

<https://blog.de.erste-am.com/zehn-themen-fuer-2023/>

## Zehn Themen für 2023

Gerhard Winzer



© (c) unsplash

Die Weltwirtschaft wurde innerhalb kurzer Zeit mit zwei negativen Ereignissen konfrontiert. Erstens, die Covid-19 Pandemie und zweitens der Krieg in der Ukraine. Das hat erstens zu einer unerwartet hohen Inflation, zweitens schnellen, kräftigen Leitzinsanhebungen und drittens einem schwachen realen Wirtschaftswachstum geführt.

Im Nachhinein betrachtet ist es wenig verwunderlich, dass die meisten Wertpapierklassen im vergangenen Jahr eine negative Ertragsentwicklung aufgewiesen haben. Die folgenden zehn Themen könnten im heurigen Jahr 2023 besonders relevant für die Finanzmärkte sein.

### 1. Hohe makroökonomische Unsicherheit

Die Phase einer niedrigen makroökonomischen Volatilität dürfte vorüber sein.

- A) Die Inflationsdynamik wird nicht ausreichend gut verstanden.
- B) Die wirtschaftsdämpfenden Auswirkungen der restriktiven Geldpolitiken werden erst in einigen Quartalen sichtbar werden.
- C) In zunehmendem Ausmaß beeinflussen strukturelle Faktoren die wirtschaftliche Dynamik (Deglobalisierung, Überalterung, Klimawandel).

Die drei großen Szenarien für das Jahr 2023,

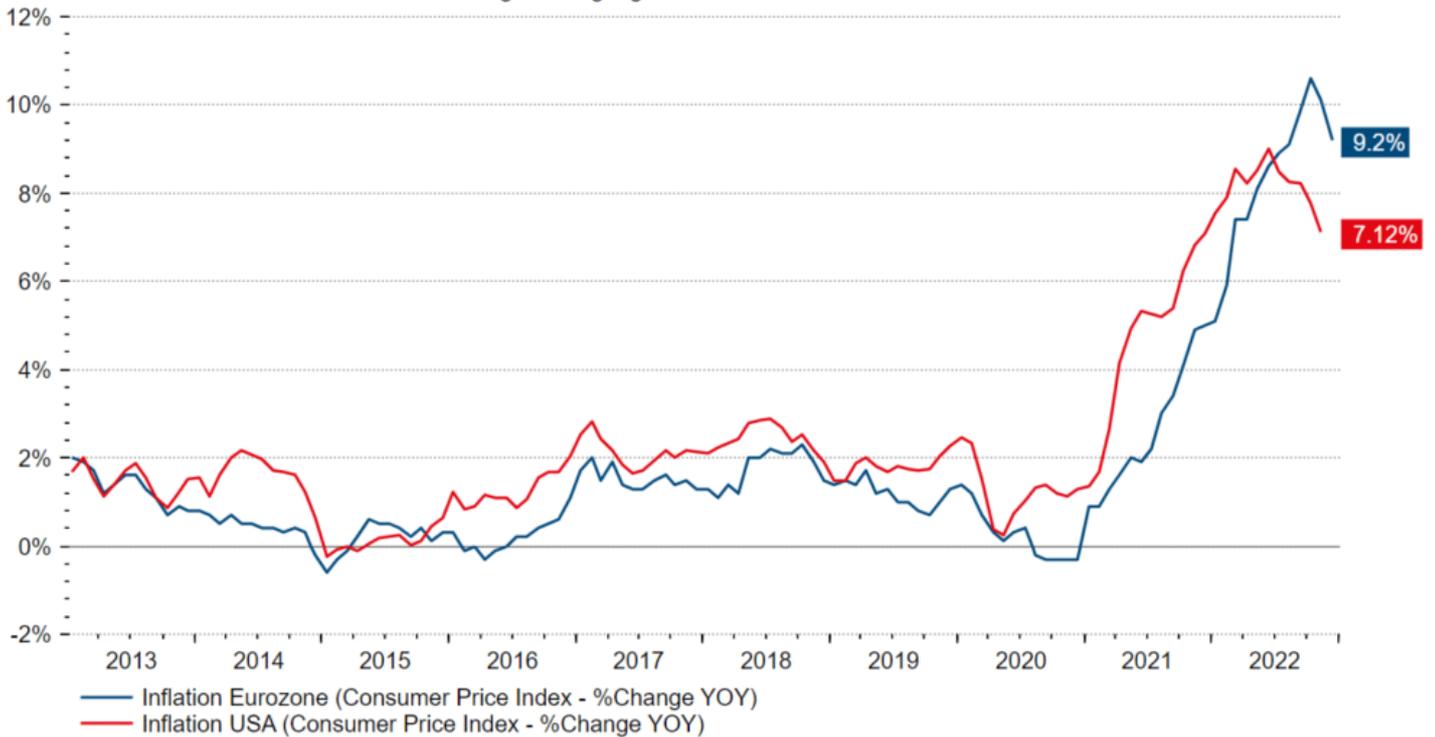
- A) „anhaltender Inflationsrückgang“ (positiv für das Wirtschaftswachstum),
- B) „Stagnation“ (wird von den meisten Institutionen prognostiziert) und
- C) „globale Rezession“ (wenn die Inflation nur wenig fällt)

könnten sich in den kommenden Monaten als der treibende Faktor für die Finanzmärkte abwechseln.

Anfang 2023 überwog der Optimismus bei den Investor:innen, im Unterschied zu den Kommentator:innen und Analyst:innen. Die Kurse von Aktien und Anleihen sind angestiegen. In Europa haben der rasche Rückgang der Energiepreise und die fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen zu einer Verbesserung der Konjunkturindikatoren geführt. Die Hinweise für „lediglich“ eine Stagnation verdichten sich. Im Sommer wurde noch eine schwere Rezession befürchtet. In China sprechen die unerwartet schnelle Abkehr von der Nulltoleranzpolitik gegenüber Neuinfektionen und die selektiven Unterstützungsmaßnahmen für den Immobiliensektor für eine wirtschaftliche Erholung im 1. Halbjahr. In den USA scheint jeder fallende Inflationsindikator als Hinweis für eine weniger als befürchtet restriktive Geldpolitik gedeutet zu werden. Zuletzt hat das unter den Erwartungen gelegene Wachstum der durchschnittlichen Stundenlöhne für den Monat Dezember die Marktpreise beflügelt. Mögliche Enttäuschungen im weiteren Jahresverlauf sind jedoch wahrscheinlich.

# Inflation USA und Eurozone

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 9.1.2023



Source: Refinitiv Datastream

Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 9.1.2023 / Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

## 2. Hohe geopolitische Unsicherheit

Der Krieg in der Ukraine wird als Abnutzungskrieg bezeichnet. Jene Seite mit den größeren wirtschaftlichen Ressourcen hat einen, vielleicht entscheidenden, Vorteil. Damit bleiben die Art und das Ausmaß der Unterstützung des Westens für die Ukraine ein wesentlicher Einflussfaktor für die weitere Entwicklung. Jedenfalls hat der Krieg in der Ukraine die Beziehungen des Westens mit Russland nachhaltig beschädigt. Die Auswirkungen sind stagflationär. Am sichtbarsten wird das an dem schnellen Umstieg auf alternative Energieträger und -quellen.

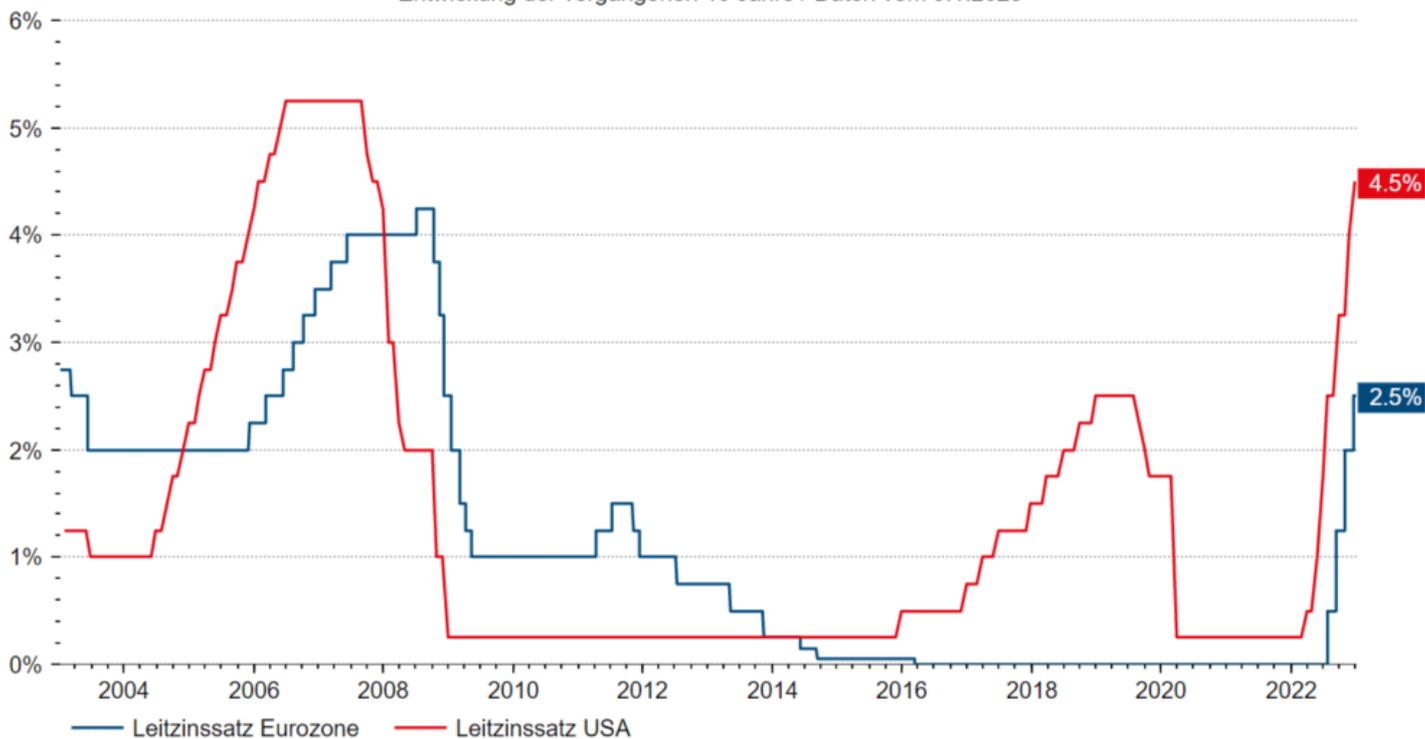
Die zugenommenen Spannungen zwischen den USA und China, die sich unter anderem in den Export- und Investitionsbeschränkungen seitens der USA manifestieren, wirken ebenfalls stagflationär. Zum Begriff des „Nearshoring“ als Folge der Pandemie gesellt sich das „Friendshoring“. Die breit diskutierte Möglichkeit einer Eskalation rund um das Thema Taiwan hätte wahrscheinlich noch negativere Auswirkungen als der Krieg in der Ukraine.

## 3. Restriktive Geldpolitiken

Das vergangene Jahr war von schnellen, breit basierten Leitzinsanhebungen geprägt. Die wichtigen Zentralbanken signalisieren derzeit die Leitzinsen auf restriktive Niveaus anzuheben und diese Niveaus für einige Zeit beibehalten zu wollen. Je höher die Leitzinsen angehoben werden, desto wahrscheinlicher wird jedoch eine Pause im Zinsanhebungszyklus. Die Zentralbanken wissen um den zeitverzögerten und ungewissen Effekt der Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum und – noch unsicherer – die Inflation. Ob diese Pause tatsächlich nur eine Pause (weitere Leitzinsanhebungen), ein Ende (Zinsniveau bleibt dabei restriktiv) oder eine Umkehr (Zinssenkungen) darstellt, wird für die Marktpreisentwicklung entscheidend sein. Auf Zinssenkungen zu setzen widerspricht jedenfalls der Forward Guidance (Anleitung der Markterwartungen) der Zentralbanken.

# Leitzinssätze USA und Eurozone

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 9.1.2023



Source: Refinitiv Datastream

Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 9.1.2023 / Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

## 4. Instabilerer Finanzmarkt

Im vergangenen Jahr haben die Leitzinserhöhungen zu einem höheren Abzinsungsfaktor für die zukünftigen Cash Flows (Gewinne, Kuponzahlungen) geführt. Deutliche Kursrückgänge waren die Folge. Unerwartete, weitere Leitzinsanhebungen würden diesen Prozess verlängern. Das Risiko von Liquiditätskrisen ähnlich wie im vergangenen September im Vereinigten Königreich könnte abermals zunehmen.

## 5. Hohe Verschuldung

In der Phase der Null- und Negativzinspolitik gepaart mit umfangreichen Anleiheankaufprogrammen seitens der Zentralbanken, stellte die hohe (Staats) Verschuldung kein unmittelbares Problem dar. Die Leitzinserhöhungen und die einsetzenden Programme zur Reduktion der Zentralbankbilanzen erhöhen jedoch das Risiko von Ländern (sowie Unternehmen und Privatpersonen) mit einer hohen Verschuldung. Das erhöht (in der Theorie) die geforderten Renditeaufschläge für riskante Schuldner im Vergleich zu einem Umfeld mit übermäßiger Liquidität.

## 6. Höhere Risikoprämien

Das neue Regime einer gefallenen Stabilität auf den Ebenen der Makroökonomie, der Geopolitik und des Finanzmarktes sowie die geringere Zentralbankliquidität erfordern in der Theorie im Gleichgewicht höhere Risikoprämien. Anders ausgedrückt: Das höhere erwartete Risiko erhöht die geforderten Risikoprämien. Das unmittelbare Kurssteigerungspotential ist deshalb geringer. Das klingt nicht so schlecht, wäre da nicht der Kursanpassungsprozess hin zu diesem theoretischen Gleichgewicht. Wirft man einen Blick auf die Marktentwicklung seit Jahresanfang (Kursanstiege bei Aktien und Anleihen, gefallene eingepreiste Volatilitäten), könnten die Marktpreise bald zu sehr ein optimistisches (anhaltender Inflationsrückgang), aber weder realistisches (Stagnation), noch ein pessimistisches (globale Rezession) Szenario eingepreist haben.

## 7. Kursanstiege bei Anleihen – keine Einbahnstraße

Fallende Inflation ist im Allgemeinen positiv für Anleihen. Derzeit wird der Inflationsrückgang vor allem von fallenden Güter- und Energiepreisen bestimmt. Der Arbeitsmarkt ist jedoch nach wie vor sehr eng (niedrige Arbeitslosenraten) und die Inflationspersistenz könnte permanent angestiegen sein. Zentralbanken signalisieren, dass sie für eine Lockerung der Geldpolitik eine hohe Zuversicht dafür benötigen, dass die Inflation in Richtung Zentralbankziel fällt und dort auch bleibt.

Auf einen anhaltenden Inflationsrückgang zu setzen wäre mutig. Denn die Servicepreisinflation könnte unbequem hoch bleiben. Dazu kommen die sehr schwer abzuschätzenden Effekte der Reduktion der Anleiheportfolios der Zentralbanken (Quantitative Tightening). Immerhin ist das Anleiheumfeld in diesem Jahr nicht mehr so überwiegend negativ wie im vergangenen Jahr. Das Umfeld wird aber wahrscheinlich eher von hohen Schwankungen als von einem Kursanstiegstrend geprägt sein.

# Rendite US-Staatsanleihen

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 9.1.2023



Source: Refinitiv Datastream

Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 9.1.2023 / Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

## 8. Aktien – Rezessionsrisiko nicht adäquat gepreist

Als Faustregel gilt, dass Aktienkurse (vor allem) in einer Rezession fallen. Reflektieren die gefallen Aktienkurse vom vergangenen Jahr damit bereits eine Rezession? Wahrscheinlich nicht. Denn der Hauptgrund für die Kursrückgänge waren die Zinsanstiege. Die beiden Szenarien „Disinflation“ (sehr positiv), und „Stagnation“ (verhalten positiv) stellen ein günstiges Aktienumfeld dar. Das Risikoszenario einer globalen Rezession scheint allerdings nicht adäquat gepreist zu sein. Zwei negative Aktienjahre in Folge sind sehr selten. Dafür bräuchte es schon zwei Schocks, wie eben „Zinsanstiege“ und „Rezession“.

# Entwicklung weltweiter Aktienmarkt

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 9.1.2023



Source: Refinitiv Datastream

Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 9.1.2023 / Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

## 9. US-Dollar – nicht so klar negativ

Seit die eingepreisten realen Staatsanleiherenditen in den USA nicht mehr ansteigen (Index derzeit bei 1,8%) beziehungsweise die Erwartungen für die zukünftigen Leitzinsen nicht weiter ansteigen, tendiert der US-Dollar gegenüber den anderen Währungen zur Schwäche. Die traditionellen Indikatoren deuten jedoch nach wie vor auf eine Überbewertung hin. Eine weitere Abschwächung wird von vielen Kommentatoren vorgeschlagen, ist jedoch nicht so klar. Das könnte vor allem dann eintreten, wenn das optimistische Szenario (Disinflation) wahrscheinlicher

wird. Die beiden anderen Szenarien sprechen jedoch eher für eine Seitwärtsbewegung (Stagnation), beziehungsweise für eine abermalige Festigung (Rezession). Traditionellerweise ist der US-Dollar eine antizyklische Währung und die US-Zentralbank zeigt eine starke Bereitschaft, die Inflation in den Griff zu bekommen.

## Dollar-Euro-Kurs

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 9.1.2023



Source: Refinitiv Datastream

Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 9.1.2023 / Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

### 10. Rohstoffe – positiv

Das niedrige globale Wirtschaftswachstum spricht für eine gedämpfte Nachfrage nach Rohstoffen. Der rasche Umstieg auf nicht-russische Energiequellen sowie nachhaltige Energieträger könnte Rohstoffe jedoch strukturell unterstützen. Dazu kommen die geopolitischen Risiken „China“ und „Iran“. Zumindest als Absicherung (Hedge) gegenüber einer weiteren geopolitischen Eskalation bleiben Rohstoffe interessant.

### Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkahrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

**Hinweis:** Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com).

**Wichtig:** Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

**Bitte beachten Sie:** Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



## Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.