

Executive Summary

- Die Konjunktur beginnt zu stottern. Die Kaufkraft der Konsumenten sinkt angesichts der gestiegenen Preise. Höhere Produktionskosten werden soweit möglich an die Kunden weitergegeben.
- Die drohende Mangellage bei Energierohstoffen, nachwirkende pandemiebedingte Lieferengpässe wie auch Schwierigkeiten bei den Chipherstellern trüben den Ausblick.
- Die Inflation bleibt trotz ersten Anzeichen einer Entspannung auf unhaltbar hohem Niveau. Notenbanken fokussieren sich unmissverständlich auf die Inflationsbekämpfung.
- Der US-Dollar tendiert weiter zur Stärke. Hingegen leidet der Euro unter den mannigfaltigen Problemen in der Eurozone.



Fokusthema

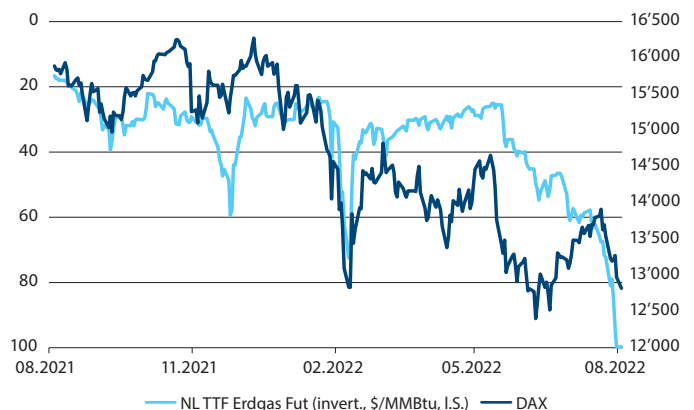
Drohende Energiekrise in Europa

- Die Energieversorgung in Europa ist spätestens mit Blick auf den Herbst kritisch. Zahlreiche Engpässe kumulieren sich.
- Primär beeinträchtigen der Krieg in der Ukraine und die gegen Russland ergriffenen Sanktionen die Versorgungslage mit Erdöl und -gas. Deutschland ist davon unmittelbar am härtesten betroffen. Die Gasspeicher sind inzwischen wieder zu 80% gefüllt und werden somit rascher als geplant vollständig gefüllt sein. Russland liefert aktuell aber nur rund einen Sechstel der üblichen Menge und droht den Gashahn vollständig zu schliessen. Die deutsche Wirtschaft ist dadurch massiv bedroht und die Versorger werden mit einer «Gasumlage» in der Höhe von EUR 34 Mrd. gestützt.
- Die Erdölpreise sind in fünf Monaten um 34% gesunken. Die OPEC+ begrenzt die Fördermenge. Der saudische Energieminister hat zur Stützung der Preise eine neuerliche Kürzung angekündigt.
- In Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine und der Besetzung des Atomkraftwerkes von Saporischschja durch russische Truppen ist die Stromversorgung in der Ukraine gefährdet.
- Auch aus Frankreich kommt keine Entlastung. Knapp die Hälfte der französischen AKWs werden revidiert und stehen still. Schliesslich trägt auch die Trockenheit des Sommers zur Verschärfung der Lage bei. Einerseits sind Transportwege auf

Flüssen eingeschränkt oder vollständig unterbunden. Der Rhein führt nur gerade 38% der üblichen Wassermenge. Andererseits sind die Speicherseen mit rund 76% historisch gesehen unterdurchschnittlich gefüllt. Zur Deckung des Strombedarfs greift Frankreich auf Gaskraftwerke zurück und verschärft die Mangellage zusätzlich.

Erdgas-Futures vs. DAX, 1 Jahr

Wenn der Gaspreis steigt (hier invers, also fällt), fällt der DAX. Hohe Energiekosten belasten die Wirtschaft und die Aktien (hier den DAX).

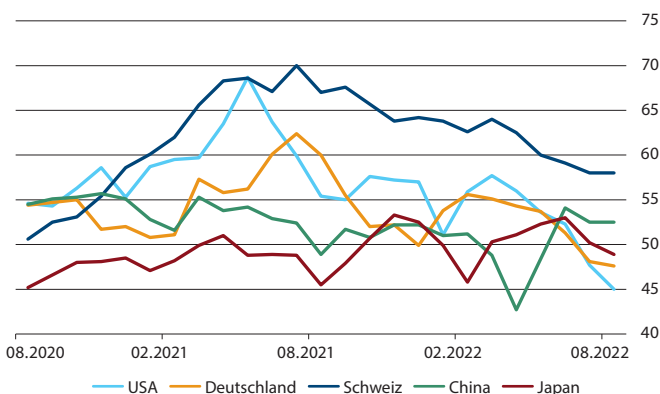


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Konjunktur kühlt sich weiter ab

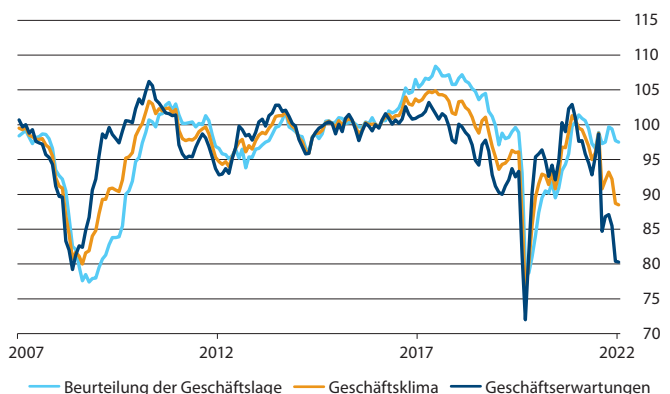
- Wir halten an unseren im laufenden Jahr bereits reduzierten Wachstumsprognosen vorerst fest: Welt +2,9%, USA +2,1%, EU +2,3%, Japan +2,2%, China +3,7%, UK +2,8%, Schweiz +2,0%.
- Die globale Nachfrage schwächelt und die Kaufkraft der Konsumenten ist angesichts steigender Preise geschwächt.
- Aus Unternehmenssicht können, abhängig von der Preismacht, die Kosten weitestgehend weitergegeben werden. Der Umsatz der Unternehmen konnte somit gesteigert werden. Der mengenmässige Absatz sinkt hingegen und ebenso die Margen.
- In den USA sind die Wirtschaftsdaten uneinheitlich ausgefallen. Stark entwickeln sich weiterhin Arbeitsmarkt, Einzelhandel und der Geschäftsausblick der Notenbank von Philadelphia. Der Häusermarkt schwächelt und reagiert empfindlich auf die gestiegenen Zinsen. Die Verkäufe sind seit sechs Monaten rückläufig. Eine grössere Krise ist aus heutiger Sicht aber nicht zu erwarten.
- Schwache Daten wie aus dem Industriesektor von Richmond wecken die Hoffnung auf eine frühzeitige Wende in der Geldpolitik der grossen Zentralbanken. Eine Lockerung der Zinspolitik ist aber verfrüht und bis Mitte 2023 nicht eingepreist.
- Eine starke US-Konjunktur wird die Fed zu weiteren Zinsschritten drängen und wahrscheinlich eine Rezession hervorrufen. Aktuell befindet sich die Kapazitätsauslastung über 80%, was der technischen Rezession (zwei aufeinanderfolgende negative Quartale) deutlich widerspricht. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA in den nächsten 12 Monaten ist aktuell auf 50% gestiegen.
- In Deutschland fällt der ZEW-Indikator für die aktuelle konjunkturelle Lage auf minus 47,6 Punkte. Die Erwartung sinkt mit -55,3 auf ein 14-Jahrestief. Die ifo-Umfragewerte geben nur leicht nach. Der Ausblick bleibt also vorsichtig.
- Die Einkaufsmanagerindizes von S&P Global (bisher Markt) fallen für Europa mehrheitlich unter die Wachstumsschwelle. In den USA sinkt der Dienstleistungssektor gar auf enttäuschende 44,1 Punkte.
- Dank der Erholung der Kapitalmärkte haben sich die Stimmungsindikatoren sowie der Index der finanziellen Verfassung deutlich erholt aber ebenso schnell auch wieder eingetrübt.
- In China stellt die Immobilienkrise eine substantielle Bedrohung dar. Mit der Senkung der Leitzinsen auf Darlehen für Private und Unternehmen versucht die chinesische Zentralbank die Situation zu entschärfen.

Einkaufsmanagerindizes (zusammengesetzt), 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

ifo Umfragewerte, 15 Jahre

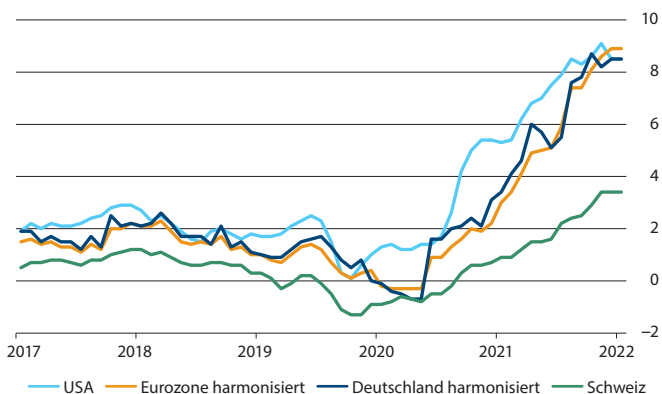


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Alle Augen auf Jackson Hole

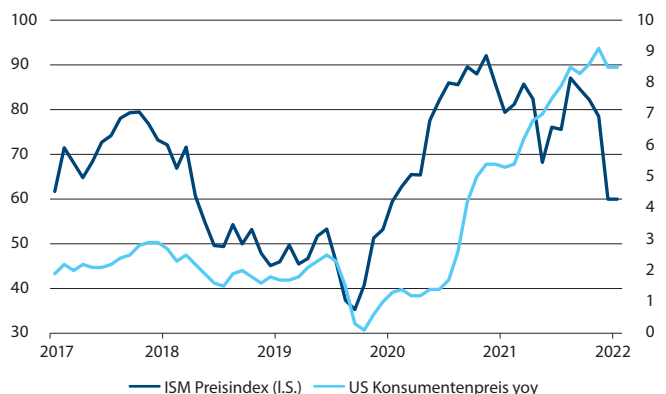
- Sinkende Rohstoffpreise führen zu einer leichten Entspannung bei den Inflationszahlen. In den USA fällt diese von 9,1 auf 8,5%. In Europa wird dieser positive Effekt durch eine schwache Währung und die steigenden Strompreise aber wieder aufgehoben.
- Aufgrund des Basiseffektes dürfte die Inflation über die kommenden Monate deutlich sinken. Die monatlichen Wachstumsraten lagen in den letzten zwölf Monaten im Durchschnitt bei 0,7%. Sollten die monatlichen Veränderungen im Schnitt auf 0,2% sinken, fällt die annualisierte Inflation bis in einem Jahr auf 2,4%. Aus einzelnen Bereichen, wie Energie, Wohnen, Nahrungsmittel, Gesundheit und Transport wird der Beitrag zur Inflation aber erhöht bleiben. Auch Lohnverhandlungen drohen inflationär zu wirken.
- Die Notenbanken haben den Fokus klar auf die Bekämpfung der hohen Inflation gelegt. Die nächsten Schritte dürften nochmals relativ heftig ausfallen. Diese Grundhaltung wurde auch am Treffen der Notenbankchefs in Jackson Hole erneut bestätigt.
- In den USA finden am 8. November Zwischenwahlen statt. Das Repräsentantenhaus wird vollständig, im Senat werden 35 Sitze neu gewählt. Es darf daher erwartet werden, dass die US-Notenbank Fed an der letzten wirklich zählbaren Sitzung vor den Zwischenwahlen (am 21. September) die Leitzinsen nochmals deutlich anheben wird, um die Inflation auf ein «politisch vertretbares» Niveau zu bringen. Danach dürfte die Fed ein gemächlicheres Tempo einschlagen.
- Überraschend war die Aussage von James Bullard, dem grössten Verfechter von tiefen Zinsen im Fed-Gremium, dass eine gemächlichere Gangart bei den Zinserhöhungen noch nicht angezeigt ist. Der Arbeitsmarkt sei zu stark und die Inflation viel zu hoch. Es werde länger dauern, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen.
- Von der EZB wird am 8. September eine Anhebung der Zinsen um 50 Basispunkte erwartet.
- Das Transmission Protection Instrument (TPI) der EZB zur Stützung der Peripherieländer hat bisher seine Wirkung verfehlt. Die Zinsaufschläge für Griechenland und Italien konnten nicht unter Kontrolle gebracht werden. Die EZB hat offenbar die Mittel der auslaufenden Programme nicht vollumfänglich umgelagert und ihre Bilanzsumme sogar leicht reduziert.
- Auch von der SNB wird aufgrund des CHF-3M-SARON ein Zinsschritt von mindestens 25 Basispunkten erwartet. Der offizielle Entscheid wird an der ordentlichen Sitzung vom 22. September kommuniziert.
- Die Hoffnung auf eine gemächlichere Straffung der Geldpolitik v.a. der Fed hat zwar zu einer Entspannung bei den Zinsen und Aktien geführt, erscheint aber aus unserer Sicht verfehlt und verfrüht. Die konjunkturelle Situation und die Erholung der Finanzmärkte drängen die Notenbanken sogar zu einer noch strafferen Geldpolitik.

Konsumentenpreis-inflation Jahresveränderung in %, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA ISM Prices Paid vs. Konsumentenpreisveränderung, 5 Jahre



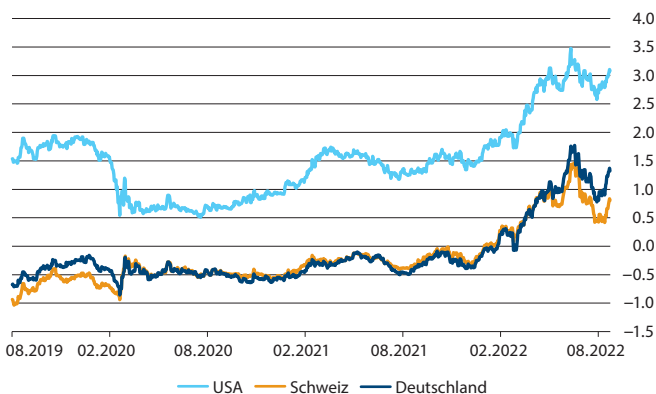
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Ruhe vor dem Sturm?

- Die implizite Volatilität in den US-Staatsanleihen hat erneut deutlich zugenommen und befindet sich fast wieder auf den Höchstständen von Anfang Juli. Einerseits kam hier die Unsicherheit vor dem Treffen der Notenbanker in Jackson Hole zum Ausdruck, andererseits wird die Fed ab September ihre quantitative Straffung (auslaufende Papiere auf der Fed Bilanz nicht zu reinvestieren) auf \$ 95 Mia. verdoppeln und verringert somit ihre Präsenz als Käufer.
- Bei den Renditen hat sich sinngemäss wieder eine leichte Versteifung ergeben, welche auch im CHF- und im EUR-Raum gut zu erkennen ist. Eigentlich sollten sich aufgrund des Inflationsdrucks noch höhere Renditen am längeren Ende der US-Zinskurve abzeichnen. Momentan ist die Kurve aber nach wie vor invertiert und impliziert die Spitze des Leitzinszyklus bereits im März 2023 bei rund 4%.
- Das Thema der Inflationsbekämpfung wird von den Notenbanken bis dato vor allem verbal angegangen. Vor allem die EZB ist dabei sehr zögerlich unterwegs. Würde diese Aufgabe seriös umgesetzt, müsste aufgrund der weiterhin steigenden Inflationszahlen eine deutlich schärfere Gangart an den Tag gelegt werden.

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre

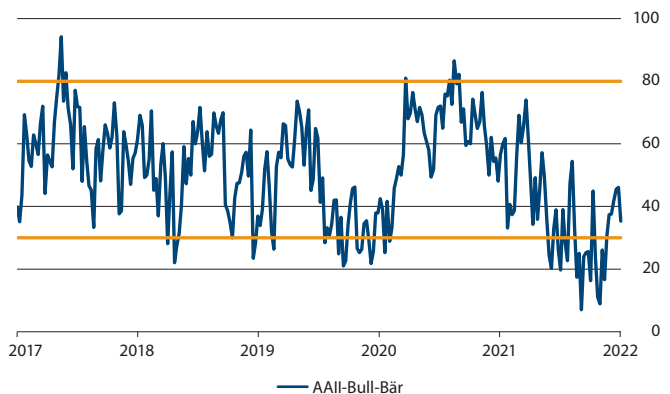


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bear-Market Rally beendet?

- Unter Führung der US-Märkte haben sich die wichtigsten Aktienmärkte im Juli/August deutlich erholt. Durch diesen Aufschwung wurde teilweise gut die Hälfte des Absturzes seit Beginn des Jahres wieder gut gemacht. Dies hat bei vielen Anlegern zu einer gewissen Entspannung geführt.
- Beobachter erkennen in dieser Konstellation aber eine klassische Bärenmarkt-Rally, also eine scharfe Gegenbewegung «nach oben» in einem länger anhaltenden Abwärtstrend. Diese Interpretation ist im Vergleich mit historischen Mustern naheliegend. Darüber hinaus deuten die sich abschwächenden Makrodaten auf einen globalen Rückgang der Konjunktur hin, aufgrund der mannigfaltigen Problemlagen und insbesondere der hartnäckig hohen Inflation.
- Für die Aktienmärkte ergeben sich aus dieser Gemengelage vor allem zwei Probleme: Die erwartete Höhe der Gewinne (Schätzungen für 2023) scheint ambitioniert und die Bewertung eben dieser Gewinne (Kurs-Gewinn Verhältnis) unterliegt einer sinkenden Tendenz, sollten die (Real-) Zinsen weiter steigen.
- Wir bleiben vorsichtig und in der Aktienquote neutral positioniert. Anlegern, welche mit der Bärenmarkt-Rally Gewinne erzielen konnten, empfehlen wir, diese zu realisieren.

AAII US Investorenstimmung Bullen – Bären, 5 Jahre



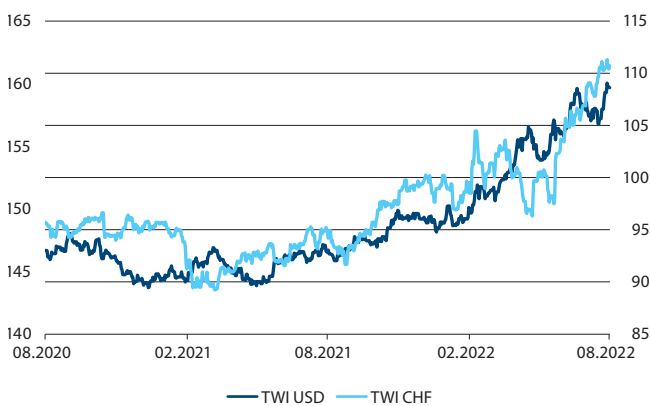
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

König Dollar, Prinz Schweizer Franken

- Der US-Dollar gehört seit Jahresbeginn zu den grossen Gewinnern, profitiert er doch jeweils generell von steigender Unsicherheit. Weitere Gründe für die erhöhten Kapitalflüsse in die USA sind eine (relativ) starke Wirtschaft, die Distanz zum Krieg in der Ukraine und die hohe und steigende Zinsdifferenz vor allem gegenüber dem Euro und dem Yen. Mit der jüngsten Zinssenkung durch die chinesische Zentralbank hat sich die Aufwärtsbewegung des US-Dollars insgesamt noch verstärkt.
- Die Fed erhält durch den starken US-Dollar Schützenhilfe bei der Inflationsbekämpfung, ähnlich wie auch die Schweizerische Nationalbank durch den festen Franken in dieser Aufgabe unterstützt wird. Deshalb ist die Aufwärtsbewegung des US-Dollars gegenüber dem Franken nicht so deutlich spürbar.
- Übergeordnet ist an den Devisenmärkten vor allem eine Euro-Schwäche erkennbar. Dies ist durchaus plausibel, denn neben den makro-ökonomischen Unsicherheiten (Ukraine, Energiekrise, Inflation) belastet auch der mit grossen Fragezeichen versehene politische Ausblick für Europa die Währung.

Handelsgewichteter USD (DXY) und CHF, 2 Jahre

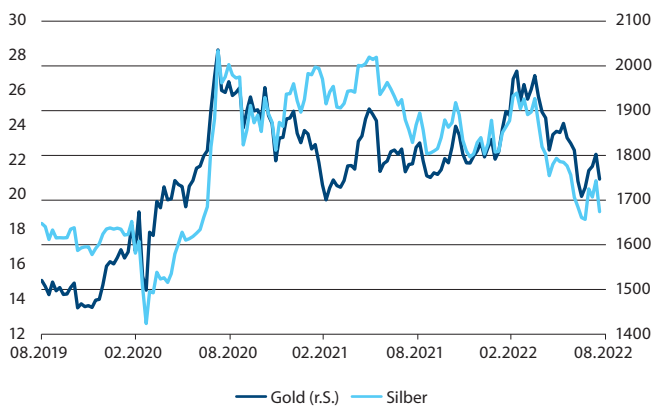


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold unter Druck

- Gold leidet momentan unter zwei Belastungen: einerseits macht der steigende US-Dollar dem gelben Metall zu schaffen, andererseits sind auch die US-Realzinsen wieder am steigen. Die 10-jährige Realverzinsung (Nominalzinsen minus Inflation) liegt wieder bei rund +0,5%, dies macht ein ertragsloses Asset wie Gold etwas weniger attraktiv.
- Grundsätzlich positiv für das Gold bleibt die angespannte geopolitische Lage an zahlreichen Brennpunkten mit erheblichem Potenzial zur Eskalation. Auch eine überraschenderweise weniger restriktive Haltung der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung würde unseres Erachtens dem Goldpreis positive Impulse verleihen.
- Aus diesen Gründen bleiben wir weiter im Gold engagiert.

Edelmetalle in \$ pro Unze, 3 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.