



Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2022

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Nach einer Expansion um 6.1% letztes Jahr dürfte sich das Weltwirtschaftswachstum 2022 auf noch höchstens 3.6% abschwächen (-0.8% im Vorquartalsvergleich). Lokal besteht erhöhte Rezessionsgefahr.
- Hohe Inflationszahlen, verstärkt durch den Ukraine-Konflikt und Lockdowns in China, bewirken Leitzinserhöhungen auf breiter Front. Die US-Zentralbank Fed hat nach zaghaftem Beginn den Zinserhöhungszyklus markant beschleunigt. Auch die EZB wird diesen Monat nachziehen. Die traditionell in deren Fahrwasser agierende SNB hat sich mit einem überraschenden Zinsschritt im Juni von letzterer emanzipiert.
- Die Konsumentenstimmung erfährt grosse Einbrüche, was in den USA vor allem auf höhere Preise (u.a. Benzin), in Europa zusätzlich auf den Ukraine-Konflikt zurückzuführen ist.
- Rekordtiefe Arbeitslosenraten und steigende Lohnforderungen wirken sich langsam auf den Ausblick von Unternehmen aus, die insgesamt (noch) auf soliden Fundamenten stehen.
- Die chinesische Lockdownpolitik zog wiederholt globale Lieferkettenunterbrüche nach sich, die Situation normalisiert sich allmählich.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.94 - 1.02 bzw. EUR/CHF 0.98 - 1.08.		
Obligationen	Die Zinswende hat zu Kurseinbrüchen und insbesondere bei kürzeren und mittleren Laufzeiten zu beachtlichen Renditeanstiegen geführt. Staatsanleihen Deutschlands oder der Schweiz notieren im längerfristigen Bereich wieder zu positiven Renditen.	➔	➔
Aktien	Die Aktienmärkte erfuhren seit Jahresbeginn teils massive Kurskorrekturen. Die Bewertungen haben sich damit meist jedoch erst an langfristige Durchschnitte angeglichen. Eine deutliche Wirtschaftsverlangsamung dürfte sich negativ auf die Gewinnschätzungen der Analysten auswirken, die auf globaler Ebene für 2022 immer noch mit Wachstumsraten von durchschnittlich rund 10% rechnen.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Gold stabil trotz steigender, aber weiter tief negativer USD-Realzinsen. Sanktions- und kapazitätsbedingt starke Kurssteigerungen von Rohöl, jüngst tiefer wegen Rezessionsängsten.
Hedge Fonds	Divergierende Performances seit Jahresbeginn (in USD), rekordhohe Kapitalzuflüsse 1Q22.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanzanlagen weisen stabile Performancebeiträge aus. Unabhängigkeit während der Corona-Pandemie und in steigendem Zinsumfeld weiter manifestiert.
Immobilien	Differenz der Ausschüttungsrenditen gegenüber 10-jährigen CH-Staatsanleihen deutlich unter 2%. Starke Rückbildung der Agios kotierter Fonds auf ca. 25% (Ende 2021: 43%).
Übrige	Preise im gesamten Krypto-Universum stark unter Druck wegen Vertrauensverlust im Risk-Off-Umfeld. US-Gesetzesentwurf für Regulierungsrahmen kürzlich vorgestellt.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Mark-to-market Bewertungskorrekturen im Nachgang der starken Rückgänge an den Public-Aktienmärkten. Opportunitäten im Secondary Market.
Private Debt	Alternative zu tief rentierenden CHF- und EUR-Obligationen. Geringere Bewertungskorrekturen dank kurzer Duration.
Übrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2021	2022E	2023E
Industrienationen	USA	5.7	1.7	1.7
	Japan	1.8	2.9	1.9
	Eurozone	5.4	2.8	2.1
	UK	7.3	3.8	-0.3
Schwellenländer	Schweiz	3.8	2.8	1.3
	China	8.1	4.1	5.2
	Indien	-6.6	8.9	8.2
	Brasilien	4.8	0.8	1.4
Wechselkurse	30.06.22	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.954	3.42	4.47	3.05
EUR/CHF	1.000	-2.18	-3.64	-8.83
GBP/CHF	1.161	-4.15	-5.82	-9.07
3 Monats Leitzins	30.06.22	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.20	50.1	48.4	52.2
USD	2.28	131.6	206.8	213.1
EUR	-0.19	26.3	37.7	34.7

Staatsanleihen (10y)	30.06.22	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	1.02	46.7	120.4	129.1
USD Treasury	3.02	67.5	150.3	154.5
EUR Bund	1.33	78.8	151.3	154.3
Aktienmärkte	30.06.22	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'741.21	-11.68	-16.58	-10.06
S&P 500	3'785.38	-16.45	-20.58	-11.92
Nikkei	26'393.04	-5.13	-8.33	-8.33
FTSE-100	7'169.28	-4.61	-2.92	1.87
DJ EURO-STOXX 50	3'454.86	-11.47	-19.62	-14.99
Rohstoffe	30.06.22	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'807.27	-6.72	-1.20	2.10
Öl (WTI)	105.76	5.46	37.37	43.95
Kupfer (Spot)	8'254.25	-20.38	-15.26	-11.73

Quelle: Bloomberg, Marktkonsens des BIP-Wachstums, Juli 2022



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Inflations- und Rezessionsängste

Die hohen Inflationszahlen in Europa und Nordamerika der letzten Monate wurden noch verstärkt durch den Ukraine-Konflikt und damit gestiegene Rohstoffpreise sowie die restriktive chinesische Null-Covid-Politik mit wiederholten Lieferunterbrüchen. Die Inflationsindikatoren der G7-Staaten befinden sich mittlerweile auf 40-Jahreshöchstständen (Abb. 1). Einzelne Länder (USA, UK, Eurozone) verzeichnen Teuerungsraten von über 8%. Tiefe Vorjahreszahlen sprechen für weitere Anstiege in den kommenden Sommermonaten. Dem Dilemma der Notenbanken, dass mit aggressiven Zinserhöhungen zwar die Inflation bekämpft, gleichzeitig aber eine Rezession provoziert werden könnte, wurde kürzlich vom Fed-Chef Jay Powell beigestimmt. Dies löste Hoffnungen aus, dass künftige Zinsschritte moderater ausfallen werden. Die EZB springt – arg verspätet – ebenfalls auf den Zinserhöhungszug auf, während die chinesische Zentralbank bereits Stimulierungsmassnahmen ankündigt. Auf Seite 4 gehen wir näher auf die möglichen Auswirkungen der Zinswende ein.



Abb. 1: Konsumentenpreisindizes G7 (Schroders Capital, Juni 2022)

Schweiz

Im 1. Quartal 2022 expandierte die Schweizer Wirtschaft im Vorquartalsvergleich dank dem eingeschlagenen Pfad zur Normalisierung nach Covid um 0.5% (ggü. Vorjahresquartal +4.5%). Von Corona-Beschränkungen betroffene Sektoren sind nach wie vor unterausgelastet. Das Wachstum dürfte sich bis 2023 verlangsamen (Abb. 2), da der Krieg in der Ukraine, Lieferketten-Flaschenhalse und eine restriktivere Geldpolitik die Wirtschaft belasten. Die SNB erhöhte aufgrund wachsenden Inflationsdrucks und sich abzeichnenden Zweitrundeneffekten den Leitzins von -0.75% auf -0.25%. Das Negativzinsregime wird voraussichtlich per Ende 2022 eingestellt sein. Für eine widerstandsfähige Wirtschaft spricht die Arbeitslosenrate von 2.2% (Mai, saisonal adjustiert), die mittlerweile unter dem Vor-Pandemieniveau liegt. Der Privatkonsum ist die wichtigste Wachstumsstütze.

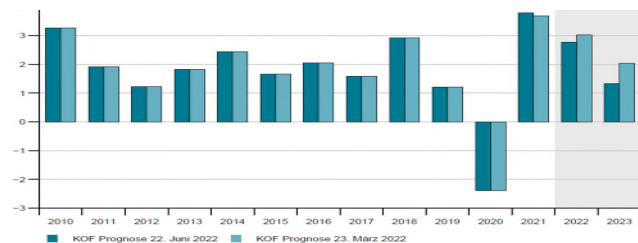


Abb. 2: KOF-Konjunkturprognose (ETH Zürich, 22. Juni 2022)

Europa

Die Wirtschaft der Eurozone wuchs im 1. Quartal im Vorjahresvergleich um solide 5.1%, der Gegenwind hat sich allerdings massiv verstärkt. Hohe Teuerungsraten insbesondere für Energie und Nahrungsmittel sowie die Aufhebung der Unterstützung durch die EZB drücken den Konsum in den nächsten Monaten. Unternehmen haben Mühe, die gestiegenen Kosten an die Endverbraucher weiterzuleiten. Eine Rezession

sollte dank immer noch hohen Haushaltsersparnissen und gesunden Unternehmensbilanzen vermieden werden, die Wachstumsraten dürften allerdings drastisch sinken. Ein weiteres Positivum ist die gute Verfassung des Arbeitsmarktes. Dem entgegen steht das Konsumentenvertrauen, das praktisch wieder auf Pandemieniveau zurückgefallen ist (Abb. 3). Europa unternimmt Schritte, die Abhängigkeit von russischer Energie zu reduzieren. Die grüne Transformation wird sich allerdings erst mittelfristig positiv auswirken.

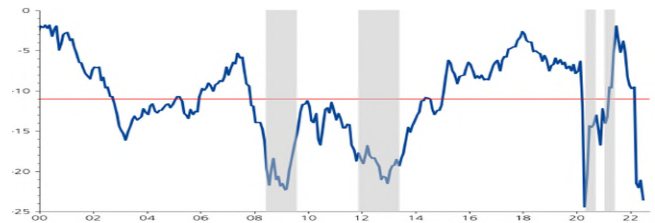


Abb. 3: Konsumentenvertrauen Eurozone (ZKB/Refinitiv, Juni 2022)

USA

Das Fed hat den Leitzins bereits von Null auf 1.75% (Obergrenze) erhöht und könnte die Rate bis Jahresende 2022 auf bis 3.5% anheben, also deutlich über das Inflationsziel von 2%. Mit 8.6% (Mai) befindet sich die Teuerungsrates auf einem zuletzt 1981 gesehenen Niveau. Die komfortable Verfassung der Konsumenten wie auch der Unternehmen sollten Konsumausgaben und Geschäftsausgaben weiteres, wenn auch deutlich reduziertes Wachstum erlauben. Die Sparraten sind allerdings unter das Vorpandemieniveau gefallen. Der angespannte Arbeitsmarkt stützt jedoch eine weitere Expansion, insbesondere die Nachfrage nach Dienstleistungen – wenn auch eine Wirtschaftsverlangsamung nicht von der Hand zu weisen ist. Auf jeden Arbeitssuchenden kommen zwei freie Stellen (Abb. 4). Die Verdoppelung der Benzinspreise innert Jahresfrist wirft ihre Schatten nicht nur auf das Wirtschaftswachstum, sondern auch auf die im November bevorstehenden Zwischenwahlen.

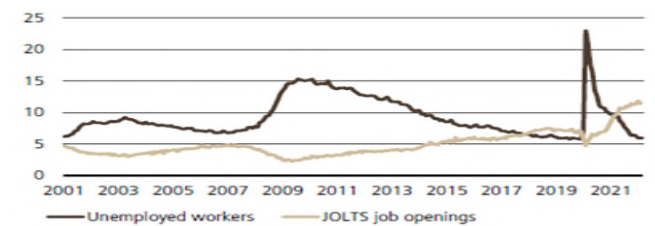


Abb. 4: Arbeitslose und offene Stellen USA in Mio. (Bloomberg/UBS, Juni 2022)

Schwellenländer

Die strikte Null-Covid-Politik Chinas hat sich nicht nur auf internationale Lieferketten, sondern auch auf die innerchinesische Wirtschaft ausgewirkt. Die Erreichung des Wachstumszieles von 5.5% erscheint mittlerweile illusorisch. Die Ausrufung des Sieges über Covid in Shanghai sowie rund 50 Stimulierungsmassnahmen sprechen jedoch für eine Aufhellung.

Risiken

Die folgenden Risikofaktoren sind auf unserem Radar:

- Geopolitische Risiken: Konflikt Russland/Ukraine, Blockbildungen (USA/Europa, bzw. China/Russland)
- Inflations- und Rezessionsängste
- Volatilität an den Finanzmärkten
- Entwicklung der Corona-Pandemie



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Wieder eine Alternative?

Die US-Notenbank Fed befindet sich seit Februar in einem Zinserhöhungszyklus, der mit einem überraschend hohen Zinsschritt von 0.75% im Juni das Leitziinsniveau auf bereits 1.5% - 1.75% hob. Mit weiteren Schritten wird gerechnet. Für 2023 teilen sich die Meinungen: Während einzelne Auguren von einer Fortsetzung des Drehens an der Zinsschraube ausgehen, sehen die Fed-Mitglieder insgesamt ein stabiles Zinsniveau. Im Juni machte der Fed-Vorsitzende Jay Powell deutlich, dass die Inflationsbekämpfung an vorderster Stelle steht, wenn nötig gar unter möglicher Inkaufnahme einer kurzen Rezession («softish landing»). Wenn sich der Inflationsdruck dank Basiseffekten gegen Jahresende abmildert, ist ein deutlich moderaterer Zinserhöhungspfad wahrscheinlich.

Die Anleiherenditen erhöhten sich auch in anderen Regionen auf breiter Front (Abb. 5), und die Obligationenmärkte erlitten prägnante Einbussen bis in den zweistelligen Prozentbereich. Die alte Prämisse, dass mit einem diversifizierten Aktien- und Obligationenportfolio Aktienmarktrückgänge mit steigenden Anleihenotierungen abgedefert werden können, spielte in den letzten Monaten nicht. Die EZB kündigte ebenfalls den Beginn eines Zinserhöhungszyklus ab Juli an, will aber zwecks Verhinderung einer «Defragmentierung» des Anleihemarktes (wie überdurchschnittlich hohe Renditen von Papieren hochverschuldeter peripherer EU-Staaten) eine indirekte Unterstützung von Teilmärkten ins Auge fassen. Die SNB preschte für einmal überraschend mit einem Zinsschritt bereits im Juni vor und sieht den CHF nicht mehr als überbewertet an. Wir sehen das Hauptrisiko in fortgesetzten Zinserhöhungen bei gleichzeitiger Wachstumsverlangsamung, in einzelnen Volkswirtschaften bis zu einer Kontraktion («Stagflation»).



Abb. 5: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Juni 2022)

Aktien: Bärenmarkt

Seit den Höchstständen kurz nach Jahresbeginn weisen die meisten Aktienmärkte deutlich zweistellige Verluste aus. Mehrere Indizes befinden sich in veritablem Bärenmarkt-Territorium (definiert als -20% seit dem letzten Höchst, Abb. 6). Der Nachfrageschub infolge der Wirtschaftsöffnung nach Covid führte zu stark steigenden Inflationsindikatoren, welche durch den Ukraine-Krieg und anhaltende Lieferkettenunterbrüche aufgrund der chinesischen Null-Covid-Politik noch verstärkt wurden. Die begonnene Inflationsbekämpfung durch die Zentralbanken führte gleichzeitig zu einem markant gestiegenen Zinsgefüge. Die Korrektur war vor allem eine Bewertungskontraktion, weil höhere Zinsen automatisch tiefere erwartete Cashflows bewirken. Die Bewertungen haben sich allerdings erst auf den 10-Jahres-Durchschnitt reduziert. Das Gewinnwachstum der Unternehmen verlangsamt sich, die Analysten rechnen aber mit einer raschen Rückkehr zur Normalität und gehen für 2022 von einem 10%-Wachstum aus. Erhöhte Rezessionsängste würden jedoch zu sinkenden Gewinnerwartungen führen. Kombiniert mit tieferer Liquidität auf-

grund steigender Zinsen und geopolitischer Unsicherheiten sind weitere Kurskorrekturen möglich – wenn auch gerade in Europa bereits ein Stagflationsszenario eingepreist zu sein scheint.

Wir halten an unserer leicht untergewichteten Aktienallokation fest, sind aber bereit, bei einer Beruhigung der Lage selektiv zuzukaufen. In der Vergangenheit notierten Aktienmärkte ein Jahr nach dem Beginn einer Baisse wieder deutlich höher.



Abb. 6: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indexiert seit Jahresbeginn 2020 in Lokalwährungen (Total Return Indices; Bloomberg, Juli 2022)

Alternative Anlagen

Nach sanktionsbedingt scharfen Erdgas- und Rohölkursanstiegen hat der Preisdruck kürzlich etwas nachgelassen. Dies ist jedoch erneuten Rezessionsbefürchtungen geschuldet. Aufgehobene Mobilitätsrestriktionen und Stimulierungen in China sprechen andererseits für steigende Rohwarennotierungen.

Gold mäandriert trotz steigender USD-Zinsen in einem Seitwärtskanal. Höhere Realzinsen – die aber weiter tief negativ sind – würden gegen Gold sprechen, die hohe Inflation spricht andererseits dafür. Wir halten angesichts der Absicherungs- und Diversifikationseigenschaften an Gold-Positionen fest.

Kryptowährungen wie Bitcoin unterlagen in den letzten Wochen starken Preiskorrekturen aufgrund eines Vertrauensverlustes (u.a. Kollaps des USD Stablecoins Terra/Luna, gesperrte Konti beim Celsius-Netzwerk). Ein parteiübergreifender US-Gesetzesentwurf für einen umfassenden Regulierungsrahmen wurde kürzlich vorgestellt, was wiederum vertrauensbildend wäre.

Privatmarkt-Anlagen

Privatmarkt-Aktivitäten waren im ersten Quartal 2022 von aussergewöhnlich hohen Volumen geprägt. In Europa wurden Private-Equity-Abschlüsse im Gesamtvolumen von über EUR 240 Mia. getätigt, einem neuen Quartalsrekord. Dies war hohen Liquiditätsniveaus, tieferen Bewertungen und gesunden Kreditmärkten zu verdanken. Exit-Aktivitäten sanken dagegen auf das tiefste Niveau seit dem 4. Quartal 2020. In der Vergangenheit zeigte sich, dass eingegangene Investitionen während Rezessionsjahren zu überdurchschnittlichen Renditen führten (Abb. 7).

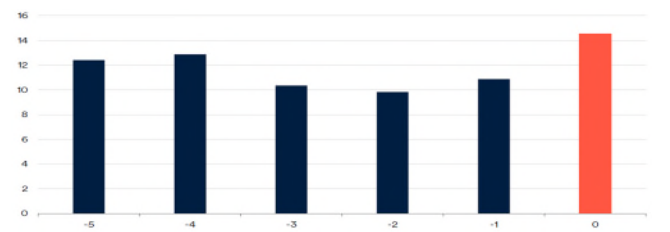


Abb. 7: Private Equity Vintage Performance (durchschnittliche Netto-IRR 1980 - 2009) in USD (0 = Rezessionsjahr; Preqin/Schroders Capital, 2022)



Wende im Zinszyklus

Paul Volcker, ein Vorgänger von Jay Powell als Vorsitzender der US-Notenbank Federal Reserve, erhöhte 1980 den Leitzins zwecks Bekämpfung der aus dem Ruder gelaufenen Inflation zeitweilig auf über 22%. Die Inflationserwartungen waren damals ausser Kontrolle geraten. Die Erwartung steigender Preise führte zu höheren Lohnverhandlungen – eine verhängnisvolle Lohn-Preis-Spirale war in Gang gesetzt worden. Langlaufende US-Staatsanleihen rentierten damals zeitweilig über 15%. Mit den massiven Leitzinserhöhungen wurde dieser Trend gebrochen. In den rund 40 Jahren danach sank die Rendite des 10-jährigen US-Treasury Bonds stetig auf einen Tiefstand von rund 0.6% per Mitte 2020. Im Lichte aufflammender Inflationsängste erhöhte sich die Rendite bis heute wieder auf rund 3% (Abb. 8).

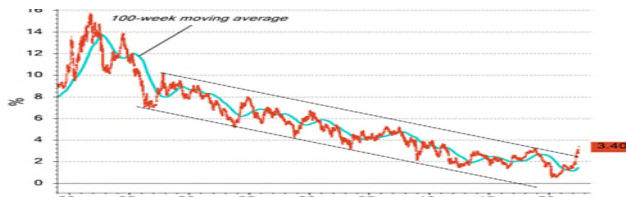


Abb. 8: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen (Refinitiv/ECR Research, Juni 2022)

Jay Powell's kürzlichest Statement, dass die Inflationsbekämpfung Vorrang vor der niedrigen Arbeitslosigkeit (dem zweiten Teil des dualen Mandates des Fed) habe, zielt darauf ab, dass die Inflationserwartungen in Schranken gehalten werden können. Diese sind zwar jüngst gestiegen, aber noch immer innerhalb des 20-jährigen Durchschnitts (Abb. 9).

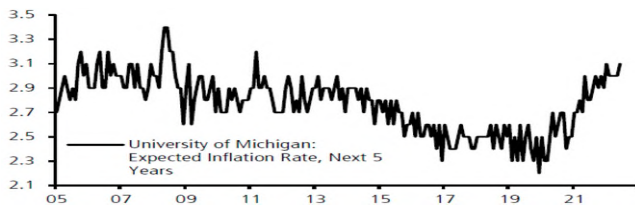


Abb. 9: Inflationserwartungen nächste 5 Jahre USA (University of Michigan/UBS, Juni 2022)

Zentralbanken können durch Zinserhöhungen indirekt das Lohnwachstum bremsen und dadurch für eine Dämpfung der Nachfrage sorgen. Eine hohe Nachfrage ist jedoch zurzeit nicht der Hauptgrund für steigende Inflationen, sondern der Mangel des Angebots von Gütern wie Energie oder Nahrungsmittel. Auf diese Preise können die Notenbanken keinen direkten Einfluss ausüben. Eine indirekte Beeinflussung macht angesichts höherer Preise jedoch absolut Sinn, weil die Risiken einer Lohn-Preis-Spirale in den USA gestiegen sind (Abb. 10).



Abb. 10: %-Anteil US-Unternehmen mit steigenden Verkaufspreisen (rot) und Lohnkostenindex (blau, rechts; Portas/ECR Research, Juni 2022)

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.

Die Zentralbanken befinden sich also auf einer heiklen Gratwanderung, der Eindämmung der Teuerung bei gleichzeitiger Vermeidung eines Abgleitens in eine Rezession («soft landing»). In den vergangenen 60 Jahren ist dies insgesamt drei Mal gelungen (grün eingekreiste Sterne), öfter ist jedoch eine Kontraktion die Folge (Abb. 11). Die Abkehr vom bizarren Negativzins-Regime in Europa und der Schweiz sind an sich jedenfalls wünschenswerte Szenarien – Geld bekommt wieder einen Preis.



Abb. 11: US-Zinserhöhungen und Rezessionen USA seit 1960 (Federal Reserve/Alan Blinder, Mai 2022)

Positionierung

Seit 1987 bestand zudem der sogenannte «Fed-Put». Vermehrt auch seit der Finanzkrise 2008/2011 versorgten die Zentralbanken die Finanzmärkte verlässlich mit Liquidität. Diese Zeiten scheinen mit der wiedererwarteten Inflation zumindest vorerst vorbei zu sein. Die Bremsmanöver suchen schon jetzt ihresgleichen. Besonders eklatant sind die Auswirkungen auf ein klassisches 60% Aktien/40% Obligationen-Portfolio: Beide Anlageklassen verzeichneten im ersten Halbjahr Verluste von über 15% (Aktien) bzw. 10% (Obligationen). Die Beimischung von Privatmarktanlagen konnte dies markant abfedern, letztere dürften aber zeitverzögert auch Bewertungskorrekturen unterliegen.

Ängste vor dem grossen Crash scheinen allerdings übertrieben. Ungleichgewichte, wie sie vor der Finanzkrise auftraten, sind in jenem Ausmass nicht vorhanden, die Banken etwa sind massiv besser kapitalisiert. Auswüchse wie in Teilen der IT-Branche sind jedoch sehr wohl vorhanden. Konzeptbasierte Unternehmen ohne nachhaltige Gewinnaussichten mussten bereits deutlich Federn lassen. Es existieren jedoch auch in Wachstumsbranchen Chancen, Selektivität ist wichtig.

Fazit

Ein allmähliches Abflauen der Inflationsindikatoren sollte zu einem moderateren Zinserhöhungspfad in der zweiten Jahreshälfte 2022 führen. Hohe Staatsverschuldungen begrenzen den Spielraum der Notenbanken zusätzlich.

Unternehmensgewinne dürften für das Gesamtjahr moderat wachsen, wenn auch deutlich geringer als gegenwärtig erwartet. Nachdem die Aktienmärkte bereits zweistellige Verluste zu verzeichnen haben, ist eine signifikante weitere Abschwächung nicht unser Basisszenario. Bis die Inflation abklingt, werden Investoren Stagflationssorgen haben. In diesem Umfeld ist eine Mischung von Substanz- und selektiv Wachstumstiteln angebracht, begleitet von Privatmarkt- und nicht-traditionellen Anlagen.

Baar, Juli 2022/DIG