

Makroökonomischer Ausblick >>

In den vergangenen Wochen hatten wir natürlich ein aufmerksames Auge auf China geworfen. Wir hatten jedoch nicht erwartet, dass China so schnell und so schlagartig zu einer weltweiten Angelegenheit werden und es zu einem großflächigen Aktienverkauf kommen würde. Es ist erwiesen, dass China sich im Umbruch von einer exportgestützten zu einer vom Inlandsverbrauch getragenen Wirtschaft befindet. Es ist ebenso bekannt, dass dieser Übergang mit einem langsameren Wachstum einhergeht. Es wird aber immer noch darüber diskutiert, warum es ohne vorherige Ankündigung am Montag, den 24. August zu einer starken Korrektur an den Aktienmärkten kam. Gewiss wurden die schlechter als erwarteten chinesischen Wirtschaftsdaten, die einen Tag vor der ersten Abwertung des Renminbi veröffentlicht wurden, sowie das dovische Fed-Protokoll, indem einige Tage später China als Risiko genannt wurde, als offizielle Bestätigung verstanden, dass sich in China etwas zusammenbraut.

Neben der üblichen Unsicherheit und den Zweifeln an einem möglichen zyklischen Wendepunkt, führen die undurchsichtigen chinesischen Daten von zweifelhafter Qualität zu weiterer Besorgnis. In dieser verworrenen Lage bringen gut informierte Quellen wie die Chinesische Volksbank und die Fed, Licht ins Dunkel um die sich eintrübenden wirtschaftlichen Aussichten in China.

Derzeit zieht die chinesische Wirtschaft einen Großteil der Aufmerksamkeit auf sich, die vor einigen Wochen noch Griechenland galt. Unserer Meinung nach ist der starke US-Dollar der Schlüssel zum Verständnis der jüngsten Entwicklungen. Ein schwächerer Dollar wäre hingegen ein wirksamer Impuls für das globale Wachstum.

Im Hinblick auf die jüngste Abwertung des Renminbi sollten wir die Bereitschaft der chinesischen Regierung, ihre Finanzmärkte schrittweise zu öffnen, dennoch nicht unterbewerten. Das Vorhaben, die chinesische Währung in den Korb des IWF-Sonderziehungsrechts (SZR, *Special Drawing Right*) zu integrieren, ist bereits weit fortgeschritten. SZR ist ein Währungskorb bestehend aus den Währungen der weltweit größten Exporteure. Für China ist die Aufnahme in diesen Korb eine offizielle Anerkennung als

Mitglied der Champions League. Um Mitglied in diesem Club zu werden, müssen allerdings einige Bedingungen erfüllt sein. Passend dazu hat der IWF Anfang August einen Bericht¹ mit einer Liste von Verbesserungsvorschlägen herausgegeben, deren Ziel es ist, die SZR-Mitglieder marktorientierter zu machen und somit weniger gelenkt durch politische Reformen. Die Abwertung des Yuan ist die Folge einer solchen Reform. Andere Reformen in diesem Jahr, bei denen es beispielsweise um die Festlegung von Geldmarktzinsen oder um Statistiken zur Auslandsverschuldung ging, wurden alle ohne größere Auswirkungen umgesetzt.

Wenn Wirtschaftswissenschaftler nach dem Ursprung für das globale Wachstum gefragt wurden, haben sie üblicherweise auf das weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP)² in konstantem US-Dollar und bei Kaufkraftparität (KKP)³ geschaut. Ein konstanter US-Dollar bedeutet, dass man die inflationsbereinigten BIP-Zahlen so verstehen kann, als ob sie das Produktionsvolumen messen würden. Ein Blick auf das weltweite Wachstum ergibt sogleich dann auch eine zweite Frage – und zwar: welcher Wechselkurs wird verwendet, um die Volkswirtschaften in eine gemeinsame Währung, üblicherweise der US-Dollar, umzurechnen? Da Wechselkurse volatil und meist weit von einem Gleichgewicht entfernt sind, wird ein theoretischer Wechselkurs zugrunde gelegt, nämlich die KKP. Die Idee hinter KKP ist, dass im Gleichgewichtszustand die Preise für ähnliche Güter rund um den Globus gleich sein sollten. So wäre der Preis für einen Big Mac beispielsweise derselbe, egal ob man ihn in Dallas, Peking oder Frankfurt kauft. Wenn das globale Wachstum in konstantem Dollar und KKP gemessen wird, dann erfassen die Daten hauptsächlich die Anzahl produzierter Artikel⁴.

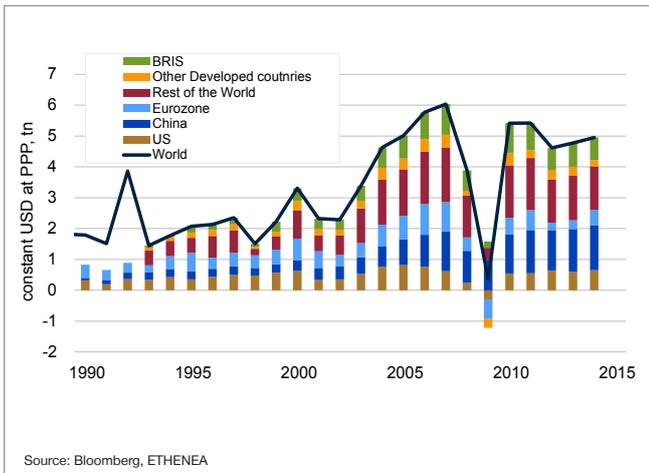
Schaut man sich das BIP nun in dieser Weise an, dann erhält man ein ausgeglichenes Bild des weltweiten Wachstums (Grafik 1). Nach der globalen Wirtschaftskrise von 2009 legte das weltweite BIP jährlich um fünf Billionen produzierte Artikel zu. Das ist eine Billion weniger als zu Spitzenzeiten. Verglichen mit historischen Werten bleibt dies aber eine beachtliche Zahl. Nach einem kleinen Einbruch in 2012 hat die Wirtschaft bis zum Jahr 2014 wieder an Fahrt gewonnen. Darüber hinaus ist dieses

¹ Quelle: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf>

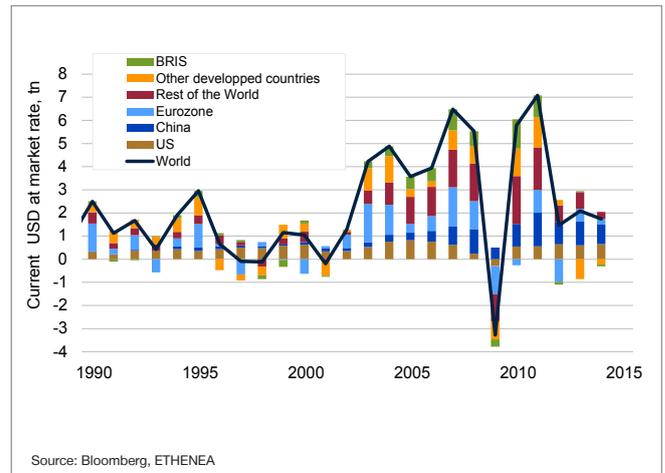
² Der konstante Dollar ist ein angepasster Währungswert, mit dem Dollarwerte unterschiedlicher Zeiträume miteinander verglichen werden. Aufgrund der Inflation ändert sich die Kaufkraft des Dollar im Laufe der Zeit. Um Dollarwerte von einem Jahr zu anderen miteinander vergleichen zu können, müssen sie von nominalem (laufenden) Dollarwerten in konstante Dollarwerte umgerechnet werden. Quelle: <http://www.investopedia.com/terms/c/constantdollar.asp>

³ Die Kaufkraftparität (KKP) ist eine Technik, mit der der relative Wert verschiedener Währungen ermittelt wird. Das Konzept der Kaufkraftparität ermöglicht es zu beurteilen, welcher Wechselkurs zwischen zwei Währungen sein müsste, damit der Tausch mit der Kaufkraft der Währungen beider Länder entspricht. Quelle: Source: ciesz., Quelle: https://en.wikipedia.org/wiki/Purchasing_power_parity

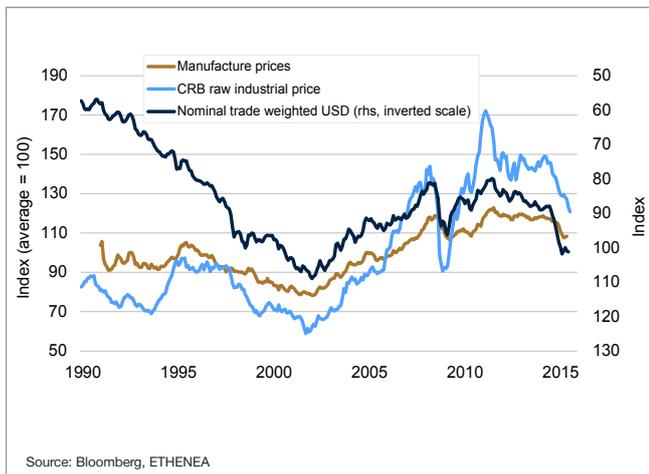
⁴ Ein Artikel (eng. *widget*) ist ein Platzhalter für eine unbenannte, unspezifizierte oder hypothetische Ware oder Produkt. Quelle: <https://en.wiktionary.org/wiki/widget>



Grafik 1: Globales BIP-Wachstum in konstantem USD und bei KKP



Grafik 2: Globales BIP-Wachstum in aktuellem USD zum Marktwechselkurs



Grafik 3: Produktions-, Rohstoff- und US-Dollar-Preise

Wachstum recht ausgeglichen, da die gesamte Welt seinen Teil dazu beigetragen hat, wobei China in den letzten 15 Jahren eine zunehmend wichtige Rolle gespielt hat. Weltweit hat sich die Anzahl neu produzierter Artikel jedes Jahr von zwei Billionen in der zweiten Hälfte der 1990er auf fünf Billionen in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt.

Dieses nette und ruhige Bild kaschiert jedoch so einiges, um nicht zu sagen die gesamte wirtschaftliche Anpassung und Einkommensumverteilung, die gerade stattfindet. Um diese Entwicklung in ihrer ganzen Schärfe sehen zu können, muss man erst einmal die Brille des Ökonomen absetzen und die eines CEO, der seine Geschäftsberichte präsentiert, aufsetzen. Hierbei handelt es sich um den CEO des fiktiven Unternehmens Global World International (GWI) – ein gut diversifiziertes und in den USA notiertes Konsortium mit Hauptsitz in Irland, welches egal was egal wo auf der Welt und für egal wen egal wo auf der Welt produziert.

Die Gewinn- und Verlustrechnung, die der CEO der GWI präsentiert, wird in aktuellem USD zum Marktwechselkurs ausgewiesen. Als CEO interessiert er sich natürlich mehr für den Reingewinn als für die Anzahl Artikel, die sein Konsortium pro-

duziert. Seine Aufgabe besteht nämlich darin, seine Aktionäre davon zu überzeugen, dass die Welt immer noch ein guter Ort zum Investieren ist.

So vielversprechend ist die Welt in der alltäglichen Wirklichkeit des CEO allerdings nicht, denn die globale Wirtschaftskrise von 2009 hat das Konsortium sehr viel gekostet. Das BIP, oder genauer gesagt der Nettogewinn des GWI, ist in besagtem Jahr im Vergleich zum Vorjahr um USD 3,8 Billionen gesunken. Glücklicherweise war das Gewinnwachstum in den beiden darauffolgenden Jahren beträchtlich. Im Jahre 2011 kam es mit mehr als USD 7 Billionen zum größten Anstieg in der Geschichte des Konsortiums. Alle Regionen waren darüber hinaus ziemlich rentabel, was die Managementstrategie bestätigt: Egal was egal wo auf der Welt zu produzieren war nicht nur aus finanzieller Sicht eine gute Strategie, sondern auch eine sichere, da die regionale Diversifikation eine Garantie für stabile zukünftige Erträge ist.

Unglücklicherweise stiegen die Einnahmen ab 2012 jährlich um lediglich 2 Billionen an, was einem Drittel des Anstiegs in den beiden Vorjahren entspricht. Zudem haben die Wachstumsquellen an Wirksamkeit verloren. Die USA, die Eurozone und China haben sich weiterhin gut entwickelt. Die große Enttäuschung kommt jedoch von den BRIS-Staaten, eine Abkürzung für BRICS ohne China, an die die Erwartungen hoch waren. Noch beunruhigender ist die Tatsache, dass die anderen entwickelten Länder (z. B. Australien, Kanada, Japan, Neuseeland, Norwegen, Schweiz, Schweden und Großbritannien) weniger rentabel geworden sind. Schaut man genau hin, stellt man fest, dass diese Enttäuschung auf Japan und Australien zurückzuführen ist.

Was waren denn nun die wichtigsten Änderungen, die 2012 stattgefunden und die Weltwirtschaft neu geprägt haben? Die Antwort ist die Stärke des US-Dollar und der Rückgang der Rohstoff- und Produktionsgüterpreise. Der US-Dollar ist nahezu perfekt negativ mit diesen beiden Preisen korreliert. In Grafik 3 wird der US-Dollar anhand des nominalen effektiven Wech-

selkurses gemessen, einer Statistik, die den Wert des Dollar gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern festlegt. Es sei erwähnt, dass die Dollar-Achse invertiert wurde, sodass ein Rückgang des Dollar-Index einer Erstarkung des Dollar entspricht. In dieser Weise wird die Korrelation zwischen dem Dollar und den beiden anderen Preisen hervorgehoben.

Diese enge Beziehung wurde in den vergangenen zwanzig Jahren nie bestritten, trotz extremer Wirtschafts- und Markt-ereignisse. Sie hat dem Aufstieg und Fall der New Economy, der Asienkrise, dem Aufstieg Asiens und Chinas, der Great Moderation, der globalen Finanzkrise, der Eurokrise und einer Reihe von QE-Programmen in vielen Regionen der Welt standgehalten. Es gibt also keinen Grund anzunehmen, dass diese Korrelation in naher Zukunft aufgehoben werden sollte.

Ob ein starker Dollar zu niedrigeren Rohstoffpreisen führt oder aber niedrigere Rohstoffpreise zu einem stärkeren Dollar ist Gegenstand einer anhaltenden Debatte. Überkapazitäten in Bergbau und Produktion liefern sicherlich einige Erklärungen für die derzeitige Preisanpassung, doch wir haben gute Gründe anzunehmen, dass der Dollar den Ton angibt. Er ist nämlich der gemeinsame Nenner für den internationalen Handel, nicht nur für Rohstoffe und Produktionsgüter, sondern auch für Finanzanlagen und Kreditinstrumente. Außerdem ist er die globale Reservewährung *par excellence* und *de facto* die internationale Rechnungswährung. Somit ist der Dollar der Währungsstandard unserer Zeit. Wenn er steigt, dann tut er dies gegenüber praktisch allen anderen Währungen und umgekehrt.

Die gegenwärtige globale Abschwächung konzentriert sich überwiegend auf die Schwellenländer in Lateinamerika oder Asien. Diese Regionen verzeichneten in den vergangenen Jahren eine hohe Dynamik. Die Anzahl verschiffter Container innerhalb der Schwellenländer, der sogenannte Süd-Süd-Handel, ist zwischen 2011 und 2014 um 20 % angestiegen und stellt somit 40 % des globalen Handels dar. Zum Vergleich,

der Nord-Süd-Handel stieg im selben Zeitraum um 11 % an und stellt laut der Welthandels- und Entwicklungskonferenz der Vereinten Nationen *nur* 17 % des Gesamthandels dar. Der gesamte Schwellenländer-Block wurde nachteilig durch die niedrigen Rohstoff- und Produktionsgüterpreise sowie die Stärkung des Dollar getroffen. Die drastische Abschwächung der Schwellenländerwährungen in den vergangenen zwölf Monaten ist ein Zeichen für die Wachstumsprobleme dieser Volkswirtschaften. Ausschlaggebend für die Wachstumsabschwächung in diesen Regionen ist der starke Dollar.

Im vergangenen Monat haben wir unseren makroökonomischen Ausblick in einer eher abweichenden und *esoterischen* Weise mit den folgenden Worten abgeschlossen: „Abrupte Änderungen wichtiger Wachstums- und Preisparameter wirken sich kurzfristig destabilisierend aus. Falls sie sich jedoch als dauerhaft erweisen sollten, wäre das Gleichgewicht der Weltwirtschaft stark beeinträchtigt.“ Wir sind Ihnen zu diesem Thema mehr Klarheit schuldig. Es bezieht sich nämlich auf die Entwicklungen vom US-Dollar sowie von Rohstoff- und Produktionsgüterpreisen.

Volkswirtschaften können in drei Kategorien eingeordnet werden, je nachdem, ob sie zum USD-Dollar-Block gehören oder frei schwankend sind, ob sie Rohstoffe verbrauchen oder fördern und je nachdem, ob sie Produktionsgüter importieren oder exportieren (Grafik 4). In dieser Grafik wird das Zeichen der Leistungsbilanz (LB) angezeigt, um zwischen Nettoexporteuren von Produktionsgütern oder Rohstoffen mit positiver Leistungsbilanz und Nettoimporteuren mit negativer Leistungsbilanz zu unterscheiden.

Es ist offensichtlich, dass die US-Wirtschaft stark vom Dollar abhängig ist, da sie Rohstoffe und Produktionsgüter importiert. Die US-Wirtschaft befindet sich dementsprechend in einer Situation, in der der starke Dollar und die niedrigen Importpreise ihre Rolle als Weltkonsument letzter Instanz noch verstärkt hat. Diese Situation ist tragfähig, solange es im Binnenmarkt gut läuft, der Konsum stark und die Arbeitslosigkeit niedrig bleibt. Die letzten Daten sind ermutigend: Das US-BIP ist im zweiten Quartal um 3,7 % angestiegen, überwiegend aufgrund von einem starken privaten Konsum. Der Arbeitsmarkt wiederum befindet sich nahezu im Gleichgewicht.

Die Wirtschaft der Eurozone ist unabhängig vom US-Dollar, da sich ihre Währung, der *Anti-Dollar*, frei bewegt. Europa als Ganzes ist Importeur von Rohstoffen und Exporteur von Produktionsgütern (insbesondere Deutschland). Das ist eine komfortable Situation, da der schwache Euro als zusätzlicher Booster für die internationale Wettbewerbsfähigkeit wirkt und die Rohstoffimporte trotz des schwachen Euro keine große Bremse darstellen. Es gibt in Europa aktuell niemanden, der sich über den schwachen Euro oder niedrige Rohstoff- und Produktionsgüterpreise beschwert. Gemäß den letzten verfügbaren Zahlen erreicht die Eurozonen-Bilanz einen neuen Rekord: + 2,3 % des BIP.

		Rohstoffe			
		Produzent		Verbraucher	
Währungsblock	USD	GCC	(LB > 0)	USA	(LB < 0)
		Venezuela	(LB > 0)	China	(LB > 0)
	Nicht-USD	Asien	(LB > 0)	Deutschland	(LB > 0)
		Norwegen	(LB > 0)	Europa	(LB > 0)
		Russland	(LB > 0)	Schweiz	(LB > 0)
		LATAM	(LB < 0)	Japan	(LB > 0)
		Australien	(LB < 0)		
		Südafrika	(LB < 0)		

Produktionsgüter

Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 4: Die Welt nach Währungen, Rohstoffen und Produktionsgütern

Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in demselben Lager wie die Eurozone, wobei sie nicht so sehr wie Letztere vom schwachen Euro profitieren kann. Ihre Währung ist im Vergleich zum Euro, die Währung ihres wichtigsten Handelspartners, überbewertet.

Die chinesische Wirtschaft ihrerseits ist eng an den US-Dollar gebunden, importiert Rohstoffe und exportiert Produktionsgüter. Die Stärke des Renminbi ist eine direkte Folge der Aufwertung des USD. Daher sind die Importe für China günstiger geworden. Die Exporte werden hingegen belastet, insbesondere weil alle asiatischen Wettbewerber ihre Währungen schon abgewertet haben. Da China seine Wirtschaftsstrukturen nicht schnell genug an neue Preise anpassen kann, kann das Land seine Währung entweder durch die Abwertung des Yuan an die der anderen asiatischen Länder angleichen oder es erlebt eine wirtschaftliche Abkühlung. Wenn es seine Währung abschwächt, wird es zum Lager der Eurozone stoßen.

Die Länder, deren Währungen an den Dollar gekoppelt sind und die ausschließlich exportieren, stehen am schlechtesten da. Der Fall Saudi-Arabiens spricht Bände: Das Königreich plant, Anleihen mit einem Wert von USD 27 Milliarden auszugeben, um ihren Einkommensausfall auszugleichen. Es wäre die erste Ausgabe seit 2007⁵. Andere Golfstaaten spüren die Belastung der niedrigen Ölpreise ebenso, ohne überhaupt von Venezuela zu sprechen.

Dann gibt es da noch die große Familie der Volkswirtschaften, deren Währungen nicht an den Dollar gekoppelt sind. Sie alle exportieren Rohstoffe und importieren Produktionsgüter. Zu dieser Familie gehören so unterschiedliche Länder wie Australien, Kanada, Brasilien, Norwegen, Neuseeland, Russland und Süd-Afrika. Sie alle verbindet die Tatsache, dass sich ihre Währungen gegenüber dem Dollar stark abgeschwächt haben, um mit den sinkenden Rohstoffeinnahmen klarzukommen. Ebenso haben sie gemeinsam, dass sie alle gänzlich aus den Ertragsrechnungen der GWI verschwunden sind.

Schlussendlich befindet sich Indien in der heiklen Situation, ein Nettoimporteur von Rohstoffen und Produktionsgütern mit einer Währung, die nicht an den USD gebunden ist, zu sein. So werden die Importe teurer und dies schwächt Indiens Wirtschaft.

Der *Pivot-Preis*, um den die Weltwirtschaft ebenso wie die Finanzmarkturbulenzen kreisen, ist der US-Dollar. US-Daten unterstützen die Annahme, dass der starke Dollar der größten Wirtschaft der Welt nicht viel anhaben kann. Vor diesem Hintergrund ist eine Zinsanhebung im September immer noch wahrscheinlich. Andererseits ist der US-Dollar für den Rest der Welt zu teuer, mit der bemerkenswerten Ausnahme Europas, wo die Wirtschaft stetig wächst. Zudem werden die hohen, in US-Dollar denominierten Schulden der Schwellenländer durch den starken Dollar negativ beeinträchtigt.

Das seit 2012 beobachtete Wachstumsmuster mit den drei Wachstumsmotoren USA, Eurozone und China ist auf die Stärke des US-Dollar zurückzuführen, der schließlich noch die Abschwächung Chinas verstärkt. In diesem Zusammenhang gewinnt die Entscheidung der Fed eine neue Bedeutung, da steigende Zinssätze mit einer Erstarkung der Währung einhergehen. Die Zinserhöhung wird weiterhin erwartet, entweder im September oder zu einem späteren Zeitpunkt dieses Jahres. Wir gehen davon aus, dass sie einen begrenzten Einfluss auf den Dollar haben wird.

Für den weiteren Verlauf unterscheiden wir zwischen zwei potenziellen Entwicklungen. Erstes Szenario: Der Dollar erstarkt weiter und zwar mit oder ohne Zinsanhebung der Fed in diesem Jahr. In diesem Fall setzt sich der augenblickliche Anpassungsprozess fort, was zu niedrigeren Rohstoff- und Produktionsgüterpreisen führt, einem insgesamt schwachen globalen Wachstum und niedriger Inflation, was wiederum starken Druck auf die Währungen ausüben wird, die direkt oder indirekt an den Dollar gekoppelt sind. Schwellenländer mit in Dollar denominierten Schulden werden darunter leiden, was ein klares Abwärtsrisiko für Wachstum und Finanzanlagen darstellt. Zweites Szenario: Der Euro erstarkt gegenüber dem Dollar, wie bereits in den letzten Wochen beobachtet, was das globale Wachstum ankurbelt, den Rückgang der Rohstoffpreise beendet und den weltweiten Abwertungswettlauf einschränkt. Den Turbulenzen der letzten Wochen und den sich bis zuletzt zuspitzenden Anzeichen einer Zinserhöhung durch die Fed zum Trotz, hat sich der Euro bei 1,10 gegenüber dem Dollar stabilisiert. Wenn wir dem Argument des geringsten Widerstandes folgen, dann würde ein EURUSD bei 1,20 oder mehr den gesamten Ausblick verbessern, ohne dabei die Erholung in Europa wesentlich zu gefährden, während eine EURUSD-Parität oder darunter dramatische Auswirkungen haben würde. Alles steht und fällt mit dem Dollar.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Lesen Sie mehr >>

>> [Das China-Syndrom 2.0](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)

⁵ Quelle: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/e9e197fe-3b5d-11e5-8613-07d16aad2152.html#axzz3juVyPJ58>



Herausgeber >>



(von links nach rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiaco, Peter Steffen und Yves Longchamp

Kontakt >>

Bei etwaigen Fragen oder Anregungen können Sie sich jederzeit an uns wenden.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.com · ethenea.com

Wichtiger Hinweis >>

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 31.08.2015.