

Executive Summary

- Die Bankenkrise hinterlässt weiterhin ihre Spuren im Finanzsystem. Die Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen als Sicherheit steigt und auch der Druck auf die Fed ihre Geldpolitik zu lockern. Andererseits scheint die (Kern-)Inflation länger höher zu bleiben, was für weitere Zinserhöhungen spricht.
- Die Wirtschaft wird vorwiegend durch den Dienstleistungssektor gestützt, während sich die Industrie abkühlt. Dabei geben die Einkaufsmanagerdaten für den Arbeitsmarkt, das Preisniveau und den Auftragseingang nach.
- In den USA schwächt sich die Wirtschaftsdynamik ab und es droht eine Stagnation, entsprechend steigt das Rezessionsrisiko. In Europa ist die Lage etwas optimistischer.

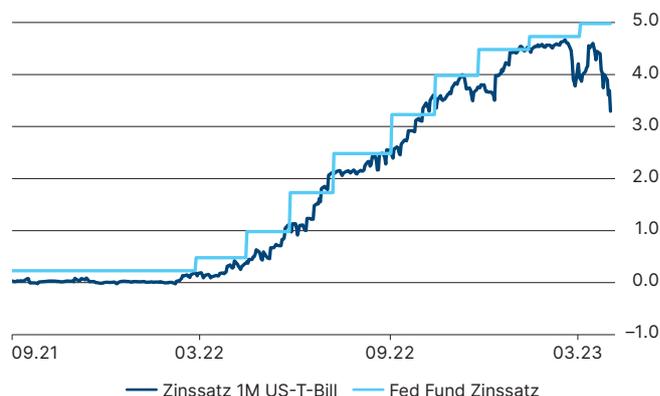


Fokusthema

Zinsen auf Einmonats-Staatsanleihen entkoppelt

- Es ist die eine Sache, die kurzfristigen Zinsen im FOMC festzulegen und zu kommunizieren. Eine andere Sache ist, ob der Marktzins, z.B. die Renditen auf sehr kurzfristigen Staatspapieren, sich auch tatsächlich diesem Zielsatz annähert. Normalerweise ist die Fed mit ihren geldpolitischen Werkzeugen mehr oder weniger erfolgreich darin, doch seit der Bankenkrise Mitte März rebelliert der Markt und die Differenz beträgt eindruckliche 170 Basispunkte. Wieso?
- Kurzfristige Treasuries sind weltweit das mit grossem Abstand beliebteste Sicherungsmittel für Finanztransaktionen aller Art. Die Fed stellt dem Markt aktuell täglich USD 2'300 Milliarden an «Collateral» (Sicherheiten) auf dem Repo-Markt zur Verfügung und trotzdem entkoppelt sich der Markt vom Zielband der Fed. Der Grund ist die gewaltige Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten für USD-Bestände, vor allem auch von Akteuren ausserhalb der USA, die keinen Zugang zum US-Repo-Markt haben.
- Zwar haben Brasilien und China anlässlich des Besuches von Lula da Silva ihre Abneigung gegenüber dem Dollar als Reservewährung bekundet und die Etablierung des Petro-Yuans postuliert, aktuell führt aber kein Weg am «Greenback» vorbei, wie diese Entwicklung eindrucklich belegt. Weder die Verfügbarkeit noch die Akzeptanz einer alternativen Reservewährung sind zum heutigen Zeitpunkt gegeben.

USD-Zinsen: Einmonatssatz vs. Fed Fund Zinssatz, letzte 18 Monate

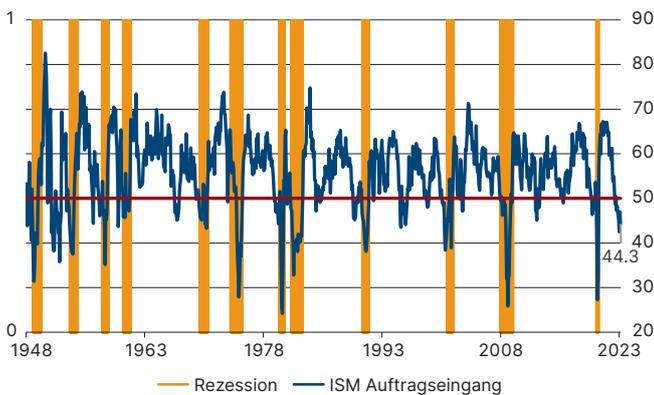


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Auf dem Weg in die Stagnation

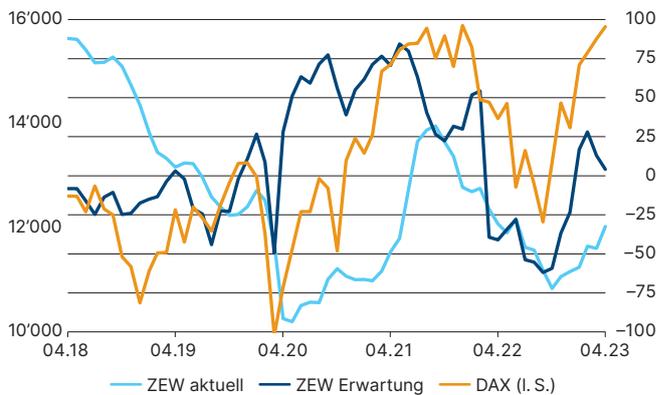
- Während sich der Dienstleistungssektor in den meisten Regionen weiterhin sehr robust präsentiert, geben Arbeitsmarkt- und Preisdaten sowie die Auftragslage deutlich nach. Der Rückgang des Auftragseingangs steht in den USA im Widerspruch zur hohen Produktion im ersten Quartal und verschlechtert den Ausblick insbesondere dann, sollte sich das drohende Rezessionsszenario bewahrheiten.
- Der Rückgang der neuen Aufträge gemäss ISM in den USA auf 44,3 Punkte impliziert eine nahe Rezession. Werte unter 50 Punkten ziehen üblicherweise eine Abschwächung der Wirtschaft nach sich.
- Der Gleichlauf zwischen Einkaufsmanagerindex für die Industrie und der Entwicklung des Bruttoinlandproduktes ist hoch und tendiert hin zu negativen Wachstumszahlen.
- Die Regionalbankenkrise in den USA dürfte noch nicht ausgestanden sein. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (z. B. Zinsanstieg) sind für alle Institute vergleichbar und die Probleme unterscheiden sich nur über die Managerqualität. Die Liquiditätsspritze der Fed hat die Situation im Bankensektor für den Moment beruhigt.
- Die Kreditvergabe der US-Geschäftsbanken dürfte aufgrund der erhöhten Unsicherheiten restriktiver ausfallen und das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen.
- Die gestiegenen Refinanzierungskosten belasten auch den Immobiliensektor. In den USA befinden sich einige Immobilienbesitzer in nicht zu vernachlässigenden Schwierigkeiten. Die Leerstände und die Kreditkosten steigen, die Einnahmen sinken.
- Regionalbanken und der Immobiliensektor gehören in den USA seit Anfang März zu den grössten Verlierern im S&P 500, was den anhaltenden Stress in diesen Sektoren widerspiegelt.
- Der «Beige Book» Konjunkturbericht, die Zusammenfassung der wirtschaftlichen Entwicklung der zwölf Fed-Distrikte, fasst dies in einem Wort zusammen: Stagnation.
- Zwar sinkt der Einkaufsmanagerindex auch in der Schweiz und trübt den Ausblick, das Rezessionsrisiko ist aber wegen der relativ tiefen Inflation moderat und der Privatkonsum bleibt trotz hiesiger Bankenkrise robust.
- China überzeugt nach der Aufhebung sämtlicher Pandemie-Restriktionen mit einem deutlichen Anstieg des Bruttoinlandproduktes für das erste Quartal. Geopolitische Friktionen hemmen den globalen Ausstrahlungseffekt.

ISM verarbeitendes Gewerbe: Auftragseingang vs. Rezessionen, 75 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

ZEW Deutschland Erwartungen, aktuelle Einschätzung vs. DAX-Aktienindex, 5 Jahre

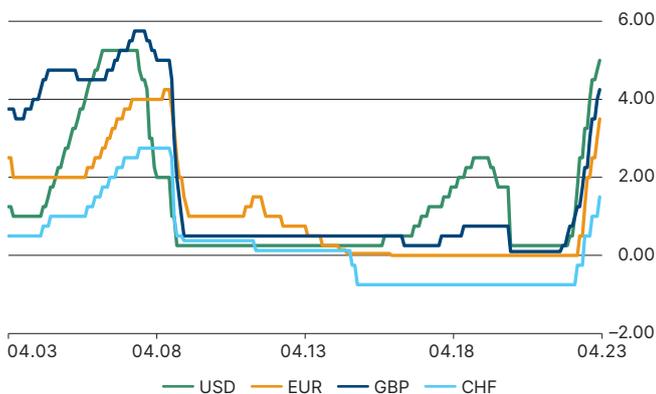


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Straffen bis etwas bricht oder bis die Inflation auf Ziel ist?

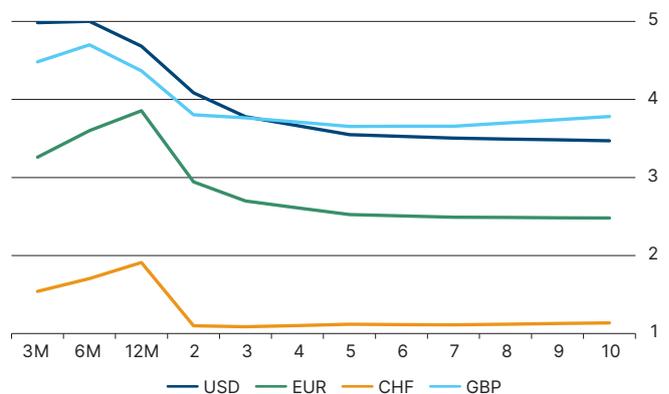
- Das Vertrauen innerhalb des Bankensystems scheint noch nicht wiederhergestellt und impliziert die Erwartungshaltung an die Fed, die Leitzinsen bald zu senken.
- Andererseits ist die Inflation zumindest in den USA und der Eurozone unverändert zu hoch – insbesondere wenn das Augenmerk auf die Kernrate fällt, die im März in den USA sogar leicht auf 5,6% gestiegen ist.
- Nicht bloss die Preisstabilität steht für die Fed auf dem Spiel, sondern auch ihre Glaubwürdigkeit. Jerome Powell bekräftigt deshalb, mit der Straffung der Geldpolitik erst zu stoppen, wenn die Inflation gegen 2% tendiert. Davon sind wir aktuell weit entfernt.
- Für die Anfang Mai anstehende FOMC-Sitzung wird mit einer Anhebung um 25 Basispunkte gerechnet. Trotz der Markterwartung, dass die Leitzinsen bis Ende Jahr gesenkt werden, scheint es nicht unmöglich, dass die Geldpolitik weiter gestrafft wird.
- Die einleitend beschriebene Divergenz zwischen Fed und dem kurzfristigen Marktzins zeugt vom Dilemma der Zentralbank: weiter straffen, um die Inflation zu bekämpfen und dafür aber irreparablen Schaden im System in Kauf zu nehmen, oder dem Druck kurzfristig nachzugeben und einen erneuten Anstieg der Teuerung zu riskieren. Eine Herkulesaufgabe.
- Ähnlich wie die Bank of England infolge der Pensionskassenprobleme, hat auch die Fed ihre Bilanzsumme zur Liquiditätsbereitstellung und Vertrauensbildung kurzfristig ausgeweitet, mittlerweile aber erneut reduziert. Die Geschäftsbanken kommen der Fed bei der Straffung der Geldpolitik durch restriktivere Kreditvergaben zu Hilfe.
- Der Rückbau der Bilanzsummen der G4-Notenbanken gestaltet sich sehr zaghaft und wird entsprechend deutlich länger dauern als von den meisten Marktteilnehmern erwartet wird.
- Von der EZB wird an der Sitzung vom 4. Mai ebenfalls eine Erhöhung der Leitzinsen um 25 Basispunkte erwartet. Bis Jahresende werden weitere 50 Basispunkte eingepreist. Die Kerninflation liegt bei 5.7% und steigt seit Juni 2022 kontinuierlich.
- Die chinesische PBoC hat am 20. April die Leitzinsen unverändert belassen. Angesichts der tiefen Inflation und der erforderlichen Unterstützung des Aufschwungs nach der Pandemie wurde dies erwartet.
- Auch von der Bank of Japan rechnen die Marktteilnehmer am 28. April mit einem Nullentscheid.
- Die nächste Sitzung der SNB ist erst auf den 22. Juni anberaumt. Hier darf mit einer weiteren Straffung der Geldpolitik um 25 bis 50 Basispunkte gerechnet werden.

Leitzinsen Fed, EZB, BOE, SNB



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zinskurven USD, EUR, CHF und GBP (3M – 12M, 2 – 10 Jahre)



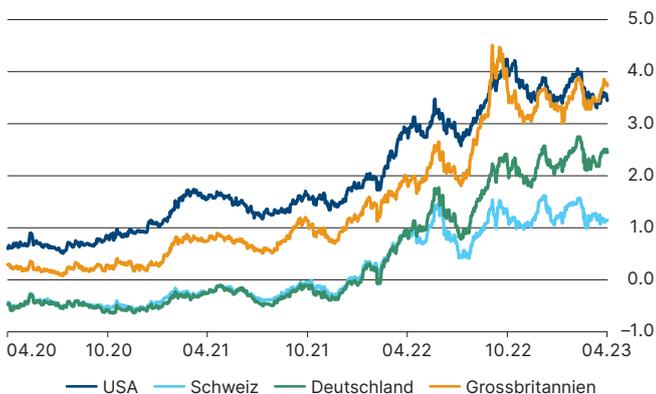
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Seitwärts mit erhöhter Volatilität

- Im Laufe der letzten Wochen bewegten sich die Renditen in allen wichtigen Währungsräumen in einer Seitwärtsbewegung, aber mit erhöhter Volatilität. Aktuell liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 3,6%, in Deutschland bei rund 2,5% und in der Schweiz bei 1,2%.
- Das Thema US-Schuldenobergrenze macht sich zusehends wieder bemerkbar. Die gegenwärtig gültige Limite dürfte wohl gegen Ende des 2. Quartals erreicht sein. Einige Politiker profilieren sich bereits mit Lösungsvorschlägen, allerdings liegen die Ideen der beiden Parteien meilenweit auseinander.
- Es besteht ein Risiko, dass aus politisch-taktischen Überlegungen keine Lösung gefunden wird und der Haushalt in den sogenannten «Shutdown» gehen muss. Der Credit Default Swap (CDS) der USA zeigt dies klar an. Er liegt mit Kosten von rund 100 Basispunkten für eine Absicherung des Schuldnerisikos um ein Mehrfaches höher als üblich.
- Letztmals eskalierte die Situation 2011. Die darauffolgende Herabstufung des Ratings der USA führte zu einer scharfen Korrektur der Aktienpreise um rund 20%.

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre

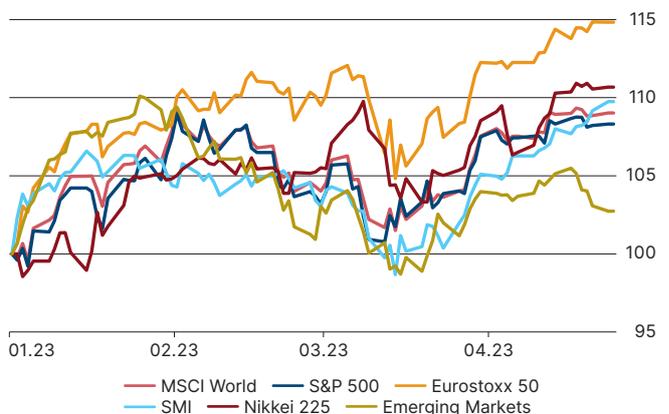


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: immer noch in «La-La-Land»

- Die Aktienmärkte zeigen ob der vielen Unsicherheiten und der sich anbahnenden Rezession eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit, allerdings hat die Marktbreite in den letzten Wochen deutlich abgenommen. Insbesondere die Ausfallwahrscheinlichkeiten fallen durch sehr tiefe Niveaus auf. Üblicherweise würden sich im Vorfeld einer Rezession hier höhere Spreads manifestieren.
- Die Berichtssaison der Unternehmen zum ersten Quartal 2023 hat begonnen und die Analysten wenden ihre Aufmerksamkeit dem Thema «Margen» zu. Es wird genau beobachtet, wie die Unternehmen mit den gestiegenen Inputkosten umgehen und wie sich diese auf den Ausblick für das laufende Jahr auswirken. Die erwarteten Unternehmensgewinne sind zwar leicht zurückgekommen, einige Experten halten sie aber immer noch für zu hoch.
- Alles in allem blenden die Aktienmärkte die zunehmend besorgniserregende Lage aus. Sowohl das Thema Schuldenobergrenze als auch die geopolitische Lage sind beunruhigend. Wir bleiben in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig und in der Aktienquote neutral positioniert.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: US-Dollar unter Druck

- Die bedrohliche Situation bei der Schuldenobergrenze hinterlässt auch in den Währungsmärkten ihre Spuren. Der Anstieg der CDS der USA hat zu Druck auf den US-Dollar geführt. Marktteilnehmer erinnern sich an 2011, als das Rating-Downgrade der USA zu einem (vorübergehenden) Wertverlust beim USD von rund 20% geführt hatte.
- Der Euro liegt zum Schweizer Franken wieder leicht unter der Parität. Die kurze Schwächung des Frankens aufgrund der UBS/CS Saga hat sich somit wieder neutralisiert.
- Übergeordnet gehen wir davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro weiterhin aufwerten wird.

Rohstoffe: USD 2'000 als Hürde für Gold

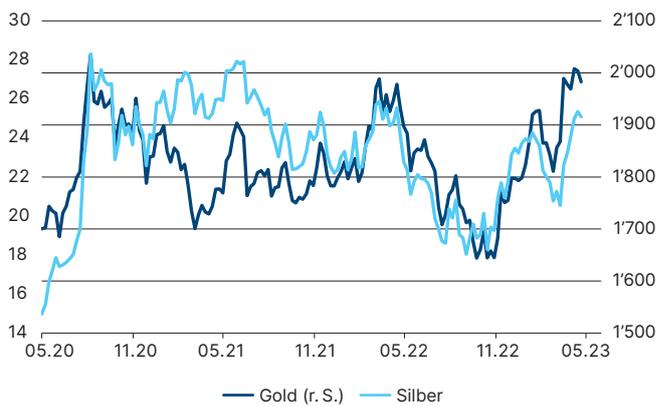
- Das Edelmetall konnte im letzten Quartal seinen Aufwärtstrend insgesamt fortsetzen. Dabei korrelierte der Preis stark invers mit den erwarteten 10-jährigen USD Realzinsen und der relativen Performance des US-Dollars gegenüber dem Euro und dem japanischen Yen.
- Nach einem guten Start und einer zwischenzeitlichen Baisse erfolgte nach der Bankenkrise Mitte März eine regelrechte Rally auf über USD 2'000 pro Unze, da sich Investoren gegen weitere potenzielle wirtschaftliche Unsicherheiten absichern wollten.
- Die daraus resultierende Stärke des Goldpreises hat zu einer überkauften Situation geführt – der Preisanstieg muss zuerst einmal verdaut werden.
- Wir bleiben aber mittelfristig weiterhin freundlich für das Gold und halten an unserer Positionierung fest.

Franken und Euro vs. Dollar, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold und Silber in \$ pro Unze, 3 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