

»Ausblick 2023 *Globales Makroumfeld*



Dezember 2022

Marketingunterlage



Beat Thoma
Chief Investment Officer

Zusammenfassung

- Das vergangene Jahr war von einer global extrem restriktiven Geldpolitik zur Bekämpfung einer hohen und hartnäckigen Inflation, steigenden kurz- und langfristigen Zinsen sowie stark fallenden Aktien- und Kreditmärkten geprägt.
- Aufgrund einer zunehmend deflationären Wirkung der Geldpolitik, steigenden Rezessionsrisiken sowie deutlich fallenden Inflationsraten rechnen wir bereits in der ersten Hälfte des kommenden Jahres wieder mit einer monetären Lockerung.
- Verschiedene Indikatoren deuten aktuell zwar auf eine sich global abschwächende Konjunktur hin. Aufgrund nach wie vor solider Arbeitsmärkte, tiefer privater Verschuldung, hoher Konsumneigung und anderen strukturell positiver Faktoren sind ein „Soft-Landing“ oder eine nur milde Rezession aber weiterhin möglich.
- Die langfristigen Staatsanleihezinsen haben der deflationären, konjunkturell dämpfenden Geldpolitik nur noch beschränktes Anstiegspotenzial und dürften im kommenden Jahr sogar wieder sinken.
- An den Aktien- und Kreditmärkten ist viel Negatives eingepreist. Die Investoren sind pessimistisch und halten viel Cash. Das beschränkt das weitere Abwärtspotenzial.

Rückblick 2022

Das Jahr 2022 war durch eine extrem restriktive Geldpolitik der US-Zentralbank zur Bekämpfung der stärker als erwarteten, hartnäckigen Inflation geprägt. Die Leitzinsen wurden in historisch einmaligem Tempo angehoben und gleichzeitig mit einem massiven Abbau der Notenbankbilanz und einem dementsprechenden Liquiditätsentzug an den Finanzmärkten begonnen. Der starke US-Dollar zwang auch verschiedene andere Notenbanken und insbesondere die EZB, die monetären Zügel ebenfalls deutlich zu straffen. Insgesamt kam es dadurch zu einem starken Rückgang der globalen Geldmengen und ersten inflationsdämpfenden Effekten sowie einer sich abkühlenden Konjunktur. Diese Gemengelage führte aber auch zu starken Verlusten an den Aktien- und Kreditmärkten. Zudem signalisierten verschiedene Stressindikatoren eine zunehmende Gefahr von Liquiditätsproblemen im Finanzsystem. Rezessionsängste wurden trotz noch robuster Konjunktur zusätzlich durch steigende langfristige Staatsanleihezinsen und einer gleichzeitigen Abflachung bzw. Inversion der Zinskurven befeuert. Und erstmals seit langem kam es in der zweiten Jahreshälfte zu wieder deutlich nachgebenden Immobilienmärkten. Trotz diesem sich insgesamt klar abschwächenden globalen Umfeld wurden Hoffnungen an den Finanzmärkten auf eine etwas langsamere Gangart der Notenbanken enttäuscht. Aus Glaubwürdigkeitsüberlegungen hielten die Währungshüter an einem strikten Anti-Inflationskurs fest und signalisierten sogar die Tolerierung einer potenziellen Rezession.

Ausblick 2023

Die restriktive globale Geldpolitik zeigt immer stärkere Wirkung. Die Konjunktur kühlt sich merklich ab und die Zinskurven invertieren deutlich. Die Immobilien- und Rohstoffmärkte sowie die Gaspreise befinden sich teilweise in einem beschleunigten Abwärtstrend. Die Inflationsdynamik hat global ihren Höhepunkt überschritten und die langfristigen Inflationserwartungen bleiben auf niedrigem Niveau. Zudem beschleunigt sich der Rückgang der Geldmengen, die wiederum einen direkten, stark dämpfenden Einfluss auf die Inflationsentwicklung haben. Verschiedene der erwähnten deflationären Faktoren, wie insbesondere die fallenden Immobilien- und Mietpreise sowie der abnehmende Lohndruck in den USA wirken erst mit einer gewissen Verzögerung in den kommenden Monaten, dafür aber umso stärker. Die restriktive Geldpolitik hat aber in letzter Zeit auch zunehmend zu Stresssymptomen an den Finanzmärkten geführt. Volatilitäten an den Aktienmärkten steigen an, der Geld-Brief-Spread am US-Treasury-Markt vergrößert sich und signalisiert damit eine gefährliche abnehmende Liquiditätsversorgung und in England kam es zu starken Verwerfungen am Staatsanleihenmarkt.

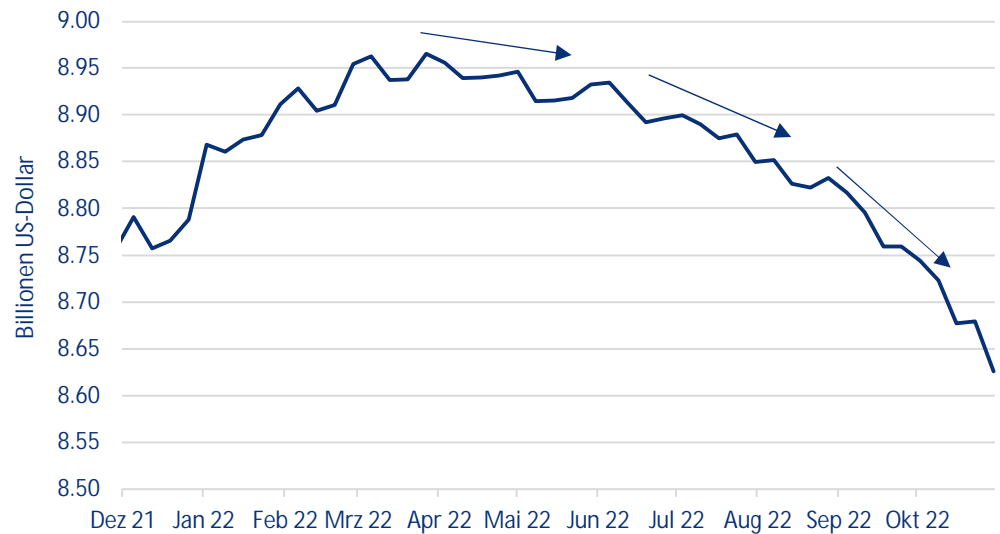
» Ein Kurswechsel der Zentralbanken rückt näher.

Aufgrund der deflationären Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik auf das globale Wirtschafts- und Finanzsystem rückt ein Kurswechsel der Zentralbanken bereits in der ersten Jahreshälfte 2023 immer näher. Allerdings bleibt das Rezessionsrisiko trotzdem hoch. Die monetären Lockerungen dürften zu spät kommen, um eine weitere Abkühlung der globalen Konjunktur rechtzeitig abzubremesen. Immerhin ist aufgrund starker Arbeitsmärkte, tiefer Verschuldung von Privathaushalten und Unternehmen, hohen Bargeldbeständen und hoher Konsumneigung nur mit einer milden Rezession zu rechnen. Eine fallende Inflation in den kommenden Monaten würde zudem zusätzlich die Kaufkraft und das Konsumentenvertrauen stärken und rezessive Tendenzen abmildern. Die aktuell sehr steile Phillips-Kurve (Zusammenhang Arbeitslosigkeit und Inflation) deutet ferner darauf hin, dass bereits ein kleiner Anstieg der Arbeitslosigkeit zu schnell abnehmendem Inflationsdruck führt. Es ist deshalb keine starke Rezession notwendig, um die Preisstabilität wiederherzustellen.

Dieses für die kommenden Monate wahrscheinliche Umfeld fallender Inflationsdynamik, einer global weniger restriktiven Geldpolitik und moderaten Rezessionsgefahren wird durch die aktuell flache bzw. invertierte Zinskurvenstruktur bestätigt und ist grundsätzlich vorteilhaft für die langfristigen Staatsanleihenmärkte. Historisch haben die Staatsanleihenrenten in den USA und in Europa stets vor dem Höhepunkt der kurzfristigen Leitzinsen nach unten gedreht.

An den Aktien- und Kreditmärkten ist nach den starken Kursverlusten in diesem Jahr viel Negatives eingepreist und die Bewertungen sind wieder deutlich attraktiver. Zudem bleibt die Investorenstimmung pessimistisch, was das weitere Abwärtsrisiko an den Märkten dämpft. Es kann deshalb nach ersten Kaufgelegenheiten Ausschau gehalten werden. Allerdings bleibt die Geldpolitik global weiterhin zu restriktiv für eine nachhaltige Trendwende. Historisch hatten die Aktien- und Kreditmärkte ihre Tiefstände meistens gleichzeitig mit dem Hochpunkt der Leitzinsen erreicht und damit keinen Vorlauf auf die geldpolitische Wende. Insbesondere stellt der Bilanzabbau der Fed und der damit verbundene Liquiditätsentzug einen nicht zu unterschätzenden Belastungsfaktor dar.

Chart: Liquiditätsentzug durch beschleunigten Abbau der Fed-Bilanz



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Ein Wechsel der Geldpolitik dürfte dann auch mit einer Trendwende des US-Dollars nach unten verbunden sein, und anderen Notenbanken ebenfalls eine Lockerung ihrer Geldpolitik ermöglichen. Insbesondere in vielen Emerging Markets würde eine wieder schwächere US-Währung eine signifikante Reduktion des monetären Stressniveaus bedeuten.

» Für Peking bleibt die Kontrolle der Inflation im Fokus.

Insbesondere würde ein wieder tieferer US-Dollar auch eine weitere Stabilisierung der Lage in China begünstigen mit positiven Rückkopplungen auf die globale Konjunktur und die Finanzmärkte. Abgesehen davon erwarten wir in China nach dem Parteikongress und der Stärkung der Position von Präsident Xi Jinping eine Konsolidierung der seit längerem laufenden Entwicklungen: Eine Stabilisierung der Immobilienmärkte sowie die Unterstützung des Wirtschaftswachstums mittels einer moderaten Lockerung der Geldpolitik und erhöhtem Total Social Financing (Finanzierungsvolumen des privaten Sektors der Realwirtschaft durch das chinesische Finanzsystem). Gleichzeitig bleibt aber die Kontrolle über die Inflationsentwicklung im Fokus. Zudem dürfte sich Peking um weltweit stabile Handelsbeziehungen bemühen und eine Eskalation der Spannungen um Taiwan möglichst vermeiden wollen.

Der Krieg in der Ukraine wirkt sich weiterhin tendenziell preistreibend auf die Erdöl- und Gaspreise aus. Allerdings übt China seit kurzem verstärkte öffentliche Kritik an der Entwicklung und möglichen Eskalationsgefahren. Das deutet auf einen Positionswechsel bezüglich der Unterstützung Russlands hin. Gleichzeitig ist auch eine Reduktion der US-Militärhilfe im kommenden Jahr nicht auszuschließen. Insgesamt begünstigen diese Entwicklungen eine diplomatische Lösung des Konflikts. Allerdings bleibt im Falle weiterer grösserer Rückeroberungen durch die ukrainische Armee eine schwer kalkulierbare Überreaktion Russlands nicht ausgeschlossen.

Fazit

Im Verlauf des Jahres 2023 zeichnet sich insgesamt ein wieder deutlich besseres Finanzmarktumfeld ab als im vergangenen Jahr. Das System bewegt sich tendenziell weg von einem Stagflationsszenario in Richtung eines ausgewogeneren und normalisierten „Goldilocks-ähnlichem“ Umfeld. Zudem besteht die Hoffnung auf eine gewisse geopolitische Entspannung.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2022 Fisch Asset Management AG