

Perspektiven

4. Quartal 2022

Rezession – Risiken und Gegenmassnahmen



«It's always the economy»

Geschätzte Anlegerin, geschätzter Anleger

«The economy, stupid» – dieses Leitmotiv, formuliert von einem Wahlkampfberater von Bill Clinton in dessen 1992er-Präsidentschaftswahlkampf, rückte die Wirtschaft in den Fokus und stellte ein zentrales Element des seinerzeitigen Wahlerfolgs Clintons dar. Inmitten einer wirtschaftlichen Abkühlung und einer einsetzenden Rezession musste der amtierende Präsident Georg H. W. Bush nach nur einer Amtszeit bereits wieder aus dem Weissen Haus ausziehen.

Auch heute dominiert das wirtschaftliche Umfeld unser aller Leben. Historisch gesehen haben konjunkturelle Zyklen neben ökonomischen Veränderungen schon immer auch grosse politische und soziale Folgen nach sich gezogen. So sehr man sich auch dagegen verwahren mag, das vorherrschende wirtschaftliche Klima hat grosse Auswirkungen auf Leben und Alltag von uns allen.

Konjunkturelle Zyklen, das heisst Auf- und Abschwünge in der gesamtwirtschaftlichen Aktivität, können seit jeher beobachtet werden und sind stets das Resultat von Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage. Diese Ungleichgewichte entstehen aufgrund von Informationsmängeln und Gegenmassnahmen erfolgen meist

nur mit erheblichen zeitlichen Verzögerungen.

Die aktuell hohen Inflationszahlen sind ein Abbild eines solchen Ungleichgewichtes: Die Nachfrage ist im Verhältnis zum Angebot zu gross. In einem solchen Umfeld können die Notenbanken über eine Straffung der Geldpolitik – das heisst eine Anhebung der Zinsen – die Nachfrage einbremsen und so die Gesamtwirtschaft wieder in ein Gleichgewicht bringen. Dies ist aktuell umso notwendiger, als das Ungleichgewicht wesentlich durch die deutlich schwieriger direkt zu beeinflussende Angebotsseite verursacht ist.

Die Erfahrung zeigt allerdings, dass Notenbanken meist erstens zu spät und zweitens zu heftig intervenieren. Im Ergebnis wird durch dieses Übersteuern eine sogenannte harte Landung provoziert – resultierend in einer Rezession. Auch hier sind einfache Informationsmängel und adaptive Probleme auf Seiten der Notenbanken ursächlich.

Wie hart diese Landung und wie gross diese Rezession sein wird, damit wollen wir uns im Folgenden beschäftigen. Als Anlegerin und Anleger interessieren uns dabei vor allem auch die Auswirkungen der konjunkturellen Entwick-

lungen auf einzelne Anlageklassen. Der laufende Zyklus steigender Zinsen – in seiner Heftigkeit erstmalig seit den frühen 80er-Jahren – stellt dabei eine grundlegend neue Situation dar; mit potenziell weitreichenden Folgen.

Übrigens hat mit Gerald Ford auch ein anderer US-Präsident die Relevanz des wirtschaftlichen Umfeldes in direkter Weise zu spüren bekommen. Während der wirtschaftliche Abschwung der frühen 90er-Jahre Georg H. W. Bush die Wiederwahl kostete, hat sich Ford mit einer Kampagne zur Inflationsbekämpfung 1974 eine der peinlicheren politischen Kampagnen geleistet: Mit viel Marketing unterlegt wurde im Rahmen von «Whip Inflation Now» oder kurz WIN den Bürgern unter anderem das Anlegen von Gemüsegärten empfohlen – auch er wurde nicht wiedergewählt.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

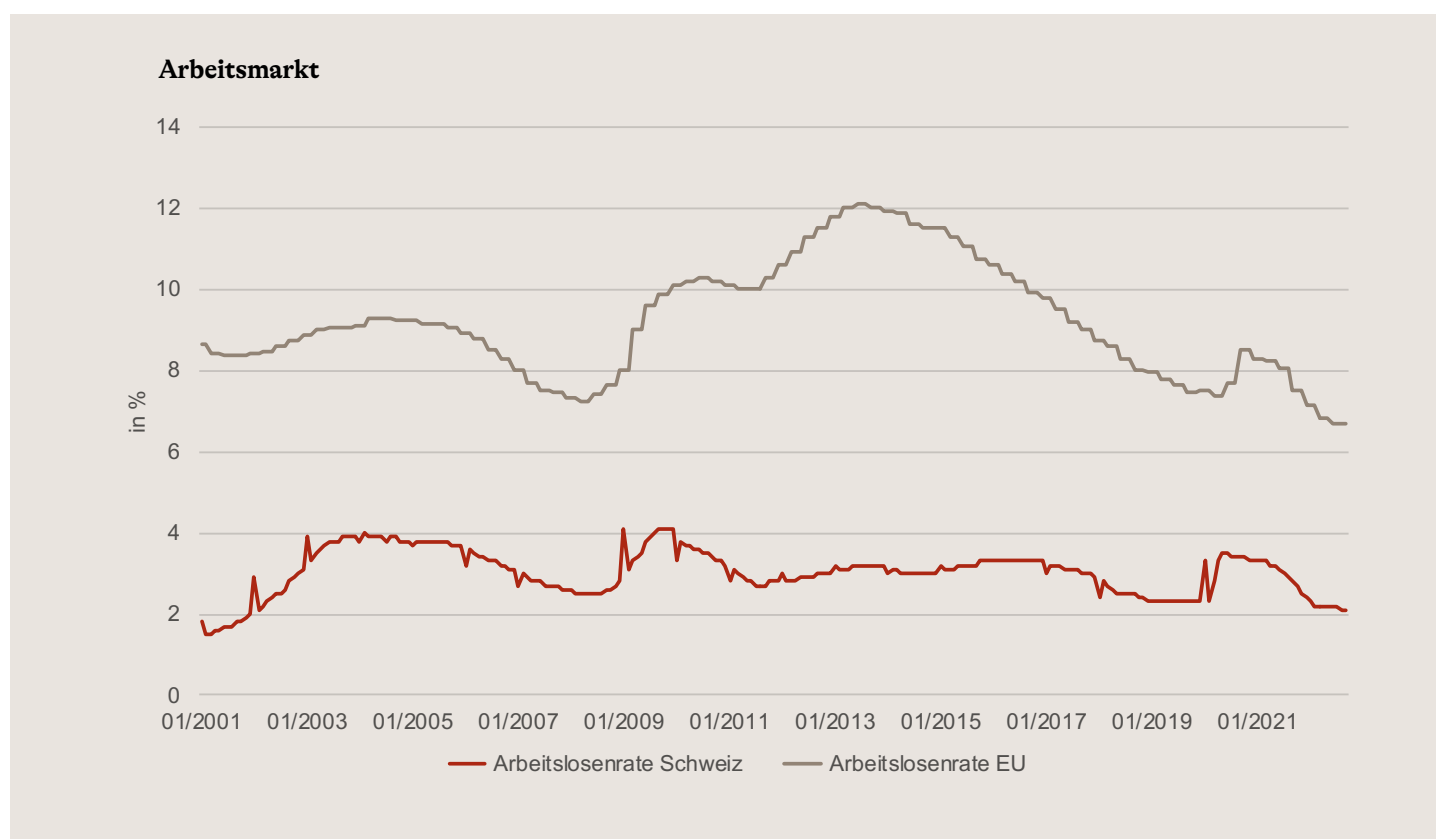


Christoph Boner
Chief Investment Officer

Wie Notenbanken die Konjunktur beeinflussen

Die globale Wirtschaft ist aktuell von Ungleichgewichten historischen Ausmasses geprägt: Während die Angebotsseite von kriegerischen Auseinandersetzungen, Naturkatastrophen, allgemeinen Lieferkettenproblemen und einer Tendenz zur Deglobalisierung geplagt ist, zeigt sich die Nachfrageseite weiterhin sehr stark. Gründe lassen sich dabei in der anhaltenden Konsumfreude nach den Covid-Einschränkungen, den Nachwehen der Geldschwemme der letzten 15 Jahre wie auch in den grossen staatlichen Investitionsvorhaben finden.

Die aktuell in vielen Währungsräumen vorherrschende Inflation ist das direkte Ergebnis aus diesen Ungleichgewichten: Die aggregierte volkswirtschaftliche Nachfrage ist weiter gestiegen, während die Angebotsseite signifikante Einschränkungen erfährt. Nachdem die Angebotsseite nicht unmittelbar beeinflusst werden kann – hier sind vor allem auch strukturelle Faktoren verantwortlich – muss die Nachfrageseite eine Dämpfung erfahren, um die Gesamtwirtschaft wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

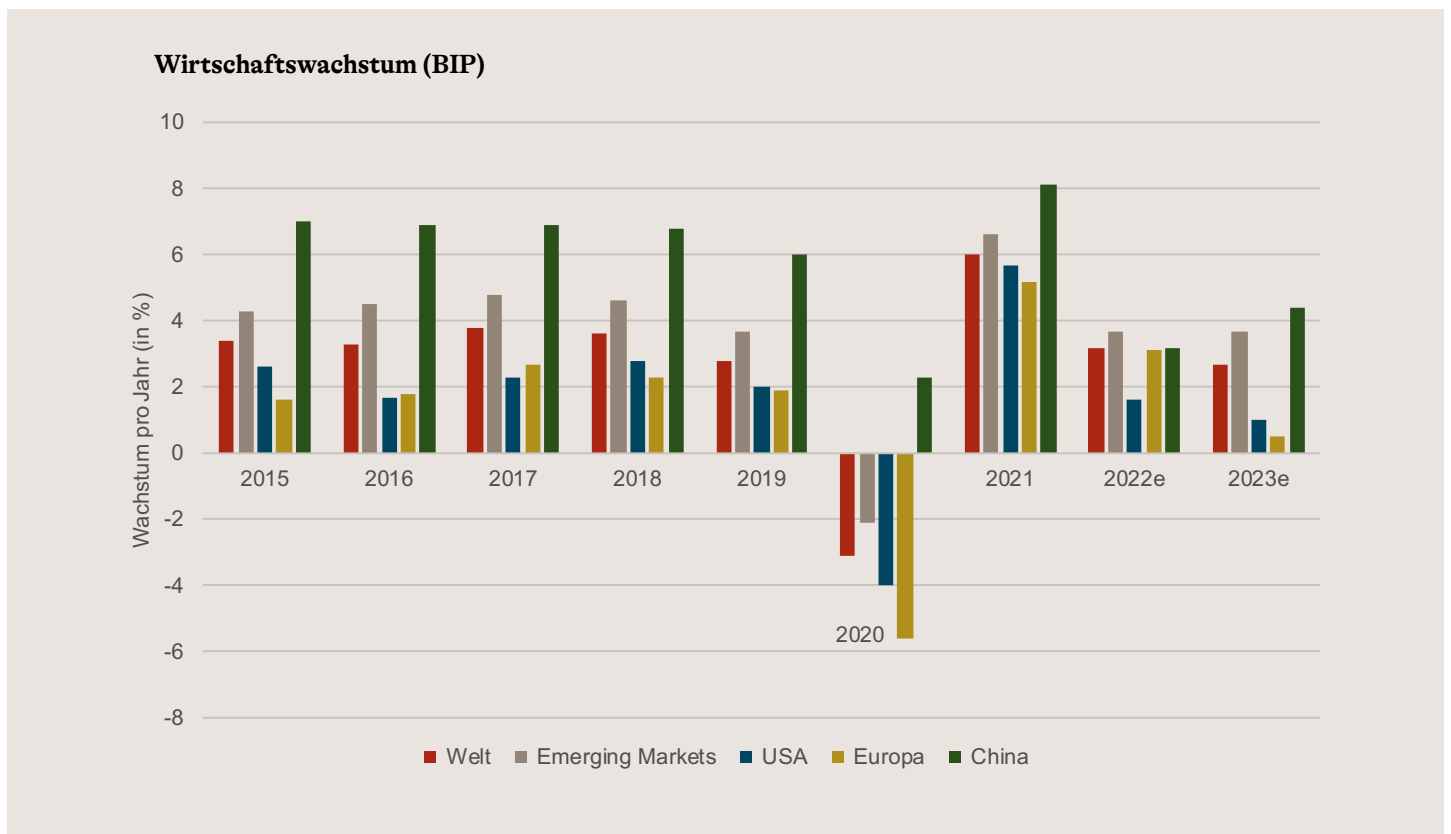


Diese Anpassung kann dabei über zwei Wege funktionieren. Wird die Inflation bewusst über dem Lohnwachstum gehalten – also eine Senkung der realen Kaufkraft provoziert – so nimmt der Nachfragedruck in direkter Weise ab. Dies umso mehr, als in westlichen, entwickelten Volkswirtschaften der Konsumanteil weit über die Hälfte der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausmacht. Neben politisch ungewollten negativen Nebeneffekten ist dieser Weg allerdings auch aufgrund des aktuell starken Arbeitsmarkts nicht gangbar. Aufgrund des teilweise ausgetrockneten Marktes und des Mangels an Fachkräften besteht eine für Arbeitnehmer vorteilhafte Situation: Sie können Lohnwachstum in Form eines Inflationsausgleiches durch-

setzen; der dämpfende Effekt auf den Konsum bleibt somit aus. Mehr noch: Die dadurch weiter befeuerte Inflation – höhere Lohnkosten schlagen in Form höherer Produktpreise durch – wird zu negativen Zweitrundeeffekten führen und mittelfristig auch die Verankerung der Inflationserwartung aufweichen, was wiederum zur Durchsetzung noch höherer Lohnforderungen Anlass gibt. Das Ergebnis wäre das Einsetzen einer gefährlichen Lohn-Preis-Spirale mit potenziell ausufernden Inflationszahlen.

Bleibt der zweite Weg: Die Wirtschaft wird über eine Rezession, das heißt über eine Dämpfung der Gesamtnachfrage, abgekühlt. Dieser Weg wird aktuell beschritten: Durch Anhebung

der Leitzinsen wird das Anlegen gegenüber dem Konsum attraktiver gemacht, reale Investitionen benötigen höhere Grenzerträge, um wirtschaftlich sinnvoll zu sein und über eine Stärkung der Währung wird die Aussenhandelsbilanz verbessert. Zuletzt kann der Staat über ein Zurückfahren oder Aufschieben seiner Investitionsvorhaben ebenfalls dämpfend wirken.



Alle diese Massnahmen führen zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Während das globale Wirtschaftswachstum für 2022 zu Beginn des Jahres noch auf 4.9% veranschlagt wurde, liegt dieser Wert aktuell bei 3.2%. Für 2023 wurde mit aktuell 2.7% nochmals eine Korrektur nach unten vorgenommen. Die gewollte Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität kann beobachtet werden, auch wenn für den Moment auf Jahresbasis weiterhin positive Wachstumsraten – also keine Rezession – erwartet werden.

Bleibt die Frage, inwieweit diese gewollte Abkühlung gelingt, ohne die globale Wirtschaft in eine nachhaltige Rezession – eine Kontraktion – zu schicken. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass Notenbanken traditionellerweise zu spät bremsend einwirken und dann zu heftig und zu extensiv auf die Bremse treten. Die Kurse an den globalen Anlagemärkten zeigen klar, dass sich die Anlegergemeinde auf ein solches Szenario einer Rezession einstellt. Das Narrativ der Anlagemärkte lautet wie folgt: die Notenbanken werden durch zu späte und zu heftige Zinsanhebungen die globale Wirtschaft in die Knie zwingen. Die Anlagemärkte nehmen diese rezessiven Entwicklungen lediglich vorweg.

24%

verloren die wichtigsten
Aktienmärkte durchschnittlich
über die letzten neun Monate

-28%

betrug der durchschnittliche
Verlust der letzten 15 negativen
Börsenphasen (seit 1937)

Abkühlung mit Potenzial für ein neues Gleichgewicht

Aufgrund der angebotsseitigen Herausforderungen ist die aktuelle Verlangsamung der globalen wirtschaftlichen Tätigkeit im Zuge der Dämpfung der Nachfrage gewollt. Zinsanhebungen sind dabei das einfachste und direkteste Mittel zur Erreichung dieses Ziels – wobei auch die Wirkung der Geldpolitik alles andere als direkt ist. Notenbanken leiden an einem doppelten Adaptionsproblem: Zum einen ist der Wirkungsmechanismus von Zinsveränderungen auf die Nachfrage alles andere als klar und eindeutig. Zum anderen besteht eine deutliche zeitliche Verzögerung dieser Wirkung. Historisch betrachtet muss festgehalten werden, dass Notenbanken gerade im

Versuch die Wirtschaft abzukühlen meist zu spät und dann auch noch zu heftig mit Zinsanhebungen reagiert haben. Diese Angst – in Kombination mit einer kompromisslosen Kommunikation der Notenbanken – hat die globalen Aktienmärkte im dritten Quartal des laufenden Jahres auf neue Tiefststände sinken lassen. Die Märkte erwarten nicht nur eine Wachstumsverlangsamung, sondern gehen von einer Rezession – d. h. einem negativen Wachstum – aus. Hinzu kommt eine erhöhte Unsicherheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Beides drückt auf die Kurse von risikobehafteten Anlagen.



Die Marktentwicklungen der vergangenen Monate nehmen eine Rezession vorweg und sind gleichzeitig Abbild einer gestiegenen Unsicherheit – sowohl im Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung wie auch bezüglich der zu erwartenden Notenbankpolitik. Im Gegensatz zu dieser Entwicklung stehen weiterhin solide Fundamentaldaten auf Unternehmens- sowie auf Konsumentenebene, was sich in

positiven Wachstumsprognosen für die Gesamtwirtschaft zeigt. Insofern überziehen die Märkte in ihrer Reaktion, und es darf für die kommenden Wochen mit einer Gegenbewegung gerechnet werden. Vor dem Hintergrund der angesprochenen Risikofaktoren und dem Szenario weiter eskalierender globaler Krisenherde wie Russland und China bleibt die Stimmung aktuell allerdings getrübt.

Bei der Beurteilung der aktuellen Situation fallen drei Punkte besonders ins Gewicht:

Kompromisslosigkeit der Notenbanken

Das aktuelle Umfeld mit relativ hohen Inflationsraten zwingt die Notenbanken zur konsequenten Fokussierung auf die Bekämpfung der Inflation; dies selbst dann, wenn wie im Fall der US-Notenbank Fed ein Rücksichtnehmen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ebenfalls Teil der Zielfunktion ist. Wichtiger ist das Behalten der Glaubwürdigkeit was Inflationsbekämpfung angeht: Nur so können Zweitrundeneffekte über den Arbeitsmarkt gedämpft und das Einsetzen einer Lohn-Preis-Spirale verhindert werden. Auch wenn die Fed eine Absehbarkeit bezüglich des Wendepunktes in der Notenbankpolitik explizit in Abrede gestellt hat, so ist doch festzuhalten, dass die aktuelle Markterwartung (4.4% in der Spitze für Februar/März 2023) nahe dem Gleichgewichtszinssatz für die US Wirtschaft liegt. Es bleibt die Frage, wie stark die Fed allenfalls dann doch übers Ziel hinaus schießt. Diese Unsicherheit belastet die Märkte aktuell entscheidend.

Überschaubare Kreditrisiken

Während das vorliegende Ungleichgewicht in erster Linie über die Angebotsseite getrieben ist, sind sowohl die Bilanzen der Unternehmen wie auch die finanzielle Situation des privaten Sektors gesund. Im Gegensatz zu der Zeit der Finanzkrise droht aktuell keine Kreditkrise, auch wenn die Verletzlichkeit gegenüber steigenden Zinsen aufgrund der hohen Schuldenstände zugenommen hat. Lediglich die staatlichen Schuldenstände engen den Spielraum für künftige fiskalische Stimulationen der Wirtschaft ein. Das Wissen um diesen fehlenden Spielraum sowie die Unmöglichkeit monetärer Stimulationen, die seit der Finanzkrise immer wieder zur Stützung der Märkte herangezogen wurden, belasten weiter die Stimmung der Anlegerinnen und Anleger.

Vorwegnahme der wirtschaftlichen Abkühlung

Aktien- und mehr noch Zinsmärkte nehmen die wirtschaftliche Entwicklung vorweg. Die aktuelle Notenbankpolitik der Anhebung der Leitzinsen hat zu höheren Zinsen und tieferen Kursen von risikobehafteten Anlagen geführt. In Kombination mit der zusätzlichen Unsicherheit bei den Prognosen hat dies zu heftigen Verlusten geführt. Weiter belasten aktuell grössere politische Risiken die Märkte. Insbesondere eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine Konflikt wie auch Spannungen zwischen China und den USA lassen die Anleger vorsichtig agieren.



Chancen für eine wirtschaftliche Erholung sind intakt

Christoph Boner
Chief Investment Officer

Warum entstehen Konjunkturzyklen?

Bewegen sich Angebot und Nachfrage in einem Wirtschaftssystem im Gleichschritt, so besteht ein Gleichgewicht und die Preise sind stabil; die Arbeitslosigkeit verharrt auf einem Sockelniveau.

Konjunkturzyklen entstehen, da auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite Adaptionsprobleme auftreten: Zum einen wird ein Ungleichgewicht nicht direkt offensichtlich und zum anderen besteht immer eine zeitliche Verzögerung zwischen dem Entscheid eines Akteurs zu handeln und der letztendlichen Wirkung dieses Handelns.

Aufgrund dieses Informationsmangels und des verzögerten Wirkungsmechanismus reagieren die Wirtschaftssubjekte zwar auf Ungleichgewichte, nur benötigt deren Ausgleich entsprechend Zeit – die Akteure rennen der Entwicklung quasi ständig hinterher. Bei einer Verlangsamung überschießt die Entwicklung entsprechend in eine Rezession, während ein Aufschwung oftmals in eine Überhitzung mündet.

Wie können Abschwünge verhindert werden?

Im einfachsten Falle entstehen Abschwünge aufgrund eines getrübbten Ausblicks auf der Nachfrageseite; alternativ können Probleme auf der Angebotsseite zu Einschränkungen führen. Im Zuge dessen drosseln Akteure auf der Angebotsseite ihre

wirtschaftliche Tätigkeit – gewollt im Falle einer eingetrübten Nachfrage, oder ungewollt im Falle angebotsseitiger Einschränkungen. Aufgrund der angeführten Gründe passiert dies jeweils zu heftig und verspätet, was in einer Rezession münden kann. Unter einer Rezession versteht man technisch eine Phase von mindestens zwei aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativem Wirtschaftswachstum.

Zur Verhinderung oder Milderung eines Abschwungs können grundsätzlich zwei Instrumente bemüht werden: Fiskalpolitisch kann über eine Senkung der Steuern oder eine Ausdehnung von Staatskonsum und staatlichen Investitionen die Nachfrage gestützt werden. Geldpolitisch kann über eine Geldmengenausweitung – Zinssenkungen wie auch Aufkaufprogramme durch die Notenbanken – die Nachfrage angekurbelt werden. Während im ersten Fall die Staatsverschuldung zu einem Problem führen kann, wird bei zu extensiven geldpolitischen Massnahmen die Preisstabilität riskiert.

Im Gegensatz zur Stützung der Nachfrage über fiskalpolitische oder geldpolitische Massnahmen ist die Steuerung der Angebotsseite deutlich weniger direkt möglich, da diese vor allem strukturell und über die herrschenden Rahmenbedingungen beeinflusst wird.

Wo liegen die Grenzen fiskalischer und monetärer Interventionen?

Da der vorliegende Abschwung stärker angebots- als nachfrageseitig bedingt ist, muss auf der Nachfrageseite eine Dämpfung erzielt werden, was über eine Eindämmung staatlichen Konsums und staatlicher Investitionen erfolgen kann. Direkter jedoch wirkt die Geldpolitik. Nachdem diese grundsätzlich das Ziel der Preisstabilität im Auge behalten muss, ist sie ohnehin entsprechend ihrem Auftrag gezwungen, die wirtschaftliche Entwicklung im Interesse der Geldwertstabilität zu dämpfen. Zur Bekämpfung der erwähnten gefährlichen Zweitrunde-effekte ist sie in notwendiger Wahrung ihrer Glaubwürdigkeit weiter zu einem kompromisslosen Handeln gezwungen.

Was ist im aktuellen Umfeld die richtige Massnahme?

Die Wiederherstellung des ökonomischen Gleichgewichtes ist auch im Interesse der Preisstabilität unerlässlich. Während Massnahmen auf der Angebotsseite nur mit einer grossen Verzögerung wirken, besteht in der Geldpolitik das einzige relativ unmittelbare Mittel die Preisstabilität wieder herzustellen. Die wirtschaftliche Abkühlung bis hin zu einer Rezession ist dabei eine unvermeidliche, wenn auch folgerichtige Entwicklung.

Was bedeutet dies für das künftige wirtschaftliche Wachstum?

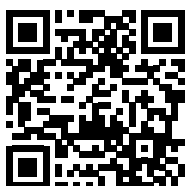
Die auf die Angebotsseite wirkenden Faktoren sind teilweise nachhaltiger Natur: Im technologischen Bereich ist von abnehmenden Grenznutzen insbesondere der Vernetzung auszugehen, die sich abzeichnenden Tendenzen der Deglobalisierung dürften anhalten und das Befeuern der wirtschaftlichen Entwicklung durch über die letzten zwei Jahrzehnte kontinuierlich sinkende Rohwarenpreise dürfte zu einem Ende gekommen sein. Die angebotsseitigen Herausforderungen erzwingen ein teilweises Einbremsen der Nachfrage, was das gesamtwirtschaftliche Wachstum dämpfen wird. Alle diese Elemente – in Kombination mit einer höheren politischen und gesellschaftlichen Grundunsicherheit – werden bereits heute in den Anlagepreisen reflektiert. Entsprechend gross sind die Verluste der Märkte über die letzten Monate. Vorausgesetzt, dass sich die aktuellen Wachstumserwartungen dennoch materialisieren und gleichzeitig die Unsicherheit der Anleger wieder abnimmt, ist von einer mittelfristigen Erholung der Märkte auszugehen.

Privatbank IHAG Zürich AG
Bleicherweg 18
Postfach
8022 Zürich

Telefon +41 44 205 11 11

info@pbihag.ch
pbihag.ch

PDF-Download



Disclaimer: Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem auch, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortung für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltener Informationen unterliegen.