

Executive Summary

- Zentralbanken erhöhen die Leitzinsen zur Inflationsbekämpfung und werden dies auch im kommenden Jahr fortsetzen. Zusätzlich werden auch die Bilanzsummen reduziert.
- Wir erwarten eine schwindende Wachstumsdynamik, die in einigen Ländern zu einer Rezession führen wird, was schliesslich den Notenbanken ermöglicht, ihre Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte dosiert zu lockern.
- Die gestiegenen Produktions- und Lohnkosten werden 2023 zu Kostensenkungsprogrammen und entsprechend Entlassungen führen, was wiederum den Konsum und das Wachstum drücken wird.
- Die Inversion der US-Zinskurve deutet auf eine sich anbahnende Rezession hin.

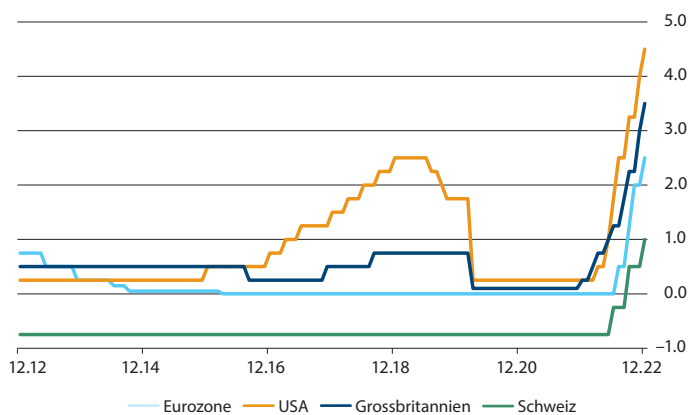


Fokusthema

Zentralbanken, ihre Entscheide und deren Implikationen

- Nach etwas günstigeren Inflationsdaten hat die Fed die Zinsen um 50 Basispunkte erhöht. Der Entscheid fiel einstimmig. Die Obergrenze liegt nun bei 4,5%. Der Leitzins nähert sich dem gewünschten restriktiven Niveau an. Weitere Zinserhöhungen seien notwendig, um das anvisierte Inflationsziel von 2% zu erreichen. Zinssenkungen (Pivot) werden erst gegen Ende 2023 möglich sein. Zudem wird auch die Bilanzsumme weiterhin um 95 Mrd. US-Dollar pro Monat reduziert (60 Mrd. Staatsanleihen und 35 Mrd. Hypothekenscheine). Dies reduziert die Phantasie auf eine anhaltende Markterholung und senkt die Hoffnung auf ein «Soft Landing». Die Ansage des FOMC war ebenso deutlich wie bereits im August 2022 nach Jackson Hole: «Don't fight the Fed!»
- Die SNB folgt der Vorgabe der Fed und erhöht den Zins ebenfalls um 50 Basispunkte auf 1%. Weitere Zinserhöhungen sind möglich. Zweitrundeneffekte und die Lohn-Preis-Spirale werden eng überwacht und sind aktuell unter Kontrolle. Die Inflationserwartungen für Ende 2023 fallen gegen die Zielgrösse von 2% und reduzieren den Druck auf die SNB. Interventionen auf der Währung treten in den Hintergrund.
- Auch die Bank of England hat an der letzten Sitzung des ausklingenden Jahres den Leitzins um 50 Basispunkte erhöht. Der Entscheid fiel aber nicht einstimmig aus. Ein Mitglied wollte stärker erhöhen und zwei stimmten für einen Nullentscheid. Der Leitzins liegt nun bei 3,5%.
- Schliesslich hat auch die EZB nicht ausgespart und den Leitzins um 50 Basispunkte auf 2,5% erhöht. Der Kampf gegen die Inflation wird auch 2023 fortgesetzt. Das Asset Purchase Programme (APP) soll ab März 2023 monatlich um 15 Mrd. Euro reduziert werden. Die EZB und Fed sehen für 2023 weitere «signifikante und gleichmässige» Zinserhöhungen.

Leitzinsen (in %), 10 Jahre

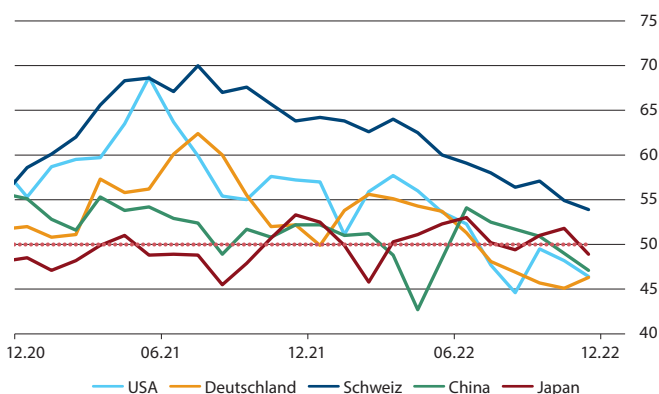


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Ein schwacher Start ins neue Jahr wird erwartet

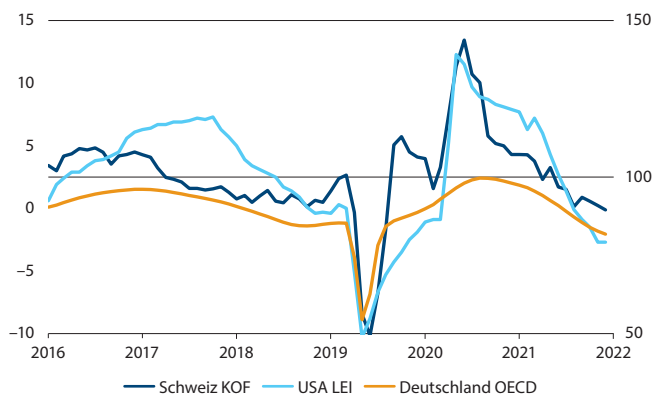
- Wir belassen einstweilen unsere Wachstumsprognosen für 2023: Welt 2,1%, USA 0,4%, EU -0,1%, Japan 1,5%, China 4,5%, UK -0,2%, Schweiz 0,6%.
- Die Wachstumsdynamik lässt in allen Regionen nach. Einkaufsmanagerindizes und vorlaufende Indikatoren fallen und belegen dies eindrücklich.
- Die Schweiz befindet sich dank vergleichsweise tiefer Inflation und niedrigerem Zinsniveau in einer merklich besseren Situation als andere Länder oder Regionen. Allerdings ist sie durch den hohen Exportanteil stark von den grossen Handelspartnern abhängig, weshalb eine kurze, milde Rezession dennoch nicht ausgeschlossen werden kann.
- In Europa und insbesondere Deutschland entspannt sich der sehr negative Ausblick dank einem bisher eher milden Winter und dem wahrscheinlichen Abwenden der befürchteten Energiemangellage. Dennoch spricht der Einbruch zahlreicher Indikatoren, u.a. dem ZEW für Deutschland, für eine Rezession. Politische Massnahmen senken das Risiko einer grösseren Rezession kurzfristig, erhöhen aber die Staatsverschuldung und die daraus entstehende Schuldenlast mittel- bis langfristig.
- In den USA ist der Arbeitsmarkt weiter angespannt. Entlassungen v.a. im Technologiesektor verbessern die Verfügbarkeit von qualifizierten Spezialisten. In anderen Sektoren bleibt die Situation aber schwierig. Weiterreichende Entlassungen könnten ab Januar folgen, angesichts der operativen Probleme auf Unternehmensebene und der schwindenden Wachstumsdynamik.
- Die Lockerungen der einschneidenden Covid-Massnahmen in China sind für die Binnen- wie auch die globale Wirtschaft erfreulich. Lieferengpässe können weiter abgebaut werden. Wie die Regierung auf anziehende Ansteckungszahlen reagieren wird, muss sich aber erst zeigen.
- Offizielle Stellen sind global bemüht, ein optimistisches Bild aufzuzeigen. So hat das SECO für die Schweiz insbesondere für grenzüberschreitende Handelsströme eine optimistische Sicht. Auch die Fed vertritt weiterhin das Narrativ eines «Soft Landing». Dies ist wohl eher Zweckoptimismus.
- Der Ausblick für 2023 unterliegt einer nicht zu vernachlässigenden Unschärfe aufgrund der hohen (geopolitischen) Unsicherheiten und Einflussmöglichkeiten von Notenbanken und Regierungen, die nicht wirklich vorhersehbar sind.
- Um mit einem positiven Ton zu schliessen, sei hier auf den Präsidentschaftszyklus verwiesen, der für das kommende Jahr im Durchschnitt mit der besten Jahresperformance des Vier-Jahres-Zyklus aufwartet. Für die letzten 50 Jahre liegt die Durchschnittsperformance im amerikanischen Aktienindex S&P 500 bei knapp 17% und die Spanne von -0,75% bis 34%. Dies dürfte mit einer konjunkturellen Erholung gegen Ende Jahr einhergehen.

Einkaufsmanagerindizes, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Leading Economic Indicators (vorlaufende Indikatoren), 6 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

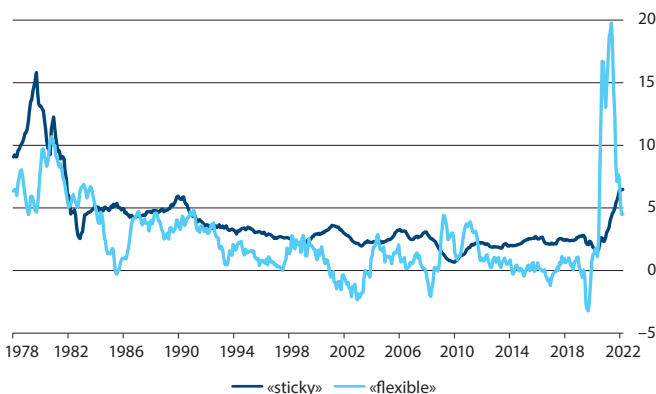
Zinserhöhungen folgen der Entwicklung der Inflation

- In den USA geben die Inflationsraten (CPI) sowohl auf Gesamtebene auf 7,1% wie auch bei der Kernrate auf 6% weiter nach. Auch in Europa, wo die Zahlen aber noch deutlich höher liegen, sehen wir erste Anzeichen leicht fallender Inflationsraten. Der einsetzende Basiseffekt dürfte diese Entwicklung fortsetzen. Allerdings steigen die eher fixen Inflationskomponenten («sticky»; Gesundheit, Transport, Restaurant, Ausbildungskosten, ...), die von der Fed von Atlanta erhoben werden, weiter an, während die volatilen und flexiblen Daten («flexible»; Energie, Nahrung, Autos, ...) deutlich fallen.
- Der starke US-Dollar hat bis Oktober für die USA einen günstigen Beitrag zur Inflation geleistet. Mittlerweile hat sich dieser Einfluss aber umgedreht. Auf der Gegenseite dürfte in Europa der Einfluss aus der importierten (De-)Inflation somit den Inflationsdruck mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zusätzlich senken. Allerdings ist die Inflationsrate für die Eurozone weiterhin deutlich höher als in den USA oder anderen Regionen – insbesondere in jenen peripheren Ländern, die auch eine stärkere Zinsanhebung durch die EZB aufgrund ihrer Verschuldung verhindern. Die höhere Inflation würde eine straffere Geldpolitik rechtfertigen resp. erfordern. Das Anti-Fragmentations-Instrument (TPI) wird als Mittel zur Verhinderung einer neuerlichen Schulden- und Eurokrise

verwendet, wobei die Mittel aus dem auslaufenden Pandemie-Notprogramm (PEPP) eingesetzt werden dürfen. Die seit der grossen Finanzkrise von 2008 bestehenden Probleme werden bloss weiter hinausgeschoben und nicht gelöst.

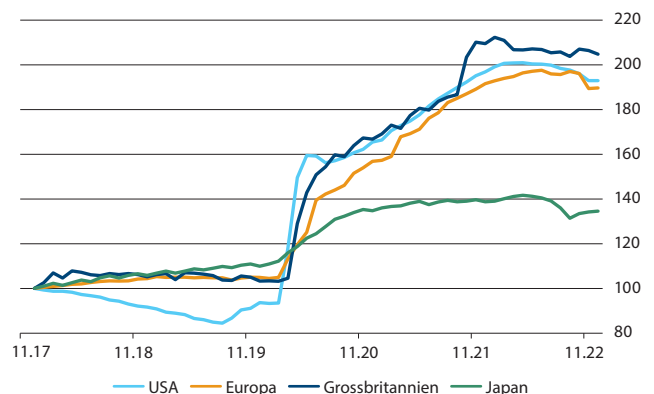
- Die Notenbanken sind und bleiben auf dem Pfad einer strafferen Geldpolitik. Eine unmittelbare Abkehr darf nicht erwartet werden. Das Inflationsziel von 2% bleibt im Fokus der Zentralbanken.
- Die FOMC-Mitglieder erwarten für den US-Leitzins per Ende 2023 einen Wert von 5,1%. Der Höchststand dürfte in der ersten Jahreshälfte erreicht werden und gegen Ende Jahr den oben erwähnten Wert anstreben. Daraus abgeleitet ergeben sich weitere Zinsschritte um insgesamt mindestens 75 Basispunkte und einem Höchstwert des Leitzinses von 5,25% in der ersten Jahreshälfte.
- Die Reduktion der Bilanzsummen der Notenbanken wird weitergeführt, in Abhängigkeit der jeweiligen Rahmenbedingungen allerdings mit unterschiedlicher Intensität. Die hohe Liquidität ist zumindest teilweise ursächlich für die hohen Inflationsraten sowie die Blasen in vielen Vermögenswerten und dürfte flankierend zu den Leitzinserhöhungen weiter abgebaut werden.

Fed Atlanta Inflationsraten «sticky vs. flexible» (in %), 44 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bilanzsumme der G4-Notenbanken (indexiert), 5 Jahre



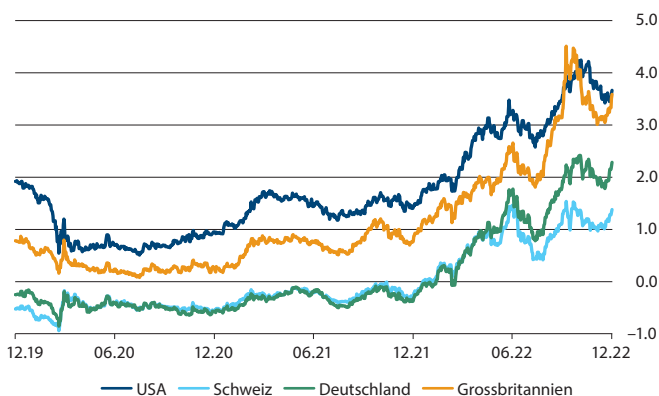
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: US-Zinskurve mit deutlichem Hinweis

- Aufgrund der letzten Sitzung des FOMC-Ausschusses ist klar geworden, dass eine Mehrzahl der Notenbankmitglieder zurzeit davon ausgeht, dass die US-Leitzinsen die Spitze des gegenwärtigen Zinserhöhungszyklus zwischen 5% und 5,25% sehen werden. Gegenüber den Einschätzungen von vor drei Monaten ist dieser Wert somit etwas angestiegen.
- Gleichzeitig geht man auch davon aus, dass der Leitzins für längere Zeit auf diesem Niveau bleiben muss, um vor allem den Arbeitsmarkt zu bremsen, der immer noch zu stark ist und es deshalb zu einer Lohn-Preis-Spirale kommen könnte.
- Die sich laufend weiter verstärkende Inversion der US-Zinskurve, welche sich auf Werten wie zu Beginn der 80er-Jahre befindet, deutet auf eine sich anbahnende schwere Rezession hin.
- Bei den Unternehmensanleihen haben sich sowohl bei guter als auch bei niedrigerer Qualität die Kreditaufschläge deutlich entspannt. Diese divergierende Tatsache könnte eher wie folgt interpretiert werden: «Rezession ja, aber es wird nicht so schlimm.»

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre

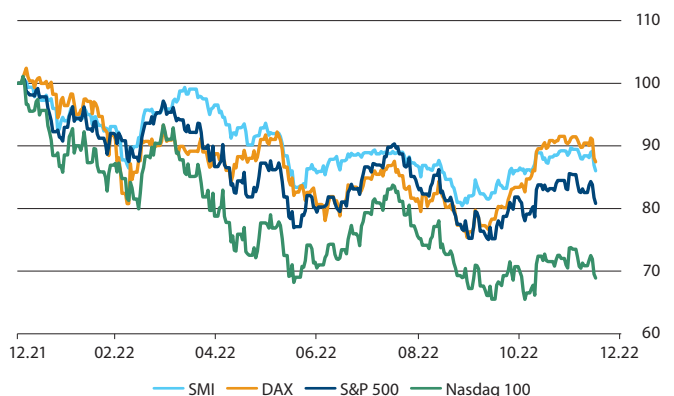


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: Sind die Gewinnaussichten adäquat?

- Der S&P 500 und auch der Nasdaq-Index befinden sich weiterhin im seit Anfang des Jahres bestehenden Abwärtstrend. Insofern darf die etwas freundlichere Entwicklung der vergangenen Wochen als weiteres «Bear-Market-Rally» bezeichnet werden. Für europäische Indizes sieht das Bild aus technischer Sicht hingegen etwas freundlicher aus.
- Faktorbedingte Rotationen sind verantwortlich für die teilweise deutlichen Unterschiede bei der Performance von verschiedenen Indizes oder Sektoren. So haben beispielsweise «Value»-Aktien bis dato «Wachstum» deutlich outperfornt. Dies ist in einem potenziell rezessiven Umfeld mit steigenden Zinsen nachvollziehbar.
- 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 die möglicherweise doch stärkere Rezession schon eingepreist haben. Gerade im Bereich der Wachstumsaktien sind die Bewertungen teilweise noch recht anspruchsvoll, sollte eine längere rezessive Phase eintreten.

Aktienmärkte: Performance 2022, indexiert, in %



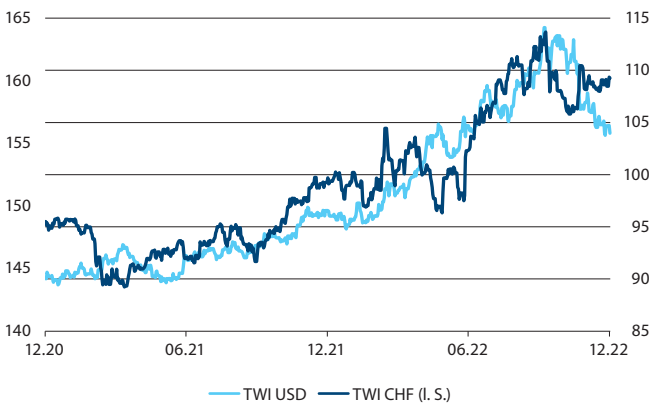
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Der US-Dollar hat korrigiert

- Der Aufschwung des US-Dollar ist zum Erliegen gekommen. Mittlerweile liegt der US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken rund 7% unter den diesjährigen Höchstkursen. Aber auch gegenüber den anderen Hauptwährungen ist ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen.
- Parallel dazu hat sich auch die zeitweise deutlich angestiegene Nachfrage nach USD-Liquidität beruhigt, und die entsprechenden Swaps haben sich zurück gebildet. 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.

Dollar und Franken handelsgewichtet, 2 Jahre

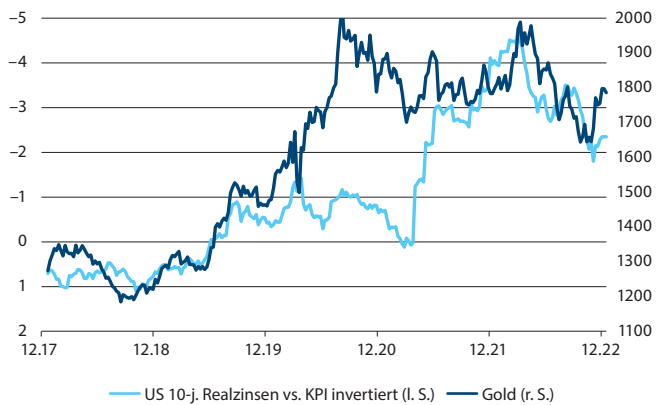


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold weiterhin freundlich

- Gold hat in den letzten Wochen eine beeindruckende Performance erzielt und rund 10% zugelegt. 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 weiter sinkenden Realzinsen, würde unseres Erachtens dem Goldpreis positive Impulse verleihen.
- Der Druck auf die Rohölpreise hält weiter an. Der Preis pro Fass (WTI) handelt um 75 US-Dollar. Erwartungen, dass das Wachstum in China und die damit generierte Rohstoff-Nachfrage nachlassen könnten, haben zu sinkenden Preisen geführt. Die invertierte Terminkurve unterstützt diese Argumentation.

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



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

DC Bank
Schauplatzgasse 21
Postfach
3001 Bern

Telefon 031 328 85 85
Internet www.dcbank.ch



Eine Institution der
Burgergemeinde
Bern

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.