

## Executive Summary

- In Washington konnten sich Joe Biden und Kevin McCarthy auf einen Kompromiss einigen, der auch im Repräsentantenhaus und im Senat Unterstützung fand. Der drohende Zahlungsausfall konnte abgewendet werden – nicht aber die Problematik über die Höhe der Verschuldung.
- Rückwärtsblickende, «harte» Wirtschaftsdaten zeigen weiterhin ein robustes Bild. Vorausschauende Indikatoren deuten hingegen zunehmend deutlich auf eine Abkühlung der Wirtschaft hin.
- Angesichts der unverändert starken Wirtschaftsdaten aus Konsum und Arbeitsmarkt, gepaart mit unerfreulich hoher Inflation, drängen die Notenbanken weiterhin zur geldpolitischen Straffung. Einzig für die Fed stellt sich die Frage nach einem Pausieren.

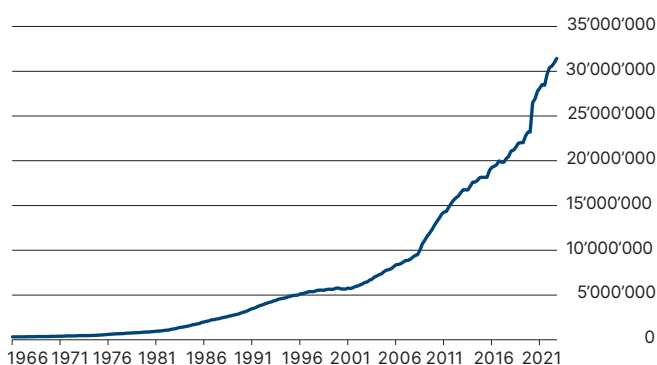


### Fokusthema

## Schuldenobergrenze in den USA wird ausgesetzt

- Bill Clinton schlug gegen Ende seiner Amtszeit als US-Präsident (1993–2001) einen vollständigen Abbau der Schulden bis 2012 vor. Gestützt auf die hohen Haushaltsüberschüsse schien dies damals nach einer langen Boom-Phase, hohen Einnahmen und Ausgabendisziplin durchaus plausibel.
- Vieles – wenn nicht gar alles – hat sich seither geändert. Die Schuldengrenze wurde wiederholt angehoben. Zuletzt waren exogene Schocks wie die globale Finanzkrise und Corona für einen massiven Ausgabenschub verantwortlich.
- Die Ausweitung der Obergrenze war üblicherweise eine Formalie. Meist wurde ein Kompromiss gefunden und die Limite vor Ablauf der Frist angehoben.
- Befremdend ist bei diesem Prozedere, dass der Kongress die Ausgaben bereits bewilligt hat, nun aber die Tötigung der Ausgaben blockiert. Der 14. Zusatz zur US-Verfassung, Abschnitt 4, hält entsprechend fest: «Die Rechtsgültigkeit der gesetzlich genehmigten Staatsschulden (...) darf nicht in Frage gestellt werden.»
- Der vor einer Woche ausgearbeitete Kompromiss zwischen Joe Biden und dem Sprecher des Repräsentantenhauses Kevin McCarthy wurde am Dienstag vom «House Rules Committee» mit knappen 7:6 Stimmen abgesegnet und schliesslich von Repräsentantenhaus und Senat genehmigt.
- Dieser Kompromiss umfasst die Aufhebung der Schuldenobergrenze bis Januar 2025 (also ohne Obergrenze) und eine Ausgabenbremse, die aber aus republikanischer Sicht enttäuschend ausfällt.

### Staatsschulden der USA seit 1966 (in Mio. USD)



Quelle: FRED, St. Louis Fed, [fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN/](https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN/)

# Abkühlung in einem überhitzten Wirtschaftszyklus

- In der Schweiz bleibt die Konsumentenstimmung gemäss SECO gedrückt. Der Einkaufsmanagerindex verschlechtert sich auf 43,2 und verfestigt sich damit in der Kontraktionszone. Die Gesamtinflation auf Jahresbasis sinkt dank einer Entspannung bei den Erzeuger- und Importpreisen auf 2,6% im April und die Kernrate notiert bei 2,2% seitwärts. Im Inland bleibt der Inflationsdruck erhöht. Im Sekundärsektor zeigen die Zinserhöhungen Bremsspuren. Die Rezessionsrisiken sind aber moderat, solange der Privatkonsum robust bleibt.
- In der Eurozone bleiben die Konsumentenpreise hartnäckig hoch. Hingegen deuten die deutlich fallenden Erzeugerpreise auf eine baldige Entspannung bei der Konsumentenpreis-inflation hin, was auch die gedrückten Einkaufsmanagerindizes der Industrie aufhellen dürfte. Diese sind seit längerem fallend und unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Sie weisen mit 44,8 für den Monat Mai auf einen schwachen Industriesektor hin, was durch Einzelhandelsumsätze, die im März um 3,8% gesunken sind, belegt wird. Insbesondere die stark gestiegenen Nahrungsmittelpreise trübten die Kauflaune. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor bleibt stützend.
- Die Arbeitslosigkeit in der Eurozone fällt mit 6,5% auf ein Rekordtief und unterstreicht die angespannte Arbeitsmarktsituation.
- Das Wachstum dürfte zwar eher bescheiden ausfallen, eine Rezession in der Eurozone sollte aber knapp vermieden werden können. Dies obwohl sich Deutschland bereits in einer technischen Rezession befindet.
- In den USA geben die Stimmungsindikatoren der Universität Michigan deutlich nach. Die hochvolatilen Empire State Umfragewerte für die Industrie fallen im Mai in die Nähe ihrer einjährigen Tiefs. Ebenso verharren die Umfragewerte der Fed von Philadelphia zur wirtschaftlichen Aktivität in einem Bereich, der auf ein Schrumpfen hindeutet, wenngleich mit weniger Dynamik als im Vormonat. Diese Indikatoren deuten auf eine nahende Wirtschaftsabkühlung hin.
- Die aktuellen Produktions-, Absatz- und Arbeitsmarktdaten sowie die Bautätigkeit sind aber ungebrochen robust. Es bleibt abzuwarten, ob und wie schnell sich diese Daten abschwächen und wie die Fed und die Regierung darauf reagieren werden/können.
- Durch die Einigung im Schuldenpoker in letzter Minute konnte der drohende Zahlungsausfall abgewendet werden. Eine weitere nennenswerte Kursbewegung an den Anleihen- und Aktienmärkten erscheint somit unwahrscheinlich.
- Die Erholung Chinas nach der Corona-Pandemie verläuft enttäuschend. Die positiven Auswirkungen auf die Weltwirtschaft fallen entsprechend geringer aus.

**Einkaufsmanagerindex Schweiz, 20 Jahre**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**Eurozone Einzelhandelsumsatz Jahresveränderung, seit 2000**

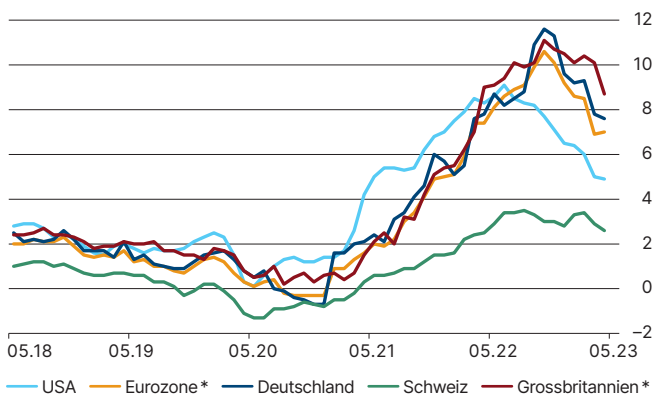


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Straffen oder pausieren?

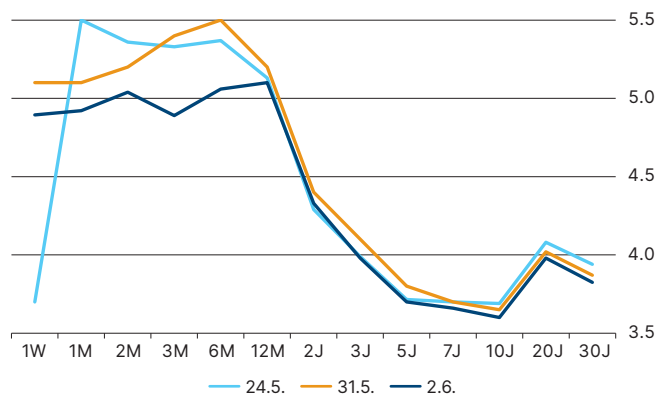
- Sowohl die Fed als auch die EZB haben Anfang Mai ihre Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte gestrafft.
- Die Frage nach einer Pause im Zinserhöhungszyklus stellt sich wohl nur für die Fed. Allerdings sehen acht Mitglieder des Ausschusses die Notwendigkeit weiterer Zinserhöhungen als gegeben («Falken») und lediglich vier bevorzugen eine lockerere Geldpolitik («Tauben»).
- James Bullard hat kürzlich verlauten lassen, dass am 14. Juni mit einer Zinserhöhung gerechnet werden kann und bis Ende Jahr sogar ein weiterer Schritt möglich sei. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung ist aufgrund der Fed Fund Futures im Nachgang der jüngst publizierten Einkaufsmangerindizes auf rund 30% gesunken. Die Zinssenkungsfantasie der Marktteilnehmer für das laufende Jahr wird hingegen von den FOMC-Mitgliedern unverändert nicht geteilt.
- Christine Lagarde, die Präsidentin der EZB, hat für die Sitzung am 15. Juni einen weiteren Zinsschritt auf 3.5% in Aussicht gestellt.
- Die Bank of Japan wird voraussichtlich am 16. Juni an ihrer ultra-lockeren Geldpolitik mit leicht negativen Leitzinsen von -0,1% und an der Zinskurvenkontrolle festhalten. Die Wahrscheinlichkeit einer Abkehr von dieser Grundhaltung steigt jedoch angesichts der wieder anziehenden Inflation.
- Von der SNB wird zur Erreichung der Preisstabilität am 22. Juni eine Straffung des Leitzinses um 25 oder gar 50 Basispunkte erwartet. Aktuell liegt der Leitzins bei 1,5%.
- Gleichentags wird von der Bank of England eine Anhebung um 25 Basispunkte erwartet.
- Die Entscheide bleiben aber von den weiteren Wirtschaftsdaten abhängig, allen voran der Inflation (wobei sich hier dank Basiseffekt die Lage entspannt) sowie den Arbeitsmarktdaten.
- Zinssenkungen können grundsätzlich nicht ausgeschlossen werden, sind aber nur in einem sehr negativen Szenario, wie einer harten Rezession oder aufgrund eines extremen exogenen Ereignisses zu erwarten.
- Zu Letzterem könnte beispielsweise ein Aufflammen der Probleme im Finanzsektor – unter den Regionalbanken und/oder am Immobilienmarkt – zählen.
- Die G4-Notenbanken reduzieren gemäss offiziellen Daten ihre Bilanzen weiter. Das Tempo muss auch aufgrund von Sondereffekten (Schieflage der Pensionskassen in Grossbritannien und Regionalbanken in den USA) als gemächlich bezeichnet werden.

Konsumentenpreise Jahresveränderung, 5 Jahre (\* EU harmonisiert)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USD-Zinskurve 24.5./31.5./2.6. (vor und nach Lösung der Schuldenthematik)



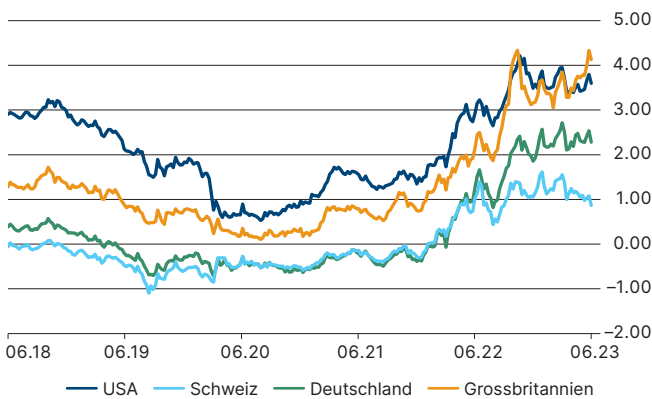
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Anleihen: Nervosität sinkt nach «debt ceiling»-Einigung

- Das Thema «Erreichen der US-Schuldenobergrenze» kurz vor dem Abgrund hat zu einer Beruhigung der Marktteilnehmer und der Märkte geführt. Der 1-jährige Credit Default Swap (CDS) der USA hat im Nachgang zur Einigung über die Anhebung der Limite von über 170 auf 25 Basispunkten nachgegeben.
- Nach der Seitwärtsbewegung der letzten Wochen sind die Renditen in allen wichtigen Währungsräumen weiterhin sehr volatil und reagieren heftig auf die jeweiligen Wirtschaftsdaten. Aktuell liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 3,6%, in Deutschland bei rund 2,3% und in der Schweiz bei 0,9%.

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 5 Jahre

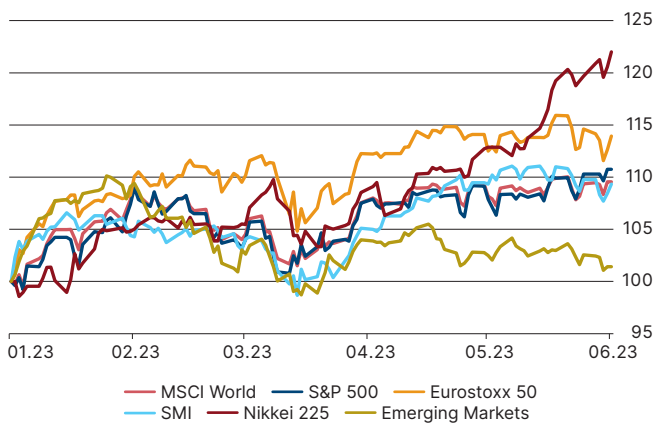


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Aktien: abnehmende Marktbreite – neue Highs

- In den Aktienmärkten sind in einigen zyklischen Indizes neue Höchststände seit einem Jahr erreicht worden. Dies ist ob der latenten US-Bankenkrise und der sich anbahnenden Rezession erstaunlich. Allerdings haben die Gewinnausweise in der letzten Quartalsberichterstattung (Q1) in der Mehrzahl nicht enttäuscht. Dies verleitet Marktteilnehmer möglicherweise zur Annahme, dass die Unternehmen ungeschoren bleiben werden.
- Die Marktbreite hat in den letzten Wochen deutlich abgenommen. So werden 80% der diesjährigen Performance des S&P 500 Index von den fünf grossen Tech-Titeln geliefert. Dies bedeutet in der Regel keinen soliden Aufschwung und führt in den Charts zu «Fahnenstangen» (einem Überschliessen der Kurse).
- Zum zweiten hat dies dazu geführt, dass sich die Bewertungen mittlerweile wieder auf Niveaus befinden, welche an Zeiten der Tech-Blase erinnern. So liegt das KGV im Nasdaq 100 Index wieder bei fast 30x.
- Alles in allem blenden die Aktienmärkte die zunehmend besorgniserregende Lage aus und überraschen weiter mit ihrer Nonchalance. Weder das Thema Schuldenobergrenze noch die geopolitische Lage hatten die Stimmung getrübt. Die implizite Volatilität in den Aktienmärkten hat sich weiter reduziert und bringt die Einschätzungen deutlich zum Ausdruck. Wir bleiben in unserer Positionierung vorsichtig und in der Aktienquote taktisch neutral gewichtet.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

## Währungen: Dollar freundlich, Franken freundlich

- Der US-Dollar hat jüngst wieder etwas freundlicher tendiert, der Dollar-Index (DXY) legte rund 2% zu. Gewisse Analysten sehen darin eine Reaktion auf die wieder etwas höheren US-Renditen und einige FED-Kommentare, welche die Zinssenkungserwartungen im Markt gedämpft haben. Auch wird der USD trotz allem weiterhin als «sicherer Hafen» gesehen.
- Der Schweizer Franken ist nachgefragt, was sich gegenüber allen Währungen äussert. So hat EUR/CHF wieder auf rund 0,97 nachgegeben. Übergeordnet gehen wir davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro weiterhin aufwerten wird und sichern deshalb EUR-Positionen weiterhin ab.

## Rohstoffe: Gold wieder etwas unter USD 2'000

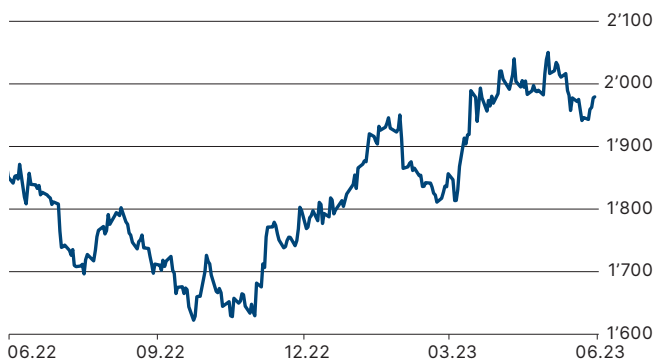
- Das Edelmetall konnte im letzten Quartal seinen Aufwärtstrend insgesamt fortsetzen. Allerdings hat sich der Preis aktuell wieder leicht unter USD 2'000 zurückgebildet, dies nicht zuletzt, weil die US-Realzinsen wieder um rund 20 Basispunkte angezogen haben. Auch der wieder leicht stärkere USD hat dazu beigetragen. Der Preisanstieg seit Jahresbeginn um rund 10% wird somit jetzt konsolidiert.
- Wir bleiben aber mittelfristig weiterhin freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. In einem Szenario von sinkenden Renditeerwartungen und stabiler struktureller Inflation wird sich Gold gut behaupten. Zudem könnte eine (nicht erwartete) Eskalation auf der geopolitischen Ebene für zusätzlichen Bedarf nach Sicherheit sorgen.

Handelsgewichteter Dollar, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold in \$ pro Unze, 1 Jahr



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