

## Executive Summary

- › Im Grossen und Ganzen zeichnet sich nach wie vor eine Verlangsamung der globalen Erholung ab. Nach einem möglichen Höhepunkt der Delta-Welle in den USA im August sehen wir jedoch Anzeichen für eine (zumindest kurzfristige) wiederkehrende Beschleunigung der US-Wirtschaftstätigkeit im September.
- › Der Inflationsdruck hat sich stabilisiert, aber es wird drei bis sechs Monate dauern, bis sich ein klareres Bild von der Beständigkeit der Inflation ergibt. Der derzeitige Anstieg der Energiepreise erhöht die Unsicherheit für diesen Ausblick.
- › Die USA nähern sich im Oktober der fiskalischen Klippe (Schuldenobergrenze, Verzögerung weiterer Konjunkturmassnahmen)
- › Die US-Notenbank hat unterdessen deutlich gemacht, dass sie noch in diesem Jahr mit dem Tapering beginnen will.
- › Der Kreditimpuls in China könnte im vierten Quartal von negativ auf positiv umschlagen. China könnte somit die einzige grosse Region werden, die weltweit eine akkommodierende Haltung einnimmt.

## „Fast Taper“ – Tantrum?

- Die Zeit der geringen Volatilität der letzten sechs Monate scheint vorbei zu sein. Vor einem Jahr wären die meisten Anleger von einem fünfprozentigen Aktienrücksetzer aber deutlich weniger beeindruckt gewesen als heute.
- Die zehnjährigen US-Renditen sind innerhalb von nur einer Woche rapide um 20 Basispunkte auf 1,50 Prozent gestiegen.
- Nach dem Evergrande-Schock müssen die Märkte nun den von Jerome Powell auf der FOMC-Konferenz im September angedeuteten beschleunigten Zeitplan für eine Reduktion der Anleiheankäufe („Fast Tapering“) verdauen. Gleichzeitig nimmt die Unsicherheit in Washington zu, da der Weg zur Anhebung der Schuldenobergrenze und der Umfang weiterer fiskalischer Stimuli unklar sind.

## Marktentwicklungen

### Welt

- Die Anlegerstimmung ist sehr negativ geworden, aber weder die Kreditmärkte (CDS- und TED-Spreads), der chinesische Verbraucher noch die Verschuldungssituation der Banken stützen die China-Ansteckungsängste.

- Das wahrscheinlichste Ergebnis der Evergrande-Situation ist eine organisierte Restrukturierung, unterstützt von staatlichen Unternehmen und lokalen Regierungen.
- In den USA nähert sich die Gewinnsaison für das dritte Quartal. Die Hürde für weitere positive Gewinnüberraschungen ist erheblich gestiegen und die Gewinnrevisionen haben sich im September abgeflacht.
- Die Liquiditätsbedingungen bleiben kurzfristig günstig, dürften sich aber in ein oder zwei Monaten merklich verschärfen.
- Der derzeitige Rücksetzer an den Aktienmärkten könnte daher für einige Zeit der letzte sein, der kurzfristige Dip-Käufe belohnt.

### Europa

- Die Erdgaspreise im Vereinigten Königreich bleiben in der Nähe ihrer Höchststände. Der Winter steht vor der Tür und die Energiekrise in der EU ist noch nicht gelöst. Höhere Inputkosten erhöhen das Risiko einer Herabstufung der Unternehmens-Gewinnerwartungen.
- Die europäischen Clean-Energy-Aktien könnten nach den Wahlen in Deutschland erneut Zuflüsse verzeichnen.

### Schweiz

- Nachdem sich die Warenexporte im Vormonat etwas erholt hatten, erhielten sie im August erneut einen Dämpfer. Preisbereinigt nahmen die Ausfuhren im Berichtsmonat um 0,4 Prozent ab. Insgesamt hat der Exportsektor seit dem Jahresbeginn allmählich an Schwung verloren. Seit März dieses Jahres waren die Güterexporte in drei von sechs Monaten rückläufig.

## Liquiditätsbedingungen verschärfen sich zum Jahresende

In der letzten Market View berichteten wir über den möglichen Übergang zu einem volatileren Marktumfeld. Die Märkte werden derzeit von schnell wechselnden Narrativen angetrieben, die allesamt mit grosser Unsicherheit behaftet sind.

Um nur ein paar zu nennen: Stagflation, Immobilienkrise in China, Energieknappheit, politisches Chaos in Washington, mögliches Taper Tantrum. Infolgedessen ist der Nachrichtenfluss der Finanzmedien und die Stimmung der Anleger sehr negativ geworden – obwohl die Märkte weiterhin innerhalb von fünf Prozent ihrer Allzeithochs notieren.

Das übergeordnete Umfeld, das solche Narrative hervorbringt, ist charakterisiert durch: ein abnehmendes globales Wachstum,

Engpässe in den globalen Lieferketten und eine geschwächte Konsumstimmung angesichts der immer noch sehr präsenten Pandemie. Die Divergenz zwischen der „realen Welt“ und den impliziten Markterwartungen spielt hier eine wichtige Rolle. So erwarten die US-Verbraucher laut einer Umfrage der New Yorker Fed in einem Jahr eine Inflationsrate von mehr als fünf Prozent, während der Markt über US-TIPS „nur“ eine Inflationsrate von 2,6 Prozent preist – eine bemerkenswerte Divergenz.

Eine weitere Umfrage der New Yorker Fed zeigt eine erhebliche Divergenz in Bezug auf den erwarteten Verlauf des QE-Taperings. Während Jerome Powell eine rasche Reduktion der Ankäufe angedeutet hat – mit einem Ende möglicherweise bis Mitte nächsten Jahres –, zeigt die Umfrage unter den grössten US-Banken (den Primary Dealers) die Erwartung eines deutlich langsameren Taperings von durchschnittlich zehn bis elf Monaten.

Unserer Meinung nach ist die potenzielle rasche Verschärfung der Liquiditätsbedingungen derzeit die wichtigste Triebkraft der Märkte. Dies würde auch den beachtlichen Anstieg der nominalen Anleiherenditen erklären, während die Breakeven-Inflationserwartungen stabil geblieben sind.

Weitere Entwicklungen, die die Möglichkeit einer Verschärfung der Liquiditätsbedingungen gegen Ende des Jahres unterstützen:

- Fast das gesamte Cash auf dem Treasury General Account, welchen das US-Finanzministerium bei der US-Notenbank unterhält, ist nun abgerufen.
- Die Anleihen-Emissionstätigkeit wird erheblich zunehmen, sobald die US-Schuldenobergrenze ausgeweitet ist (und könnte dann die monatlichen QE-Ankäufe übersteigen).

Auch wenn dies nicht unser Basisszenario ist, wäre eine Korrektur der Aktienmärkte von fünf bis zehn Prozent (zurück zum gleitenden 200er-Durchschnitt des S&P 500) vor diesem Hintergrund keineswegs extrem, wenn man bedenkt, wie weit und schnell die Aktien von ihren pandemischen Tiefstständen gestiegen sind.

Die Schlüsselfrage ist: Was wäre nötig, um den Aufschwung in den USA aus der Bahn zu werfen und die Entscheidungsträger der US-Notenbank dazu zu bringen, die geldpolitische Straffung zu überdenken?

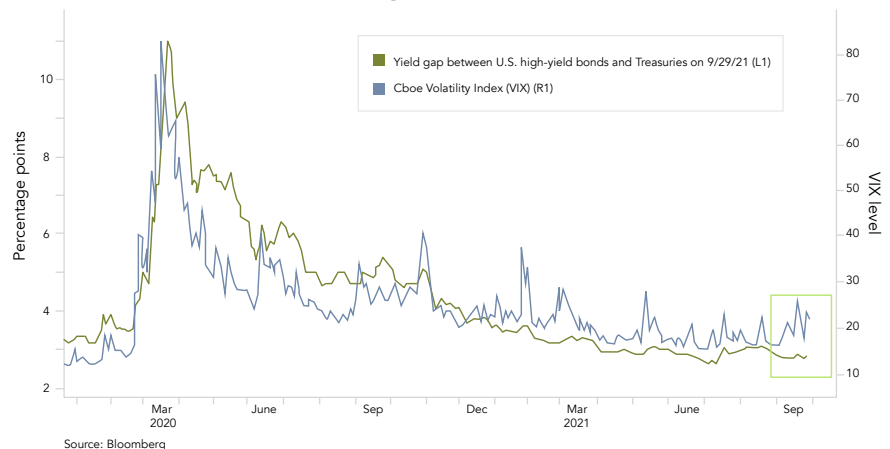
## Positionierung

- Verglichen mit dem hoffnungsvollen Optimismus zu Beginn des Jahres (erinnern Sie sich an die Schlagzeilen der „Goldenen Zwanziger“?), befinden sich die Märkte gegen Ende des Jahres 2021 in einem Dämmerzustand. Der anhaltende Angebotsschock, grosse Veränderungen in der chinesischen Politik, die COVID-19-Endemie, fiskalische Verzögerungen in den USA und das nahende Auslaufen des QE sind komplexe Kräfte, die es zu verarbeiten und bewerten gilt.
- Ironischerweise birgt die mit diesen Narrativen verbundene, immense „Wall of Worry“ tatsächlich ein beträchtliches Potenzial, die Aktienmärkte zu neuen Höchstständen zu treiben, und zwar genau zu dem Zeitpunkt, an dem die meisten Anleger eine grosse Korrektur erwarten. Die Liquiditätsbedingungen stützen das Mantra der „Alternativlosigkeit“ für Aktien zumindest noch für die nächsten ein bis zwei Monate.
- Auf längere Sicht könnte die Aussicht auf Liquiditätsverknappung nach fast zwei Jahren quantitativer Lockerung in den USA und Europa eine potenzielle Herausforderung für die Bewertungsprämien in unserem bevorzugten Aktiensegment, den Qualitätsaktien, darstellen.
- Wir überlegen daher, Gewinne in ausgewählten Einzeltiteln mitzunehmen und einen Teil des Aktienengagements in marktbreite ETFs umzuschichten.

## Chart

Aktienanleger (dargestellt durch den Volatilitätsindex auf S&P 500) zeigen sich in einem Masse besorgt. Eine Besorgnis die bei Anleihen weitgehend fehlt. Während der VIX aufgrund der Evergrande-Angst ein Viermonatshoch erreichte, blieb die Renditespanne für den Bloomberg U.S. Corporate High Yield Index in der Nähe eines 14-Jahres-Tiefs, das im Juli erreicht wurde.

## Kreditmärkte sind relativ ruhig geblieben, während Aktienmärkte Volatilitätsspitzen verzeichneten



Quellen: Bloomberg, Barclays, Morgan Stanley, Kepler Cheuvreux, Nordea, Goldman Sachs, The Market Ear, ZKB, Credit Suisse

## Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen eine Marketingmitteilung der FINAD (FINAD AG, Zürich; FINAD GmbH, Wien oder FINAD GmbH, Zweigniederlassung Hamburg) dar. Dieses Dokument dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und für die persönliche Verwendung durch den Empfänger dieses Dokuments (nachfolgend «Empfänger» genannt). Sie stellt weder ein verbindliches Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der FINAD zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Verkauf oder zur Rückgabe von Anlagen oder zur Investition in eine bestimmte Handelsstrategie oder zur Tätigkeit eines sonstigen Geschäfts in irgendeiner Rechtsordnung dar. Sie stellt keine Empfehlung der FINAD in rechtlicher, buchhalterischer oder steuerlicher Hinsicht oder eine Zusicherung bezüglich Eignung oder Angemessenheit einer bestimmten Anlagestrategie, Transaktion oder Investition für den einzelnen Empfänger dar. Ein Bezug auf die Performance der Vergangenheit ist nicht als Hinweis auf die Zukunft zu verstehen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Informationen und Analysen wurden aus Quellen zusammengetragen, die als zuverlässig und glaubwürdig gelten. Die FINAD gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Alle Meinungen und Ansichten stellen Einschätzungen dar, die zum Zeitpunkt der Drucklegung galten; Änderungen bleiben jederzeit vorbehalten, wobei keine Verpflichtung zur Aktualisierung und Mitteilung besteht. Bevor Empfänger eine Anlage-, Transaktions- oder sonstige finanzielle Entscheidung treffen, sollten sie die Eignung einer solchen Investition, Transaktion oder sonstigen Geschäfts für ihre speziellen Verhältnisse abklären und unabhängig (allenfalls mit ihren professionellen Beratern) die besonderen Risiken sowie die rechtlichen, regulatorischen, kreditmäßigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen. Die in diesem Dokument erwähnten Fonds sind (abgesehen von Luxemburg) nicht für den öffentlichen Vertrieb außerhalb der Schweiz zugelassen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, diese Publikation zum persönlichen Gebrauch anzufordern, zugestellt zu erhalten und zu benutzen. FINAD lehnt diesbezüglich jegliche Haftung ab. Eine Anlage in den in diesem Dokument erwähnten Fonds und sonstige Finanzinstrumente sollten erst nach vorheriger sorgfältiger Lektüre und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospekts, des Fonds-reglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen und nach vorgängiger Konsultation Ihres Kundeberaters sowie – soweit erforderlich – Ihres eigenen Rechts- und/oder Steuerberaters erfolgen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, die entsprechenden Fondsdokumente anzufordern und zu erhalten. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder US-Personen ausgehändigt werden.

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der FINAD weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Für die Schweiz: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zürich, Schweiz ist eine auf Finanzdienstleistungen und Vermögensverwaltung spezialisierte unabhängige Aktiengesellschaft, errichtet nach schweizerischem Recht mit Sitz in Zürich und Domizil an der Talstrasse 58. Die Erbringung von Finanzdienstleistungen durch FINAD unterliegt den von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA anerkannten „Schweizerischen Landesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung“ des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) in ihrer jeweils geltenden Fassung. FINAD ist dem VSV angeschlossen. Der VSV überwacht und kontrolliert die FINAD hinsichtlich der Einhaltung der vorgenannten Schweizerischen Landesregeln und der Geldwäschereibestimmungen. Beschwerden über die FINAD können an den VSV gerichtet werden (<http://www.vsv-asm.ch>).

Für Österreich: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Wien, Österreich ist eine Wertpapierfirma gemäß § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018) und als solche berechtigt, die Wertpapierdienstleistungen der Anlageberatung, der Portfolioverwaltung sowie der Annahme und Übermittlung von Aufträgen, jeweils hinsichtlich Finanzinstrumenten, zu erbringen. FINAD ist nicht berechtigt, Dienstleistungen zu erbringen, die das Halten von Geld, Wertpapieren oder sonstigen Instrumenten von Kunden umfassen. FINAD GmbH ist nicht zur Ausübung der Rechtsanwaltschaft oder der Steuerberatung oder Wirtschaftsprüfung berechtigt. FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien ([www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)). Beschwerden über die FINAD können an die FMA gerichtet werden.

FINAD GmbH und FINAD Family Office GmbH, beide Dorotheergasse 6-8/L/021, 1010 Wien, sind nicht zur Ausübung der Rechtsanwaltschaft oder der Steuerberatung oder Wirtschaftsprüfung berechtigt.

Für Deutschland: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburg, Deutschland ist die deutsche Zweigniederlassung der FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, A-1010 Wien, Österreich (FINAD Austria). FINAD ist ein auf Anlageberatung, Anlagevermittlung und Vermögensverwaltung (Finanzportfolioverwaltung) spezialisiertes unabhängiges Finanzdienstleistungsunternehmen. Die Erbringung von Finanzdienstleistungen durch FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien ([www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)) sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Beschwerden über die FINAD können an die FMA oder die BaFin gerichtet werden.

© Copyright FINAD – alle Rechte vorbehalten.

**FINAD**

Financial Advisors | Since 1976