

Erste Zeichen einer Stabilisierung

Weniger Risiken für das globale Wachstum als in den letzten Monaten, wir bleiben vorsichtig optimistisch.

- _ In den letzten Monaten haben sich die wirtschaftlichen Frühindikatoren stabilisiert.
- _ Noch scheint ein Waffenstillstand im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China möglich.
- _ Ähnlich wie der Handelskonflikt bedeutet der Brexit hauptsächlich eines: anhaltende Unsicherheit.



Johannes Müller
Head of Macro Research

So weit, so gut. In den letzten Monaten sind die wirtschaftlichen Frühindikatoren stabiler geworden – eine notwendige Voraussetzung, um eine Rezession zu vermeiden. Insgesamt wird sich aber aus unserer Sicht eine temporäre Verlangsamung, vor der wir seit längerem warnen, nicht gänzlich umkehren lassen. Tatsächlich mussten wir viele unserer Wachstumsprognosen für dieses und nächstes Jahr noch einmal leicht zurücknehmen. Für die Eurozone rechnen wir für 2019 mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 1,1 Prozent und für 2020 um 0,9 Prozent, also 0,1 bzw. 0,2 Prozentpunkte weniger als bisher angenommen. Die Prognose für das US-Wachstum mussten wir noch stärker kürzen: Sie liegt jetzt für dieses Jahr bei 2,2 Prozent und für 2020 bei 1,6 Prozent.

Dennoch bleiben wir vorsichtig optimistisch. 2021 dürfte sich das globale Wachstum hauptsächlich aufgrund des Aufschwungs in mehreren größeren Schwellenländern – in Indien, Brasilien und Russland, nicht jedoch in China – wieder beschleunigen. Die Entwicklung in all diesen Ländern wird häufig isoliert betrachtet. In ähnlicher Weise verweisen heutzutage viele auf die Eigenheiten der amerikanischen oder britischen Politik, wenn es um die handelspolitischen Maßnahmen der US-Regierung oder den Brexit geht. Nationale Eigenheiten sind natürlich immer interessant. Aus der sorgfältigen Analyse einzelner Länder lassen sich häufig Lehren ziehen, egal ob es um das Verständnis der politischen oder der wirtschaftlichen Dynamik geht. Zum Beispiel in China.

In der Volksrepublik rechnen wir 2020 mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums auf 5,8 Prozent, 2021 dürfte es bei 5,6 Prozent liegen. Der schwelende Handelskonflikt ist nur einer der Gründe. Schwerer wiegt die demographische Entwicklung: 2021 werden 25 Millionen Chinesen das Rentenalter erreichen. Gleichzeitig werden nur 15 Millionen junge Menschen in das Arbeitsleben eintreten, sodass deutlich mehr Arbeitskräfte fehlen werden, als sich bereits jetzt in einigen Bereichen abzeichnet.¹ Dabei ist die Demographie nicht der einzige wunde Punkt Chinas. Die Verschuldung privater Haushalte ist drastisch und wesentlich schneller gestiegen als das BIP. Dazu kommt der Übergang Chinas zu einer immer stärker dienstleistungsorientierten Wirtschaft, sodass die zweistelligen Wachstumsraten früherer Jahrzehnte in weite Ferne rücken dürften.

Das alles ist nicht neu. Chinakenner sind seit gut zehn Jahren in Sorge, dass das Land von der demographischen Entwicklung überrollt wird, bevor sein Pro-Kopf-Einkommen das Niveau der reichen Länder erreicht. Ein langsames Wirtschaftswachstum ist auch nicht unbedingt ein schlechtes Zeichen, solange sich die niedrigeren Wachstumsraten konstant halten lassen. Aus Sicht der chinesischen Regierung bleiben dies die wichtigsten wirtschaftspolitischen Herausforderungen, welche sich bereits abzeichneten als der Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten begann. Neben den Unruhen in Hongkong sind sie ein weiterer Grund, warum China den Handelskonflikt entschärfen möchte. China könnte sich dann ganz auf andere

¹ DWS Investment GmbH, Makro Gruppe, basierend auf Daten des Staatlichen Amtes für Statistik der Volksrepublik China; Stand: November 2019

politische Herausforderungen in der Heimat konzentrieren.

Uns scheint ein Waffenstillstand im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China in den nächsten Wochen möglich. Beiden Parteien sollte daran gelegen sein. US-Präsident Trump möchte schließlich 2020 wiedergewählt werden, und eine Lösung des Handelskonflikts würde die Stimmungslage verbessern. Aber selbst wenn hier ein Durchbruch erzielt wird – der bereits angerichtete Schaden dürfte kaum wieder gutzumachen sein. Ein Grund für die schwierigen Verhandlungen liegt in der Geschichte Chinas: Im 19. Jahrhundert war das geschwächte Land gezwungen, mit verschiedenen Kolonialmächten „Ungleiche Verträge“ zu schließen. Die chinesische Führung wird sich daher vor Verträgen hüten, die nur entfernt an diese auf ausländischen Druck hin erfolgten Handelskonzessionen des 19. Jahrhunderts erinnern. Unterdessen könnte ein geschwächter US-Präsident, der noch nicht weiß, ob ihm die Impeachment-Befragungen nutzen oder schaden, mit einer weiteren Eskalation des Handelsstreits im Wahljahr eine starke Hand zeigen wollen. So bleibt die Gefahr, dass gegenseitige Missverständnisse, gepaart mit waghalsigen politischen Manövern, zu einer weiteren Eskalation führen. Der Brexit ist ein Paradebeispiel dafür, wie solche Faktoren sogar in einer gefestigten Demokratie schwerer wiegen können als wirtschaftliche Eigeninteressen.

Ähnlich wie der Handelskonflikt bedeutet der Brexit hauptsächlich eines: anhaltende Unsicherheit, die von den Ökonomen häufig unterschätzt wird. Solange das Datum für das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU fest schien, konnten Unternehmen wenigstens ansatzweise versuchen ihre Planungen anzupassen und notfalls Investitionen zurückstellen. Jede vom Vereinigten Königreich erbetene und von der EU gewährte Fristverlängerung erschwerte dies. Die Unternehmen wurden immer stärker verunsichert. Die britische Politik ist offensichtlich so unberechenbar geworden, dass Unternehmen kaum noch reagieren können.

Analysten, die diese Faktoren erfassen wollen, bedienen sich meist der Stimmungsindikatoren und sprechen von „Aufwärts-“ und „Abwärtsrisiken“ für ihr Basisszenario. Wie der Ökonom Frank Knight aber schon vor beinahe 100 Jahren erklärte, besteht ein großer Unterschied zwischen Risiko, auf das man sich vorbereiten kann, weil es sich quantifizieren und abschätzen lässt, und Ungewissheit, welche die grundsätzliche

Unvorhersehbarkeit künftiger Ereignisse bedeutet.² Der Brexit gehört sicherlich zur zweiten Kategorie, was für Unternehmen im und außerhalb des Vereinigten Königreichs auch immer deutlicher erkennbar wird. Nach Jahren der Globalisierung und immer enger verknüpfter Lieferketten ist die Loslösung eines Landes aus einem Wirtschaftsraum, mit dem es eng verbunden ist, etwas Neuartiges und stellt einen strukturellen Bruch dar. Nur dass der Brexit bislang nicht stattgefunden hat! Zölle, Verordnungen, Reisevereinbarungen und all die anderen Bestimmungen, die das Verhältnis zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU regeln, haben sich seit dem Brexit-Referendum 2016 nicht geändert. Bislang war es die bloße – zeitweise allerdings sehr realistische – Drohung von weiterem politischen Chaos, die all den Schaden verursachte, einschließlich der starken Schwankungen des britischen Pfunds.

Was schon an sich mehr als genug ist. Nehmen wir einmal den Geschäftsführer eines britischen Industrieunternehmens, das hauptsächlich in EU-Länder exportiert. Für ihn hängt fast alles von den britischen Neuwahlen am 12. Dezember ab. Dieses jüngste Entscheidungsdatum macht sein Leben aber nicht leichter! Wenn die britischen Meinungsumfragen ausnahmsweise richtig liegen und die Tories im Unterhaus (House of Commons) die Mehrheit erringen, dürfte das von ihrem Parteichef Boris Johnson ausgehandelte Brexit-Abkommen verabschiedet werden. Allerdings hätte unser Geschäftsführer nur eine sehr vage Vorstellung, was ein Brexit à la Johnson für sein Unternehmen bedeuten würde. Johnson lehnt eine Zollunion, eine Angleichung an EU-Normen und auch eine Verlängerung der Übergangszeit über 2020 hinaus kategorisch ab, sollte ein schnelles Handelsabkommen mit der EU nicht wie versprochen erzielt werden. So dürfte unser britischer Geschäftsführer hoffen, dass ein siegreicher Johnson seine Meinung ändert, vor allem in Bezug auf die regulatorische Angleichung.

Dagegen verspricht die Labour Party als derzeit größte Oppositionspartei, vier Jahrzehnte des staatlichen Rückzugs aus der Wirtschaft umzukehren. Die Labour Party plant höhere Steuern und Ausgaben – so hoch wie nie zuvor in Friedenszeiten.³ In der Vergangenheit sind solche Maßnahmen von den Märkten nicht allzu gut aufgenommen worden. Denkbare Folgen könnten aber durchaus ein zweites EU-Referendum, ein zweites Referendum zur Unabhängigkeit Schottlands und möglicherweise auch schon bald erneute Neuwahlen sein.

² Knight, Frank H., (1921). Risk, uncertainty and profit (1964 Neuauflage). New York, Augustus M. Kelley

³ <https://labour.org.uk/wp-content/uploads/2019/11/Real-Change-Labour-Manifesto-2019.pdf>

Eine ähnliche Dynamik scheint sich auch in Bezug auf den Welt-handel allgemein entwickelt zu haben. Die von US-Präsident Trump verhängten Zölle richten weit größere wirtschaftliche Schäden an als die unmittelbar erkennbaren höheren Preise, die wiederum zu weniger Konsum und Importen führen. Seit Anfang 2018 verlangsamt sich die globale Industrieproduktion. Sie folgt immer mehr dem Trend eines von US-Ökonomen berechneten Unsicherheitsindex, der in den 20 wichtigsten Volkswirtschaften die Häufigkeit von Verweisen auf Risiken in Artikeln auswertet.⁴ Anschließend wird der globale Index nach dem nationalen BIP gewichtet. Nach diesen Berechnungen hat die Unsicherheit momentan einen Spitzenwert erreicht.

Paradoxerweise ist gerade diese hohe Unsicherheit – gemessen an der Häufigkeit der Erwähnung von Risiken in den globalen Medien – einer der Gründe für unseren vorsichtigen Optimismus. Im Vereinigten Königreich und auch in anderen Ländern lassen sich bereits erste Anzeichen für eine Trendwende hin zu einem moderateren politischen Mittelwert erkennen, allerdings mit einigem Auf und Ab auf dem Weg dorthin. Durch die jüngste Verlängerung der Brexit-Frist bis Ende Januar 2020 wurde bereits ein ungeordneter Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU am 31. Oktober 2019 verhindert. Die britischen Neuwahlen am 12. Dezember dürften aller Wahrscheinlichkeit nach die Pattsituation im Parlament nicht auflösen. Ein neu gewähltes Unterhaus wird wohl noch weniger geneigt sein, ein wie immer geartetes Brexit-Abkommen ohne ein zweites Referendum zur Bestätigung durchzuwinken. Ein derartiges Referendum könnte die Brexit-Entscheidung durchaus revidieren, während die Alternative sich als wesentlich nachgiebiger herausstellen könnte als das, was die Tories versprochen hatten. So könnte am Ende all dieser Turbulenzen der letzten Jahre ein Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich stehen, das sich kaum von der heutigen Situation der vollen EU-Mitgliedschaft unterscheidet.

Seit 2016 sind viele dem Brexit ähnliche politische und sozioökonomische Prozesse auch in anderen Ländern zu beobachten. Rückblickend könnte sich durchaus herausstellen, dass das politische System im Vereinigten Königreich die Herausforderungen besser bewältigt hat als die Systeme anderer Länder. Dasselbe könnte für die US-Präsidentschaftswahl 2020 gelten. Auf Seiten der Demokraten erwarten wir, dass der letztlich nominierte Präsidentschaftskandidat im politischen Spektrum nicht so weit links angesiedelt sein wird wie einige Kandidaten das derzeit im Wahlkampf vermuten lassen. Und ein wiederge-

wählter US-Präsident Trump würde wohl weiterhin durch die Mehrheit der Demokratischen Partei im Repräsentantenhaus im Zaum gehalten. Bis diese Ergebnisse jedoch vorliegen, dürfte bei Unternehmen und an den Märkten Unruhe aufkommen, wenn etwa einer der weiter links positionierten Kandidaten der Demokratischen Partei bei einer Vorwahl oder in Meinungsumfragen gut abschneidet.

All dies scheint ein Garant für mehr andauernde politische Unsicherheit und mehr Belastungen für das Geschäftsklima zu sein. Diese Unsicherheit lässt sich aber auch aus einem anderen Blickwinkel betrachten: Seit dem Ende des Kalten Krieges schweigt die Wirtschaft in Selbstgefälligkeit. Dabei sind jede Menge politischer Veränderungen möglich und sollten berücksichtigt werden, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen werden kann. Wenn Unternehmen jetzt wieder zunehmend solche Veränderungen in ihre Planung einbeziehen, die einst undenkbar erschienen, dürfte das Volkswirtschaften widerstandsfähiger machen, sollten einige dieser Risiken tatsächlich eintreten.

Dies könnte in der Tat das letzte Kapitel in einer Geschichte sein, die unseren Lesern wohlvertraut ist. Seit dem Ende der Finanzkrise vor zehn Jahren haben sich viele Wirtschaftsindikatoren im Schneckentempo bewegt, ab und zu unterbrochen von Schwankungen. Schon seit vielen Jahren beobachten wir eine schwache Kreditschöpfung, eine schwache Investitionstätigkeit der Unternehmen, eine schwache Inflation und so weiter, sodass der aktuelle Zyklus ungewöhnlich lang anhält. Wir stellen uns immer häufiger die Frage, ob etwas Ähnliches nicht auch in der Politik passieren könnte. In der Zwischenzeit gehen wir davon aus, dass die Geldpolitik sowohl in der Eurozone als auch in den Vereinigten Staaten unverändert bleibt, also weder die US-Notenbank (Fed) noch die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen weiter senken wird. Natürlich bestehen auch für dieses Basisszenario viele Unsicherheitsfaktoren.

Bemerkenswerterweise haben sich unsere Überlegungen zu Politik und Makroökonomie seit August eigentlich kaum geändert. Damals schien unsere Hypothese, dass es keinen Brexit ohne Abkommen geben würde und sich keine Rezession abzeichne, für einige unserer Kollegen hoffnungslos optimistisch. Jetzt, nach einigen Monaten mit stark abschneidenden Finanzmärkten, möchten wir eher daran erinnern, dass sich auch die Risiken nicht in Luft aufgelöst haben.

⁴ Siehe: https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

GLOBALE UNSICHERHEIT

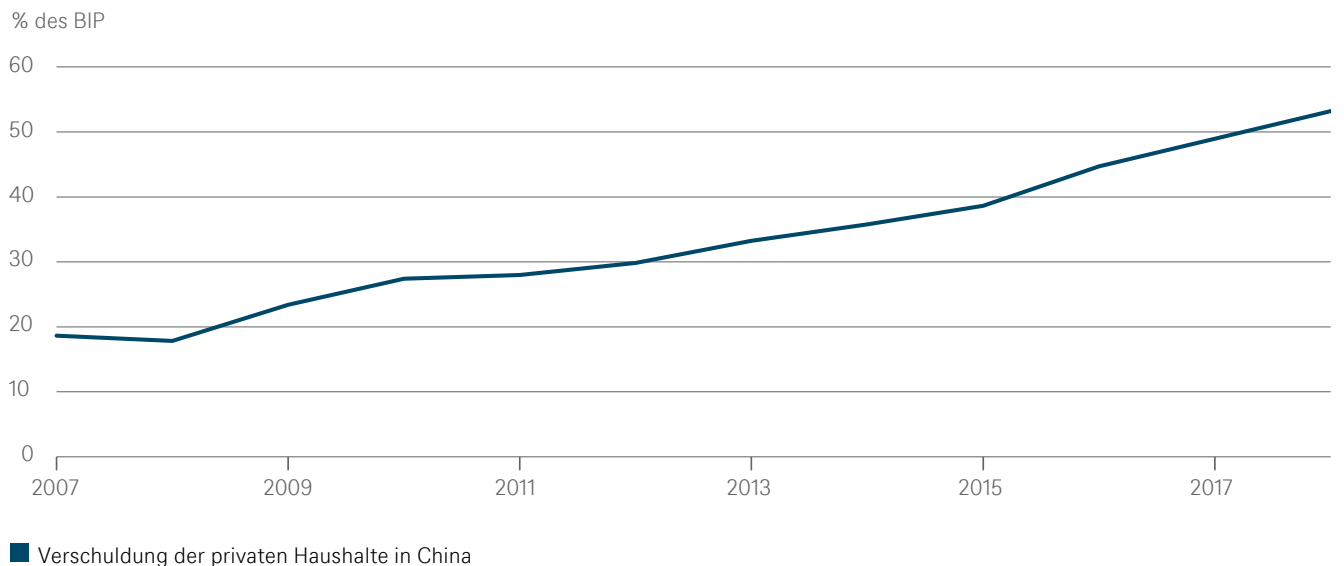
Die durch den Brexit und den Handelskonflikt entstandene Unsicherheit belastet die globale Industrieproduktion



Quellen: Haver Analytics Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 30.10.2019

DIE VERSCHULDUNG PRIVATER HAUSHALTE IN CHINA

Gegenüber 2008 hat sich die Verschuldung privater Haushalte beinahe verdreifacht.



Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 11.11.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Unterhauswahlen in Großbritannien 2019. DWS Investment GmbH; Stand: 22.11.2019

GLOSSAR

Brexit – Kunstwort bestehend aus "Britain" und "Exit" zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Britisches Pfund (GBP) – Offizielle Währung des Vereinigten Königreichs, auch als Pfund Sterling bezeichnet

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

Demokraten – Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell links von der Republikanischen Partei positioniert ist.

Europäische Union (EU) – Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 28 Mitgliedsstaaten

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

Euroraum (Eurozone) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

House of Commons – Unterhaus des britischen Parlaments

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Labour Party – genannt "Arbeitspartei"; ist eine der drei größten politischen Parteien im Vereinten Königreich und hat eine Mitte-links-Orientierung

Referendum in Großbritannien – Abstimmung am 23.06.2016, in welcher 52% der Bürger für einen Austritt Großbritanniens aus der EU stimmten

Repräsentantenhaus – US-Parlamentskammer, der 435 Abgeordnete sowie nicht stimmberechtigte Vertreter für Washington, D.C. und die US-Territorien angehören

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Schwellenländer – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2019

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 072308 (12/2019)