

EINE DROHENDE REZESSION... ODER EIN TRAUM?



Nicolas Besson, Chief Investment Officer

Die beeindruckende Rally, die die Aktienmärkte in den meisten Industrieländern in diesem Jahr bisher hingelegt haben, hat viele Anleger auf dem falschen Fuss erwischt. Der Kampf gegen die unangenehm steigende Inflation hat die Zentralbanken zu einer massiven Verschärfung der finanziellen Bedingungen gezwungen. Dabei hat insbesondere die Fed ihren aggressivsten Zinserhöhungszyklus seit Jahrzehnten eingeleitet. Mit zunehmender wirtschaftlicher Unsicherheit und schrumpfender Liquidität hat die pessimistische Stimmung deutlich zugenommen; eine potenzielle Rezession ist wahrscheinlich die am meisten erwartete in der Geschichte der USA.

Dies ist jedoch nicht die Botschaft, die von den Märkten vermittelt wird, da risikoreiche Anlagen seit Jahresbeginn in den USA die Performance anführen: Aktien sind um etwa 10 Prozent gestiegen (im Wesentlichen aufgrund des Technologiesektors), gefolgt von Hochzinsanleihen (+3,6 Prozent), Investment-Grade-Anleihen (+2,8 Prozent), Staatsanleihen (+2,4 Prozent) und schliesslich Bargeld mit +2 Prozent. Dies ist eindeutig die umgekehrte Reihenfolge, wie sie für ein rezessives Umfeld typisch wäre. Nur die Rohstoffe haben mit einem Rückgang von mehr als 10 Prozent eine mögliche Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten signalisiert. Die Preise liegen jetzt unter dem Niveau, das vor dem Ukraine-Krieg herrschte.

WIDERSPRÜCHLICHE BOTSCHAFTEN FORDERN VORHERSAGEN HERAUS

Wo stehen wir also? Kommt die weitgehend vorhergesagte wirtschaftliche (harte) Landung oder ist sie nur eine Illusion? Die Wirtschaftsindikatoren senden gemischte Signale aus. Es besteht eine Divergenz zwischen harten Daten (tatsächliche statistische Messgrössen wie das BIP, die Arbeitslosenquote usw., die in der Regel eher rückblickend sind), die stabil bleiben, und weichen Daten (Unternehmensumfragen, Konsum-

mentenvertrauen usw.). Letztere deuten auf eine wirtschaftliche Schwäche hin und sind eher zukunftsorientiert.

Unter den vielen Frühindikatoren, die üblicherweise zur Beurteilung der Richtung des Konjunkturzyklus herangezogen werden, sind die Einkaufsmanagerindizes (PMI) wahrscheinlich die genauesten. Zur Erinnerung: Es handelt sich dabei um monatliche Erhebungen bei Führungskräften aus dem Einkaufs- und Beschaffungswesen von Hunderten von Unternehmen aus verschiedenen Sektoren. Sie beantworten Fragen zu verschiedenen Unterkategorien (Produktion/Unternehmertätigkeit, gezahlte Preise usw.), die sich in Diffusionsindizes niederschlagen. Dabei ist 50 der Schwellenwert, ab welchem sich die Geschäftslage verbessert bzw. der Schwellenwert, ab welchem sie sich verschlechtert.

Ironischerweise wäre eine milde Rezession wahrscheinlich das beste Ergebnis, da sie den Arbeitsmarkt, den Konsum und die Inflation am effektivsten wieder ins Gleichgewicht bringen würde. Dies würde jedoch eine weitere Straffung erfordern, die wahrscheinlich, wie in der Vergangenheit, mit einem politischen Fehler enden würde.

Die veröffentlichten Zahlen umfassen ein zusammengesetztes Mass sowie zwei verschiedene Komponenten (sowie Unterkomponenten) für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor. Was die vom ISM-Institut oder von S&P Global veröffentlichten Daten betrifft, so ist auch hier eine deutliche Divergenz festzustellen. Sie zeigt sich zwischen dem Indikator für das verarbeitende Gewerbe, der stark geschrumpft ist und auf eine bevorstehende Rezession hindeutet; der Indikator für den Dienstleistungssektor befindet sich dagegen weiterhin im Wachstumsbereich. Diese Abweichung ist die grösste seit zwei Jahren und sogar die grösste seit 2009, wenn man die europäischen Pendanten betrachtet.

Dies stellt eindeutig die Nachhaltigkeit des derzeitigen Wachstums in Frage. Betrachtet man nämlich frühere Abschwünge, so kann der PMI für den Dienstleistungssektor dem des verarbeitenden Gewerbes hinterherhinken und länger stabil bleiben. Dies ist möglich, weil er durch die Stärke des Konsums gestützt wird, aber schliesslich ebenfalls schrumpft. Da der Dienstleistungssektor den grössten Beitrag zum US-BIP leistet (nach Angaben der Weltbank etwa 77 Prozent), ist diese Schwäche erforderlich, um eine Rezession auszulösen.

WIRD ES DIESES MAL ANDERS SEIN?

Wir bezweifeln das, aber es ist eine knappe Entscheidung. Zyklische, vorübergehende Faktoren können diese Divergenz ebenfalls erklären. Dies trifft insbesondere für den gestiegenen Dienstleistungskonsum (anstelle von Industriegütern) zu, der durch die Fortsetzung der post-Covid-Wiedereröffnung untermauert wird (natürlich auch in China). Darüber hinaus können auch strukturelle Faktoren wie die zunehmende Digitalisierung der Volkswirtschaften angeführt werden.

Was ist die Anpassungsvariable in dieser Gleichung? Offensichtlich der Arbeitsmarkt. Er ist äusserst angespannt, mit einer Arbeitslosigkeit auf historischem Tiefstand und einer grossen Zahl offener Stellen für eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung. Dies führt unweigerlich zu einer anhaltenden Lohninflation, die die Kaufkraft und den Konsum der Haushalte ankurbelt und die Inflationsspirale weiter anheizt.

Wer wird also der Schiedsrichter in diesem schwierigen Spiel sein? Wie immer richten sich alle Augen auf die US-Notenbank, die in ihrer (unmöglichen?) Mission gefangen ist, das Wachstum zu bremsen, ohne die Finanzstabilität zu gefährden. Im Sektor der regionalen Banken haben sich bereits erste Risse gebildet. Die Mitglieder der Fed scheinen sich über den künftigen geldpolitischen Kurs uneins zu sein und haben sich unterschiedlich geäussert: Werden sie im Juni eine Pause riskieren oder eher weitere Zinserhöhungen vorziehen? Ihre Entschlossenheit, die Inflation auf ihr 2-Prozent-Ziel zu begrenzen, wird hier der Schlüssel sein. Wir sind eindeutig noch nicht so weit, wobei möglicherweise auch ein kleiner zyklischer Aufschwung im Spiel ist.

SCHLUSSWORT

Ironischerweise wäre eine milde Rezession wahrscheinlich das beste Ergebnis, da sie den Arbeitsmarkt, den Konsum und die Inflation am effektivsten wieder ins Gleichgewicht bringen würde. Dies würde jedoch eine weitere Straffung erfordern, die wahrscheinlich, wie in der Vergangenheit, mit einem politischen Fehler enden würde. Es gilt zu bedenken, dass sieben der letzten acht Zinserhöhungszyklen der Fed zu einer Rezession geführt haben. Dies ist auch die Botschaft, die von der Renditekurve ausgeht, die so stark invertiert ist wie seit 42 Jahren nicht mehr. Wer will, soll weiter träumen!



REYL
INTESA SANPAOLO

WICHTIGER HINWEIS - Dieser Inhalt wird von der REYL & Cie AG oder/und den mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend "REYL" genannt) ausschliesslich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot, eine Empfehlung oder einen Ratschlag zum Kauf oder Verkauf von Anteilen an den darin erwähnten Finanzinstrumenten, zur Durchführung einer Transaktion oder zum Abschluss einer wie auch immer gearteten Transaktion dar, insbesondere nicht für Empfänger, die keine qualifizierten, akkreditierten, zugelassenen professionellen oder institutionellen Anleger sind. Es ist ausschliesslich für den Gebrauch des Empfängers bestimmt und darf nicht weitergeleitet, gedruckt, heruntergeladen, für andere Zwecke verwendet oder reproduziert werden. Es ist nicht für die Verteilung/Angebot an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsangehörige eines Landes sind oder einer Gerichtsbarkeit unterliegen, deren Gesetze oder Vorschriften eine solche Verteilung/Angebot oder Nutzung verbieten würden. REYL bemüht sich nach besten Kräften, Informationen aus Quellen zu beschaffen, die sie für zuverlässig hält. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner übernehmen jedoch keine Haftung in Bezug auf diese Inhalte und geben keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit der genannten Daten und haften daher nicht für Verluste, die sich aus der Nutzung dieser Inhalte ergeben. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig und können ohne vorherige Ankündigung widerrufen oder geändert werden. Dieser Inhalt ist nur für Empfänger bestimmt, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und in der Lage sind, sie zu tragen. Vor dem Abschluss einer Transaktion sollten die Empfänger feststellen, ob das Finanzinstrument, das im Inhalt erwähnt wird, für ihre besonderen Umstände geeignet ist, und sie sollten sicherstellen, dass sie (zusammen mit ihren professionellen Beratern) die spezifischen Risiken, die rechtlichen, steuerlichen und buchhalterischen Folgen und die Zulassungsvoraussetzungen für den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Inhalt erwähnt werden, unabhängig bewerten. REYL, seine Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Vertreter oder Anteilseigner können von Zeit zu Zeit Beteiligungen und/oder Übernahmeverpflichtungen an den hier beschriebenen Finanzinstrumenten haben. REYL gibt keine Zusicherung hinsichtlich der Eignung der genannten Informationen, Meinungen oder Finanzinstrumente. Historische Daten über die Wertentwicklung der Finanzinstrumente oder der zugrunde liegenden Vermögenswerte sind kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der vorliegende Inhalt wurde von einer Abteilung von REYL erstellt, die keine für das Finanzresearch zuständige Organisationseinheit ist. REYL unterliegt unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen und bestimmte Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in allen Rechtsordnungen oder für alle Arten von Empfängern verfügbar. Die Empfänger sind daher dafür verantwortlich, alle geltenden Gesetze und Vorschriften einzuhalten. Es ist nicht beabsichtigt, Dienstleistungen und/oder Finanzinstrumente in Ländern oder Gerichtsbarkeiten anzubieten, in denen ein solches Angebot nach den einschlägigen Gesetzen und Vorschriften rechtswidrig wäre.

reyl.com



SUCCESS. TOGETHER.