

Executive Summary

- Der Arbeitsmarkt aber auch die Wirtschaftsdynamik zeigen sich in den meisten Ländern überraschend stark.
- Mit negativem Wirtschaftswachstum haben Italien und Deutschland enttäuscht.
- Die starken Wirtschaftsdaten und über den Erwartungen liegende Inflationsraten erhöhen den Druck auf die Notenbanken, ihre Geldpolitik weiter zu straffen.
- Mit der Erwartungshaltung, dass die Inflation und damit auch die Zinsen für eine längere Zeit erhöht bleiben, steigt auch das Rezessionsrisiko.
- Im Laufe der letzten Wochen sind die Renditen von Anleihen in allen wichtigen Währungsräumen wieder deutlich angestiegen.



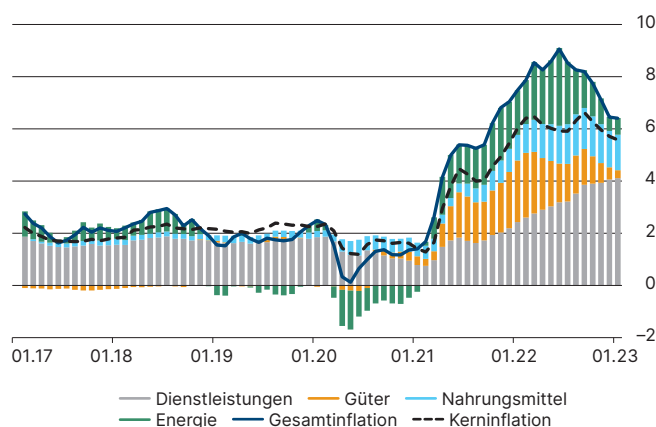
Fokusthema

Temporäre oder nachhaltige Inflation?

- Die Gesamtinflation in den USA flacht im Januar auf 6,4% ab. Dazu tragen zunehmend die Sektoren Dienstleistungen und Energie bei.
- Der hochvolatile Energiesektor dürfte insbesondere von März bis September einen spürbar negativen Beitrag zur Inflation liefern. Die OPEC+ steuert ihre Fördermenge jedoch erfolgreich, und die USA werden gelegentlich ihre strategischen Reserven auch wieder einmal aufbauen müssen. Zudem müsste auch die Saisonalität ab dem dritten Quartal wieder für steigende Energiepreise sorgen.
- Der Inflationsschub aus den Güterpreisen ist aktuell ebenfalls rückläufig. Wir erwarten allerdings, dass aufgrund der regelmässigen Weitergabe der gestiegenen Gestehungskosten der Produzenten an den Endkunden, der inflationäre Effekt positiv bleiben müsste.
- Dienstleistungen und Nahrungsmittel gehören im aktuellen Umfeld zu den stabilen Beitragslieferanten zur Inflation. Verarbeitete Nahrungsmittel, Mieten und Nebenkosten, Transport sowie administrierte Kosten werden voraussichtlich im Jahresverlauf konstant positive Beiträge leisten.
- Gemäss Umfrage bei den Einkaufsmanagern zu den Gestehungskosten («ISM prices paid») sinken die Kosten zunehmend langsamer, was den inflationären Druck aufrecht erhalten dürfte.

- Schliesslich wirken auch Militärausgaben inflationär. In Kombination mit guten Wirtschaftsdaten führt dies zu weiter steigenden Zinsen.

US-Inflation nach Gütern und Dienstleistungen (in %), letzte 6 Jahre

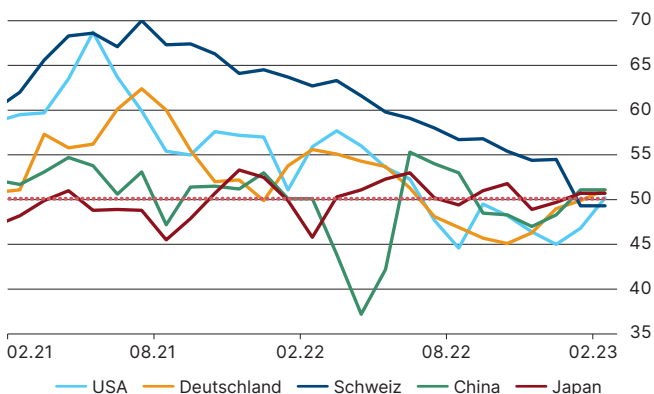


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Starke Wirtschaftsdaten mit schwachem Ausblick

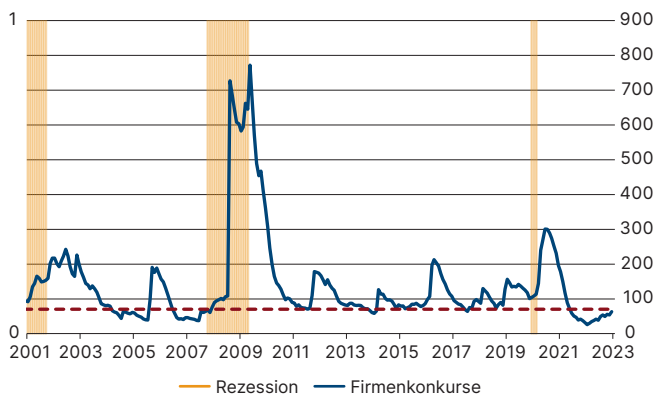
- Der US-Arbeitsmarkt bleibt weiterhin sehr robust. Erstränge auf Arbeitslosigkeit verharren unter der Schwelle von 200'000 Stellen und die Arbeitslosenrate steht mit 3,4% auf Langzeittief seit den 1950er-Jahren.
- Stimmungsindikatoren und Einkaufsmanagerindizes erholen sich kräftig. Letztere liegen wieder in der Wachstumszone. Einzelhandelsumsätze erholen sich im Januar deutlich stärker als prognostiziert. Die finanziellen Rahmenbedingungen müssten konsequenterweise weiter gestrafft werden.
- Diese positiven Indikatoren stehen aber im Gegensatz zu Signalen, welche eine anbahnende Rezession ankündigen. Dazu gehören die invertierten Zinskurven, vorauslaufende Indikatoren («leading indicator»), der Anstieg von Konkursen oder die Gewinnentwicklung am amerikanischen Aktienmarkt. Zudem kann der neuerliche Zinsanstieg bei Staatsanleihen auch zu einem Anstieg der Zinsaufschläge von hochverzinslichen Anleihen führen, was ebenfalls als Indiz für eine baldige Rezession gilt.
- Der äusserst starke Konsum in den USA wurde teilweise über Konsumkredite finanziert. Das Gesamtvolumen dieser Kredite befindet sich unweit der historischen Höchststände. Gleichzeitig steigen die Zinsen auf diesen Forderungen sowie die Säumnisraten auf Kreditkartenschulden. Die steigende Zinslast dürfte mittelfristig die Kaufkraft schwinden lassen.
- In Europa sorgt der abgewendete Energieengpass für viel Optimismus und auf den ersten Blick erfreuliche Wirtschaftsdaten. Die in den Aktienkursen widerspiegelte Euphorie steht im Widerspruch zu den unverändert auf sehr tiefen Niveaus stehenden Stimmungsindikatoren. Diese befinden sich trotz deutlicher Erholung weiterhin auf Rezessionsniveau.
- Italien und Deutschland – zwei wichtige Wirtschaftsräume in der EU – weisen für das vierte Quartal 2022 ein leicht negatives Wachstum aus und stehen damit mit einem Fuss bereits in einer technischen Rezession.
- Das angestrebte Inflationsziel der Fed von 2% kann nur durch eine kräftige Straffung der Geldpolitik erreicht werden, was ohne Rezession kaum zu erzielen ist.
- China dürfte dank der grosszügigen Lockerung der Geldpolitik nach den Lockdowns eine Rezession abwenden können. Grosse Unsicherheiten bestehen aber aus der geopolitisch kritischen Lage.
- Auch Japan scheint eine Rezession aufgrund der aktuellen Wachstumsdaten und den anstehenden Lohnverhandlungen abwenden zu können.

Einkaufsmanagerindizes, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bloomberg-Index Firmenkurse, 22 Jahre

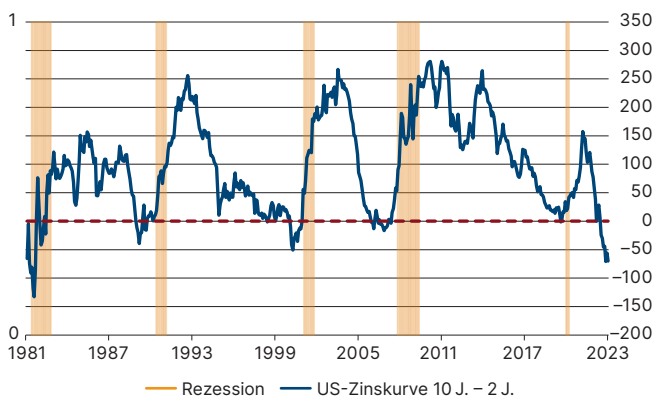


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Fed bekräftigt das Inflationsziel von 2%

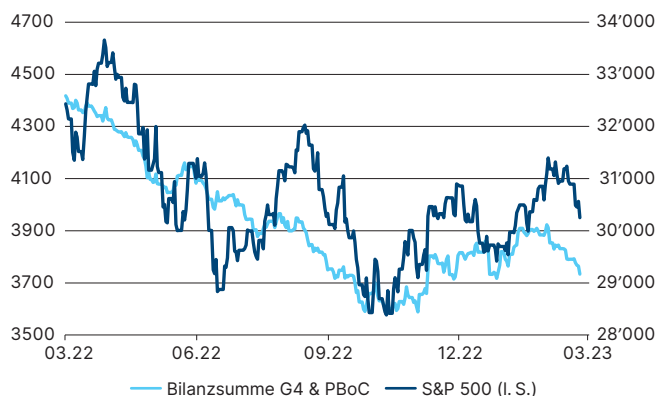
- In den USA fällt die Inflationsrate im Januar nur noch leicht von 6,5% auf 6,4%. Die Preisentwicklung von Rohstoffen fällt und jene von Nahrungsmittel stagniert. Kosten für Energie und Dienstleistungen hingegen sorgen für einen neuerlichen Preisschub.
- Auch die US-Erzeugerpreise steigen mit 6% mehr als erwartet und tragen weiter stärker zum inflationären Auftrieb bei.
- Gemäss FOMC-Protokoll haben die meisten Fed-Mitglieder einen kleinen Zinsschritt von 25 Basispunkten unterstützt, sehen der Inflation aber besorgt entgegen. Für das Erreichen der Zielgrösse von 2% sind weitere Massnahmen erforderlich. Der angepeilte Leitzins der US-Notenbank wird vom Markt graduell erhöht, wohl mit dem Ziel, grössere Korrekturen an den Aktienmärkten zu vermeiden.
- Die zweite Amtszeit von Haruhiko Kuroda, Chef der japanischen Zentralbank, läuft am 8. April 2023 aus. Die Regierung nominiert Kazuo Ueda als Nachfolger. Eine Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik wird vom Markt eingepreist, gestützt auf laufende Lohnverhandlungen und führt zu Ausschlägen bei der Währung und den Zinsen. Dem Zinsanstieg für 10-jährige Staatsanleihen auf über 0,5% begegnet die Bank of Japan mit Notfall-Anleihekäufen.
- Ganz allgemein gilt, dass die neue Datenlage zu steigenden Zinsen über sämtliche Laufzeiten geführt hat, der erwartete Spitzensatz steigt und die Hoffnung auf Zinssenkungen im laufenden Jahr schwindet (auch in den USA).
- Für die Europäische Zentralbank (EZB) steigt die Erwartung für den Spitzensatz auf 3,75%, für die Fed auf gegen 5,5% und für die SNB zielt der 6M-Saron auf 1,5%.
- Die Aufhebung der Corona-Massnahmen in China dürfte für eine erhöhte Rohstoffnachfrage, feste oder steigende globale Rohstoffpreise und einen weiteren inflationären Druck sorgen. Zudem kann die Reduktion der strategischen Erdölreserven der USA, die eine preissenkende Wirkung hat, nicht beliebig fortgesetzt werden. Ein gelegentlicher Wiederaufbau der Reserven wird sich ebenfalls preistreibend auswirken. Dem entgegen wirkt die Gefahr einer nahenden Rezession.
- Die quantitative Straffung der Geldpolitik der G4-Staaten wurde durch die massive Lockerung der Peoples Bank of China (PBoC) zur Unterstützung der Öffnung nach der Covid-Pandemie und zur Bekämpfung der Immobilienkrise überkompensiert. Dieser Kapitalschub stützt auch die Kapitalmärkte.

US-Zinskurve 10–2 Jahre vs. Rezessionsphasen, seit 1981



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bilanzsumme der G4-Zentralbanken plus China vs. S&P 500, 1 Jahr



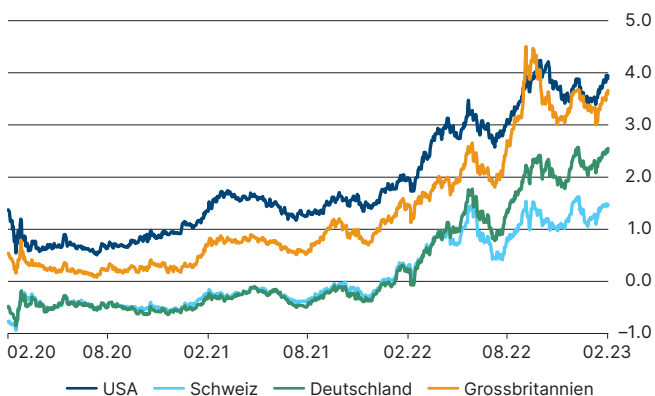
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Renditen steigen – Kurse sinken

- Im Laufe der letzten Wochen sind die Renditen in allen wichtigen Währungsräumen wieder deutlich angestiegen. So liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 4%, in Europa bei rund 2,5% und in der Schweiz bei 1,5%.
- Da die Renditen der kurzen und mittleren Laufzeiten sogar noch etwas stärker gestiegen sind, haben die Inversionen der Zinskurven leicht zugenommen. Dies war in der Vergangenheit jeweils das «Signal», dass die Rezession «beginnt», und führte in der Folge zu schwächeren Aktienmärkten.
- Die Bewegung widerspiegelt die veränderte Einschätzung der Marktteilnehmer punkto Hartnäckigkeit der Zentralbanken bei der Erhöhung der Leitzinsen, aber auch die erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass es sich bei der beobachteten Inflation um ein strukturelles Phänomen handeln könnte.
- Bei den Unternehmensanleihen, sowohl im Investment Grade, als auch im High Yield Bereich, fand gleichzeitig eine Ausweitung der Kreditaufschläge statt. Somit verfügen diese Papiere jetzt über ein attraktiveres Rendite/ Risiko-Verhältnis als noch zu Beginn des Jahres.

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre

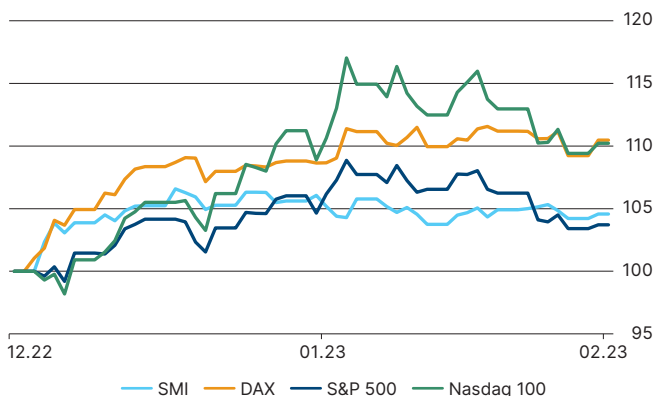


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: wieder «nur» eine Bärenmarkt-Rally, oder doch mehr?

- Die Aktienmärkte haben seit Anfang des Jahres grosso modo eine freundliche Tendenz gezeigt. Dies erstaunt, wenn man sich der vielen Unsicherheiten bewusst wird, welche die Märkte potentiell belasten könnten.
- Allerdings werden auf den zweiten Blick doch Unterschiede erkennbar. So haben die europäischen Märkte besser abgeschnitten als ihre amerikanischen oder asiatischen Pendanten. Dies mutet ob der vielen internen Probleme innerhalb Europas und einem kriegerischen Konflikt vor der Haustür erstaunlich an. Eine Erklärung dafür könnten starke Kapitalflüsse aus den USA sein, welche die Abschwächung des US-Dollars zum Jahresbeginn vorweg genommen hatten.
- Im Vergleich der «Anlagestile» ist erkennbar, dass die defensiveren «Value» Werte (Substanzaktien) einiges ihrer guten Januarperformance eingebüsst haben. Der Dow Jones Index zeigt sich aktuell unverändert zum Jahresbeginn, während der technologie-lastige Nasdaq mit +10% auftrumpft.
- Auch in Europa scheint «Qualität» derzeit weniger gefragt zu sein als «Wachstum», wobei der SMI mit +5% gegenüber dem DAX mit +11%, getrieben durch zyklische Wachstumstitel, eindeutig das Nachsehen hat, was eine relativ optimistische Haltung der Investoren zum Ausdruck bringt. Dazu muss erwähnt werden, dass mittlerweile einige Analysten davon ausgehen, dass es gar nicht zu einer übergeordneten Rezession kommt, sondern diese sich nur selektiv bemerkbar machen wird.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indexiert



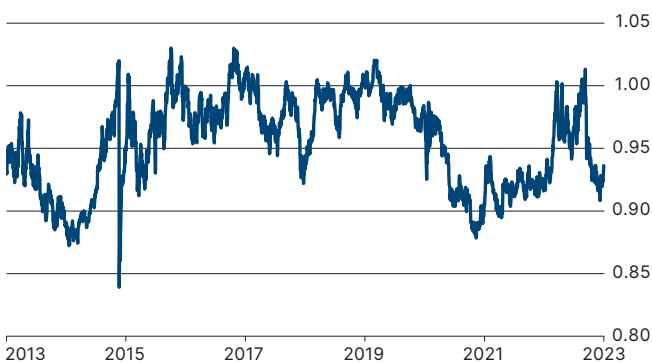
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: US-Dollar steigt wieder an

- In den Währungen sind die grossen Bewegungen fürs Erste vorbei. Der US-Dollar konsolidiert gegenüber den meisten Währungen, wobei das Verhältnis zum Yen von der Personalpolitik der Bank of Japan abhängig ist. Dies kann man im Einklang mit der antizipierten Entwicklung der Leitzinspfade sehen, wo sich die Wogen ebenfalls etwas geglättet haben.
- Parallel dazu hat sich auch die zeitweise deutlich angestiegene Nachfrage nach USD-Liquidität beruhigt und die entsprechenden Swaps haben sich zurückgebildet. Für die weitere Entwicklung aller Finanzmärkte ist dies von grosser Bedeutung, denn hohe Nachfrage nach USD-Liquidität kann mit hohem Stress im Finanzsystem gleichgesetzt werden.
- Der Euro hat sich gegenüber dem Franken jüngst aufgewertet, was die SNB genutzt hat, um ihre Bilanz etwas zu verkleinern. Es wurden Fremdwährungen im Gegenwert von rund 24 Milliarden Schweizer Franken verkauft. Die strukturellen Defizite Europas und die geopolitische Konstellation bleiben aber bestehen.

USD/CHF, 10 Jahre

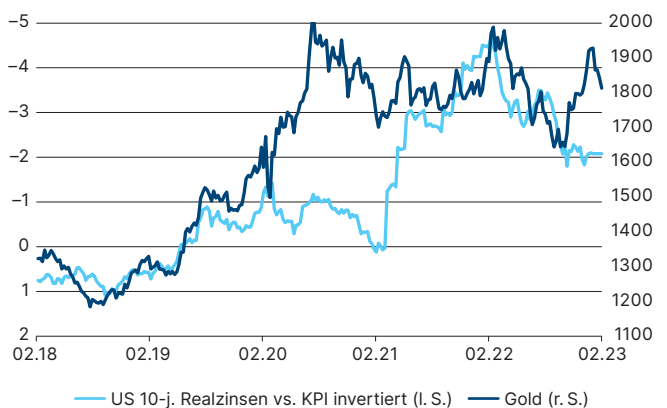


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffe: Gold wieder im Rückwärtsgang

- Gold hat seit Jahresbeginn eine beeindruckende Performance erzielt und rund 6 % zugelegt. Der sinkende US-Dollar, aber auch die abgebrochene Aufwärtsbewegung bei den USD-Realzinsen trugen dazu bei. Die Performance des Goldpreises lässt sich ähnlich wie diejenige der Aktienmärkte interpretieren, d. h. man geht von einer baldigen Wende der Zentralbanken aus.
- Übergeordnet positiv für das Gold bleiben neben der angespannten geopolitischen Lage an zahlreichen Brennpunkten mit erheblichem Potenzial zu weiterer Eskalation auch die potenziell weiter anhaltende inflationäre Entwertung der Fiat-Währungen.
- Der Preis pro Fass Rohöl der Sorte WTI handelt um 80 US-Dollar und damit leicht höher seit dem Beginn des Jahres. Insbesondere die Abkehr Chinas von den einschneidenden Corona-Massnahmen hat zu Hoffnung geführt, dass das Wachstum in China und die damit generierte Rohstoff-Nachfrage anziehen könnte. Allerdings spricht die invertierte Terminkurve eine andere Sprache und deutet eher auf rezessive Entwicklungen mit global geringerer Nachfrage hin.

Gold in \$ pro Unze vs. US-Realzins 10-j. Staatsanleihen (-KPI, invertiert), 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.



Ersparniskasse Schaffhausen AG
Münsterplatz 34
8200 Schaffhausen
+41 52 632 15 15
info@eksh.ch
ersparniskasse.ch