

Executive Summary

- Die aufgrund des russischen Angriffs auf die Ukraine bereits reduzierten Wachstumsprognosen belassen wir vorerst unverändert.
- Die weitreichenden Lockdowns in China und der Krieg in der Ukraine wirken inflationär und hemmen auch das globale Wirtschaftswachstum.
- Lieferengpässe verlängern und verschärfen sich.
- Der IWF fordert die Notenbanken auf, wirksame Massnahmen gegen die Inflation zu ergreifen.
- In den USA sinken die Gewinnmargen seit drei Quartalen, halten sich aber über dem fünfjährigen Durchschnitt.
- Die Gewinnberichte der US-Unternehmen stehen im Fokus.



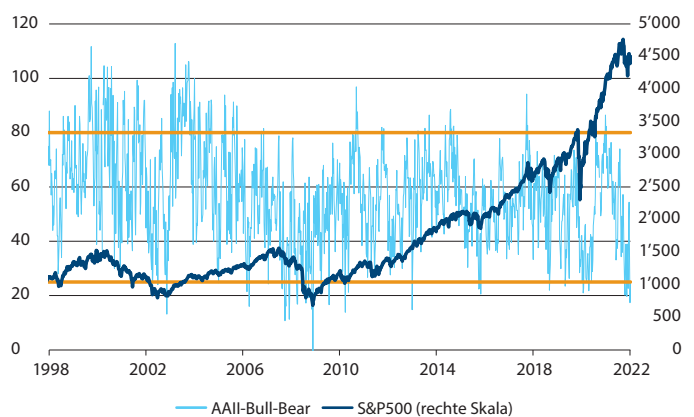
Fokusthema

Getrübte Stimmung

- Die Stimmungsindikatoren haben in verschiedenen Regionen aus Konsumenten- und Investorensicht historische Tiefstwerte erreicht. Die hohe Inflation und das Kriegsgeschehen in der Ukraine dämpfen die Stimmung.
- Die gedrückte Konsumentenstimmung fliesst auch ins Kaufverhalten ein und wird den zukünftigen Konsum schmälern. Die hohe Inflation bewirkt einen Kaufkraftverlust. Die verfügbaren Mittel werden entlang der Bedürfnispyramide zuerst für die Grundbedürfnisse verwendet werden. Nicht zwingend erforderliche Ausgaben werden zurückgestellt und belasten den Absatz in diesen Segmenten und schliesslich das Wirtschaftswachstum.
- Die schlechte Investorenstimmung wirkt sich im Vergleich unmittelbarer aus und widerspiegelt den aktuellen Kurs der Aktienindizes. Viele Aktienmärkte sind technisch überverkauft. Tiefe Niveaus wie beispielsweise im AAIL-Bull-Bear-Index können in der Regel als taktisches Kaufsignal verwendet werden. Für mittel- bis langfristig orientierte Investoren empfehlen wir jedoch eine neutrale Positionierung, denn die Unsicherheiten überwiegen.

- Die Geschäftsklimaindizes befinden sich hingegen weiter im positiven Bereich. Die Einkaufsmanagerindizes, ein monatlich erhobener Indikator zur Wirtschaftsentwicklung in den jeweiligen Ländern, halten sich noch deutlich in der Expansionszone, dürften in den kommenden Monaten aber Korrekturen erfahren.

AAIL-Bull-Bear-Index vs. S&P 500, seit 1998

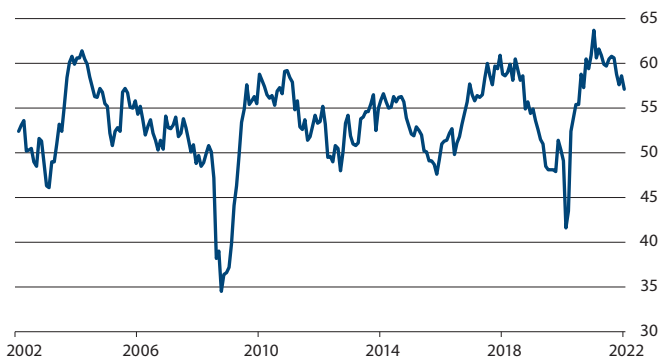


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Preisfestsetzungsmacht ist tragender Pfeiler

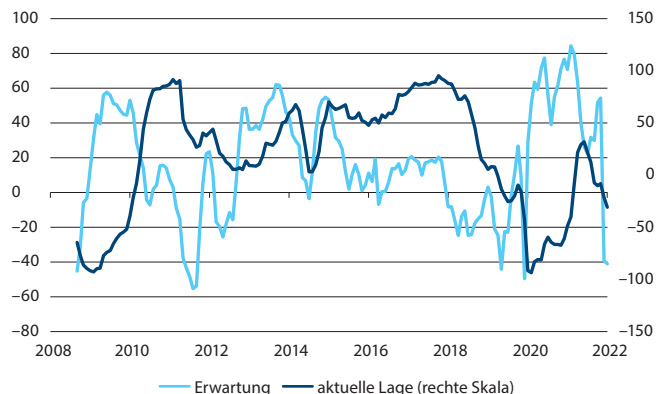
- Die aufgrund des russischen Angriffs auf die Ukraine bereits reduzierten Wachstumsprognosen belassen wir vorerst unverändert: Welt +3,5%, USA +3,2%, EU +2,5%, Japan +2,2%, China +4,8%, UK +2,8%, Schweiz +2,4%.
- Die Unternehmensausweise für das erste Quartal sind bis jetzt mehrheitlich positiv ausgefallen und widerspiegeln ein nach wie vor günstiges Wirtschaftsumfeld. Die positiven Ergebnisse wurden unter anderem auch durch Preiserhöhungen erzielt, was zu Zweitrundeneffekten bei der Inflationsrate führen wird. In einigen Fällen mussten aber auch Einbußen bei den Volumina verzeichnet werden. Der Kaufkraftverlust bei den Konsumenten dürfte hierfür verantwortlich sein.
- Die Ausgaben werden entlang der Maslowschen Bedürfnispyramide getätigt und die Grundbedürfnisse dabei zuerst gedeckt werden. Gegen die Pyramidenspitze werden die Ausgaben zunehmend sinken. Verstärkt wird dieser Effekt in den Entwicklungsländern ausfallen, wo ausserhalb der Existenzbedürfnisse wenig verfügbares Einkommen übrig bleiben dürfte.
- Die Einkaufsmanagerindizes in vielen Regionen verlieren bereits an Dynamik und implizieren ebenfalls leicht schwächere Wachstumswerte für das erste Quartal.
- Die geopolitischen Risiken bleiben mit dem Kriegsgeschehen in der Ukraine erhöht. Die Ankündigung Chinas, die strategische Koordination mit Russland zu intensivieren, erhöht die Spannung. China reagiert überdies mit Militärmanövern vor Taiwan, nachdem eine Delegation amerikanischer Senatoren mit dem taiwanesischen Präsidenten zusammentrafen.
- Die Null-Toleranz-Politik Chinas hat zu (Teil-)Lockdowns in 45 chinesischen Städten geführt. Davon sind rund 370 Mio. Einwohner betroffen, was rund einem Viertel der Bevölkerung entspricht. Die Lockdowns treffen wirtschaftliche Ballungszentren und vorwiegend die Lieferketten in den Sektoren Technologie und Industrie. Der weltgrösste Frachthafen von Shanghai ist von der Schliessung betroffen. Unzählige Frachtschiffe warten auf die Abfertigung.
- Die bereits angespannte Lage bei der Verfügbarkeit von Roh-, Halb- und Fertigfabrikaten verschlechtert sich erneut und wird das globale Wachstum beeinträchtigen.
- Die grossräumige Öffnung der Wirtschaftsräume in den USA und Europa nach der Corona-Pandemie eröffnet konjunkturelle Impulse vor allem für die von der Pandemie betroffenen Sektoren, wie Reisen und Freizeit.

Einkaufsmanagerindex USA ISM verarbeitendes Gewerbe, 20 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

ZEW Deutschland aktuelle Lage vs. Erwartung, seit 2008

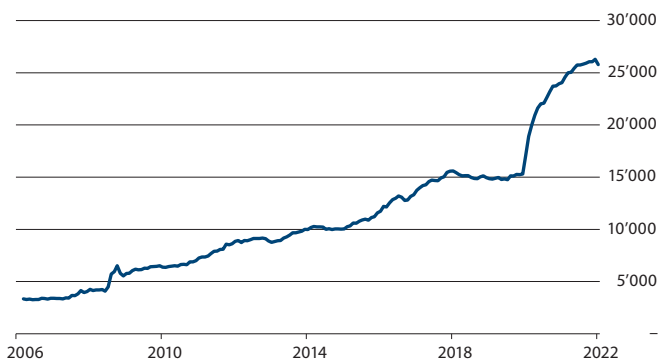


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Der Druck auf die Notenbanken steigt

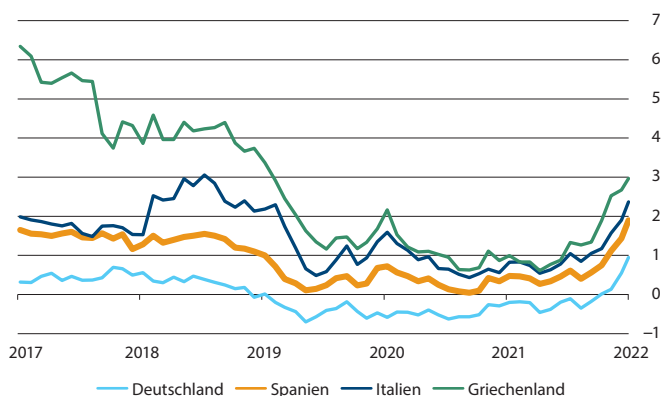
- Die Fed hat deutlich gemacht, einen harten Kurs der geldpolitischen Straffung einzuschlagen. Zinserhöhungen von 50 Basispunkten an den kommenden Sitzungen gelten als sicher. Dies wird vom Markt für die nächsten beiden Sitzungen so bereits eingepreist und wird zu keiner Überraschung führen. Bis Ende Jahr wird von den Marktteilnehmern gesamthaft ein Zinsanstieg von 2,5% erwartet.
- Darüber hinaus werden an der Mai-Sitzung die Details zur Reduktion der Bilanzsumme (akt. 8,9 Bio. US-Dollar) erwartet. Gemäss März-Protokoll sollen Staatsanleihen und hypothekargesicherte Wertpapiere monatlich um 60 Mrd. USD resp. 35 Mrd. USD reduziert werden. Von 2017 bis 2019 hat die Fed ihre Bilanz monatlich um lediglich 50 Mrd. US-Dollar gekürzt, etwa halb soviel wie aktuell geplant ist. Der Entzug von Liquidität kann – obwohl bekannt – Auswirkungen auf Anleihen- und Aktienmärkte haben.
- Kumuliert dürfen die Massnahmen als einschneidend eingestuft werden und die Konjunktur abkühlen. Ob das eigentliche Ziel, die Inflationsbekämpfung, dadurch erreicht werden kann, bleibt fraglich. Die Ursachen für den Inflationsanstieg sind schliesslich durch Krieg und Lieferengpässe begründet und folglich durch eine Angebotsverknappung verursacht.
- Die europäische Zentralbank (EZB) plant das Programm zum Ankauf von Wertschriften (APP) zu reduzieren und im dritten Quartal ganz einzustellen. Die Leitzinsen werden unverändert belassen und sollen laut Sitzungsprotokoll auf absehbare Zeit nicht erhöht werden.
- Ganz anders tönt es beim Internationalen Währungsfonds (IWF). Dieser fordert die Notenbanken unmissverständlich auf, wirksam gegen die hartnäckig hohe Inflation vorzugehen. Eine Massnahme ist die Reduktion der Zentralbankbilanzen. Die Risiken der geldpolitischen Straffung dürfen dabei aber nicht vernachlässigt werden. In den USA sei dies ein zu starker Anstieg der langfristigen Realzinsen und in Europa ein steigendes Nord-Süd-Gefälle.
- Die deutliche Forderung des IWF scheint bei einigen Exponenten der EZB zu einem Umdenken zu führen. Eine erste Zinserhöhung scheint nun auch hier bereits im Juli möglich. Vom Markt wird sogar ein Schritt um 50 Basispunkte erwartet.
- Im Fahrwasser der EZB belässt auch die SNB ihre Leitzinsen vorerst unverändert. Der Anstieg der Inflation wird weiter als vorübergehend eingestuft. Massnahmen sind deshalb nicht erforderlich.

Bilanzsumme G4-Notenbanken (Fed, BoE, BoJ, EZB; in Mrd. US-Dollar), seit 2006



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zinsen 10-j. Staatsanleihen in der Eurozone (in %), seit 2017



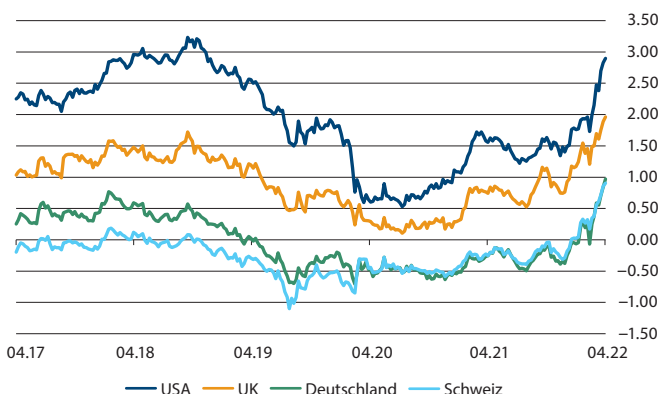
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Renditeanstieg setzt sich fort

- Der Renditeanstieg bei den Staatsanleihen setzte sich auch über die letzten Wochen weiter fort. Dafür verantwortlich sind die erwähnten hartnäckig hohen Inflationsraten und die Aussicht auf eine deutlich restriktivere Geldpolitik der Notenbanken. Trotz fehlenden Anzeichen einer baldigen Zinserhöhung, handeln selbst 10-jährige Schweizer Staatsanleihen wieder mit einer Rendite von knapp 1%, dem höchsten Stand seit 2014.
- Diese Entwicklung widerspiegelt sich am ganzen Anleihenmarkt. Während im letzten Jahr das Volumen von negativ rentierenden Anleihen noch bei knapp 17 Bio. US-Dollar lag, handeln heute nur noch Anleihen mit einem Volumen von 2,7 Bio. US-Dollar mit einer negativen Rendite. Für Anleger sieht der Anstieg der Renditen auf den ersten Blick nach einem Befreiungsschlag aus. Leider liegen aber die Realzinsen (Nominalzins abzüglich Inflation) in vielen Regionen weiterhin im negativen Bereich.
- Wir erwarten, dass insbesondere der Druck auf die langfristigen Zinsen langsam nachlässt. Denn bereits haben viele Ökonomen damit begonnen, ihre Wirtschaftswachstumswahlen nach unten zu revidieren.

10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %

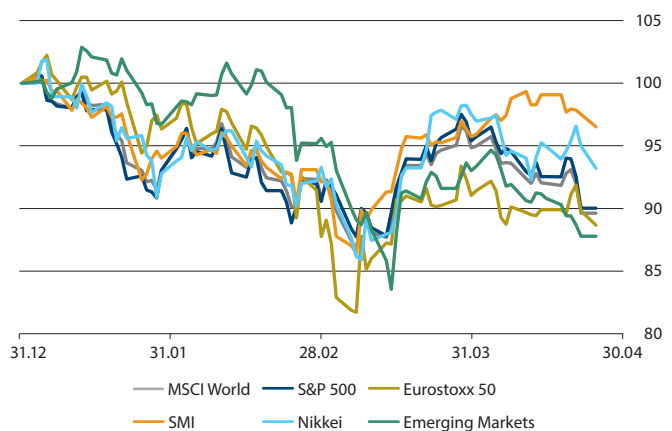


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gewinnberichtssaison rückt in den Fokus

- Die Aktienmärkte bewegten sich im April mehrheitlich seitwärts. Der Fokus richtet sich aktuell wieder auf die Quartalsberichtssaison in den USA, welche vor kurzem gestartet hat. Zum ersten Mal seit Juli 2020 haben Analysten ihre Gewinnerwartungen reduziert und erwarten für das erste Quartal 2022 ein Gewinnwachstum von 5%. Interessant wird aber vor allem der Ausblick für die kommenden Monate sein und wie Unternehmen ihre Geschäftsentwicklung im Umfeld von steigenden Rohstoffpreisen, dem Russland-Ukraine-Konflikt und erneuten Lieferkettenproblemen erwarten.
- Gleichzeitig sollten wir auch erste Hinweise bekommen, ob die steigenden Kosten für Unternehmen auch auf die Konsumenten überwälzt werden können oder ob die Margen unter Druck kommen. Bereits jetzt ist klar, dass europäische Unternehmen von den steigenden Rohstoffpreisen deutlich stärker betroffen sind und gerade exportorientierte Regionen deutlich schwierigere Zeiten vor sich haben.
- Aufgrund der diversen Unsicherheiten bleiben wir kurzfristig etwas konservativer positioniert und haben unsere Aktienquote neutral gewichtet.

Aktienmärkte: Performance 2022, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Yen unter Druck

- Der japanische Yen bewährte sich in den letzten Jahren als stabile Währung und sicherer Hafen. Seit Anfang Jahr hat sich der Yen gegenüber dem US-Dollar aber um über 12% abgewertet. Grund ist die unerschütterliche Entschlossenheit der Bank of Japan (BOJ) die lockere Geldpolitik zur Stützung der heimischen Wirtschaft beizubehalten.
- Die BOJ wird sich die Frage stellen müssen, ob sie eine weitere Abwertung des Yens zulassen wird oder ob sie ihre konsequente Zinskurvenkontrolle aufgeben muss.
- Die Erwartung der Marktteilnehmer, dass die Fed einen soliden Zinserhöhungszyklus in Gang setzen wird, führte zu einer Aufwertung des US-Dollars gegenüber den meisten Währungen. Mit nur noch knapp unter 0,95 handelt der US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken wieder am oberen Ende seiner Handelsspanne. Kurzfristig spricht das Momentum weiterhin für einen stärkeren Dollar, jedoch dürfte das Aufwertungspotenzial beschränkt sein.

JPY/USD, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffe mit deutlichen Preissteigerungen

- Auch an den Rohstoffmärkten findet eine Konsolidierung statt. Mit der Freigabe von staatlichen Ölreserven sollte der Druck auf den Ölpreis nachlassen. Das strukturelle Problem wird damit aber nicht gelöst werden.
- Obwohl die Realzinsen in den USA um 100 Basispunkte gestiegen sind und sich der US-Dollar aufgewertet hat – beides ist normalerweise negativ für die Entwicklung des Goldpreises –, handelt die Unze Gold weiterhin um 1'950 US-Dollar.
- Die Nachfrage nach Gold als sicherer Hafen bleibt entsprechend hoch. Gemäss World Gold Council haben europäische und amerikanische Anleger im ersten Quartal fast 287 Tonnen Gold über börsengehandelte Fonds gekauft. Es handelt sich hierbei um den stärksten Zufluss seit Mitte 2021.
- Solange der Inflationsdruck anhält und die geopolitischen Risiken erhöht bleiben, dürfte das gelbe Metall von den Anlegern weiter gesucht sein. Entsprechend bleiben wir in unseren Mandaten engagiert.

Goldpreis in \$ pro Unze, 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.