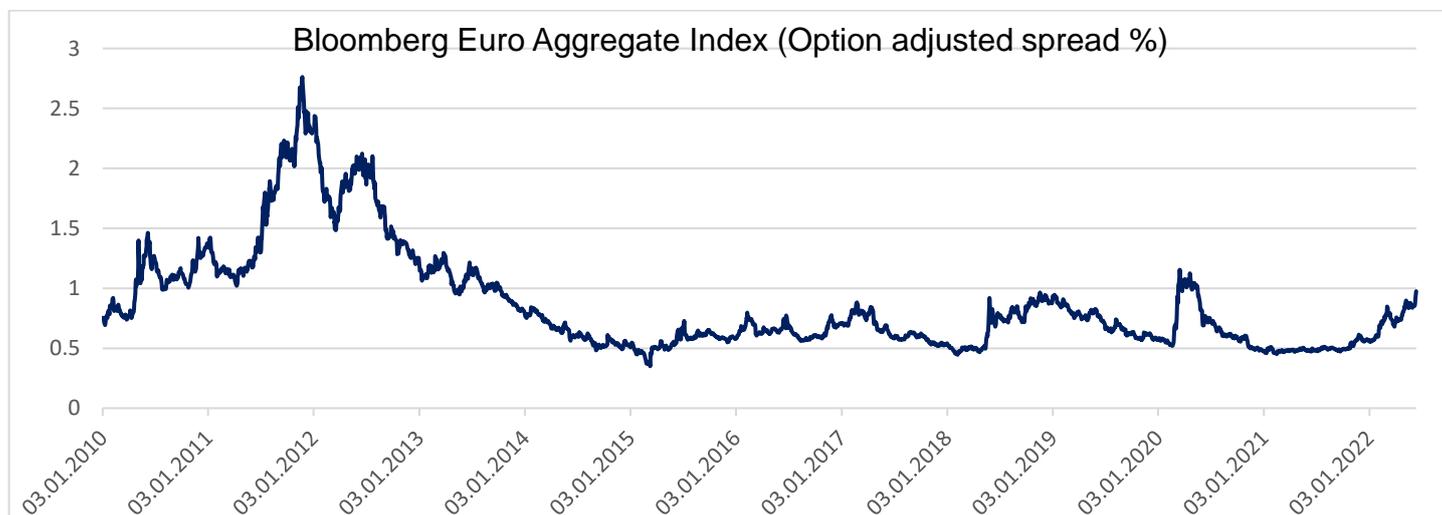


Stagflation... oder schlimmer?

Die Veröffentlichung einiger Wirtschaftsindikatoren, die im Mai etwas besser als erwartet ausfielen, reichten aus, um den nervlich angeschlagenen Anlegern ein wenig Hoffnung zu geben. Obwohl die Publikation des effektiven US-BIP für das erste Quartal 2022 um 1,5% sank (und damit niedriger ausfiel als die im Vormonat gemeldeten -1,4%), blieb der private Konsum mit einem Anstieg von +3,1% gegenüber den erwarteten +2,7% im Quartalsvergleich robust. Die Inflation, die im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit steht, zeigte für die Periode April in den USA ebenfalls Anzeichen einer Verlangsamung. So stieg der von der FED bevorzugte Index «Personal Consumption Expenditure» im Jahresvergleich um 6,3%, nachdem er im März mit 6,6% einen Höchststand erreicht hatte. Selbst die Ankündigung der FED von Anfang Mai, die Leitzinsen um 50 Basispunkte anzuheben und ab Juni mit dem Programm zur Reduzierung ihrer Bilanzsumme zu beginnen, die auf rund 9 Billionen US-Dollar aufgebläht ist, schreckte die Wirtschaftsakteure nicht übermässig ab. Der S&P 500-Index, der vor kurzem seinen Jahrestiefstand erreicht hatte, beendete den Monat daher nahezu unverändert, während der Dow Jones Index mit +0,4% schloss. Defensive Werte mit soliden Cashflow-Ausblicks waren die grossen Gewinner, z. B. die Sektoren Pharma, Öl und Telekommunikation. Diese optimistische Brise kam jedoch dem Nasdaq nicht zugute, der im Monatsverlauf um 2,0% fiel, da er immer noch von den hohen Zinsen auf den Rentenmärkten belastet wurde. In Europa stieg der Euro Stoxx 50 um 1,34%. Die Automobilwerte erholten sich stark, wobei BMW um +10,5% stieg. Auch die Automobilzulieferer folgten dem Trend, wobei Faurecia und Valeo um 22% bzw. 20% stiegen. Im Gegensatz zu den wichtigsten Aktienmärkten fiel der Schweizer SMI um mehr als 4 %, wobei Roche (-9,9 %), Givaudan (-9,6 %) und Logitech (-9,2 %) die grössten Verlierer des Zeitraums waren. Die chinesischen Märkte erholten sich gut, der Shanghai Composite stieg um +4,5%. Die Senkung des Referenzzinssatzes für Hypotheken zur Unterstützung der Wirtschaft und die Aufhebung der Lockdownmassnahmen in Shanghai sorgten für einen Aufschwung der Börsenwerte. Auf der Währungsseite verlor der US-Dollar im Mai an Boden, und der Euro legte gegenüber den Hauptwährungen zu, da Christine Lagarde eine

restriktivere Rhetorik an den Tag legte und andeutete, dass die erste Zinserhöhung im Juli stattfinden würde. Aufgrund der veränderten Tonlage der EZB stiegen die Zinsen von europäischen Staatsanleihen. Die 10-jährige Bundesanleihe beendete den Monat mit einer Rendite von 1,12% gegenüber 0,94% am Ende des Vormonats. Im Gegensatz dazu schwächte sich die Rendite der 10-jährigen US-Anleihe angesichts der etwas schwächeren Inflationsdaten von 2,93% auf 2,84% ab. Schliesslich setzten auch die Rohstoffe ihren Anstieg fort, allerdings in uneinheitlicher Reihenfolge. Der Preis für Brent stieg um 9,6%, da sich die 27 EU-Mitglieder auf ein Importverbot über den Seeweg für russisches Öl bis Ende 2022 geeinigt hatten. Erdgas stieg ebenfalls um +11%. Der vorübergehende Aufschwung bei risikoreichen Anlagen wirkte sich jedoch negativ auf Gold aus, das im Mai trotz eines schwächeren US-Dollars um 3,7% fiel.

In der vergangenen Woche schlug die Präsidentin der Europäischen Zentralbank eindeutig aggressivere Töne an, was die Straffung der Geldpolitik in der Eurozone betrifft. Die jährliche Inflationsrate in der Europäischen Union steigt weiter an und erhöhte sich im April auf eine jährliche Teruerung von 8,1%. Ohne eine andere Möglichkeit zu haben, beschloss der EZB-Rat, die kurzfristigen Zinssätze im Juli um 25 Basispunkte anzuheben, und könnte ab September noch stärker - um 50 Basispunkte - intervenieren. Ein Jahr 2022 ohne Zinserhöhungen, wie Frau Lagarde es uns seit Anfang des Jahres einhämmern wollte, ist also nicht mehr aktuell. Müssen wir die gleichen Auswirkungen befürchten wie bei der geldpolitischen Straffung, die die EZB 2011 beschlossen hat? Auf jeden Fall sind die Rahmenbedingungen zwar nicht die gleichen, aber die Inflation, mit der die Länder der EURO-Zone zu kämpfen haben, ist die gleiche. Sie ist nicht das Symptom einer überhitzten Binnenwirtschaft, sondern die direkte Auswirkung des Rohstoffkriegs. Wir sollten uns jedoch daran erinnern, dass die Straffung im Jahr 2011 als direkte Folgen einen Anstieg der Arbeitslosigkeit, eine Schwächung der europäischen Währung und ein Ausweiten der Finanzierungskosten durch eine Erhöhung der Renditen auf den Staatsanleihenkurven von Peripherieländern hatte, was einer der Hauptfaktoren der europäischen Schuldenkrise war. Aus diesem Grund bleiben wir in europäischen Aktien untergewichtet.

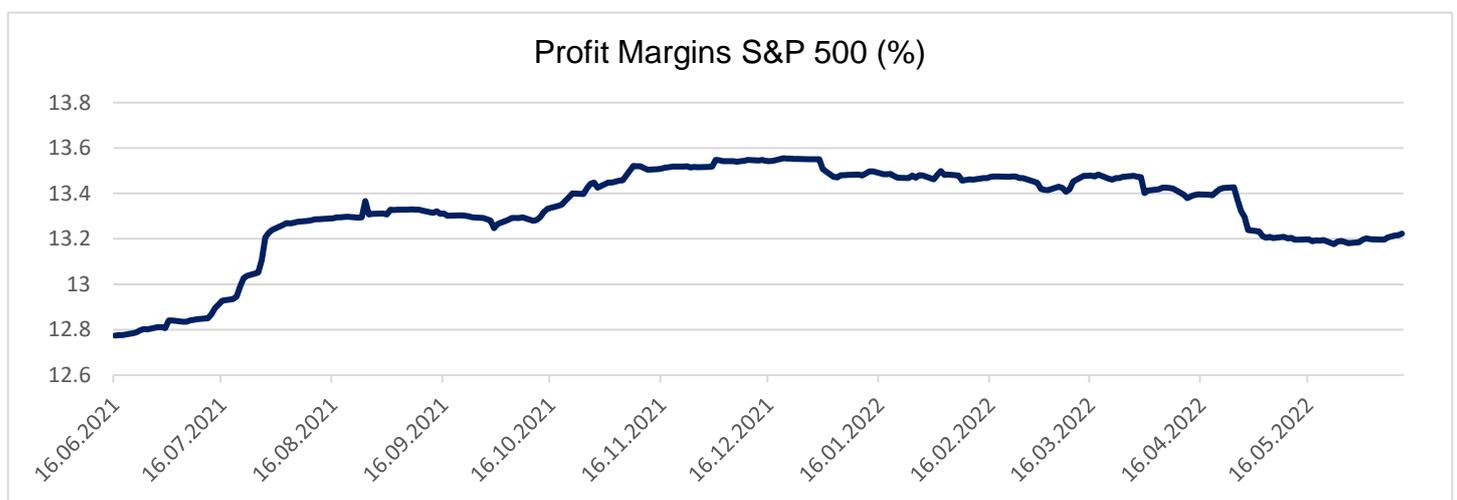




In den USA ist die Inflation ebenfalls das wichtigste Phänomen, welches das Vertrauen der Konsumenten belastet. Der US-Verbraucherpreisindex (CPI) stieg im vergangenen Monat um 8,6 %, was den höchsten Anstieg im Jahresvergleich seit Dezember 1981 darstellt. Dieser Anstieg zerstörte die Hoffnungen, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht habe, und warnte die Märkte vor einer stärkeren Straffung der Fed-Politik in den kommenden Wochen. Gleichzeitig sank das Verbrauchervertrauen in den USA im Juni gegenüber Mai um 14% und erreichte einen neuen Tiefststand, wie aus der am Freitag veröffentlichten vorläufigen Schätzung basierend auf der Umfrage der Universität Michigan hervorgeht. Der Preisanstieg belastet die Haushalte und wirkt sich nun auch auf die persönlichen Ersparnisse aus (-4,4% im April). Höhere Rohstoffpreise, Löhne (+5% im privaten Sektor seit Januar) und höhere Finanzierungskosten - all diese Faktoren wirken sich

auch auf die Gewinnspannen der Unternehmen aus und lassen eine Gewinnrezession in den kommenden Quartalen befürchten.

Das Umfeld bleibt mehr denn je unsicher. Nachdem sich die Märkte im Mai stabilisiert hatten, gingen sie in den letzten Tagen wieder zurück, da sie eine hartnäckigere Inflation und höhere Zinsen befürchten. In den G7-Staaten hält das Stagflationsszenario Einzug, wie die Prognosen der Weltbank für 2022 zeigen. So soll das Wachstum von 5,7 % im Jahr 2021 auf 2,9 % im Jahr 2022 sinken, was deutlich weniger ist als die im Januar prognostizierten 4,1 %. Das Risiko einer Rezession für das Jahr 2023 steigt an, auch wenn unser zentrales Szenario weiterhin eine weiche Landung der Wirtschaft ist.



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

Unsere Positionierung bleibt momentan daher defensiv. Wir behalten unsere Untergewichtung von Aktien bei und bevorzugen Sektoren, die sich in der Spätphase des Wirtschaftszyklus befinden, wie Energie, Gesundheit und Konsumgüter. Die Bewertungen sind wieder attraktiv geworden, aber die Risiken bleiben bestehen. So wird das S&P 500 Forward Preis/Gewinn Verhältnis derzeit zum 16-fachen der Gewinne gehandelt und liegt damit deutlich unter dem historischen Durchschnitt der letzten 5 und 10 Jahre. Unsere Untergewichtung in Zinsen sowohl bei Staatsanleihen als auch bei Unternehmenskrediten bleibt ebenfalls unverändert. Unser Anteil an alternativen Anlagen, die in diesem Jahr erheblich zu unserer relativen Performance beigetragen haben, wird ebenfalls beibehalten. Und vergessen wir nicht das Bargeld... Seit Jahresbeginn stark übergewichtet, könnte es gut sein, dass diese Anlageklasse in den nächsten Monaten beginnt, eine positive Rendite in Euro zu erwirtschaften. Zumindest nominal!

Jean-Christophe Rochat, CIIA
Chief Investment Officer

www.heritage.ch