

# Rezession: Ja oder nein? – Es kommt darauf an



Die anstehenden Wintermonate werden global und insbesondere in Europa herausfordernd sein. Die höheren Gas- und Strompreise sowie Bedenken über die Versorgungssicherheit belasten die Konjunktur. Was hat es mit einer «technischen» Rezession in den USA auf sich und was bedeutet dies für die Finanzmärkte?

Matthias Baumgartner, Leiter Investment Center

## Konjunktur in der Theorie und Praxis

Unter Konjunktur versteht man die allgemeine, gesamtwirtschaftliche Lage eines Landes. In der Volkswirtschaftslehre werden vier Konjunkturphasen unterschieden, die innerhalb eines Konjunkturzyklus wellenförmig verlaufen: Expansion (Aufschwung), Hochkonjunktur (Boom), Rezession (Abschwung), Depression (Tiefphase). Wirtschaftsindikatoren zur Beschäftigung, Produktionsauslastung, Lohn- und Preisentwicklung, Zinsen etc. lassen darauf schliessen, in welcher Phase sich eine Volkswirtschaft im Konjunkturzyklus gerade befindet. Eine wichtige Kennzahl zur Messung der Aktivität ist das Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP). Gemessen wird die Veränderung gegenüber der Vorperiode. Was in der Theorie einfach und logisch klingt, gestaltet sich in der Praxis oft um einiges vielschichtiger. Die Realität zeigt, dass sich Konjunkturphasen nicht immer eindeutig abgrenzen und zuordnen lassen. Wesentlichen Einfluss haben Staaten und Zentralbanken, indem sie gezielt mit fiskal- und geldpolitischen Massnahmen in den «natürlichen» Verlauf der Wirtschaft eingreifen.

## Rezession oder nicht – eine Definitionsfrage

Nicht erst seit Ausbruch der Corona-Krise geht es mit der Wirtschaft in immer kürzeren Abständen rauf und runter. Im Moment reicht ein kurzer Blick auf das BIP-Wachstum nicht, um die Verfassung einer Wirtschaft zu verstehen und zu beurteilen. Anders als bei früheren und eindeutigen Marktphasen senden die Märkte aktuell sehr unterschiedliche, gar widersprüchliche Signale aus. Neuestes Beispiel liefert die US-Wirtschaft: Sie ist anhand der Wachstumswahlen im letzten Quartal das zweite Mal in Folge geschrumpft. Gemäss landläufiger Definition spricht man in diesem Fall von einer «technischen Rezession». Mit Blick auf den Arbeitsmarkt und den Dienstleistungssektor befindet sich die weltweit grösste Volkswirtschaft aber in einer soliden Verfassung. So dürfte die bedeutendste US-Wirtschaftsforschungseinrichtung, das National Bureau of Economic Research (NBER), zum Schluss kommen, dass aktuell die Voraussetzungen einer Rezession nicht erfüllt sind.

## Anlagepolitik und taktische Positionierung

### Zeit des «billigen» Geldes vorbei

Rezession hin oder her – unbestritten ist, dass das globale Wachstumstempo an Schwung verloren hat. Die regionalen Unterschiede sind dabei allerdings beträchtlich. Europa ist aufgrund der geografischen Lage und der Abhängigkeit von Rohstoffen aus Russland besonders exponiert. Die stark gestiegenen Energie- und Elektrizitätspreise sowie die Versorgungsunsicherheit werden in der Wirtschaft Spuren hinterlassen. Die geopolitischen Konflikte haben die Wirtschaftsaktivität in der Schweiz bisher vergleichsweise wenig beeinträchtigt. So liegt die Kapazitätsauslastung in der Industrie sowohl bei den binnen- als auch exportorientierten Unternehmen über dem langjährigen Durchschnitt. Und auch bei den Dienstleistungen melden gerade die in der Pandemie arg gebeutelten Branchen aktuell eine hohe Auslastung. Zur Belastungsprobe könnte der starke Schweizer Franken werden.

Das geldpolitische Treffen von Jackson Hole Ende August hat die Bereitschaft der wichtigsten Zentralbanken verdeutlicht, mit weiteren Zinserhöhungen konsequent gegen die Inflation vorzugehen. Somit wird Preisstabilität als oberstes Ziel angestrebt, unter Inkaufnahme einer weiteren Schwächung der Wirtschaft. Die Grundlagen für eine Normalisierung der Geldpolitik und die Beendigung des Negativzinsregimes sind geschaffen. Geld wird in Form eines Zinses wieder einen Preis erhalten. Das ist einerseits positiv für Anlegerinnen und Anleger, kann andererseits aber schmerzhaft sein für Staaten und Unternehmungen die in den letzten Jahren von den künstlich tiefen Zinsen profitierten.

### Augen im September auf die Notenbanken gerichtet

Das dominierende Thema an den Finanzmärkten ist der Teuerungsdruck und die Frage, wie die Zentralbanken darauf reagieren. Die Notenbanken haben verdeutlicht, die Inflation konsequent zu bekämpfen. Es ist also keine Frage ob, sondern mit welchem Tempo an den anstehenden Sitzungen an der Zinsschraube gedreht wird. Den Beginn macht die Europäische Zentralbank am 8. September 2022. Wir erwarten einen Zinsschritt von 0.75 Prozent. Ende Monat stehen die Entscheidungen der Schweizerischen Nationalbank und der US-Notenbank Fed an. Die Zinsmärkte implizieren Zinserhöhungen von 0.50 Prozent (Schweiz) respektive 0.75 Prozent (USA). In den aktuellen Aktien- und Anleihepreisen sind die erwarteten Erhöhungen enthalten. Sofern die Notenbanken die Erwartungen des Marktes erfüllen, wird es zu

keinen grösseren Kursausschlägen kommen. Neue Informationen und Aussagen zur Einschätzung des wirtschaftlichen Umfelds sowie des zukünftigen Zinspfads werden sofort verarbeitet und können zu erheblichen Marktreaktionen führen. Mit den erwarteten Zinsschritten im September ist der Zinserhöhungszyklus noch nicht abgeschlossen. Wir tragen diesem Umstand Rechnung, indem wir Anleihen in Schweizer Franken und Euro weiter reduzieren. Die aktuellen Aktienkurse preisen viel Negatives ein, was ein eingetrübtes Wirtschaftsszenario widerspiegelt. Zeigt die restriktive Geldpolitik der Zentralbanken Wirkung, kann das Momentum jedoch schnell zu Gunsten von Aktien drehen. Und die Vergangenheit zeigt, dass in einem inflationären Umfeld Sachwerte einen guten Schutz bieten: Aktien gehören unbestritten dazu.

| Bewertung                  | -- | - | = | + | ++ |
|----------------------------|----|---|---|---|----|
| <b>Liquidität</b>          |    |   |   | • |    |
| <b>Anleihen</b>            | •  |   |   |   |    |
| Schweiz                    | •  |   |   |   |    |
| Europa                     |    | • |   |   |    |
| Nordamerika                |    | • |   |   |    |
| Schwellenländer            |    |   |   |   | •  |
| <b>Aktien</b>              |    |   |   | • |    |
| Schweiz                    |    |   | • |   |    |
| Europa                     |    |   | • |   |    |
| Nordamerika                |    |   | • |   |    |
| Pazifik                    |    |   | • |   |    |
| Schwellenländer            |    |   |   | • |    |
| <b>Alternative Anlagen</b> |    |   | • |   |    |
| Gold                       | •  |   |   |   |    |
| Immobilien                 |    | • |   |   |    |
| Übrige                     |    |   |   |   | •  |

--/- Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten  
= Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung  
+ / ++ Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

## Anlageklassen im Detail

### Anleihen

↓ Die Renditen von Anleihen aus den Industriestaaten legten im August massiv zu. Die Schweizerische Eidgenossenschaft muss für ihre zehnjährigen Papiere beispielsweise rund ein halbes Prozent mehr Zins offerieren als Ende Juli. Noch ausgeprägter war der Anstieg in den USA und der Eurozone. Die Zinsbewegungen führten zu kräftigen Kursverlusten bei den Anleihen. Wir erwarten für die kommenden Wochen angesichts der anstehenden Zentralbanksitzungen weiter steigende Renditen. Das Tempo dürfte sich aber allmählich verlangsamen. Im vergangenen Monat bauten wir die Untergewichtung der Anleihen der Industriestaaten nochmals aus. Unsere Positionierung liegt damit deutlich unter den strategischen Richtwerten.

Wir empfehlen:

- Anleihen insgesamt deutlich untergewichten
- Anleihen in CHF, EUR und USD untergewichten
- Schwellenländer-Anleihen übergewichten

### Währungen

König US-Dollar demonstrierte im August seine Macht eindrücklich. Der «Greenback» legte gegenüber allen bedeutenden Währungen kräftig zu. Gestützt wurde diese Dynamik von Aussagen des US-Notenbankchefs Jerome Powell am mit Spannung erwarteten Notenbanktreffen in Jackson Hole. Er bestätigte, die hohe Inflation mit höchster Priorität bekämpfen zu wollen – weitere Zinserhöhungen dürften resultieren. Kaum verändert hat sich im letzten Monat das Austauschverhältnis zwischen dem Schweizer Franken und dem Euro. Nach wie vor liegt der Kurs aber deutlich unter der Parität.

Wir empfehlen:

- EUR und USD neutral gewichten

### Aktien

↗ Die Aktienmärkte starteten zunächst vielversprechend in den August. Bis zur Monatsmitte überwogen die Kursgewinne. Aufgrund der dezidierten Hinweise auf weitere Zinserhöhungen der Zentralbanken herrschte in der zweiten Monatshälfte Gegenwind. Die Kurse bröckelten und einzig die Schwellenländermärkte konnten auf Monatsbasis ein Plus verbuchen. Die kräftigsten Kurseinbussen waren bei den Valoren der Eurozone und der Schweiz zu beobachten. Wir nehmen keine Änderungen vor und bleiben weiterhin leicht übergewichtet. Das Übergewicht halten wir in den Schwellenländern. Diese sind von den Energiesorgen weniger betroffen als die europäischen Märkte. Zudem sind die dortigen Zentralbanken bereits weiter mit geldpolitischen Straffungen oder nehmen wie im Fall von China bereits Lockerungen vor.

Wir empfehlen:

- Aktien insgesamt leicht übergewichten
- Schwellenländer-Aktien übergewichten
- Schweiz, Europa, Pazifik und USA neutral gewichten

### Alternative Anlagen

→ Der Goldpreis reagierte lehrbuchmässig auf den höheren US-Dollar und höhere Renditen. Der Unzenpreis reduzierte sich um etwa 50 US-Dollar. Aus unserer Sicht ist das gelbe Edelmetall weiterhin äusserst stattlich bewertet – wir bestätigen deshalb unsere deutliche Untergewichtung. Auch die Immobilienfonds zeigten ihre Zinssensitivität. Sie büssten im Monatsverlauf rund ein Prozent ein. Wir nehmen auch hier keine Änderung vor und sind weiterhin leicht untergewichtet.

Wir empfehlen:

- Gold deutlich untergewichten
- Schweizer Immobilienfonds untergewichten

↓/↘ Untergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten  
→ Neutral: Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung  
↗/↑ Übergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

## Entwicklung der Märkte

### Zinserhöhungen belasten Aktienmärkte

| Aktien                     | Entwicklung 2022 in CHF * |          | Entwicklung 2022 in EUR * |          |
|----------------------------|---------------------------|----------|---------------------------|----------|
| Schweiz                    |                           | - 15.4 % |                           | - 10.0 % |
| Deutschland                |                           | - 23.8 % |                           | - 19.0 % |
| Europa                     |                           | - 21.7 % |                           | - 16.7 % |
| USA                        |                           | - 10.9 % |                           | - 5.1 %  |
| Japan                      |                           | - 14.9 % |                           | - 9.5 %  |
| Schwellenländer            |                           | - 13.6 % |                           | - 7.9 %  |
| <b>Alternative Anlagen</b> |                           |          |                           |          |
| CH-Immobilienfonds         |                           | - 14.2 % |                           | - 8.8 %  |
| Öl (Brent) USD/Fass        | 92.83                     | 28.7 %   |                           | 37.1 %   |
| Gold CHF/Kg                | 53'871.00                 | 0.7 %    |                           | 7.1 %    |

\* per 6. September 2022

### Inflationssorgen führen zu steigenden Anleiherenditen

| Geld- und Kapitalmarkt     | 6. September 2022 | Ende 2021 | Veränderung |
|----------------------------|-------------------|-----------|-------------|
| SNB Leitzins CHF           | -0.25%            | -0.75%    | 0.50%       |
| EZB Einlagezins EUR        | 0.00%             | -0.50%    | 0.50%       |
| 10 Jahre Staatsanleihen CH | 0.96%             | -0.14%    | 1.10%       |
| 10 Jahre Staatsanleihen DE | 1.64%             | -0.18%    | 1.82%       |
| 10 Jahre Staatsanleihen US | 3.35%             | 1.51%     | 1.84%       |
| 10 Jahre Staatsanleihen JP | 0.24%             | 0.07%     | 0.17%       |
| <b>Währungen</b>           |                   |           |             |
| EUR/CHF                    | 0.9757            | 1.0375    | -5.96%      |
| USD/CHF                    | 0.9847            | 0.9129    | 7.87%       |
| EUR/USD                    | 0.9909            | 1.1386    | -12.97%     |

#### Impressum

**Herausgeberin** Schaffhauser Kantonalbank | Vorstadt 53 | 8201 Schaffhausen | +41 52 635 22 22 | info@shkb.ch

**Redaktion** Investment Center | **Redaktionsschluss** 6. September 2022, erscheint monatlich

Diese Publikation finden Sie auch unter [www.shkb.ch/publikationen](http://www.shkb.ch/publikationen)

**Disclaimer** Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen basieren nicht auf der Finanzanalyse der Schaffhauser Kantonalbank und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig informativen Zwecken und ersetzen weder eine persönliche Beratung durch eine fachkundige Person noch sind sie alleinige Grundlage für Anlage- oder andere Vermögensentscheide. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorliegende Publikation keine Anwendung. Anlageinstrumente sind risikobehaftete Investitionen und unterliegen insbesondere Wert-, Wechselkurs- und Ertragsschwankungen. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Die Marktlage und damit der Wert von Anlageinstrumenten kann rasch ändern und sowohl steigen als auch fallen und ist von der Bonität des Emittenten abhängig. Machen Sie eine persönliche Bedürfnis-/Risikoanalyse, bevor Sie Anlage- oder andere Vermögensentscheide treffen. Die Schaffhauser Kantonalbank verwendet alle zumutbare Sorgfalt, um die Richtigkeit und Genauigkeit der publizierten Informationen sicherzustellen. Dennoch kann sie keinerlei Zusagen über die Korrektheit, Zuverlässigkeit und Wahrheit machen.