

Executive Summary

- › Das aktuelle makroökonomische Umfeld ist wohl das gefährlichste für Risikoanlagen seit der Finanzkrise und seit März 2020.
- › Die meisten negativen Marktpulse, die wir heute beobachten, waren bereits vor dem Ukraine-Krieg vorhanden – ein möglicher Waffenstillstand würde also nicht automatisch eine Entwarnung für die Märkte bedeuten.
- › Die Fed hat sich entschieden, die Inflation zu bekämpfen, anstatt Wachstum und Finanzmarktstabilität zu fördern.
- › Die negativen Angebotsschocks sind kurzfristig inflationär, aber mittelfristig disinflationär (Nachfragezerstörung).
- › In diesem Umfeld sind die Konsensschätzungen für das US-BIP-Wachstum unseres Erachtens weiterhin zu hoch. Wir gehen davon aus, dass die Einpreisung der Wachstumsverlangsamung die endgültige und nachhaltige Talsohle der derzeitigen Baissephase markieren wird und attraktive Einstiegspunkte in Risikoanlagen bieten wird.
- › In den kommenden Monaten ist unseres Erachtens daher weiterhin mit hoher Volatilität zu rechnen, bis die grössten geopolitischen Risiken abgeklungen sind und die Märkte die schwächeren Wachstumsaussichten vollständig diskontiert haben.

Die Fed jagt der Inflation hinterher

- Die Notenbanker der Federal Reserve sind verunsichert durch die hohen Inflationsraten, weitere kriegsbedingte Angebotsschocks und die zunehmende Kritik, wonach sie „behind the curve“ seien.
- Aus diesem Grund sind sie nun rhetorisch zu einem noch aggressiveren Plan für Zinserhöhungen übergegangen, als sie noch vor zwei Wochen angedeutet hatten.
- China hatte im März möglicherweise seinen „Whatever it takes“-Moment – aber nun muss auch wirklich zeitnah Stimulus geliefert werden. Das übergeordnete geopolitische Risiko bleibt (mit Tailrisks einer Eskalation/Desintegration zwischen China und den USA).

Marktentwicklungen

Welt

- Der Aggregate-Bond-Index von Barclays verzeichnet den schlechtesten Jahresstart (-6,8 % YTD) in den 30 Jahren, für die uns Daten vorliegen.
- Die 10-jährigen US-Renditen sind YTD um fast 100 Basispunkte gestiegen.

- Der US-Zinsspread zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Anleihen hat sich bereits kurzzeitig invertiert – wenn die Inversion anhält, ist dies ein Zeichen für eine steigende Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA.
- Diese Entwicklungen haben traditionelle 60/40-Portfolios und Risk-Parity-Strategien stark unter Druck gesetzt.
- Interessanterweise sind die 10-jährigen US Realzinsen im Vergleich zum Beginn des Ukraine-Kriegs mehr oder weniger unverändert, während die Nominalzinsen um 50 Basispunkte höher liegen.
- In der Zwischenzeit haben Aktien ~50 % ihres Rückgangs (vom Höchststand bis zum Tiefststand) wieder aufgeholt und damit ein „normales“ Retracement-Niveau für eine Counter-Trend-Rallye erreicht.

Europa

- Für die Eurozone wurden die März-Einkaufsmanagerindizes veröffentlicht – die ersten seit Kriegsausbruch.
- Der Composite PMI für die Eurozone bleibt mit 54,5 gegenüber der Bloomberg-Konsensprognose von 53,8 robust im expansiven Bereich.
- Die Abhängigkeit von Russland und der Ukraine in Sachen Energieversorgung wird in den kommenden Quartalen ein grosses Problem bleiben.

Schweiz

- Der Franken hat sich von seinem Mehrjahreshoch (EUR/CHF bei Parität), welches er Anfang März erreicht hatte, wieder etwas abgeschwächt.
- In ihrem Basisszenario für 2022 geht die SNB nun von einem BIP-Wachstum von rund 2,5 % aus, während sie zuvor 3 % geschätzt hatte.
- Ausserdem hat sie ihre Inflationsprognose für dieses Jahr auf 2,1 % verdoppelt, nachdem sie zuvor von 1 % ausgegangen war.

Aktien werden irgendwann die Wachstumsabschwächung einpreisen müssen

In gewisser Weise wird das Jahr 2022 zu einem Spiegelbild des Jahres 2020. Während die Federal Reserve im Jahr 2020 prozyklisch in einen starken Wirtschaftsaufschwung stimulierte, strafft sie die Geldpolitik in diesem Jahr prozyklisch, hinein in eine Wachstumsverlangsamung. Weitere Gegensätze sind auf dem Rohstoffmarkt zu beobachten (z. B. negativer Ölpreis im Jahr 2020, Nickel-Blowout im Jahr 2022).

Wir gehen davon aus, dass sich die finanziellen Bedingungen im Q2 und Q3 weiter (stark) verschärfen werden. Es ist unwahrscheinlich, dass die Fed von ihren (nachlaufenden) Arbeitsmarkt- oder Inflationsstatistiken Signale erhält, die sie dazu veranlassen würden, ihren Straffungskurs in nächster Zeit zu überdenken – ohne dass die Finanzmärkte revoltieren.

- Wir rechnen nun mit Zinserhöhungen in den USA von 50 Basispunkten im Mai und Juni sowie mit dem Beginn der quantitativen Straffung (QT) im Mai.
- Gleichzeitig trüben sich die Aussichten für die Unternehmensgewinne in diesem Jahr ein. Die globalen Gewinnrevisionen der Analysten sind in den negativen Bereich gerutscht. Ein Signal, wonach eine Gewinnrezession im weiteren Verlauf dieses Jahres zu einem Risiko für die Märkte wird.
- Nach Angaben der Bank of America gab es in den letzten 60 Jahren nur fünf Jahre, in denen die Gewinne gesunken sind, während die Zinsen und die Inflation gestiegen sind – in diesen fünf Jahren war die Rendite des S&P 500 negativ.
- Unterm Strich zeigt die Geschichte, dass die Chancen auf eine „weiche Landung“ der Fed gering sind und die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA steigt.

Ungeachtet dieser negativen mittelfristigen Aussichten haben wir in den letzten zwei Wochen eine starke Counter-Trend-Rallye erlebt.

- Die Erholung wurde durch eine extrem bärische Stimmung, überverkaufte Bedingungen, Optionsmarktdynamiken (auslaufende Absicherungen) und Rebalancing zum Quartalsende angeheizt.

Denken Sie daran, dass Kursbewegungen oft das Marktsektiment verändern, und an den heutigen Märkten alles viel schneller abläuft.

Die derzeitige implizite Begründung für „FOMO“ nach Aktien könnte in etwa lauten: „Wir befinden uns in einem stagflationären Umfeld, daher sind Aktien besser als negativ rentierende (nach Inflation) Anlagen, wie Anleihen oder Bargeld.“

Wir glauben jedoch, dass dieses Mindset infrage gestellt wird, wenn sich die Wachstumsverlangsamung beschleunigt – was wir derzeit für Mitte bis Ende des 2. Quartals erwarten. Dann dürfte es nämlich zu einem Zusammentreffen mehrerer negativer Marktfaktoren kommen, wie: zweimalige Anhebung der US-Leitzinsen um 50 bps, QT-Beginn, Höchststand der Inflation,

erste Anzeichen einer durch die Rohstoffkrise ausgelösten Nachfragezerstörung und schwächere Unternehmensprognosen (Margendruck).

Positionierung

Wir sind skeptisch, dass sich die aktuelle Gegenbewegung als nachhaltig erweisen wird, da die meisten mittelfristigen negativen Marktimpulse weiterhin intakt sind. Darüber hinaus haben wir keine wirkliche Kapitulation bei Aktien gesehen. Eine rekordhohe Aktienallokationen zeigt, dass Long-only- und Privatanleger nicht für Rezessionsängste positioniert sind.

Wir sind der Meinung, dass der Kreditmarkt der Schlüssel sein wird, den es zu beobachten gilt, um zu erkennen, wann das nachlassende Wachstum in den USA eingepreist wird.

- Wenn die üblichen Korrelationen bestehen bleiben, wird ein sich abschwächender Kreditzyklus die Renditen länger laufender Staatsanleihen in der zweiten Jahreshälfte wieder nach unten treiben.
- Die Geschichte zeigt auch, dass wir nach der ersten Inversion der Zinskurve folgende relative Performance erwarten können:

Aktien USA > Rest der Welt; Growth > Value; Large > Small; IG > HY

Für uns hat das Risikomanagement in einem solchen Umfeld weiterhin höchste Priorität. Wir haben unsere Portfolios seit Oktober 2021 schrittweise auf eine Periode hoher Volatilität vorbereitet – durch den Abbau von Credit und Aktien bei gleichzeitiger Erhöhung von Barmitteln, Gold und Alternatives – und bleiben defensiv positioniert.

Dennoch können sich Aufwärtsrisiken für Aktien ergeben, wenn das Gewinnwachstum besser ausfallen sollte als erwartet, der Westen wieder „Helicopter Money“ einsetzt oder China überraschend umfangreiche Konjunkturmassnahmen ergreift.

Chart

Im Anblick einer sich invertierenden US-Zinskurve und damit einhergehender Konjunkturängste, sind Qualitätsaktien mit starken Bilanzen wieder im Aufschwung. Ein von Goldman Sachs erstellter Index von Aktien mit starken Bilanzen hat seit dem 14. März um fast 5 % besser abgeschnitten als Aktien mit schwachen Bilanzen.



Quellen: Bloomberg, Barclays, Morgan Stanley, Kepler Cheuvreux, Nordea, Goldman Sachs, The Market Ear, Credit Suisse, Bernstein, MacroCompass, Financial Times, Finanz und Wirtschaft, Reuters, Data Trek, Citigroup, Bank of America

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 Standesregeln 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 Standesregeln und der Geldwäschereibestimmungen. Beschwerden über die FINAD können an den VSV gerichtet werden (<http://www.vsv-asg.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). 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) sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main (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