

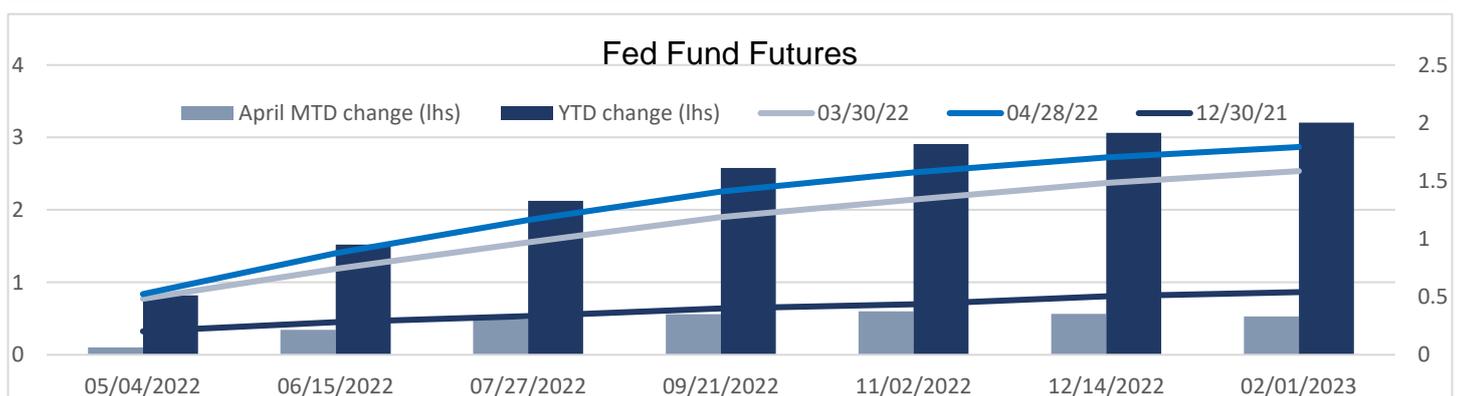
Die Deflation an der Wallstreet geht weiter!

Für April wurde eine deutliche Erholung der Finanzmärkte erwartet, da dieser Monat in der Regel einer der stärksten für Aktien ist, wenn man die historischen Renditen betrachtet. Es kam jedoch ganz anders. Da noch keine Lösung für den Krieg in der Ukraine in Sicht ist und sich die Kämpfe in bestimmten Regionen sogar noch verschärften und die US-Notenbank (FED) eine unerbittliche Zinserhöhungspolitik signalisierte, setzte sich die Vermögensdeflation bei den meisten Finanzanlagen fort. Europäische Aktien hielten sich dabei besser als US-Aktien: Der Stoxx 50 Index beendete den Monat April mit einem Minus von 1,98%, während der breiter gefasste Stoxx 600, der britische und Schweizer Aktien einschliesst, nur 0,57% verlor. Der SMI, der für seine defensive Haltung bekannt ist, beendete den Monat sogar mit einem Plus von 0,85%, wozu Novartis (+6,47%) und Nestlé (+7,19%) kräftig beitrugen. Nestlé meldete im April solide Ergebnisse mit einem gesunden Umsatzanstieg und bekräftigte seine Prognosen für das Jahr 2022. Der britische FTSE 100, der aufgrund der hohen Konzentration von Aktien aus dem Finanz-, Energie-, Material- und Basiskonsumgütersektor (60%) eher «Value» orientiert ist, beendete den Monat ebenfalls positiv und ist der einzige grosse Aktienindex in Europa mit einer positiven Jahresrendite bis Ende April. Es überrascht nicht, dass der IT-Sektor, der bisher weltweit am stärksten unter Druck geriet, im FTSE 100 nur 1% der Marktkapitalisierung ausmacht.

Wachstumsorientierte Indizes wie der S&P 500 oder der Nasdaq erlebten ihren schlechtesten Monat des Jahres und den kompliziertesten seit Beginn der Covid-Krise im März 2020. Während der S&P 500 im April 8,7% verlor, gab der Nasdaq um 13,2% nach. Die gegenwärtige Korrektur (-13,8%) des S&P 500 hat nun bis zum 30. April 2022 ganze 81 Tage andauert, wobei das Allzeithoch am 3. Januar 2022 der Höchststand war. Der Nasdaq befindet sich bereits in einem Bärenmarkt mit einem Peak-to-Through von -23% vom 19. November 2021 bis 30. April 2022. Der April war ein weiterer Monat, in dem sich Value-Aktien deutlich besser entwickelten als Wachstumsaktien, sowohl in Europa als auch in den USA.

Als ob die anhaltenden geopolitischen Spannungen zusammen mit der restriktiveren Rhetorik der FED nicht schon genug wären, wendet China seine Zero-Covid-Politik weiterhin rigoros an und schreckt nicht einmal davor zurück in seinen Metropolen Peking und Schanghai lokale Lockdowns zu verhängen. Dies belastet nicht nur den Welthandel, was sich auf die ohnehin fragile Situation der Lieferketten auswirkt, sondern wird auch die Inflation von der Angebotsseite her weiter unter Druck setzen. Da die chinesische Wirtschaft eine Verschnaufpause beim Wachstum im Jahr 2022 riskiert, beendeten nicht nur die Aktien der Schwellenländer den Monat April deutlich schwächer (5,5% MSCI EM Index), sondern auch einige Rohstoffsektoren gaben ihre Jahresgewinne ganz oder grösstenteils wieder ab, wie zum Beispiel Kupfer, Silber und Platin. Auch Gold geriet unter Druck. Dies ist vor allem auf einen sehr starken USD zurückzuführen. Der USD-Index, der die Stärke des USD gegenüber einem Korb anderer Währungen misst, verzeichnete mit einem Plus von 4,7% den besten Monat seit Januar 2015. Die meisten Marktbewegungen im April lassen sich durch die Aufwärtsverschiebung der Zinserwartungen erklären, die in den FED-Futures eingepreist sind (siehe Grafik unten). Der FED-Zielzinssatz liegt nun bei 2,7% per Jahresende. Höhere FED-Zinsen bedeuten höhere Renditen, einen stärkeren USD und eine Outperformance von Value gegenüber Wachstum.

Nach der Veröffentlichung des US-BIP für das 1. Quartal 2022 hat das Stagflationsszenario nun die Oberhand gewonnen. Während die Erwartungen auf einen bescheidenen Zuwachs von 1% gerichtet waren, schrumpfte das reale BIP auf Jahresbasis für das 1. Quartal 2022 um -1,4%, was eine Kontraktion der Wirtschaft bedeutet. Die grösste Beeinträchtigung ging vom Aussenhandel aus, da die Exporte ihr schlechtestes Quartal seit dem zweiten Quartal 2020 verzeichneten, während die Importe um 18% anstiegen. Die Belastung durch den Aussenhandel sollte angesichts des starken USD seit Jahresbeginn nicht unbedingt überraschen. Positiv hervorgehoben wurde der persönliche Konsum, der um 2,7% wuchs, was über den vorherigen 2,5% liegt, aber unter den Erwartungen von 3,5%. Dennoch unterstreicht die jüngste BIP-Publikation, dass wir uns tatsächlich spät im Zyklus befinden, mit geringem Wachstum und hoher Inflation.



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

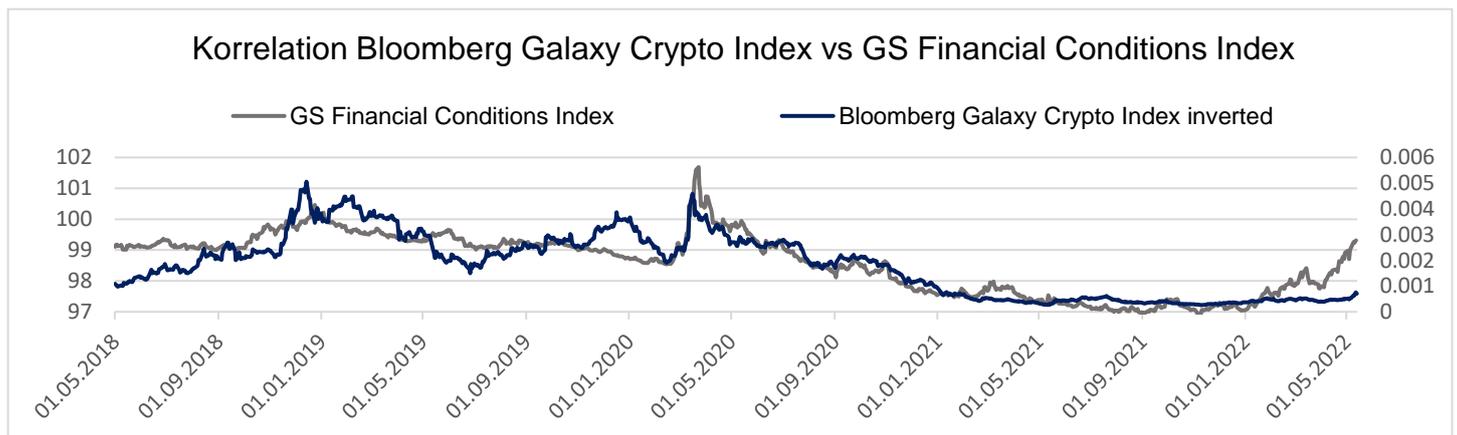


Die erste Maiwoche stand ganz im Zeichen der FED-Sitzung, bei der die Märkte befürchteten, dass zur Bekämpfung der Inflation eine aggressive Anhebung um 75 Basispunkte angekündigt würde. Man einigte sich auf 50 Basispunkte mit dem Hinweis, dass 75 Basispunkte für den Rest des Jahres nicht unbedingt in Betracht gezogen werden. Dies wurde von den Märkten gut aufgenommen. Die aktuelle Volatilität an den Finanzmärkten ist jedoch bemerkenswert, da der starke Zuwachs S&P 500 am nächsten Tag ohne nennenswerte zusätzliche Nachrichten wieder verloren ging.

Die Hoffnungen waren gross, dass der US-Konsumentenpreisindex für April 2022 von seinem Jahrzehntehoch von 8,5% im März 2022 zurückgehen würde. Am wichtigsten war, dass die Inflation mit 8,3% niedriger ausfiel als im Vormonat, wenngleich sie über den Erwartungen eines Rückgangs auf 8,1% lag. Dass der Rückgang geringer ausfiel, war vor allem auf einen massiven Anstieg der Flugpreise zurückzuführen, während die übrigen Kerndienstleistungen eher den Erwartungen entsprachen. Die FED wurde dadurch etwas entlastet, aber künftige Inflationswerte werden für die Beschleunigung der Verschärfung der finanziellen Bedingungen entscheidend sein.

Die Unternehmensgewinne waren in der ersten Gewinnsaison des Jahres bisher sehr solide. In den USA lag die Übertreffungsquote bei über 90% der Unternehmensberichte bei 77%. Von diesen 90% haben über 80% in den Telefonkonferenzen mit den Investoren das Wort "Inflation" genannt. In Europa war die Übertreffungsquote bei den Umsätzen wesentlich höher als bei den Gewinnen, was darauf hindeutet, dass auch die Gewinnmargen tatsächlich unter Druck geraten sind.

Das derzeitige wirtschaftliche Umfeld ist weiterhin schwierig, und mehrere Faktoren deuten auf eine anhaltende Volatilität an den Finanzmärkten hin. Der Markt für Kryptowährungen, der in seinem Spitzenjahr 2021 grosse Zuflüsse verzeichnete und zu einer Massenattraktion wurde, hat nun ebenfalls erheblich an Wert verloren. Wie der Bloomberg Galaxy Crypto Index zeigt, beträgt der aktuelle Rückgang -65% seit seinem Höchststand im November 2021. Die folgende Grafik zeigt, wie sich die verschärften finanziellen Bedingungen auf die Kryptowährungen auswirken. Da die Liquidität abgezogen wird und die Bedingungen ungünstiger werden, kommt es zu einer Neubewertung von spekulativen Vermögenswerten, die ohne wirtschaftliche Fundamentaldaten ein enormes Wachstum erlebt hatten.



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

Stagflation für den Rest des Jahres 2022 ist nun unser Basisszenario. Das negative US-BIP-Ergebnis für das 1. Quartal untergräbt dieses Szenario noch weiter und birgt ein erhebliches Abwärtsrisiko für eine mögliche Rezession in den nächsten 12-18 Monaten. Zwar hat der Markt inzwischen einen beträchtlichen Teil des Zielleitzinses eingepreist, doch wird das verbleibende Risiko für noch höhere Zinsen von den eingehenden Inflationsdaten abhängen. Obwohl der Basiseffekt diesen Druck weiter abschwächen sollte, könnten die anhaltenden Unterbrechungen der Lieferketten und der Krieg in der Ukraine diese Basiseffekte aufheben. Um unsere Portfolios gegen das Rezessionsszenario zu schützen, haben wir in allen unseren Portfolios langfristige Staatsanleihen gekauft, da diese in der Regel eine grössere Elastizität zu globalem Wachstum aufweisen als kurzfristige Inflationserwartungen. Ein erwartetes geringes Wachstum oder schlimmstenfalls eine Rezession dürfte die langfristigen Renditen wieder sinken lassen. Wir gehen auch mit einer deutlichen Untergewichtung in globalen Aktien in den Sommer, während wir unsere Übergewichtung in Gold und Rohstoffen beibehalten. Einen der Gewinner des Jahres 2022, den Dollar, haben wir jetzt untergewichtet! Die aktuelle Positionierung und die grosse Bewegung (Parität zum CHF erreicht, EUR/USD 1,035 am 13. Mai 2022) haben uns veranlasst, die Gewinne in unseren CHF- und EUR-Konten mitzunehmen und unser USD-Engagement abzusichern.

Wir wünschen Ihnen einen guten Start in den Sommer!

Jean-Christophe Rochat, ClIA
Chief Investment Officer

www.heritage.ch