

## Executive Summary

- Wir reduzieren unsere Wachstumsprognosen für die USA und China.
- Gemäss den neusten Daten der Einkaufsmanagerindizes befinden sich die wichtigsten Wirtschaftsräume weiterhin in der Wachstumszone, schwächen sich aber ab.
- Die Lockdowns in China werden zunehmend gelockert.
- Die Notenbanken planen die Straffung ihrer Geldpolitik durch Zinserhöhungen sowie durch das Auslaufen lassen von Anreizpaketen und die Reduktion ihrer Bilanzen.
- Die Gefahr einer Konjunkturabschwächung und leicht rückläufige Inflationserwartungen sind dafür verantwortlich, dass die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen wieder unter 3% handeln.

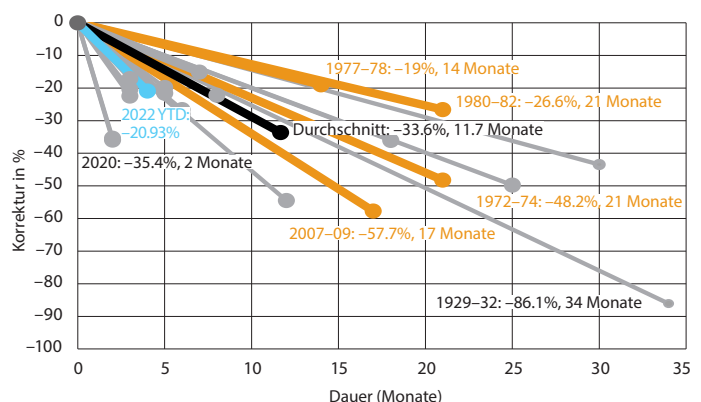


### Fokusthema

## Rückblick auf die US-Aktienmarktkorrekturen seit 1929

- Seit dem historischen Crash von 1929 erfuhr der S&P 500 über 20 grössere Marktkorrekturen.
- Das Ausmass der Rückschläge lag zwischen rund 15% und 86%. Die Korrekturen waren teils sehr kurz mit zwei Monaten, erstreckten sich aber auch bis auf drei Jahre.
- Die durchschnittliche Korrektur belief sich auf rund 34% und dauerte rund zwölf Monate. Eine Korrektur im S&P 500 in dieser Grössenordnung seit den Höchstständen von Anfang Jahr bei 4'818 Punkten entspricht einem Indexniveau von 3'200 Punkten. Vom aktuellen Kurs von rund 4'100 Punkten wäre die Verlustschwelle aktuell noch circa 21% entfernt.
- Wie auf der Grafik zu erkennen ist, gibt es eine Häufung bei einer Dauer von zwei bis acht Monaten und einem maximalen Rückschlag von 15% bis 36%. Die übrigen Datenpaare streuen deutlich breiter – sowohl bezüglich Dauer als auch Umfang.
- Diese Börsencrashes können in rund der Hälfte aller Fälle mit einer Rezession in Verbindung gebracht werden. In wiederum der Hälfte dieser Fälle herrschte eine hohe bis sehr hohe Inflation. Eine treffsichere Aussage zur aktuellen Situation kann daraus allerdings nicht abgeleitet werden.
- Im aktuellen Umfeld mit hoher Inflation, einer amerikanischen Notenbank, die deshalb bereit ist, ihre Geldpolitik deutlich zu straffen, hohen geopolitischen Risiken und einem Krieg in Osteuropa darf auf mittlere Sicht eine Rezession nicht ausgeschlossen werden.

### Ausmass und Dauer von US-Aktienmarktkorrekturen seit 1929



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

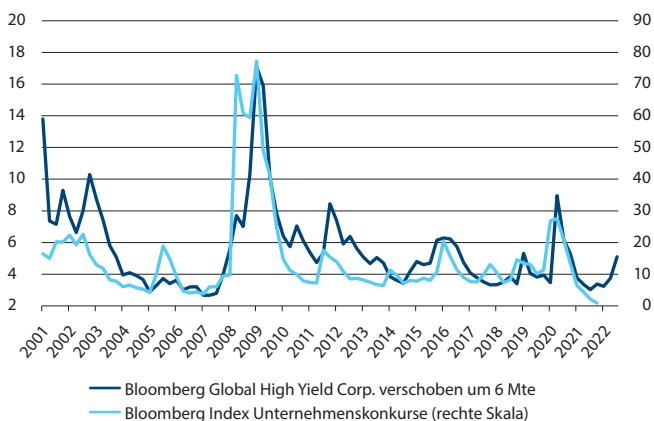
# Vorerst nur leichte wirtschaftliche Abkühlung

- Wir passen unsere Wachstumsprognosen leicht an: Welt +3,3% (vorher: +3,5%), USA +2,7% (+3,2%), EU +2,5%, Japan +2,2%, China +4,4% (+4,8%), UK +2,8%, Schweiz +2,4%.
- Die Unsicherheiten bleiben hoch und werden unter anderem von möglichen Sanktionen, insbesondere eines Energieembargos gegen russische Energieträger und eine drohende Ausweitung von Lieferstopps seitens Russland, beeinflusst.
- In den USA ist die Datenlage sehr uneinheitlich. Der sehr volatile US Empire Geschäftsklimaindex ist im Mai auf -11,6 Punkte eingebrochen. Ebenso ist der Philly Fed-Umfragewert auf 2,6 Punkte gefallen. Beide Indikatoren lagen deutlich unter den Erwartungen und deuten auf eine Konjunkturabkühlung hin. Die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze in den USA – allerdings für den April – sind hingegen erfreulich ausgefallen.
- Derweil ist der US-Arbeitsmarkt weiterhin sehr stabil. Die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung sind seit Mitte März von historisch sehr tiefem Niveau leicht gestiegen. Die Arbeitslosenraten bleiben in den USA und den wichtigsten europäischen Ländern auf oder zumindest nahe der Vorkrisenniveaus. In den USA liegt dieses bei tiefen 3,6%. Entsprechend dürfte der Druck auf steigende Löhne anhalten.
- In der Eurozone wuchs das Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal 2022 um 0,7%. Trotz hoher Inflation von 7,4%

(teilweise über 10%) bleibt die Wirtschaft in der Währungsunion auf dem Wachstumspfad.

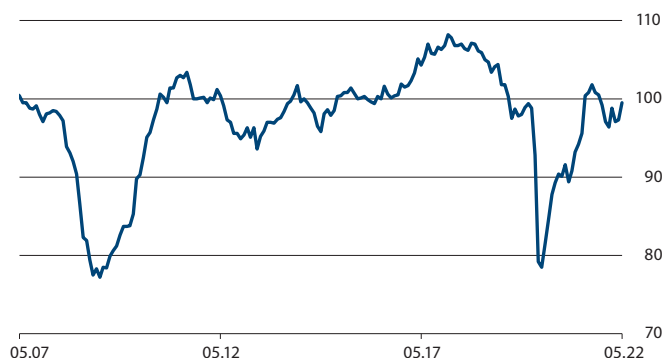
- Die vom ifo-Institut erhobenen Umfragewerte zum Geschäftsklimaindex und zu den Erwartungen in Deutschland sind für den Mai gestiegen und lagen über den Erwartungen der Ökonomen. Daraus darf auch für das zweite Quartal 2022 ein positives Wachstum abgeleitet werden.
- Die globalen Einkaufsmanagerindizes liegen mit Ausnahme von China in der Wachstumszone, schwächen sich aber in den westlichen Industriestaaten leicht ab.
- Eine globale Rezession ist aufgrund der aktuellen Datenlage vorerst nicht zu erwarten. Angesichts steigender Zinsaufschläge für hochverzinsliche Anleihen dürfte aber mit einer Verzögerung von rund sechs Monaten mit einem Anstieg der Insolvenzen zu rechnen sein.
- Die massiven, grossräumigen Lockdowns in China belasten das lokale Wachstum erheblich, beeinträchtigen abermals die Lieferketten, verknapfen die Verfügbarkeit von Rohstoffen und Gütern und erhöhen den Druck auf die Inflation. Erste Lockerungen sollten aber zu einer Entspannung führen.
- Der Datenkranz für die westlichen Industrieländer liefert entsprechend ausreichend Spielraum für eine weitere Straffung der Geldpolitik der jeweiligen Notenbanken.

**USA: Unternehmenszinsen hochverzinslich vs. Konkurse, seit 2001**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**ifo Deutschland aktuelle Lage, 15 Jahre**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

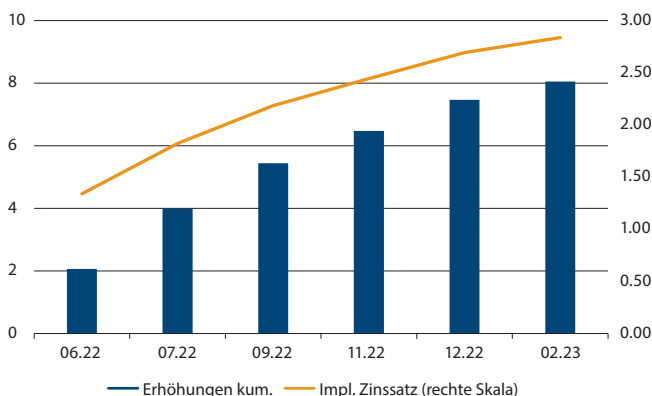
# Inflation, Zinsen auf Staatsanleihen sowie Zinsaufschläge fallen

- Das Hauptaugenmerk der Fed gilt vorerst der Inflationsbekämpfung. Diese soll, nicht zuletzt auch angesichts der anstehenden Zwischenwahlen im Herbst, zeitnah angegangen werden.
- Die Inflation in den USA ist im April von 8,5% auf 8,3% gesunken. Dies ist tieferen Benzinkosten zu verdanken. Allgemein dürften die Konsumentenpreise in den kommenden Monaten aufgrund des Basiseffektes sinken. Zudem lockert China die Lockdowns, was zu einer Normalisierung der Handelsströme führen wird und schliesslich auch zur Entspannung bei den Güterpreisen.
- James Bullard, der grösste «Falke» unter den Fed-Mitgliedern, unterstützt ein beherztes Anheben der Leitzinsen und sieht diese per Ende Jahr bei 3,5%. Dies entspricht einer weiteren Erhöhung um 2,5 Prozentpunkte und impliziert für die verbleibenden fünf Sitzungen bis zum Jahresende somit eine Erhöhung um je 0,5%. Die Marktteilnehmer erwarten aufgrund der Fed Fund Futures «nur» einen Anstieg um zwei Prozentpunkte. Erste Zinssenkungen werden bereits für 2023 eingepreist.
- Die 10-jährigen Zinsen auf US-Staatsanleihen sind Anfang Mai auf rund 3,15% gestiegen und seither wieder auf 2,75% gefallen. Sollten die Leitzinsen bis Ende Jahr tatsächlich auf 3% oder gar 3,5% steigen, müssten auch die 10-jährigen Renditen wieder ansteigen, um eine Inversion der Zinskurve

zu verhindern und die neuerliche Diskussion einer drohenden Rezession zu vermeiden.

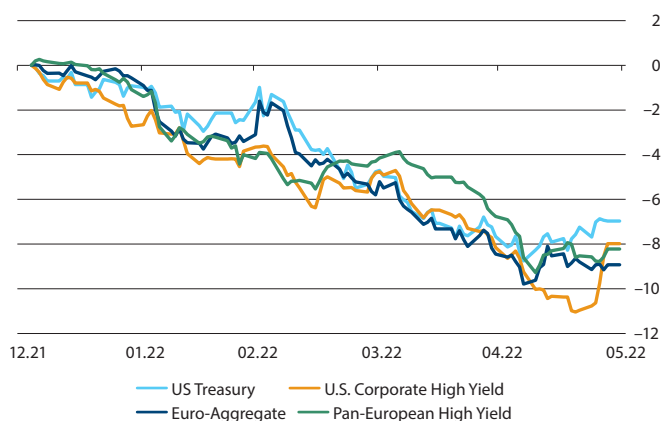
- Neben der Fed haben zahlreiche weitere Notenbanken aus Industrie- und Entwicklungsländern ihre Zinspolitik gestrafft. Auch quantitativ soll gestrafft werden. Ab Juni wird die Bilanzsumme der Fed monatlich um 47,5 Mrd. US-Dollar reduziert werden und ab September um 95 Mrd. US-Dollar. Die Massnahmen bleiben aber von der Konjunktur und Inflation abhängig.
- Die EZB könnte an der Sitzung vom 9. Juni – auch durch den massiven Druck des IWF – zu einer ersten Zinserhöhung gezwungen sein. Die Inflationserwartungen für 2022 sind seit Anfang Jahr von 2,5% auf 6,7% gestiegen. Per April lag der Preisanstieg auf der Basis des harmonisierten Konsumentenpreisindex für die Eurozone bei 7,4%. Danach werden vom Markt Leitzinserhöhungen von 1 Prozentpunkt bis Ende Jahr erwartet. Dies erscheint aus heutiger Sicht nicht realistisch. Bis Ende Jahr werden die Leitzinsen aller Voraussicht nach erstmals seit 2014 wieder ein positives Vorzeichen aufweisen.
- Das Programm der EZB zum Ankauf von Wertschriften könnte bereits im Juni eingestellt werden.
- Von der SNB sind derweil keine Zinsschritte zu erwarten. Die Inflation von 2,5% entwickelt keinen Druck, die Zinsen anzuheben.

## Implizite Zinsschritte aufgrund Fed Funds Futures



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Kursentwicklung ausgewählter Anleiheindizes (in %), seit Jahresbeginn



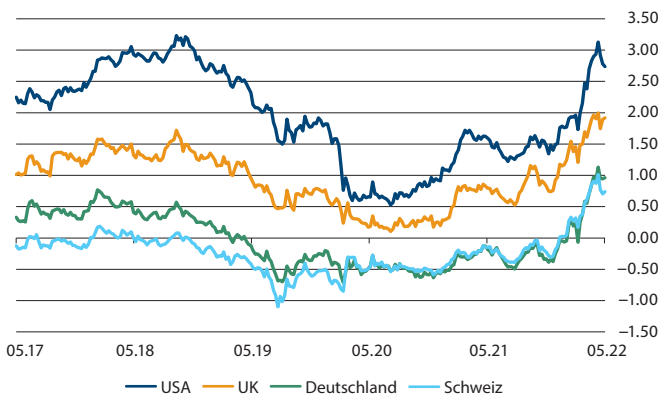
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Entspannung an der Zinsfront

- Wie erwartet sind die langfristigen Zinsen, ebenso wie die Zinsaufschläge, in den letzten Tagen gesunken. Rückläufige Inflationsraten, tiefere Inflationserwartungen und die Konjunkturabschwächung liefern Spielraum, diesen Trend fortzusetzen.
- Die weiteren Zinsschritte der Fed sowie die einsetzende Reduktion der Bilanzsumme setzen diesem Spielraum aber Grenzen. Technisch liegen diese beim 10-jährigen Treasury bei 2,5%.
- Die Kreditaufschläge bei Unternehmensanleihen von guter Anlagequalität (Investment Grade) sind in den letzten Wochen auf rund 90 Basispunkte angestiegen. In der Vergangenheit war ein Anstieg um über 100 Basispunkte oftmals ein Auslöser für eine Umkehr zu einer wieder lockereren Geldpolitik. 2013 gab Ben Bernanke bekannt, dass eine Reduzierung der Anleihenkäufe nicht weiterverfolgt wird. 2015 verschob Janet Yellen die erste Zinserhöhung und schliesslich zwangen die Verwerfungen am US-Anleihenmarkt im Dezember 2018 Jerome Powell zu einer Umkehr. Wir gehen aber davon aus, dass die Notenbanken dieses Mal, zumindest vorerst, an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten werden. Denn im Gegensatz zu früheren Jahren ist Inflation erstmals ein ernstzunehmendes Thema.

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

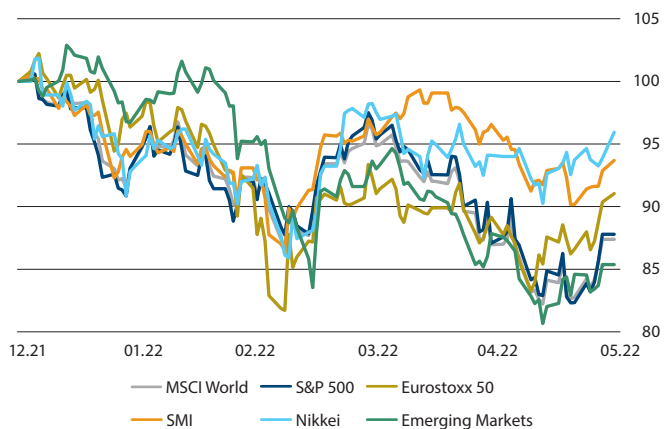


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Gewinnmargen unter Druck

- Die Berichtssaison für das erste Quartal verläuft weiter positiv. 77% der Unternehmen im S&P 500 haben die Gewinnerwartungen übertroffen. Allerdings ist das Gewinnwachstum mit 9% das tiefste seit dem vierten Quartal 2020. Gestiegenen Gesteungskosten stehen höhere Absatzpreise gegenüber.
- Aufhorchen liessen die Quartalszahlen der US-Einzelhändler Walmart und Target. Trotz höherer Umsätze war der Gewinn rückläufig und die Margen kommen aufgrund von steigenden (Lohn-, Güter-, Fracht- und Treibstoff-) Kosten unter Druck. Bei Target hat sich die Gewinnmarge im Vergleich zum Vorjahr halbiert. Steigende Kosten dürften in den kommenden Monaten viele Unternehmen weltweit beschäftigen.
- Europäische Aktienindizes und die teilweise stark gebeutelten chinesischen Indizes konnten im Mai leicht zulegen. Technisch befinden sich verschiedene Aktienmärkte auf Kaufniveaus. Auch ist die Anlegerstimmung auf einem Mehrjahrestiefstand. Ein übergrosser Pessimismus war in der Vergangenheit oftmals ein guter «Kontraindikator».
- Die Mitte Juli beginnende Berichtssaison für das zweite Quartal und die weiteren geldpolitischen Massnahmen der Notenbanken in England, Europa und den USA liefern Anhaltspunkte für die weitere Kursentwicklung der Aktienmärkte. Wir rechnen mit einer strafferen Geldpolitik als vom Markt erwartet und folglich nur beschränktem Aufwärtspotenzial bei anhaltend hoher Volatilität.

## Aktienmärkte: Performance 2022, indexiert



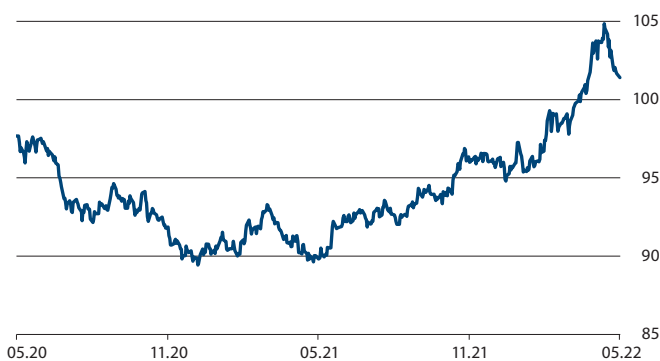
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

## Dollar-Stärke ebbt ab

- Die höhere Nachfrage nach dem US-Dollar aufgrund der zu erwartenden steigenden Zinsdifferenz und der Status als sichere Fluchtwährung waren für den jüngsten Kursanstieg verantwortlich.
- Die Dollar-Aufwertung war schliesslich deutlich «überkauft» und für eine Korrektur anfällig. Darüber hinaus verhalf auch die nachdrückliche Forderung des internationalen Währungsfonds (IWF) nach einer beherzten Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung der bisher zurückhaltenden Notenbanken für eine Trendumkehr.
- Die Dollarstärke drohte auch aus Sicht der USA die bereits einsetzende Wachstumsabschwächung zu verschärfen. Die aktuelle Dollar-Abwertung dürfte somit von der US-Wirtschaft begrüsst werden.
- Zahlreiche Währungspaare sind wieder auf dem Weg zurück in die bisherigen Handelsbandbreiten und dürften zeitnah erreicht werden (CHF 0,90–0,94, EUR 1,10–1,15, GBP 1,30–1,37). Im Yen ist der Weg deutlich weiter. Ein erstes Ziel ist 115 Yen pro Dollar.

## Dollar-Index, 2 Jahre

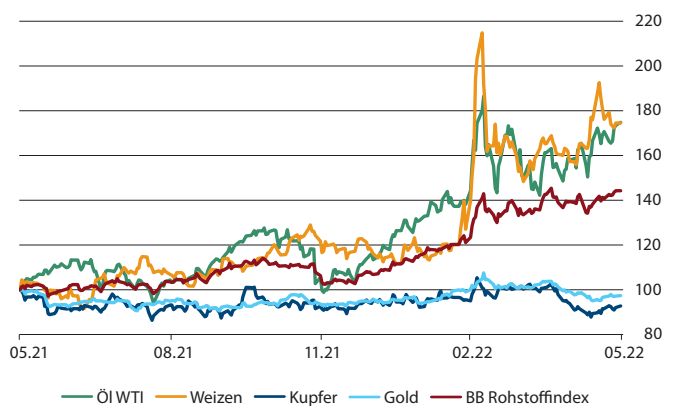


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Rohstoffverknappung treibt Rohstoffpreise

- Der Bloomberg-Rohstoffindex notiert nahe der Höchststände des laufenden Jahres. Grund dafür ist das hohe Gewicht der Energierohstoffe, welche sich weiterhin auf Höchstständen befinden.
- Seit Kriegsausbruch in der Ukraine sind aus nachvollziehbaren Gründen die Preise für Energie- und Agrarprodukte deutlich gestiegen und stützen den Gesamtindex. Diskussionen über Energieembargos oder Lieferstopps seitens Russland stützen die Kurse für Energierohstoffe.
- Industriemetalle sind bis Kriegsausbruch noch leicht gestiegen, korrigieren aber seither aufgrund von Befürchtungen einer Konjunkturabschwächung. Aber auch auf Jahresbasis resultiert beispielsweise in Kupfer eine negative Rendite. Hohe Preise und eine schwächelnde Konjunktur drücken auch hier die Nachfrage.
- Gold weist einen ähnlichen Kursverlauf wie Kupfer auf, liegt seit Jahresbeginn aber immerhin leicht in der Gewinnzone. Unter Berücksichtigung der steigenden Realverzinsung und eines starken US-Dollars ist diese Wertentwicklung als erfreulich zu werten – denn beides sorgte in der Vergangenheit für einen sinkenden Goldpreis.

## Rohstoffpreise, 1 Jahr, indexiert



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.