

Executive Summary

- Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession steigt. Diese wird aber kaum vor 2023 eintreten.
- Die Wachstumsdynamik schwächt sich weiter nur leicht ab. Am Arbeitsmarkt zeichnet sich keine Entspannung ab.
- Die Inflation bleibt länger über der Zielgrösse der Notenbanken und wird für die Unternehmen zur Belastung.
- Die EZB sucht ein neues Hilfspaket zur Unterstützung der Peripherieländer.
- Hohe Inflation, steigende Zinsen und eine Rezession sind ein giftiger Cocktail für die Aktienmärkte.
- Der USD entwickelt sich uneinheitlich, Gold bleibt widerstandsfähig.



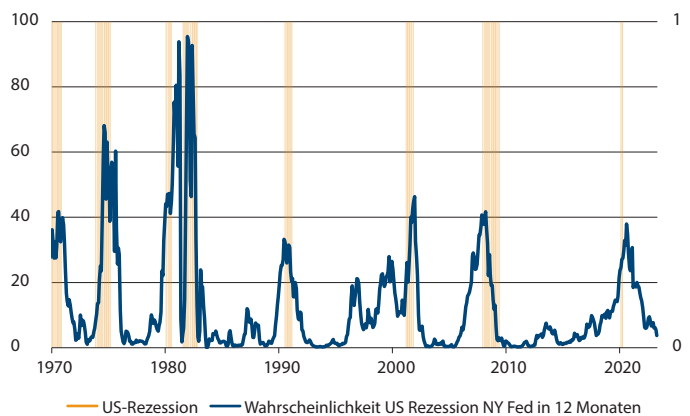
Fokusthema

Rezessionsorgen steigen

- Joe Biden und Janet Yellen verbreiten Optimismus und versuchen Anleger zu überzeugen, dass eine Rezession in den USA vermieden werden kann. Dank einer beherzten Straffung der Geldpolitik, gefolgt von «Trippelschrittchen» zur Feinsteuerung gegen Ende, ist ein Erfolg nicht auszuschliessen.
- Die letzten Zinsentscheide sind gemäss Jerome Powell aufgrund des robusten Arbeitsmarktes und Wirtschaftswachstums gerechtfertigt.
- Die Erkenntnis, dass die Inflationsbekämpfung aber nicht ohne eine Rezession erreicht werden kann, setzt sich im Markt zunehmend durch. Das Modell der New York Fed berechnet eine Wahrscheinlichkeit von 3,7%. Die Vorhersagefähigkeit dieses Modells seit 1970 ist überzeugend. Üblicherweise führt aber erst ein Wert von über 30% zu einer Rezession (siehe Grafik). Von diesem Wert sind wir aktuell weit entfernt. Ein Anstieg scheint aber unausweichlich.
- Gemäss einer Erhebung von Bloomberg beziffern Ökonomen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA bei 31,5%. Auch für die Eurozone liegt der Erwartungswert bei rund 30%. Treiber sind weiterhin steigende Energie- und Lebensmittelkosten. Für die Schweiz liegt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession mit 25% etwas tiefer.

- In der Schweiz senkt das Konjunkturforschungsinstitut KOF der ETH die Prognose für das Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) leicht und warnt aber vor einer drohenden (globalen) Rezession ab 2023. Als konjunktureller Bremsklotz wird wiederum die Inflation aufgeführt. Wir teilen die Einschätzung des KOF einer Rezession ab 2023.

Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in 12 Monaten (New York Fed Modell), seit 1970

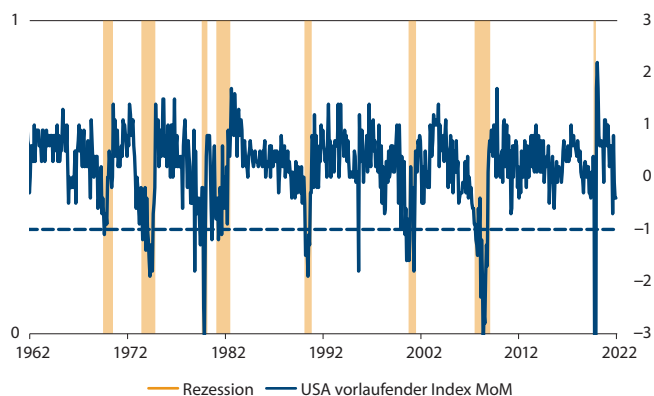


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Konjunkturverlangsamung, aber noch keine Rezession in Sicht

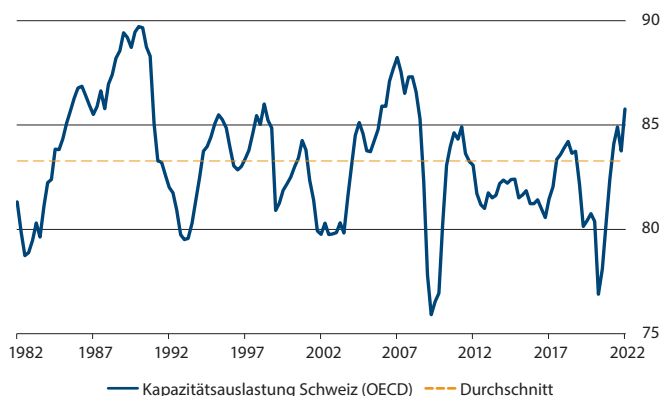
- Wir passen unsere Wachstumsprognosen leicht an: Welt +3,2% (vorher: +3,3%), USA +2,6% (+2,7%), EU +2,5%, Japan +2,2%, China +4,2% (+4,4%), UK +2,8%, Schweiz +2,4%.
- Jerome Powell, der Vorsitzende der US-Notenbank Fed, verweist zur Rechtfertigung der Zinserhöhung um 75 Basispunkte auf die weiterhin robuste Verfassung der US-Wirtschaft. Die US-Arbeitslosigkeit verharrt seit März auf tiefen 3,6% und die laufenden Ansprüche auf Arbeitslosenunterstützung sind mit knapp über 1,3 Mio. auf historisch tiefem Niveau. Neuanstellungen sind relativ einfach zu finden, womit die Verhandlungsmacht für Lohnforderungen weiter beim Arbeitnehmer liegt und von dieser Seite weiter Inflationsdruck besteht.
- Harte Daten zum Zweitquartals-Wachstum des US-BIP liegen am 27. Juli vor. Bis dahin müssen wir auf Umfragewerte und Stimmungsindikatoren abstützen.
- Die Einkaufsmanagerindizes für Japan steigen weiter an und befinden sich in der Wachstumszone von über 50 Punkten. In Europa und den USA gleiten sie von historisch hohen Werten weiter zurück, verharren aber ebenfalls über der Wachstumsschwelle. In China steigen die Indikatoren nach den massiven pandemiebedingten Eingriffen in die Bewegungsfreiheit wieder deutlich an, bleiben aber unter 50. Ein weiterer Anstieg in die Wachstumszone wird erwartet.
- Die Dynamik der globalen Wirtschaft schwächt sich weiter leicht ab, verharrt aber in der Wachstumszone.
- Die Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF) senkt die Wachstumsprognosen für 2022 von 2,9% auf 2,7% und für 2023 von 2,3% auf 1,6%. Staatsausgaben und die Baubranche belasten, während der Lageraufbau stützt. Die Inflation soll bis Ende Jahr auf 2,6% fallen.
- Die von der SNB durchgeführte Umfrage bei Unternehmen sagt für das zweite Quartal ein weiteres Umsatzwachstum voraus. Der Dienstleistungssektor profitiert von der Öffnung nach der Pandemie während in der Industrie die starke Wachstumsdynamik leicht abschwächt. Die Wirtschaft sei vom Krieg in der Ukraine nur sehr selektiv betroffen. Allerdings stellen die gestiegenen Energiepreise ein Risiko dar. Die Unternehmen können die gestiegenen Kosten bisher an die Kunden weitergeben.
- Global bleiben die Unsicherheiten hoch: der Ukraine-Krieg, die weitere Entwicklung der Corona-Pandemie und staatliche Eingriffe zu deren Eindämmung, Rohstoffpreise und deren grundsätzliche Verfügbarkeit, die Härte mit welcher die Notenbanken gegen die Inflation und Exzesse der letzten Dekaden vorgehen und schliesslich die Konsumlaune und die Lohndynamik gehören zu den wichtigsten Einflussfaktoren.

USA vorlaufender Index, %-Veränderung auf Monatsbasis, seit 1962



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

OECD Kapazitätsauslastung Schweiz, seit 1982

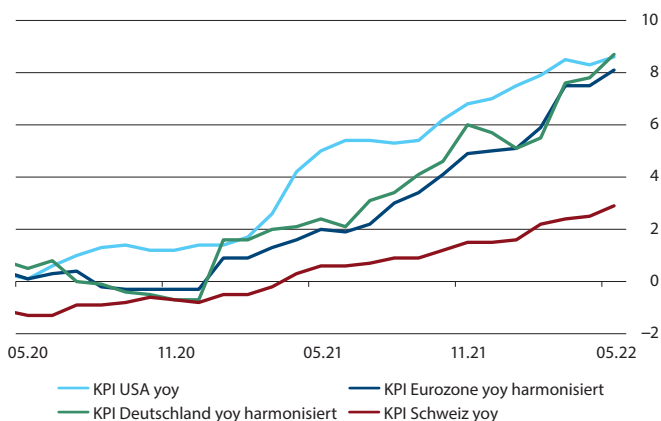


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Preisstabilität im Fokus – Konjunktur tritt in Hintergrund

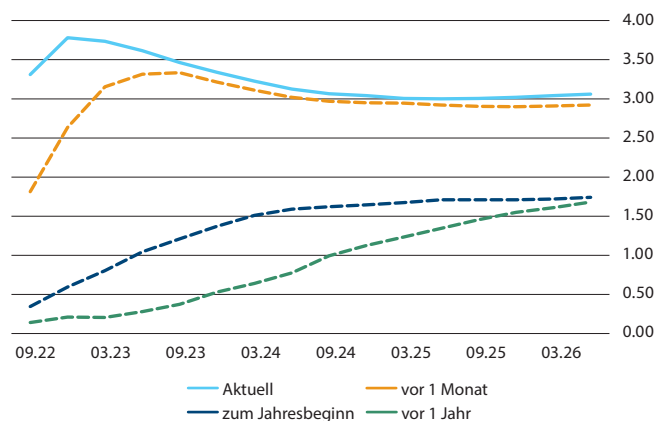
- In den USA ist der Konsumentenpreisindex im Mai wieder auf 8,6% gestiegen und hat die Marktteilnehmer verunsichert. Erwartet wurde eine Stabilisierung der Preisentwicklung dank Basiseffekt und starkem Dollar.
- Die Fed hat am darauf folgenden Offenmarktausschuss den Zins um satte 75 Basispunkte angehoben. Jerome Powell stellte anlässlich der Pressekonferenz die Bekämpfung der unerwünscht hohen Inflation und das Wiedererlangen der Preisstabilität unmissverständlich in den Vordergrund der Geldpolitik.
- Unter dem Gesichtspunkt der Preisstabilität prescht auch die SNB mit einer Zinserhöhung um 50 Basispunkte aus dem Windschatten der EZB hervor. Bisher wurde kommuniziert, erst im Nachgang der EZB aktiv zu werden.
- Die EZB hat es an ihrer ordentlichen Sitzung verpasst, die hohe und mittlerweile in der Eurozone und in Deutschland relativ stark steigende Inflation zu bekämpfen. Gestiegene Zinsaufschläge für Italien und Griechenland hindern die EZB, die notwendigen Zinsschritte zu ergreifen. Der Fragmentierung innerhalb der Eurozone soll durch flankierende Massnahmen begegnet werden, die von einem Gremium bis zur nächsten Sitzung erarbeitet werden.
- Inflationstreiber sind aus nachvollziehbaren Gründen Energie- und Nahrungsmittelpreise. Der Preisdruck weitet sich nun aber auf den Dienstleistungssektor sowie auf Finanzierungskosten und Mieten aus. Als Folge wird der Inflationsdruck über Zweitrundeneffekte länger Bestand haben.
- Notenbanken werden daher die Leitzinsen weiter erhöhen müssen und auch die EZB wird sich nicht länger solchen Schritten entziehen können. Für die Juli-Sitzung werden die wiederholt kommunizierten 25 Basispunkte erwartet, gefolgt von 50 Basispunkten im September. Bis Jahresende wird mit einem Anstieg der Leitzinsen in der Eurozone auf 1,25% und in den USA auf 3,75% gerechnet.
- Der CHF-3M-SARON preist aktuell keinen weiteren Zinsschritt der SNB ein. Eine weitere Straffung ist allerdings zu erwarten. Im September würde damit die SNB die seit Januar 2015 bestehende Phase der Negativzinsen verlassen.
- Per 1. Juni hat die Fed begonnen, die Bilanzsumme pro Monat um 47,5 Mrd. US-Dollar zu reduzieren. Ab 1. September soll die Reduktion auf 95 Mrd. US-Dollar ausgedehnt werden.
- Eine erste Zinssenkung ist in den USA aufgrund der Euro-\$-Futures von den Marktteilnehmern für das dritte Quartal 2023 eingepreist und dürfte zeitlich mit einer einsetzenden Rezession einhergehen.
- Die Notenbanken Chinas und Japans dürften weiterhin von einer strafferen Geldpolitik absehen.

Konsumentenpreisinflation, seit Mai 2020



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Verfälle auf Euro-\$-Futures – Zinshoch im Dezember 2022



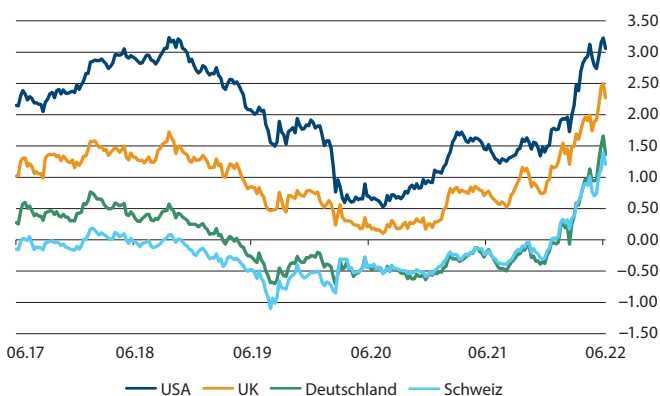
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Nervöse Anleihenmärkte

- Die Zinsschritte der Fed sowie weiterer Zentralbanken haben die Anleihenmärkte nervös gemacht. Die Kursverluste insbesondere in den europäischen Märkten haben sich noch akzentuiert. Andererseits ist dadurch die zu erwartende Zinsentwicklung hinlänglich in den Zinskurven eingepreist.
- Neben steigenden Renditen sind auch die Kreditaufschläge bei Unternehmensanleihen von guter Anlagequalität (Investment Grade) 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 lockeren 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. Dennoch können in den erhöhten Renditeniveaus bereits da und dort interessante Opportunitäten erkannt werden.

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

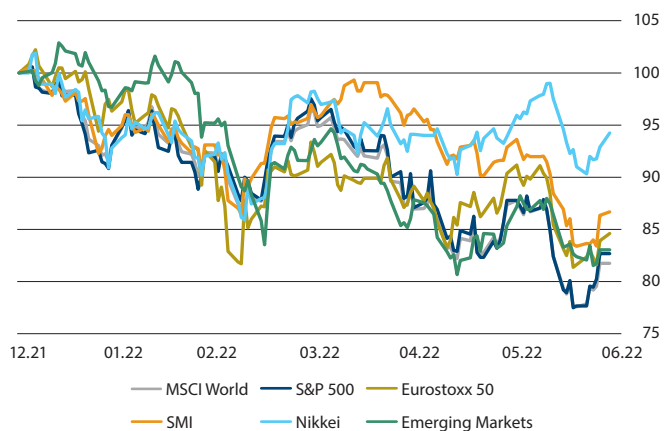


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien unter Druck

- Die Mischung von hoher Inflation, steigenden Zinsen und einer möglicherweise eintreffenden Rezession ist ein giftiger Cocktail für die Aktienmärkte. Entsprechend deutlich wurden diese gebeutelt. Allerdings sind die prognostizierten Zinspfade mittlerweile zu guten Teilen in die Aktienmärkte eingepreist.
- Kurzfristig könnte es daher zu einer Gegenreaktion an den Märkten kommen, sind diese doch deutlich überverkauft und die Stimmung ist stark negativ. Während Kleinanleger in der massiven Korrektur zu grossen Teilen aus dem Markt ausgeschieden sind, fungieren vor allem die Unternehmen selber weiterhin als Käufer im Rahmen ihrer Aktienrückkaufprogramme.
- Die Mitte Juli beginnende Berichtssaison für das Q2 wird anspruchsvoll werden. Wir rechnen mit sehr verhaltenen Kommentaren der Unternehmen was den Ausblick 2022 betrifft. Zu viele divergierende Einflussfaktoren sind aktiv und der Durchblick gilt als äusserst schwierig. Grosskapitalisierte Titel könnten allenfalls überraschen, da sie aufgrund ihrer Grösse, operativer Vorteile und Bilanzstärke über deutlich mehr Kraft verfügen und ihre Geschäftsmodelle intakt sind. Währenddessen bleiben viele kleinere Konkurrenten in der Marktkorrektur auf der Strecke.
- Wir bleiben bei anhaltend hoher Volatilität konservativ positioniert und empfehlen eine neutrale bis leicht untergewichtete Aktienquote.

Aktienmärkte: Performance 2022, indexiert



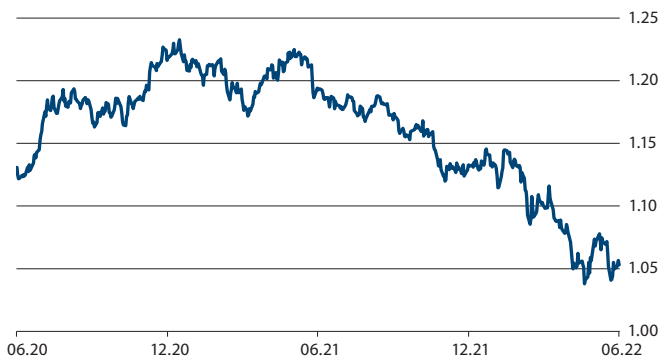
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Dollar uneinheitlich

- Nachdem in den letzten Tagen vermehrt über die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer durch die Zinsanhebungen der Fed induzierten Rezession in den USA diskutiert wird, hat sich der Aufwärtstrend des US-Dollar etwas abgeschwächt.
- Der prognostizierte Zinspfad der Fed («Dot-Plot») wird mittlerweile von einigen Ökonomen als direkter Weg in die Rezession angesehen und man geht deshalb davon aus, dass die US-Notenbank möglicherweise im Spätherbst (kurz vor den Wahlen im November?) umschwenken wird.
- Die Dollarstärke ist aber gegenüber dem japanischen Yen weiterhin sehr deutlich erkennbar. Das Festhalten der Bank of Japan an der Kontrolle der japanischen Zinskurve (YCC: «yield curve control») hat zu einer markanten Abschwächung des Yen geführt. Nicht wenige Analysten gehen davon aus, dass überhaupt ein grosser Teil der gegenwärtigen Spannungen im Finanzsystem darauf zurück zu führen sind.
- Der Schweizer Franken hat nach dem mutigen SNB-Zinsentscheid zugelegt und dürfte in den nächsten Monaten um die Parität zum EUR handeln.

EUR/USD, 2 Jahre

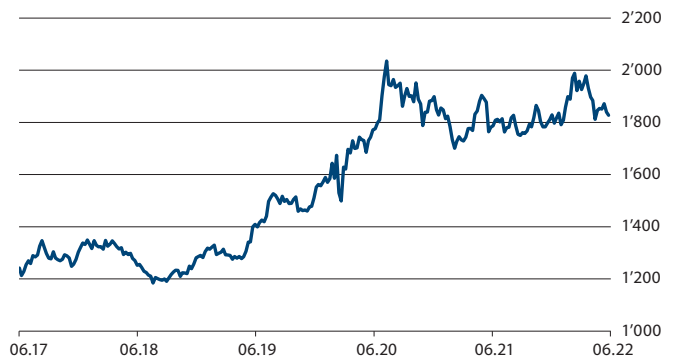


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold resilient

- Der Goldpreis zeigt sich erstaunlich widerstandskräftig. Üblicherweise ist bei einem so drastischen Anstieg der Realzinsen (die reale Verzinsung der 10-jährigen US-Treasuries ist innerhalb von 3 Monaten von -1% auf +0,6% angestiegen) und einem zusätzlich festeren US-Dollar mit einem deutlichen Rückgang des Preises zu rechnen. Ein Muster, welches sich so in der Vergangenheit oftmals abgezeichnet hatte.
- In dieser Phase scheinen es andere Einflussfaktoren zu sein, welche den Goldpreis unterstützen. Möglicherweise hat sich eine Risikoprämie aufgrund der unsicheren geopolitischen Situation aufgebaut? Es scheint leider so, dass sich der Krieg in der Ukraine zu etwas länger anhaltendem entwickelt, was durchaus weiter eskalieren könnte.
- Wir bleiben im Gold engagiert und rechnen gegen das Ende des Jahres wieder mit steigenden Preisen, nicht zuletzt wegen einer möglicherweise etwas weniger restriktiven Haltung der FED.

Goldpreis in \$ pro Unze, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

DC Bank
Schauplatzgasse 21
Postfach
3001 Bern

Telefon 031 328 85 85
Internet www.dcbank.ch



Eine Institution der
Bürgergemeinde
Bern

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.