahlen.

Generell sind die Positionen wegen

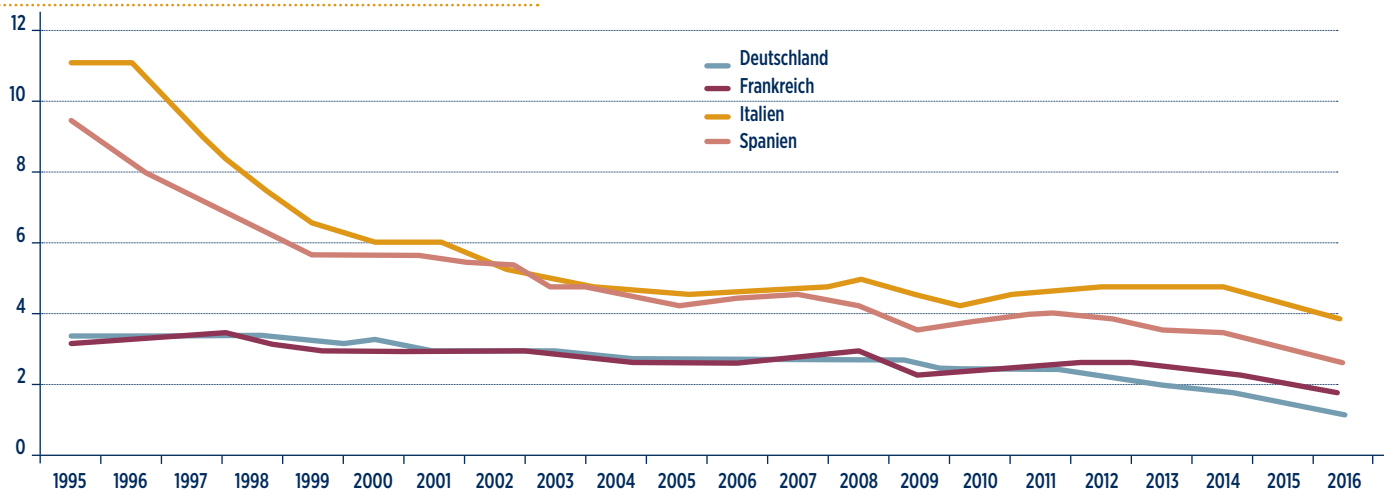
des Drucks, der vom populistischen Lager ausgeht, und wegen der politischen Nachbeben nach dem Brexit-Votum in Großbritannien in Bewegung geraten. Die nächsten Monate werden für die Finanzmärkte riskant werden, da mehrere bedeutende Wahlen anstehen. Bemerkenswert ist allerdings, dass über das gesamte politische Spektrum hinweg fast alle – ob Liberale, Sozialdemokraten oder Populisten – **eine weniger strenge Sparpolitik wollen**, auch wenn sich die von ihnen vorgeschlagenen Lösungen radikal unterscheiden mögen und von einer Senkung der Einkommen- und Körperschaftsteuer bis zu mehr staatlichen Investitionen reichen.

GÜNSTIGE FINANZIERUNGSKOSTEN

Eine der spektakulärsten Folgen der unkonventionellen Geldpolitik ist der Rückgang der Nominalzinssätze auf sehr niedrige, teils sogar negative Werte. Europa ist dafür ein gutes Beispiel. Bereits im Juni 2014 senkte die EZB ihren Zinssatz für Einlagen von Banken in den negativen Bereich. Aktuell liegt er bei -0,4 Prozent. Und im Verlauf von 18 Monaten hat die EZB Anleihen im Gesamtbetrag von über einer Billion Euro gekauft.

Die Renditen auf Staatsanleihen befinden sich überall auf historischen Tiefständen. **Außergewöhnlich ist die Situation aber in der Eurozone und in Japan.** Die Renditen auf Bundesanleihen sind in den meisten Laufzeitensegmenten negativ. Und noch bemerkenswerter ist das Bild bei den realen Anleiherenditen: Selbst in den USA und in Italien sind sie bei Laufzeiten von unter zehn Jahren negativ oder nahe null, und neben Deutschland und Japan sind sie auch in Frankreich und Großbritannien über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg negativ!

KOSTEN DES STAATLICHEN SCHULDENDIENSTES (IN % DES BIP)



Quelle: Bloomberg

Ein neues Gleichgewicht zwischen geld- und finanzpolitischer Stimulierung sollte positiv aufgenommen werden

In Frankreich, wo in den ersten neun Monaten dieses Jahres Staatsanleihen mit einer Durchschnittsrendite von 0,37 Prozent (2015: 0,63 Prozent) an den Markt gebracht wurden, summierten sich die Zinszahlungen auf die Staatsschulden in Höhe von 2,170 Billionen Euro bis Ende September auf 44,4 Milliarden Euro und waren damit der viergrößte Posten im Staatshaushalt. Es geht hier also nicht nur um buchhalterische Qualitäten, sondern um staatlichen Handlungsspielraum. In diesem Jahr hat Frankreich erfolgreich 50-jährige Staatsanleihen begeben. Die durchschnittliche Laufzeit ihrer langfristigen Anleihen liegt aber bei über sieben Jahren.

» WELCHES IST DAS BESTE GLEICHGEWICHT?

Anders als die Geldpolitik wirkt die Finanzpolitik unmittelbar auf die Realwirtschaft, indem sie die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen anregt. Wie schnell die Wirtschaft darauf reagiert, hängt von den verwendeten Instrumenten ab. Das große Problem bei staatlichen Investitionen ist die Zeit, die benötigt wird, um sie auf den Weg zu bringen. Gleichzeitig werden die laufenden Staatsausgaben immer noch überprüft, da die Alterung der Bevölkerung steigende Ausgaben im Gesundheitswesen und größeren Altersvorsorgebedarf bedeutet. Dadurch werden Staatsausgaben eingeschränkt. Doch das Instrument der Steuerpolitik steht immer zur Verfügung, und diese könnte Flexibilität ins Spiel bringen. Eine stärker akkommodierende Haushaltspolitik ist aber nicht unbedingt mit höheren staatlichen Investitionen gleichzusetzen. Eine Senkung der persönlichen Einkommensteuer und der Unternehmenssteuern kommt ebenfalls in Frage, solange die Haushaltspolitik einer Regierung glaubwürdig erscheint. Andernfalls werden die Wirtschaftsakteure wahrscheinlich mit einer Erhöhung ihrer Sparquoten reagieren.

Durch Veränderung des Umfangs der Sozialabgaben und der Art und Weise, wie sie angehoben werden, können Regierungen theoretisch Defizitprobleme antizyklisch lösen. Arbeitslosenquoten können als Orientierung für eine Erhöhung

oder Senkung der Sozialabgaben dienen. Auch wenn Prognosen schwierig sind und Vorsicht das Gebot der Stunde ist, bietet die Steuerpolitik Regierungen, die Einfluss auf den Konjunkturzyklus nehmen wollen, in der Praxis am meisten Flexibilität.

Das Beispiel der USA ist besonders interessant, auch wenn das Ergebnis der Präsidentschaftswahl in diesem Jahr zu Unsicherheit geführt hat, wie der US-Haushalt für 2017 aussehen wird. Das Staatsdefizit der USA ist von 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in 2008 auf circa 2,6 Prozent in 2016 zurückgegangen. Und das reale Wachstum der öffentlichen Ausgaben auf US-Bundes- und Kommunalebene ist von negativen auf moderat positive Werte gestiegen. Die Bedürfnisse nach staatlichen Investitionen sind enorm, und sie zu erfüllen, kann nicht unendlich lang aufgeschoben werden.

Generell sollte der Schwerpunkt auf Entscheidungen liegen, die das Wachstumspotenzial eines Landes erhöhen dürften, auch wenn sich Regierungen in der Vergangenheit selten als Experten in puncto vorausschauendes Denken erwiesen haben.

Anpassungen der Geldpolitik können nie drastisch sein

» WELCHE ERGEBNISSE KÖNNTE EINE NEUAUSRICHTUNG DER WIRTSCHAFTSPOLITIK BRINGEN?

Angesichts der Unzulänglichkeiten der bisherigen Wirtschaftspolitik sollte ein neues Gleichgewicht zwischen geld- und haushaltspolitischer Anreiz der Wirtschaft positiv aufgenommen werden. Allerdings gibt es ein paar Unsicherheiten, und alles muss neu definiert werden. Notenbanken und Regierungen mussten sich selten mit einer so umfassenden Überholung ihrer Messinstrumente auseinandersetzen. Und Länder sind mit unterschiedlichen und mitunter sogar divergierenden Situationen konfrontiert.

DIE RISIKEN LASSEN SICH SCHWER BEURTEILEN

Stehen wir vor einem Wechsel von übertriebener Haushaltsdisziplin zu übermäßiger Konjunkturstimulierung? Das hängt davon ab, wie rasch sich der Haushaltsansatz verbreitet und wie stark die Geldpolitik auf die Bremse tritt – eine schwer zu definierende Kombination. Die Auswirkungen der Stimulierung durch die Geldpolitik werden sich nicht verflüchtigen, weil sie per se zeitlich gestaffelt sind.

Eine Veränderung der Ausrichtung der Haushaltspolitik wird die Nachfrage dagegen unmittelbar anregen und hat obendrein einen Multiplikatoreffekt. Beide Entwicklungen werden deshalb in unterschiedlichem Tempo ablaufen, wobei eine Anpassung der Geldpolitik nie drastisch erfolgen kann.

In jedem Land ist die Situation anders. Die Fed hat ihr Anleihekaufprogramm vor zwei Jahren auslaufen lassen und ihre Leitzinsen bereits einmal erhöht. Dennoch hat ihre Chefin, Janet Yellen, mehrfach gesagt, das zukünftige Tempo bei Zinserhöhungen werde moderater ausfallen als zu irgendeinem Zeitpunkt in den letzten 30 Jahren. Für die EZB wird es dagegen schwieriger, ihre Geldpolitik neu auszurichten, selbst wenn die Regierungen in Europa zu einer anderen Haushaltspolitik übergehen sollten.

Das größte Risiko, auf das der IWF und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) regelmäßig hinweisen, ist finanzielle Instabilität.

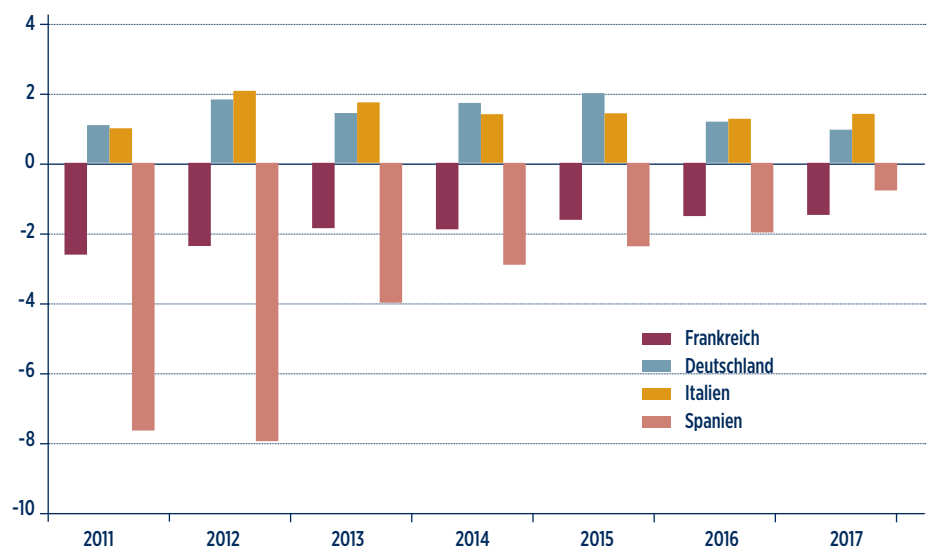
Dafür gibt es mehrere Beispiele, vor allem aus dem Jahr 2013, als die Schwellenländer mit massiven Turbulenzen an den Devisenmärkten und steigenden Kapitalkosten zu kämpfen hatten. Die finanziellen Rahmenbedingungen und die Liquiditätssituation an den Finanzmärkten können Spannungen auslösen. Die Akteure an den Finanzmärkten passen ihr Verhalten an, lange bevor sich erste konkrete wirtschaftliche Ergebnisse abzeichnen.

Zudem können die Notenbanken die Zinskurve jetzt leichter beeinflussen. Wie Eric Rosengren, der Chef der Federal Reserve Bank of Boston, vor kurzem gesagt hat, kann der Offenmarktausschuss der US-Notenbank dazu beitragen, dass die Zinskurve steiler wird, indem er langlaufende Anleihen verkauft und kurzlaufende Papiere erwirbt, ohne dass sich dadurch am US-Tagesgeldsatz oder an der Bilanzsumme der Fed etwas ändert.

Zu bedenken ist aber, dass die unkonventionelle Geldpolitik der sogenannten G4-Länder (Brasilien,

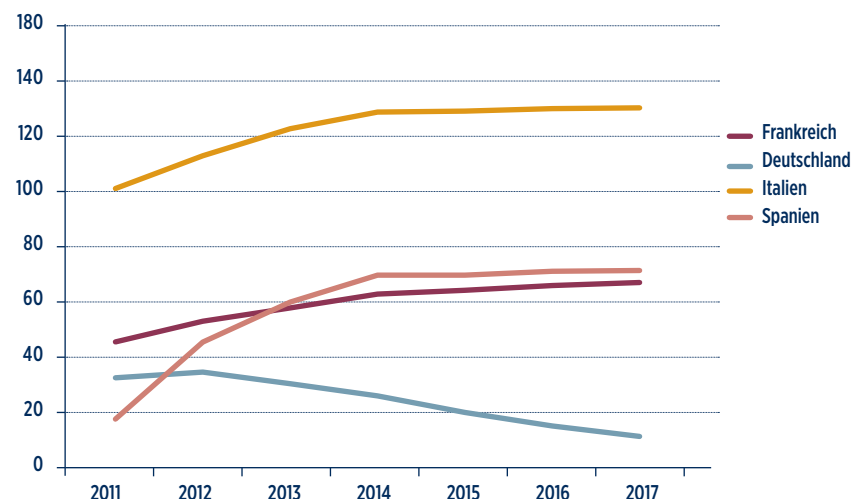
Deutschland, Indien und Japan) im Lauf der Zeit ein neues Risiko für die Notenbanken mit sich bringen wird. Quantitative Lockerung kann man im Grunde genommen als eine gigantische Übung im Wandel ansehen, die sehr kurzfristig zum Referenzzinssatz der betreffenden Notenbank finanziert wird, im Gegenzug aber die durchschnittliche Rendite auf die von der Zentralbank gekauften Anleihen einbringt. Sollte sich die Notenbank dann in der Zukunft gezwungen sehen, ihren Referenzzinssatz über die Rendite ihres Anleiheportfolios hinaus zu erhöhen, entstünde ihr ein buchmäßiger Verlust, der ihrer Unabhängigkeit schaden könnte.

PRIMÄRE HAUSHALTSSALDEN (IN % DES BIP)



Quelle: Internationaler Währungsfonds

STAATSVERSCHULDUNG (IN % DES BIP)

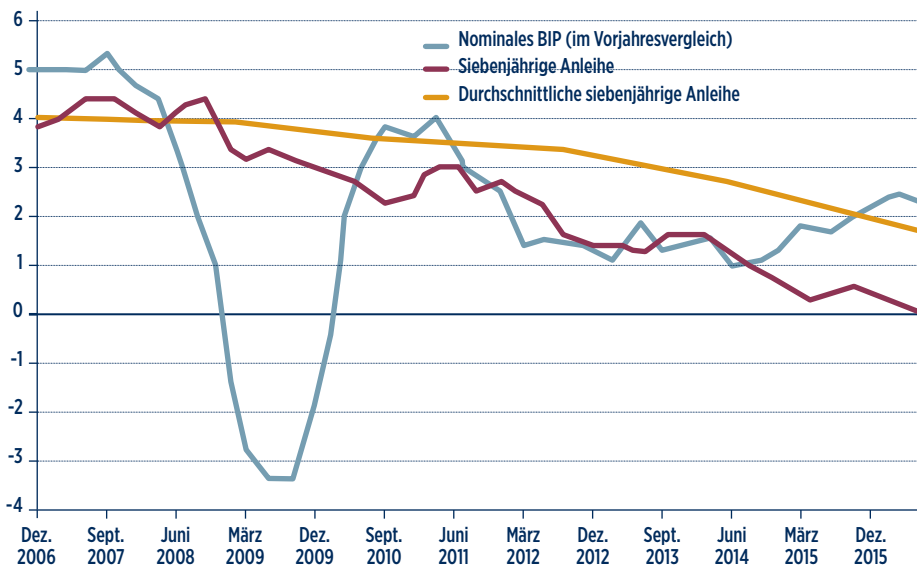


Quelle: Internationaler Währungsfonds

Zudem besteht das Risiko, dass die ohnehin schon hohe Staatsverschuldung weiter steigt. Der Schuldenstand vieler Länder ist nicht weit von 100 Prozent des BIP entfernt oder liegt sogar darüber (in Frankreich sind es 98,43 Prozent, in Deutschland circa 80 Prozent). Allerdings ist der Schuldenstand weniger relevant als das Verhältnis von Schuldendienstzahlungen zum BIP, und diese Kennzahl ist

in allen Industrieländern deutlich zurückgegangen. In den USA liegt sie bei unter 3 Prozent vom BIP, in der Eurozone bei weniger als 2 Prozent. Aufgrund der Schuldenstruktur entwickeln sich diese Kosten außerdem entsprechend dem gleitenden Durchschnitt des Marktzinssatzes für die durchschnittliche Laufzeit der Schulden. In Frankreich sollten wir zum Beispiel die Zinssätze für sieben Jahre, die gegenwärtig nahe null liegen, dem gleitenden

FRANKREICH: NOMINALES BRUTTOINLANDPRODUKT, SIEBENJÄHRIGE ANLEIHERENDITE UND DURCHSCHNITTLICHE SIEBENJÄHRIGE ANLEIHERENDITE



Quelle: Bloomberg

Siebenjahresdurchschnitt von circa 1,5 Prozent gegenüberstellen. Erstere müssten also um über 1,50 Basispunkte steigen, damit die durchschnittlichen Kosten der Schulden 2017 anfangen zu steigen!

Schließlich lässt sich schwer vorhersagen, wie sich die Preise entwickeln werden, wenn das Wachstum anzieht. Trotz der langen Phase mit rückläufiger Inflation ist dieser Trend gelegentlich durch Preiserhöhungen unterbrochen worden. In den USA sind die Löhne und Gehälter in letzter Zeit moderat gestiegen – ohne Spannungen bei den Kosten – und der Preisauftrieb ist gar nicht so weit vom Inflationsziel der Fed entfernt. Wenn die Inflation die Zinssätze in die Höhe treibt, ohne dass Druck auf die realen Zinssätze entsteht, wird der Schuldenstand, der auf Veränderungen der nominalen Wachstumsraten reagiert, zurückgehen.

FAZIT

Die Instrumente der Geldpolitik, also Maßnahmen wie Liquiditätszufuhr, Zinsänderungen und Anleihekäufe, sind seit langem entscheidend, wenn es darum geht, das Wirtschaftswachstum zu stärken. Diese Phase könnte jetzt allmählich zu Ende gehen. Auch wenn die Glaubwürdigkeit der Notenbanken zeitweise bedroht war, haben sich die von ihnen ergriffenen Maßnahmen positiv ausgewirkt, wenngleich sie allmählich an Effektivität verlieren.

Aus diesem Grund könnten durch Anleiheemissionen finanzierte Staatsausgaben in den nächsten Jahren an die Stelle der Geldpolitik treten. Gegenwärtig gibt es ein paar Gründe, skeptisch zu sein, was den Umfang möglicher Maßnahmen und die Art und Weise betrifft, wie sie auf den Weg gebracht werden. Es gibt aber so viele Anzeichen für eine Veränderung, dass wir die Entwicklung nicht länger übersehen können. Die Veränderung, die sich vollzieht, ist nicht nur rhetorischer Natur.

Dezember 2016. Kein Vertragsdokument. Dieses Dokument dient ausschließlich der Information.

Disclaimer: Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Edmond de Rothschild Asset Management (France) zu Märkten, ihren Trends, Regulierungsbestimmungen und steuertechnischen Aspekten wieder. Dabei stützen sie sich auf ihre eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Edmond de Rothschild Asset Management (France) dar. Potenzielle Anleger sollten sich an ihren Finanzdienstleister oder Berater ihrer Wahl wenden, und sich unabhängig von Edmond de Rothschild Asset Management (France) eine eigene Meinung über die mit dem jeweiligen Fonds verbundenen Risiken sowie über die Eignung hinsichtlich ihrer Vermögenslage und persönlichen Situation zu bilden. Zu diesem Zweck müssen sie das Verkaufsprospekt/die wesentlichen Anlegerinformationen (Key Investor Information Dokument: KIID) des jeweiligen Fonds zur Kenntnis nehmen, die vor jeder Anteilszeichnung überreicht werden. Diese Publikationen können von der Website www.edram.de heruntergeladen oder kostenlos von Edmond de Rothschild Asset Management SA (France), Niederlassung Deutschland bezogen werden.

**EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré – 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme governed by an executive board
and a supervisory board with capital of €11,033,769
AMF registration No. GP 04000015 – 332.652.536 R.C.S Paris

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET
MANAGEMENT S.A. (FRANCE),
NIEDERLASSUNG DEUTSCHLAND**

mainBuilding - Taunusanlage 16 - 60325 Frankfurt am Main
T + 49 69 244 330 200 - kundenservice@edr.com

de.edram.com
