regiobank MÄNNEDORF

Executive Summary

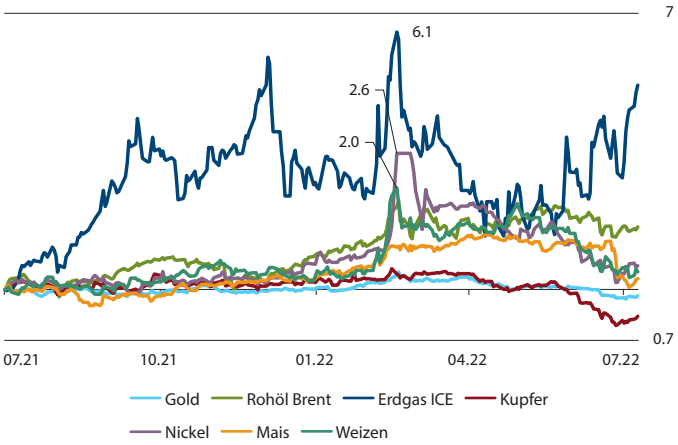
- Die Rohstoffkurse kommen nach einem starken Kursanstieg auf breiter Front unter Druck und implizieren eine nahende Rezession.
- Die steigende Inflation, eine neuerlich drohende Eurokrise und die euro-kritischen Tendenzen in Italien sind schwierige Rahmenbedingungen für die EZB.
- Der Zinsschritt der EZB von 50 Basispunkten war eher überraschend.
- Die Unternehmensergebnisse wurden trotz Margenerosionen von den Investoren positiv aufgenommen.
- Gold hat sich relativ gut geschlagen, in einem unsicheren Umfeld mit hoher Inflation aber enttäuscht. Es besteht Aufholpotenzial.

Fokusthema

Volatile Rohstoffe – «Dr. Kupfer»

- Die Verknappung der Rohstoffe durch Covid-bedingte Lockdowns und den Angriff Russlands auf die Ukraine führte zu teils kräftigen Preisanstiegen. So haben sich die Preise von Erdgas in die Spitze mehr als versechsfacht, Nickel hat um 160% zugelegt und der Weizen hat sich verdoppelt.
- Diese Höchstwerte wurden kurz nach Kriegsbeginn – um den 7. März 2022 – erreicht. Einzig Mais erreichte die Höchststände erst Ende April. Seither korrigieren die aufgeführten Rohstoffe kräftig.
- Industriemetalle, die als Konjunkturindikator herangezogen werden, kamen innert Wochen unter heftigen Abgabedruck und implizieren eine Rezession: Kupfer –37%, Nickel –47%.
- Russland hat vor Kriegsbeginn den Lagerbestand des grössten Gaslagers in Deutschland (Astora in Rehden), das von Gazprom betrieben wurde, praktisch auf null heruntergefahren. Die Liefermenge durch Nord Stream 1 wurde in den letzten Wochen auf rund einen Drittel gesenkt. Für Unterhaltsarbeiten wurde der Durchfluss Mitte Juli ganz eingestellt. Nach Wiederaufnahme der Lieferung droht Russland den Durchfluss von Erdgas weiter tief zu halten. Insbesondere für die Heizperiode von Oktober bis April wird die Versorgungslage kritisch.
- Selbst Agrarrohstoffe wie Weizen oder Mais werden günstiger. Der Krieg in der Ukraine führt zu Ausfällen und wegen der Hitze und Wasserknappheit im Westen Europas drohen auch hier Ernteausfälle. Die sinkenden Preise sind deshalb nicht nachzuvollziehen.
- Für Energie- und Agrarrohstoffe rechnen wir mit steigenden Kursen.

Wertentwicklung ausgewählte Rohstoffe (logarithmiert, indexiert), 1 Jahr



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Konjunkturverlangsamung setzt sich fort

- Wir senken unsere Wachstumsprognosen aufgrund der drohenden Energieverknappung: Welt +2,9% (vorher: +3,2%), USA +2,1% (+2,6%), EU +2,3% (2,5%), Japan +2,2%, China +3,7% (+4,2%), UK +2,8%, Schweiz +2,0% (+2,4%).

- Die Sanktionen gegen Russland scheinen zunehmend zu wirken. Präsident Putin verwendet die Gaslieferungen an Deutschland als wirtschaftliches Druckmittel gegen den Westen mit dem Ziel, die Sanktionen gegen sein Land aufzuheben. Die Füllstände der Gasspeicher in Deutschland und Europa bleiben kritisch und können im Hinblick auf die Heizsaison und steigende Nachfrage ab Oktober zu einschneidenden Einschränkungen für Industrie und Private führen. Massnahmenpakete wurden ausgearbeitet, um die Situation zu entspannen. Auswirkungen auf das globale Wirtschaftswachstum werden kaum ausbleiben.

- Die Dynamik in den Einkaufsmanagerindizes nimmt weiter ab. Der Gesamt-PMI für Deutschland und die USA von S&P Global (Markit) ist jüngst auf unter 50 Punkte gefallen und wirft Fragen zur wirtschaftlichen Verfassung auf. Positiv entwickeln sich Japan und China, welche sich von den Corona-bedingten Lockdowns erholen und zurück in die Wachstumszone von über 50 Punkten geklettert sind.

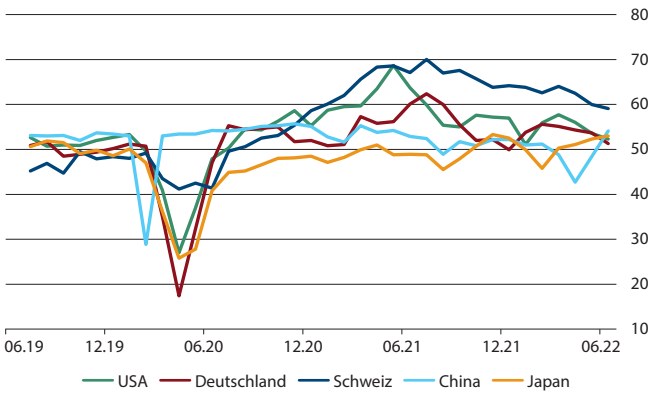
- Die Fed erwähnt in ihrer Juli-Ausgabe des Beige Book, dass sich die Nachfrage in einigen Regionen verlangsamt hat und in fünf Bezirken die Rezessionsrisiken gestiegen sind. Gestiegene Nahrungsmittel- und Energiekosten belasten das verfügbare Einkommen der Haushalte und somit die Nachfrage allgemein. Jüngst sinkende Rohstoffpreise sorgen diesbezüglich für Entlastung. Produktionsseitig belasten weiterhin beeinträchtigte Lieferketten und ein Arbeitskräftemangel. Das Bruttoinlandprodukt für die USA ist im zweiten Quartal annualisiert um 0,9% und im Quartal um 0,2% gefallen. Die USA befindet sich somit in einer (leichten) technischen Rezession. Der Dienstleistungsbereich und hier im Besonderen Tourismus und Freizeit sind nach Corona robust und für die Konjunktur stützend.

- Für Europa werden die ersten Publikationen für das Bruttoinlandprodukt ebenfalls ab Ende Juli erwartet. Ökonomen gehen weiterhin von einem positiven Wachstum aus.

- Aufgrund der gestiegenen Zinsen ist die Bautätigkeit gesunken, da der Erwerb eines Eigenheims weniger erschwinglich geworden ist. Mietkosten in den USA sind deutlich gestiegen und trugen am stärksten zum Inflationsschub auf 9,1% im Juni bei.

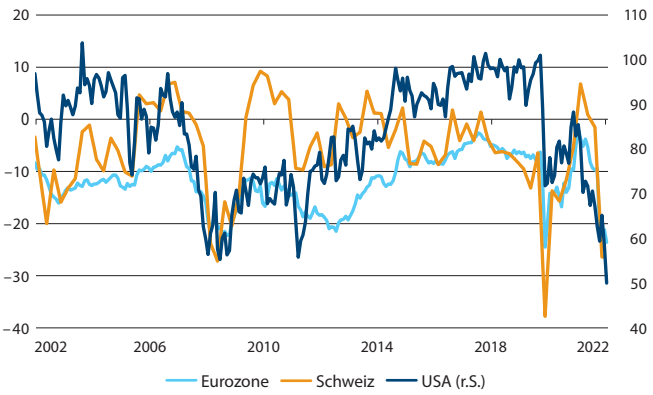
- Während die Lage am Arbeitsmarkt in den USA weiter angespannt bleibt, steigen die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung seit März. Einige Unternehmen haben auf die erwartete Nachfragedelle einen Einstellungsstopp in Aussicht gestellt. Die Arbeitsmarktsituation könnte sich folglich auf Ende Jahr verschlechtern.

Einkaufsmanagerindizes Industrie und Dienstleistung, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Konsumentenstimmung weltweit, 20 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Notenbanken im Schaufenster

- Die Konsumentenpreisinflation liegt auf Jahresbasis in den wichtigsten westlichen Wirtschaftsräumen mehrheitlich zwischen sieben und zehn Prozent und war per Juni und teilweise auch Juli weiter steigend. Dies sind Werte, die zuletzt anfangs der 80er-Jahre verzeichnet wurden und liegen deutlich über der Zielgrösse der Notenbanken von 2%. Die Inflationsbekämpfung steht für die meisten Notenbanken mittlerweile zuoberst auf der Traktandenliste. Die hohen Inflationsraten lassen weiter kräftige Zinsschritte erwarten.

- Zur Inflationsbekämpfung hat nun auch die EZB die Leitzinsen erstmals seit 2011 wieder um 50 Basispunkte angehoben. Erwartet wurde eine Erhöhung um 0,25%.

- Gleichzeitig wurde ein neues Anleihekaufprogramm für Staatsanleihen der höher verschuldeten Peripherieländer (Transmission Protection Instrument, TPI) angekündigt. Auslaufende Anleihen aus dem Pandemie-Notfallprogramm PEPP sollen zum Kauf von Anleihen der Peripherieländer zum Kampf gegen den Renditeanstieg eingesetzt werden können. Für das Programm sei ausreichend Kapital vorhanden. Wegen dem Vorwurf der Staatsfinanzierung wird das Paket bereits heftig kritisiert. Sollten Käufe tatsächlich erforderlich werden, wird sich das Kreditrisiko dieses Portfolios sukzessive verschlechtern, was nicht zweckdienlich ist.

- Trotz der flankierenden Massnahmen der EZB steigt der Zinsaufschlag für Italien aufgrund der Regierungskrise nach dem Rücktritt von Mario Draghi und unterzieht das TPI einem ersten Test.

- Für die folgenden, wesentlichen Notenbanken werden bis Ende Jahr weitere Zinserhöhungen erwartet: Fed +1,75% auf 3,5%, EZB +1,25% auf 1,25%, BOE +1,5% auf 2,75%.

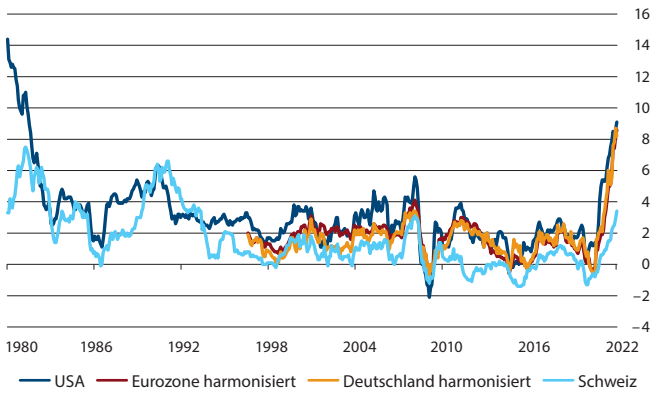
- Mittlerweile werden an den Kapitalmärkten steigende Rezessionserwartungen und erste Zinssenkungen bereits für Mitte 2023 eingepreist. Ob die erwähnten Zinserhöhungen in diesem Ausmass tatsächlich kommen werden, ist somit fraglich.

- Sollten die Eingriffe im Rahmen des TPI der EZB nicht erforderlich werden, könnte auch die EZB ihre Bilanzsumme bald reduzieren.

- Der CHF-3M-SARON ist auf 0% gestiegen und impliziert einen weiteren Zinsschritt der SNB im September und damit auch ein Ende der Negativzinsen.

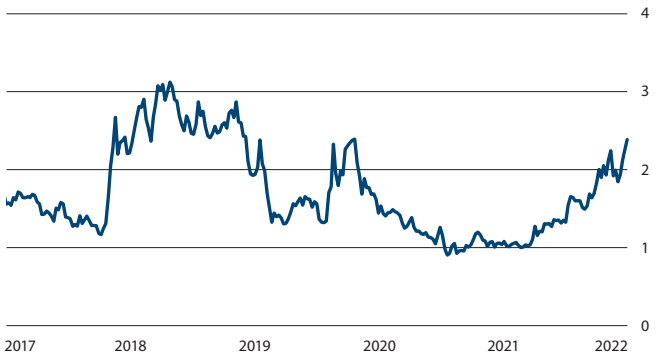
- Die Bank of Japan hält derweil an ihrer Zinskurvenkontrolle fest. Die BOJ wie auch die chinesische Zentralbank verbleiben zwei von nur wenigen Zentralbanken, welche weiterhin eine expansive Geldpolitik verfolgen.

Konsumentenpreisinflation Jahresveränderung in %, seit 1980



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zinsaufschlag Italien – Deutschland, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Nervöse Anleihenmärkte

- Die Anhebung der Leitzinsen durch die Notenbanken hat zu einem Anstieg der Zinskurven sowie der Zinsaufschläge für Kreditrisiken geführt. Damit steigen die Refinanzierungskosten für Schuldner, was das Wachstum belastet und somit den Druck auf die Notenbanken zusätzlich erhöht.

- Zur Inflationsbekämpfung werden die Notenbanken die Zinsen weiter anheben müssen. Die Anleihenmärkte preisen aber bereits im kommenden Jahr erste Zinssenkungen ein. Die Inflationsbekämpfung dürfte kurzfristig aber im Fokus bleiben.

- Im langfristigen Vergleich sind die Zinsen unverändert tief und die Realverzinsung deutlich negativ und somit aus Anlegersicht unattraktiv.

- Einen graduellen Aufbau von Staats- und qualitativ guten Unternehmensanleihen (Investment Grade) zur Reduktion des hohen Untergewichtes erachten wir aber als zweckmässig. Dies in Zusammenhang mit der Erwartung, dass die Inflationsraten gegen Ende Jahr rückläufig sein werden.

Bisher erfreuliche Quartalszahlen

- Der befürchtete Gewinneinbruch in den Unternehmensausweisen für das zweite Quartal ist bisher nicht eingetreten. Insbesondere die amerikanischen Unternehmen haben die Erwartungen mehrheitlich übertroffen.

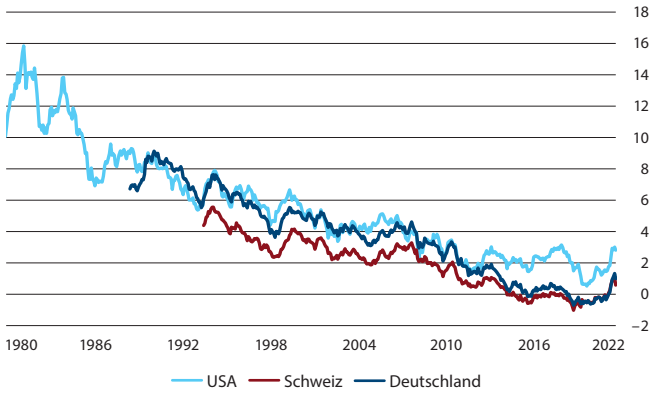
- Allerdings sind die Gewinnmargen in den USA gegenüber dem Vorjahresquartal das zweite Mal in Folge gesunken. Angesichts der gestiegenen Faktorkosten darf dies nicht überraschen.

- Banken haben teilweise die Erwartungen der Analysten nicht erfüllen können. Erträge und Gewinne sind aufgrund tieferer Einkünfte und höherer Rückstellungen für unsichere Kredite deutlich gesunken.

- Stimmungsindikatoren, Prognosewerte, Liquiditätshaltung der Anleger und Bewertungsrichtlinien für Aktien werden als attraktiv eingestuft. Dies für eine deutliche Erhöhung der Aktienquote zu nutzen, dürfte aber verfrüht sein. Zu viele Unsicherheiten und belastende Faktoren bleiben bestehen (Zinserhöhungszyklus, Straffung der Notenbankgeldmenge, Quartalsausweise, Geopolitik, Ausweitung des Ukraine-Kriegs, weiterer Pandemieverlauf, Rohstoffpreise und mögliche Energiekrise).

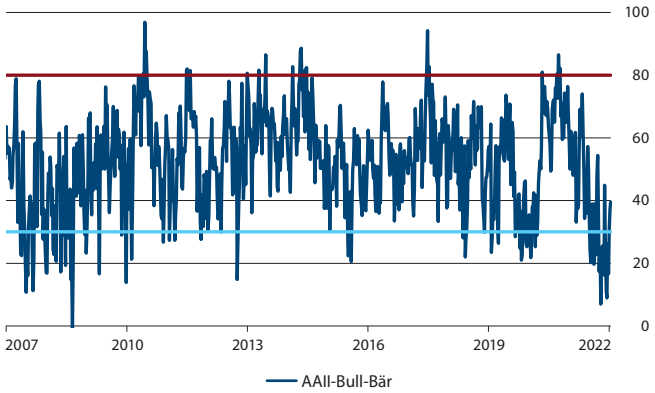
- Für die Erholung sehen wir die Widerstände für die wichtigsten Indizes bei: S&P500 4150/4200, DAX 13 500/13 800 (max. 14 200) und SMI 11 500/11 550.

10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, Rendite in %, seit 1980



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

AAII US Investorenstimmung Bullen – Bären, 15 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Dollar gibt nach

- Der US-Dollar gehörte in der ersten Jahreshälfte zu den grossen Gewinnern. Gründe hierfür sind eine starke Wirtschaft, die Distanz zum Krieg in der Ukraine und die hohe und steigende Zinsdifferenz.

- Mit dem Start des Zinserhöhungszyklus in Europa verliert der letzte Punkt an Bedeutung. Allenfalls kann sich dieser sogar zu Ungunsten des Dollars entwickeln, da hier die Zinserhöhungen erste inflationsdämpfende Wirkung zeigen. Die Fed könnte demnach auch früher als die europäische Zentralbank in einen Zinssenkungsmodus übergehen.

- Zum Franken schwankte der Dollar in den letzten drei Monaten heftig zwischen 0,95 und 1,005. Die unerwartete Zinserhöhung der SNB verhalf hier zu einer Aufwertung des Frankens. Wir rechnen mit einer weiteren Aufwertung auf 0,94.

- Aus geldpolitischer Sicht kann von der Bank of Japan keine Schützenhilfe für den Yen erwartet werden. Die Notenbank hält an ihrer Zinskurvenkontrolle fest und schwächt damit den Yen. Die japanische Wirtschaft sollte hiervon profitieren können.

Gold resilient

- Gold als Zufluchtsort in Krisenzeiten und als Schutz vor Inflation wird seinem Ruf aktuell bei weitem nicht gerecht. Der Kurs ist zeitweise unter 1700 Dollar pro Unze gefallen. Im laufenden Jahr hat die Notierung zum Tiefstkurs Mitte Juli rund 8% nachgegeben, steht damit im Vergleich zu anderen Anlageklassen aber deutlich besser da.

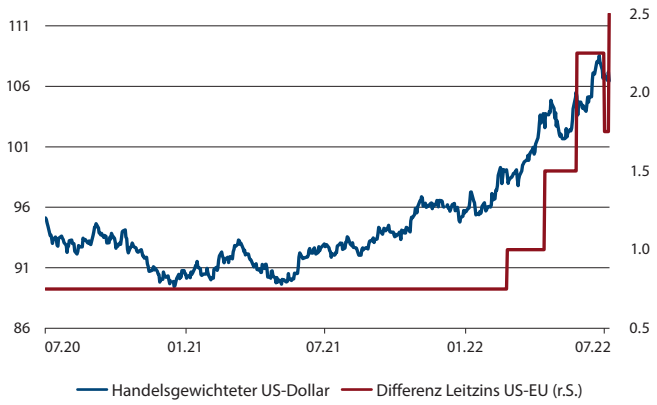
- Belastend wirkte die steigende Realverzinsung und der starke Dollar. Zumindest der Dollar könnte nun etwas Aufwertungspotenzial liefern.

- Kurserholungspotenzial bietet die Realverzinsung. Hier hat sich eine grössere Lücke aufgetan, die aus einer technisch überverkauften Situation geschlossen werden müsste. Darüber hinaus besteht zwischen 1660 und 1680 ein starker technischer Support.

- Die geopolitische Lage bleibt in zahlreichen Regionen angespannt und hat das Potenzial zur Eskalation.

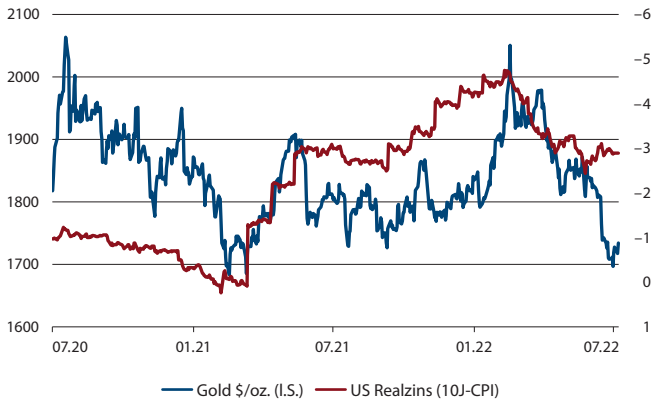
- Wir bleiben im Gold engagiert und rechnen gegen das Ende des Jahres wieder mit steigenden Preisen, nicht zuletzt wegen einer möglicherweise doch etwas weniger restriktiven Haltung der FED.

Handelsgewichteter US-Dollar (DXY), 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Goldpreis in $ pro Unze vs. US-Realzinsen, 2 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.