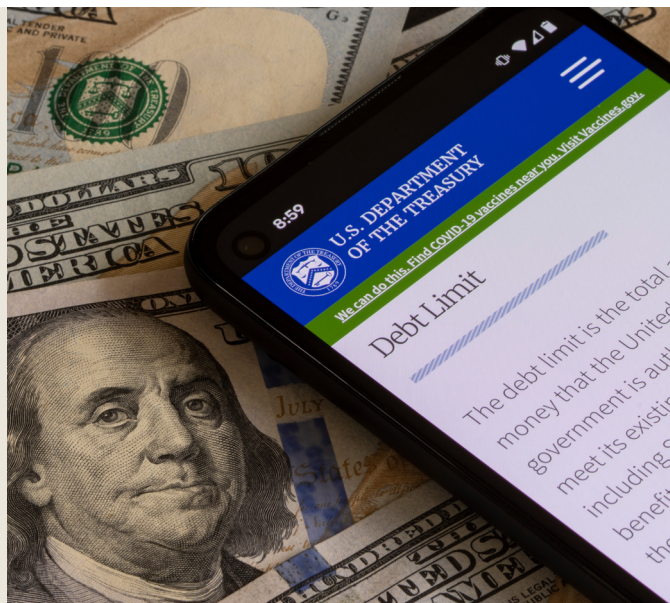


Executive Summary

- Durch das Erreichen der Schuldenobergrenze in den USA erhalten die Republikaner die Möglichkeit, der Ausgabenfreudigkeit der Biden-Administration enge Grenzen zu setzen.
- Die Zinserhöhungen der Notenbanken zeigen sowohl beim Wirtschaftswachstum als auch bei der Inflation Wirkung.
- Die Entlassungen im Finanz- und Technologiesektor führen zu einer Entspannung beim Arbeitskräftemangel in den USA. In Europa bleibt die Verfügbarkeit von Fachkräften aber weiter angespannt.
- Die Aufhebung der Covid-Restriktionen in China eröffnet Wachstumspotenzial.
- Die Inversion der US-Zinskurve hat sich noch weiter verstärkt und deutet auf eine sich anbahnende Rezession hin.

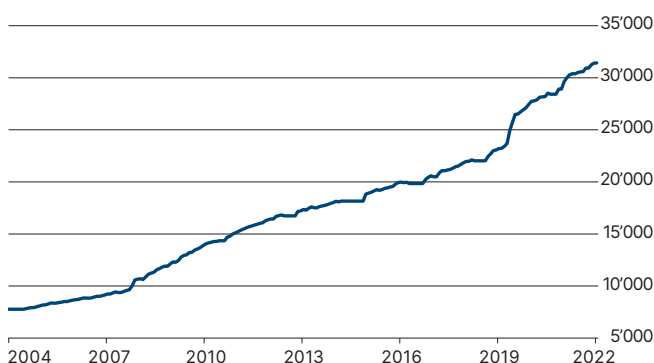


Fokusthema

Schuldenobergrenze in den USA erreicht

- Der US-Kongress hat in den letzten 15 Jahren massive Ausgaben genehmigt, die auch grösstenteils getätigt wurden und zur aktuellen Inflationssituation beigetragen haben. Die US-Verschuldung wurde in astronomische Höhen katapultiert und dies unabhängig davon, welche Partei gerade an der Macht war. Seit der grossen Finanzkrise 2008 haben sich die Schulden mehr als verdreifacht und belaufen sich aktuell auf 31,5 Billionen US-Dollar (31'450 Mrd. USD).
- Das im letzten Herbst verabschiedete Überbrückungsbudget ist ausgeschöpft und die Schuldenobergrenze erreicht. Die Machtverhältnisse im Kongress fallen mit 10 Stimmen Unterschied zugunsten der Republikaner aus, die dadurch die Biden-Administration blockieren und die Budgetausgaben steuern können.
- Meistens wurden diese Budgets in letzter Minute dann doch genehmigt. Nur selten mussten entbehrliche Ausgaben für eine begrenzte Zeit gestoppt, gewisse Aufgaben reduziert oder Behörden teils ganz geschlossen werden.
- Während des letzten Stillstandes 2018–19, als es um die Imigrationspolitik ging, reduzierte sich die Wirtschaftsleistung um rund 11 Milliarden US-Dollar, was weniger als einem Promille des Bruttoinlandproduktes entspricht. Die konjunkturellen Auswirkungen sind somit überschaubar. Kapitalmärkte reagieren dennoch zurückhaltend auf die Unsicherheiten.
- Die Wahrscheinlichkeit eines Shutdowns ist angesichts der massiven, aus Sicht der Republikaner unliebsamen Anreizpakete deutlich höher als in der Vergangenheit. Als letztes Finanzierungsmittel bleibt Präsident Biden die Möglichkeit einen drohenden Staatsbankrott durch die Ausgabe einer Platinmünze im Wert von 1 Billion USD an die Fed abzuwenden. Janet Yellen erteilt dieser Idee eine klare Absage.

US-Verschuldung (in Mrd. USD), seit 2005

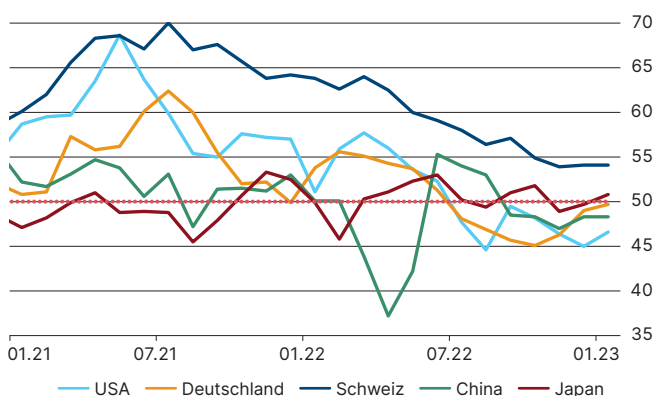


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Ausblick trübt sich ein

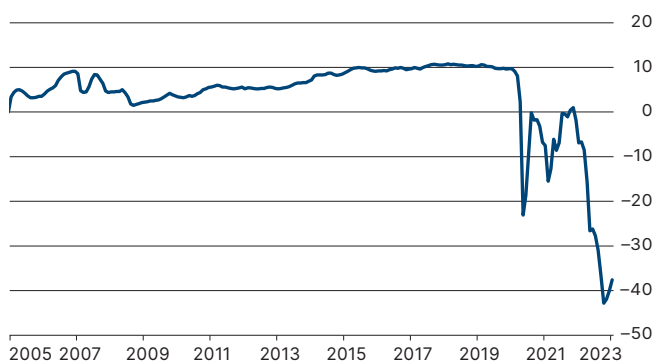
- Aufgrund der Abkehr von der Null-Covid-Politik in China erwarten wir eine wirtschaftliche Belebung.
- Die Datenerhebung bei den Einkaufsmanagern im Januar hat in Asien und Europa die Erwartungen teils übertroffen und einzelne Werte haben sogar wieder die Wachstumszone von über 50 Punkten erreicht. In den USA steigen die Werte zwar auch, bleiben aber unter 47 Punkten.
- Auch die Quartalsergebnisse der global tätigen Unternehmen offenbaren in den regionalen Zahlen eine Schwäche der US-Wirtschaft. Umsätze können dank Preiserhöhungen mehrheitlich noch überzeugen. Allerdings fallen die Gewinne eine Spur tiefer aus als von den Analysten erwartet. Ein «Soft Landing» erscheint zunehmend unwahrscheinlich.
- Der ausgetrocknete amerikanische Arbeitsmarkt vermag die Entlassungen prominenter Grossunternehmen vorwiegend aus dem Technologie- und Finanzsektor vorerst bereitwillig aufzunehmen. Sollte sich diese Entlassungswelle fortsetzen und auch weitere Sektoren erfassen, könnten sich auch die Arbeitsmarktstatistiken rasch verschlechtern, was sich unweigerlich auch auf den Konsum und das Wirtschaftswachstum auswirkt.
- In den USA sank das annualisierte Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 2022 auf 2,9 % und damit weniger stark als erwartet. Der Beginn einer allfälligen Rezession ist erst in der zweiten Jahreshälfte 2023 zu erwarten
- In den USA senkt auch der drohende Streit um die Schuldenobergrenze und allfällige «Shutdowns» den Ausblick.
- Robust ist der Arbeitsmarkt auch in Europa, wo bisher grössere Entlassungen die Ausnahme darstellen. Der inflationäre Druck der Lohnkomponente bleibt somit auf beiden Seiten des Atlantiks bestehen.
- In Europa erholen sich die Stimmungsindikatoren (z.B. GfK) dank abgewendeter Energiemangellage. Zuviel Euphorie sollte ob dieser Entwicklung aber nicht in die Daten interpretiert werden. Die Stimmung muss weiterhin als «sehr schlecht» bezeichnet werden.
- Werden schlechte Wirtschaftsdaten als gute Nachrichten für die Finanzmärkte aufgefasst – und umgekehrt? Vorerst ja, denn dies impliziert, dass die Zentralbanken bald wieder eine lockerere Geldpolitik verfolgen. Eine restriktivere Haltung der Zentralbanken würde diese Korrelation wieder umkehren.

Einkaufsmanagerindizes, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

GfK Konsumentenvertrauen, 18 Jahre

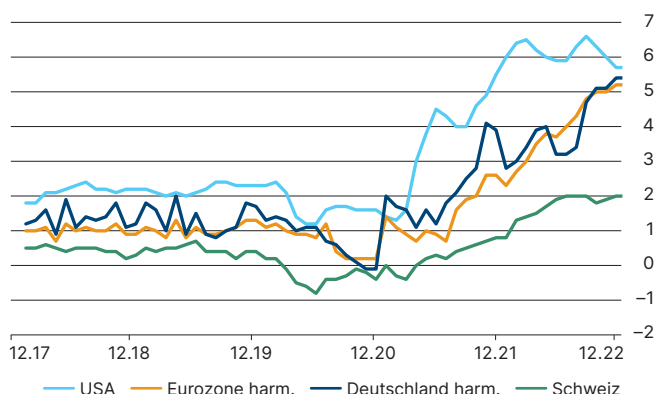


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

EZB: Zinserhöhungen «deutlich und stetig»

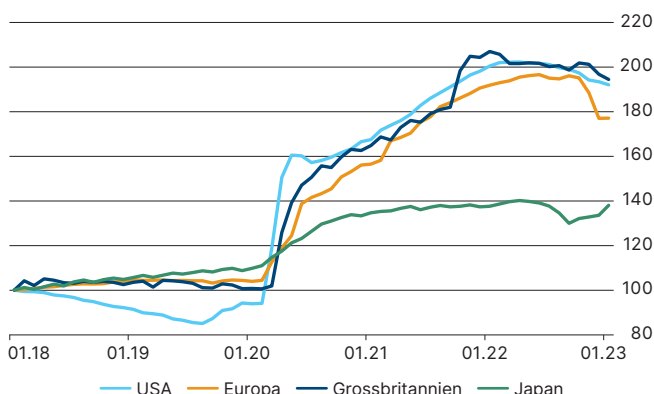
- Die unverändert und unerwünscht hohen Inflationsraten in der Eurozone drängen Frau Lagarde zur Äusserung, die Zinsen deutlich und stetig weiter zu erhöhen. Die Zielgrösse von 2 % Inflation soll zeitnah erreicht werden und erfordert beherzte Massnahmen. Finanzierungskosten müssen steigen und ein Niveau erreichen, das restriktiv ist und auch so lange gehalten werden muss, wie erforderlich.
- Die ergriffenen Massnahmen der Fed zeigen die gewünschten Effekte. Entsprechend erscheint eine gemässigte Geldpolitik möglich. Dennoch sehen auch die Vertreter weniger straffer Massnahmen länger anhaltend hohe Zinsen.
- Den Äusserungen der zahlreichen Notenbankern werden am 1. Februar durch die US-Notenbank Fed und am darauffolgenden Tag durch die Europäische Zentralbank EZB Taten folgen müssen.
- Von der Fed wird ein Zinsschritt von 25 Basispunkten erwartet und im März eine weitere Erhöhung in gleicher Grössenordnung. Wir erwarten eine Anhebung um 50 Basispunkte. Die Fed-Leitzinsen dürften über die im Markt zementierte Zielgrösse von 5 % angehoben werden. Die Falken in der Fed erwarten teils über 5,5 %.
- Die besseren finanziellen Rahmenbedingungen in den USA und die daraus abzuleitende konjunkturelle Erholung könnte die Fed zu diesem kräftigeren Gegensteuern veranlassen.
- Von der europäischen Zentralbank (EZB) werden für Februar und März je eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte erwartet, bevor auf kleinere Schritte übergegangen werden dürfte. Der Zielsatz wird bei 3,25–3,5 % erwartet, könnte angesichts der unverändert hohen Inflation in den Mitgliedsländern und der Ansage von Frau Lagarde aber deutlich stärker angehoben werden.
- Wir erwarten im Nachgang zu den Entscheiden einen Anstieg der Marktzinsen und entsprechende Reaktionen an den Kapitalmärkten.
- Die Bank of Japan (BOJ) und die SNB befinden erst Mitte März über die weiteren Massnahmen.
- Nach der Ausweitung der Zinsspanne durch die BOJ auf 0–0,5 % im Dezember hat sich die Notenbank verbal von einer weiteren Abkehr von der Zinskurvenkontrolle distanziert. Der steile Anstieg der Inflation auf 4 % per Ende Dezember 2022 könnte aber bald eine straffere Haltung erfordern. Nur 1990 und in den frühen 80er-Jahren lag die Inflation höher. Damals war der kurzfristige Zins bei 8,5 %.
- Unter den G4-Notenbanken wird die Reduktion der Bilanzsumme mit Ausnahme der Bank of Japan stetig fortgesetzt und dürfte weiter erhöht werden.
- Die Öffnung Chinas (Covid) wird die Nachfrage nach Rohstoffen erhöhen und einen zusätzlichen Impuls zur Inflation liefern, was die Notenbanken aufmerksam verfolgen werden.

Inflationsraten Kerninflation (in %), 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bilanzsumme der G4-Notenbanken (indexiert), 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

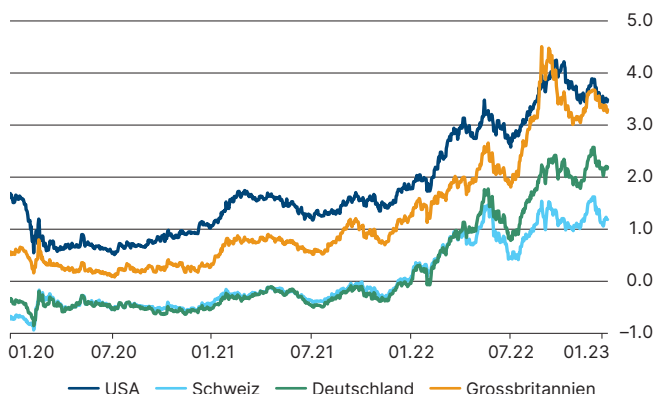
Anleihen: US-Zinskurve bleibt invertiert

- Beobachtet man verschiedene Segmente der USD-Zinskurve, so kann man in praktisch allen Laufzeitenvergleichen eine noch deutlichere Inversion der Kurve erkennen als Ende 2022. Kurze Laufzeiten rentieren mehr als längere. Eine solche Konstellation deutet auf eine sich anbahnende Rezession in den USA hin.
- Vor allem im US-Arbeitsmarkt sind die Konsequenzen der Zinserhöhungen noch nicht erkennbar, da die bremsenden Effekte der höheren Zinsen sich nicht sofort manifestieren.
- Sollte allerdings die Rezession in der Schwere eintreten, wie sie die invertierte Zinskurve impliziert, geht der Markt von einer baldigen 180-Grad Wende der Fed aus («pivot»). Dies sieht man deutlich an den Terminkursen auf den Fed-Funds Futures, welche die Spitze im Zinszyklus per Juni 2023 bei 4,9 % einpreisen und ab dann von wieder sinkenden Leitzinsen ausgehen. Dies steht in deutlichem Widerspruch zu den Prognosen der FOMC-Mitglieder, welche mehrfach betont hatten, dass es 2023 zu keinerlei Zinssenkungen kommen werde.
- Unternehmensanleihen im tieferen Qualitätsbereich könnten für die beschriebene Konstellation das attraktivste Rendite/Risiko-Verhältnis aufweisen.

Aktien: vorsichtiger Start in die Gewinnsaison

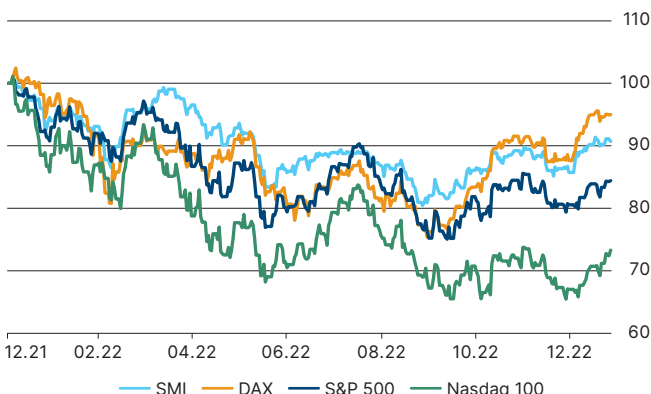
- Die Aktienmärkte haben seit Anfang des Jahres eine sehr freundliche Tendenz gezeigt. Dies erstaunt, wenn man sich der vielen Unsicherheiten bewusst wird, welche den Markt potentiell belasten könnten. Allerdings ist der Januar traditionell auch der mit Abstand stärkste «Investitionsmonat» während welchem Gelder neu alloziert werden.
- Mehr als die Unternehmenszahlen der vergangenen Quartale interessiert uns der Ausblick der Unternehmen für die Konjunktur im Jahr 2023. Denn Unternehmen sind – im Gegensatz zu Politikern und Zentralbankern – in der Realwirtschaft tätig. Der Start in die Gewinnsaison ist vorsichtig erfolgt, da und dort wurde auf sinkende Ausgaben der Kunden (ob Konsumenten oder Unternehmen) aufmerksam gemacht. Weiter fand auch das Thema der sinkenden Margen Erwähnung.
- Wir bleiben weiterhin vorsichtig und in der Aktienquote neutral positioniert. Die Frage für das kommende Halbjahr wird wohl sein, ob und wie weit die Gewinnschätzungen adäquat sind. Im S&P 500 beispielsweise erwartet das Gros der Analysten Jahresendkurse zwischen 3'700 und 4'400, gepaart mit geschätzten Gewinnen für den Index zwischen \$185 und \$230. Daraus lässt sich ein Kurs-/Gewinnverhältnis zwischen 19x und 20x errechnen – niemals lag dieses so hoch in Zeiten einer Rezession. Die Aktienmärkte sind also weiterhin im Schönwettermodus und blenden die potentiellen Störfaktoren aus.

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2022, indexiert (letzter Datenpunkt: 26.1.23)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: Volatilitäten im Rückwärtsgang

- 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.

JPY/USD, 2 Jahre

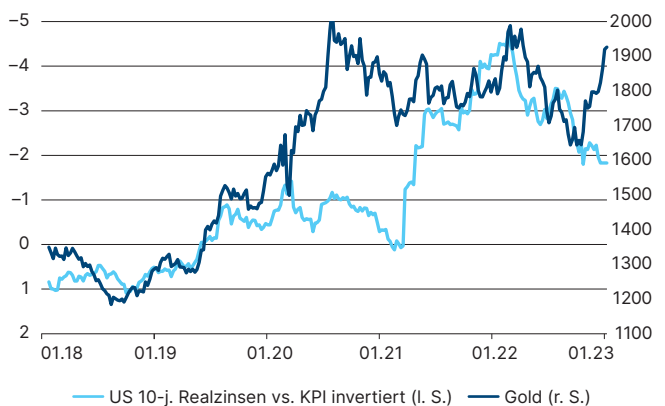


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffe: Gold sehr freundlich

- 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 potentiell 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