

Executive Summary

- In verschiedenen Regionen der Welt scheint eine Rezession im kommenden Jahr als wahrscheinlich. Einen Hinweis darauf geben die Zinskurven, welche teilweise deutlich invertiert sind.
- Die Höchststände der Inflationsraten in den USA dürften erreicht sein, und eine Entspannung zeichnet sich ab. Dennoch bleibt die Inflation unerwünscht hoch. Erste Zinssenkungen werden erst in der zweiten Jahreshälfte 2023 erwartet.
- Vorerst werden die Notenbanken die Zinsen weiter erhöhen.
- Die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen haben sich auf Niveaus unter 4% eingependelt. In der Schweiz handelt die Rendite für die gleiche Laufzeit inzwischen wieder unter 1%.



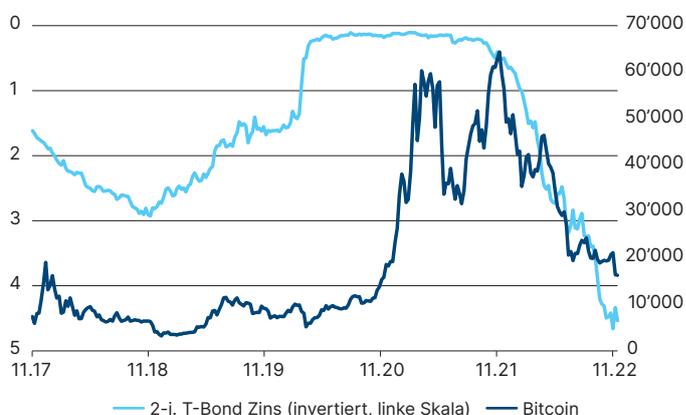
Fokusthema

FTX verunsichert den Krypto-Markt

- Steigende Zinsen wirken primär einer Überhitzung entgegen. Sekundär führen sie zur Abkehr von risikobehafteten Anlagen. Dazu gehört unbestritten auch der Krypto-Markt mit all seinen Ausprägungen oder Auswüchsen.
- Dass sogar das Flaggschiff Bitcoin im Gleichschritt mit steigenden Zinsen an Wert verliert, erstaunt somit kaum.
- Akzentuiert hat sich die Situation in den letzten Wochen aufgrund der Insolvenz der Handelsplattform FTX von Sam Bankman-Fried und dem Zusammenbruch deren Kryptowährung «FTX-Token». Die ursprünglich als weisser Ritter aufgetretene Kryptobörse Binance von Changpeng Zhao ist nach der Prüfung der Bücher von ihrem Kaufangebot zurückgetreten und hat die von ihr gehaltenen FTX-Token verkauft, was zu einem massiven Kurssturz und dem Konkurs des Unternehmens führte.
- Den Forderungen der Gläubiger, sprich Kunden, in der Höhe von 16 Mrd. US-Dollar standen erst Vermögenswerte von bloss einigen Hundert Millionen USD gegenüber. Dass diese Vermögenswerte später auf 1.3 Mrd. USD angehoben wurden, ändert nichts an der desolaten Situation, sondern zeigt den offensichtlichen Handlungs- und Regulierungsbedarf in der Branche auf.
- Auch das Verschwinden von Geldern nach dem Zusammenbruch von FTX lässt viele Fragen offen.

- Als Folge der massiven Verluste droht im Sektor ein Flächenbrand, der die Unternehmen und Hedge Funds wie Gemini, Genesis oder Grayscale, aber auch das Schweizer Krypto-Valley in Zug erfassen kann.
- «Krypto» ist aber längst nicht passé. Die Probleme führen wohl zu einer Neuausrichtung und eröffnen Einstiegsmöglichkeiten, nachdem sich der Pulverdampf verzogen hat.

Bitcoin vs. 2-jährige Staatsanleihen (Rendite in %), 5 Jahre

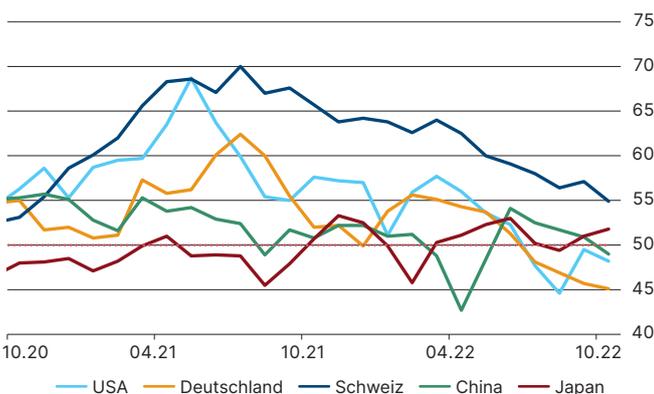


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Kann eine Rezession abgewendet werden?

- Aufgrund der aktuellen Entwicklungen haben wir unsere Wachstumsprognosen für 2023 wie folgt angepasst: Welt 2,1% (2,3%), USA 0,4% (0,9%), EU -0,1%, Japan 1,5%, China 4,5% (4,9%), UK -0,2%, Schweiz 0,6% (0,8%).
- Die hohe Inflation belastet sowohl Unternehmen als auch private Haushalte. Bei vielen Unternehmen sind die Kosten deutlich gestiegen, wobei diese meistens nur teilweise an den Endkunden weitergegeben werden können. Dies führt zu sinkenden Margen und belastet die Gewinne. Zudem sinken in fast allen Regionen die Konsumentenstimmung wie auch die Kaufneigung der Endkunden und drücken den Absatz.
- Für 2023 befindet sich die USA in einer leicht besseren Ausgangslage als Europa oder China. Die Fed hat ihre Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung «beherzter» gestrafft. Die Inflation scheint im Juni den Höhepunkt bei 9,1% erreicht zu haben und hat sich im Oktober auf 7,7% zurückgebildet. Hierzu hat sicherlich auch der starke US-Dollar beigetragen, der Importe verbilligt, nun nach der jüngsten Abwertung aber zur Belastung wird.
- In Europa befindet sich die Inflation weiter im Steigflug und belastet die Stimmung und die Wachstumsaussichten. Die Energiemangellage entspannt sich dank eines bisher milden Winters und wird durch politische Massnahmen zusätzlich abgefedert. Die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession ist aber hoch.
- Die Wachstumsaussichten für China sind durch die Null-Covid-Politik und den angeschlagenen Immobilienmarkt gefährdet und somit nur schwer prognostizierbar.
- Auch für die USA kann eine Rezession nicht ausgeschlossen werden – sie dürfte allerdings milder ausfallen als in Europa. Das Wachstum in China könnte zwar knapp positiv bleiben, aber dürfte ein Wachstum im tiefen einstelligen Bereich als Rezession empfunden werden. Die Prognoseunsicherheit ist hier allerdings am grössten und ist von den Covid-Einschränkungen abhängig. Sie kann die globale Wirtschaft nochmals zusätzlich in Mitleidenschaft ziehen.
- Die Inversion der Zinskurven (10- minus 2-jährige Zinsen auf Staatsanleihen) ist auf 40-Jahres-Tief und weist für die USA deutlich auf eine Rezession hin.
- Die Einkaufsmanagerindizes liegen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen bereits unter der Wachstumsschwelle oder tendieren dort hin.
- Für die zweite Jahreshälfte 2023 werden sinkende Zinsen erwartet. Dies dürfte aber mit einem schwachen Wirtschaftswachstum einhergehen, was ebenfalls für eine rezessive Tendenz spricht.

Einkaufsmanagerindizes, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Wirtschaftsvertrauen Deutschland, 20 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

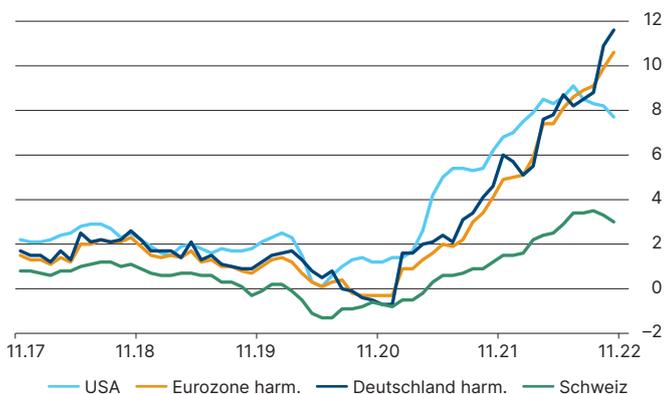
Bloss langsamere Schritte oder bereits Wende?

- Die Korrektur der US-Inflation von 9,1% auf 7,7% hat die Hoffnung auf eine baldige Wende in der Geldpolitik geschürt und die Zinsen global auf Talfahrt geschickt. Die Zuversicht scheint allerdings verfrüht, bleibt doch die Inflation sogar in den USA unerwünscht hoch, während sie in einigen Ländern (v.a. Europas) sogar noch weiter steigt.
- In den USA wird bis Mitte 2023 nunmehr mit einem Höchstwert des Leitzinses von knapp 5% gerechnet. Allerdings sind sich auch die Fed-Mitglieder uneinig über das weitere Vorgehen. Eine schrittweise Reduktion der künftigen Zinserhöhungen über die nächsten zwei bis drei FOMC-Sitzungen erscheint das wahrscheinlichste Szenario zu sein. Die Veröffentlichung des Protokolls zur letzten Sitzung hat weder neue Erkenntnisse geliefert, noch den Markt übermässig bewegt. Insbesondere die Erwartungshaltung zu den kommenden Zinsschritten blieb unverändert.
- Die Reduktion der Zinsdifferenz zugunsten der USA hat unmittelbar zu einer Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro und des Frankens geführt, was sich mit einer zeitlichen Verzögerung wiederum durch höhere Importpreise negativ auf die Teuerung in den USA auswirken wird.
- Die Reduktion der durch die Pandemie aufgeblähten Marktliquidität wird weiter fortgesetzt. Allerdings wurde die Liquidität bereits wieder durch Reverse Repo-Fazilitäten der Fed an

ausländische Marktteilnehmer erhöht (kurzfristige Kredite gegen Hinterlegung von Sicherheiten [meist Staatsanleihen], «Rückkaufgeschäft»). Daran hatte vorübergehend auch die SNB teilgenommen. Daraus aber bereits eine Abkehr der Bilanzreduktion abzulesen, erachten wir als verfrüht. Die aggregierten Bilanzsummen der G4-Staaten wurden von den Höchstständen inzwischen um rund 12% gesenkt.

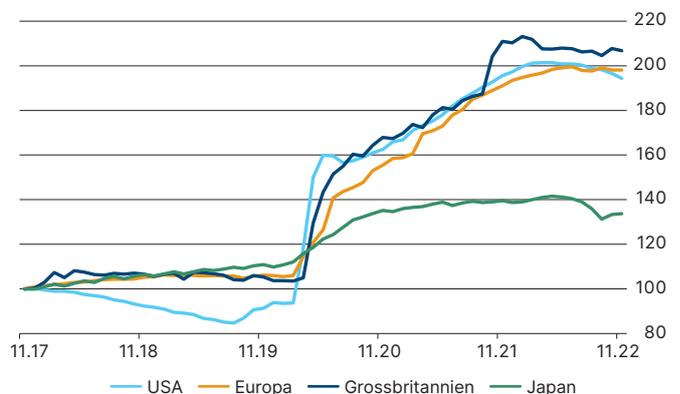
- Die EZB befindet sich weiterhin in einer ungemütlichen Situation, zwischen hoher und steigender Inflation auf der einen Seite und hochverschuldeten, peripheren Mitgliedstaaten andererseits. Eine erste Entspannung zeichnet sich bei den Erzeugerpreisen in Deutschland ab, wo der stark durch die Energiekosten bedingte Anstieg auf 34,5% gesunken ist. Mit einem zeitlichen Verzug dürfte sich dies auf die Konsumentenpreise auswirken.
- Dennoch hat die EZB erheblichen Handlungsbedarf bei der Zinsanhebung. Das Zinsziel liegt bei 3%, was sechs weiteren Zinsschritten von 25 Basispunkten entspricht.
- In Grossbritannien hat sich die Lage um die in Schieflage geratenen Pensionskassen entspannt und der Zinsabschlag gegenüber den USA wieder normalisiert.
- Die nächsten Notenbanksitzungen sind für Mitte Dezember anberaumt.

Inflationsraten (in %), 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bilanzsumme der G4-Notenbanken (indexiert), 5 Jahre, in %



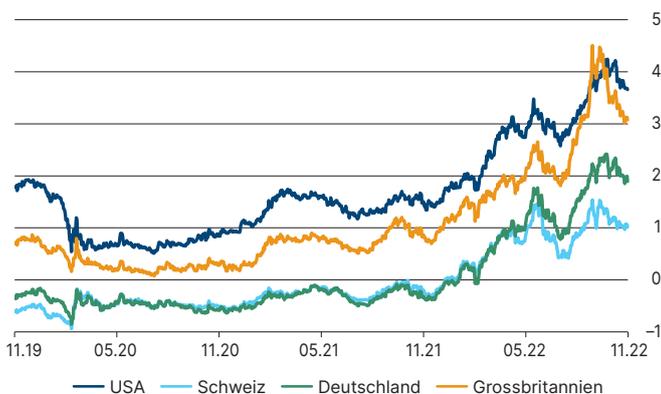
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Zinskurven invertieren noch stärker

- Aus den Reihen der FOMC-Mitglieder sind erste Stimmen zu vernehmen, welche sich ein gemächlicheres Vorgehen bei den Zinserhöhungen wünschen. Dies kann im Einklang mit den sich zurückentwickelnden Inflationszahlen in den USA gesehen werden, sowie auch mit der Angst, die Konjunktur und den Konsum zu stark zu bremsen.
- Dies hat zu sinkenden Renditen am langen Ende der USD-Zinskurve geführt, was wiederum einer noch stärkeren Inversion der Kurve gleichkommt. Nach Lehrbuch ist dies ein zuverlässiger Indikator für eine sich anbahnende Rezession.
- Wir gehen von einem beschränkten Potential für Zinserhöhungen der EZB auf maximal etwa 3% aus. Um den immensen Schuldendienst des europäischen Südens nicht ausufern zu lassen, wird die EZB hier zurückhaltend sein (müssen). Zum anderen wird früher oder später das Bondkaufprogramm zur Kontrolle der Renditeunterschiede der Anleihen einzelner Staaten anlaufen müssen.
- Bei den Unternehmensanleihen haben sich, sowohl bei guter als auch bei niedrigerer Qualität, die Kreditaufschläge deutlich entspannt. Diese Situation könnte wie folgt interpretiert werden: «Rezession ja, aber es wird nicht so schlimm».

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre

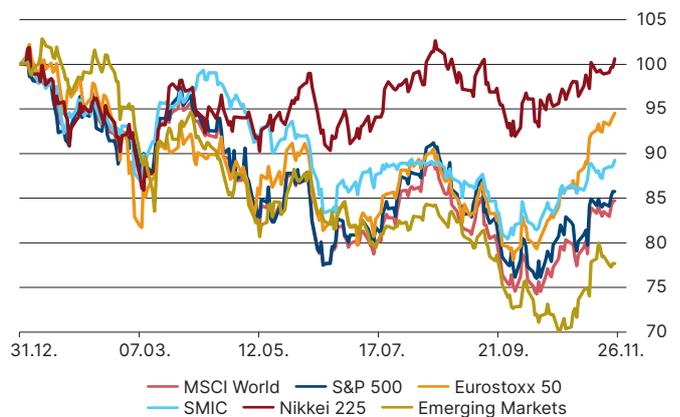


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: faktorbedingte Rotationen

- Der S&P 500 und auch der Nasdaq-Index befinden sich weiterhin im seit Anfang des Jahres bestehenden Abwärtstrend. Anders ist die Situation allerdings im Dow Jones Index, welcher aus dem Trendkanal ausgebrochen ist. Noch deutlicher ist der Ausbruch aus den Abwärtstrends bei gewissen europäischen Märkten zu erkennen (DAX, EuroStoxx).
- Die Unterschiede bei der Entwicklung der Indizes können auf faktorbedingte Rotationen zurückgeführt werden. So haben beispielsweise «Value»-Aktien bis dato «Wachstum» deutlich outperformt. Dies ist in einem potentiell rezessiven Umfeld mit steigenden Zinsen nachvollziehbar.
- Die Positionierung institutioneller Anleger ist nicht mehr so extrem pessimistisch wie noch im Herbst. Hedgefonds und Trendfolgeprogramme haben für ihre Aktienallokation mittlerweile auf «neutral» bis «leicht positiv» umgeschwenkt.
- Wir bleiben weiterhin vorsichtig und in der Aktienquote neutral positioniert, sind aber bereit, bei einer Veränderung der Politik der Zentralbanken etwas konstruktiver zu werden. Die Frage aus der Politik könnte möglicherweise schon bald lauten, ob den Zentralbanken die Bekämpfung der Inflation wichtiger ist als das Wirtschaftswachstum, und es könnte deshalb schon bald erneut der Ruf nach monetärer Unterstützung laut werden, sollte eine verschärfte Rezession eintreten.

Aktienmärkte: Performance 2022, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Der Aufschwung des US-Dollar hat sich beruhigt

- Die von einigen FOMC-Exponenten geäußerten Bedenken, dass man es möglicherweise mit den Zinserhöhungen übertreiben könnte, haben auch beim US-Dollar Spuren hinterlassen. Der Aufschwung des US-Dollar ist zum Erliegen gekommen. Dies ist sicherlich auch im Sinne vieler anderer Zentralbanken, vor allem aus dem asiatischen Raum.
- So hat sich auch die zeitweise deutlich ansteigende Nachfrage nach USD-Liquidität beruhigt. Die entsprechenden Swaps haben sich zurück gebildet, liegen aber immer noch auf erhöhten Niveaus. 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. Wir verfolgen dies aufmerksam.
- Die durch den Sommer hindurch erkennbare Euro-Schwäche hat sich jüngst etwas beruhigt. Die strukturellen Defizite Europas und die geopolitische Konstellation bleiben aber bestehen.

Handelsgewichtet USD und CHF, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Beeindruckende Performance im Gold

- Gold hat in den letzten Tagen eine beeindruckende Performance erzielt. Die Äusserungen einiger Zentralbanker, der sinkende US-Dollar, aber auch die abgebrochene Aufwärtsbewegung bei den USD-Realzinsen trugen dazu bei.
- Übergeordnet positiv für das Gold bleibt die angespannte geopolitische Lage an zahlreichen Brennpunkten mit erheblichem Potenzial zu weiterer Eskalation. Auch eine überraschenderweise wieder weniger restriktive Haltung der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung, verbunden mit wieder sinkenden Realzinsen, würde unseres Erachtens dem Goldpreis positive Impulse verleihen.
- Derweil hält der Druck auf die Rohölpreise weiter an. Der Preis pro Fass (Brent) handelt inzwischen wieder deutlich unter 90 US-Dollar. Erwartungen, dass das Wachstum in China und die damit generierte Rohstoff-Nachfrage nachlassen könnte, sowie ein Bericht, dass die von der Europäischen Union angestrebte Preisobergrenze auf russischem Öl höher ausfallen könnte als bisher angenommen, belasten kurzfristig den Preis.

Gold in \$ pro Unze vs. US-Realzins 10-j. Staatsanleihen – KPI, 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