

Executive Summary

- › Der „S&P 500“-Index steht zum ersten Mal seit 2008/09 vor seinem dritten Verlustquartal in Folge.
- › Wir denken, dass die Märkte nun endlich eingepreist haben, dass der Disinflationsprozess nicht so schnell und linear verlaufen wird, wie sie es sich im Sommer erhofft haben.
- › Angesichts der jüngsten Verwerfungen an den Anleihemärkten ist die Aussage „The Fed will hike until something breaks“ so relevant wie nie.
- › Ein für längere Zeit gestresster Dollar-Finanzierungs- und/oder US-Treasury-Markt wird unseres Erachtens früher oder später die Fed dazu zwingen, ihrem Mandat der Finanzmarktstabilität gerecht zu werden und die quantitative Straffung bzw. den Bilanzabbau aufzugeben. Ein solcher Wendepunkt im Liquiditätszyklus würde sich unseres Erachtens nachhaltig positiv auf Risikoanlagen auswirken – das Timing dafür ist natürlich ungewiss.
- › Ende September war die Stimmung an den Märkten extrem negativ, was eine weitere Rallye begünstigte. Es gilt aber weiterhin: starke, abrupte Rallyes sind charakteristisch für Bären- und nicht für Bullenmärkte.

Der 60/40-Albtraum

- Eine „harte Landung“ in den USA wird angesichts des Inflationsdilemmas der Federal Reserve immer wahrscheinlicher.
- Die jüngsten robusten US-Konsumentendaten scheinen jedoch eine schärfere Verlangsamung des Wachstums zu verzögern. Unternehmensumfragen zeigen, dass die Lieferzeiten und Frachtkosten sinken und die Lagerbestände wieder aufgefüllt werden. Die US-Wareninflation dürfte daher weiter zurückgehen.
- Eine Rezession in grossen Teilen Europas, beginnend im 4. Quartal, sollte das Basisszenario sein.
- Auf Big-Picture-Ebene stellen wir fest, dass die Fiskalpolitik (Spending) und die Geldpolitik (Tightening) in vielen Industrieländern in entgegengesetzte Richtungen wirken, was die globalen Devisen- und Anleihemärkte unter erhebliche Spannungen setzt.

Marktentwicklungen

Welt

Auf Cross-Asset-Basis waren Aktien und Anleihen noch nie in drei aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig (Daten bis in die 70er-Jahre).

Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen war in den letzten 2 Jahren darüber hinaus so hoch wie seit 1993–1995 nicht mehr.

Die Gewinnsaison für das 2. Quartal fiel besser aus als befürchtet.

- Wird dies auch bei den Q3-Ergebnissen der Fall sein? Immerhin ist die Weltwirtschaft jetzt in einem schlechteren Zustand als im Q2, mit derzeit 53 % der globalen PMIs <50, verglichen mit 23 % im Q2.
- Der kurzfristige Trend der Gewinnschätzungen für „S&P 500“-Unternehmen ist kurz vor Beginn der Berichtssaison für das dritte Quartal jedenfalls deutlich negativ.

Ende September signalisierten mehrere technische und Sentiment-Indikatoren Potenzial für einen weiteren Rebound.

- Beispielsweise reichte in diesem Jahr bisher ein 5-Tage-Durchschnitt des VIX von über 30 aus, um ein kurzfristiges Tief an den Aktienmärkten zu markieren (@31.9 per 30.09.2022)

Europa

Im September fiel die Inflation in der Eurozone erneut höher aus als erwartet. Die Jahresrate sprang von 9,1 % auf 10,0 % und erreichte damit einen neuen Rekordwert. Die Inflation im Energiesektor stieg von 38,6 % auf 40,8 %, bei Nahrungsmitteln einschliesslich Alkohol und Tabak von 10,6 % auf 11,8 %, bei Industriegütern von 5,1 % auf 5,6 % und bei Dienstleistungen von 3,8 % auf 4,3 %.

Schweiz

Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor signalisierten im September ein anhaltendes Wachstum der Schweizer Wirtschaft. Der Index für das verarbeitende Gewerbe hat seinen Abwärtstrend sogar vorläufig gestoppt und ist zum ersten Mal und überraschend nach fünf Rückgängen in Folge wieder gestiegen. Der Aktivitätsindikator verbesserte sich von 56,4 auf 57,1 Punkte.

Werden Marktinstabilitäten die Fed zum Handeln zwingen?

Im Nachhinein können wir sagen, dass wir mit unserer Einschätzung richtig lagen, dass trotz der rasanten Sommerrallye neue Tiefststände des Bärenmarktes noch bevorstanden. Die Märkte haben inzwischen verstanden, dass ein frühzeitiges, geldpolitisches Umschwenken auf Basis einer schnell verschwindenden Inflation nicht zu erwarten ist. Dies bedeutet aber auch, dass weitere

negative Überraschungen bei den sequenziellen (MoM) Inflationsdaten weniger Einfluss auf die Finanzmärkte haben könnten, solange die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher verankert bleiben.

Die Fed kämpft gegen die Inflation und den Verlust ihrer Glaubwürdigkeit. Sie hat eindeutig Angst vor einer zu frühen Lockerung wie Anfang 1980, als sie die Zinssätze aufgrund einer Konjunkturabschwächung voreilig senkte, nur um dann die Zinsen noch aggressiver anheben zu müssen, als sich die Inflation als hartnäckig erwies. Fed-Chairman Powell hat wiederholt erklärt, dass er die gesamte US-Zinskurve in den Bereich positiver Realrenditen bringen möchte. Am kurzen Ende ist die Hürde die PCE-Kernrate, die im August bei 4,9 % im Jahresvergleich lag. Obwohl allgemein erwartet wird, dass diese Rate sinken wird, impliziert seine Aussage einen Zielsatz für die Fed Funds Rate von deutlich über 4 % – ein massiver Gegenwind für Risikoanlagen und die Wirtschaft. Dies wurde durch die Wirtschaftsprognosen des FOMC vom September, die für die US-Notenbank ungewöhnlich klar auf eine möglicherweise bevorstehende Rezession in den USA hindeuteten, weiter unterstrichen.

Höhere Volatilität und strengere Liquiditätsbedingungen sind derzeit Ziele der Zentralbanken als Mittel zur Inflationsbekämpfung und sind damit per se kein Grund für einen Richtungswechsel der Geldpolitik. Aber ein zu schnelles, zu aggressives Tightening kann Finanzmärkte brechen. So hat der „Bloomberg Financial Conditions“-Index neue Tiefststände erreicht, und der handelsgewichtete USD-Index hat bereits historische Interventionswerte erreicht (z. B. Plaza Accord im Jahr 1985).

Waren die Notfallmassnahmen der Bank of England zur Rettung der britischen Pensionsfonds daher nur Vorboten? Im Allgemeinen liegt die Messlatte für einen Fed-Eingriff jedenfalls hoch, da die Inflation nach wie vor den zwingenden Rahmen vorgibt. Der Ad-hoc-Kauf langlaufender britischer Staatsanleihen durch die BoE deutet jedoch auf eines hin:

die Märkte für Staatsanleihen müssen um jeden Preis stabil bleiben. Man beachte, dass US-Pensionsfonds ähnlich zu ihren UK-Äquivalenten auch grosse Akteure bei Zinsswaps sind (laut einem BIZ-Papier von 2018).

Unterm Strich wissen wir jetzt, dass es letztlich wohl einen Backstop für die Märkte gibt, wenn die Finanzmarktstabilität in Gefahr ist, was bedeutet, dass Staatsanleihen wieder als Fluchtanlagen fungieren könnten.

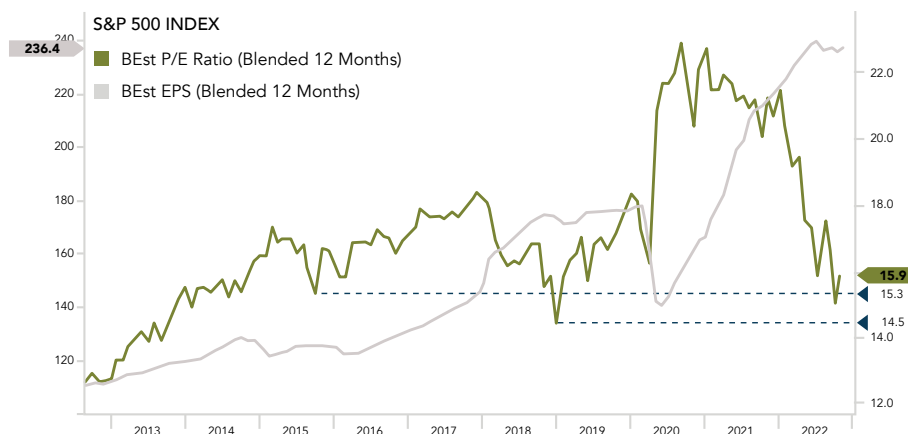
Positionierung

- Unserer Ansicht nach bedeutet „don't fight the Fed“ immer noch, defensiv zu sein. Dies würde sich ändern (und möglicherweise umkehren), sollten zunehmende Marktinstabilitäten die Fed zum Eingreifen zwingen.
- So erwarten einige Analysten bereits koordinierte Massnahmen zur Lockerung der Dollar-Finanzierungsbedingungen im Umfeld des G20-Treffens Mitte November. Eine Liquiditätskrise kann jedenfalls deutlich schneller ausser Kontrolle geraten als eine Inflationskrise.
- In diesem Kontext ist zu erwähnen, dass die weltweite USD-Geldmenge rapide schrumpft. Nach Angaben von Morgan Stanley liegt sie (USA, China, Eurozone und Japan zusammengenommen) derzeit etwa 4 Billionen USD unter ihrem Höchststand. In Anbetracht dieser Entwicklung scheint uns ein Umschwenken der Fed früher oder später als wahrscheinlich – die Frage ist nur, wann. Einen Wendepunkt im Liquiditätszyklus werden wir aber wohl nur im Nachhinein erkennen können.
- Wir setzen daher unsere gestaffelten Käufe an den Aktienmärkten fort (wir haben seit Juni dieses Jahres bereits in drei Schritten gekauft), was uns zu einer neutralen Gewichtung zurückbringen und unsere immer noch hohe Cash-Position weiter reduzieren sollte.

Chart

Der S&P 500 und seine Bewertungsmultiplikatoren haben nach der Sommerrallye nach unten gedreht. Beide fielen im September auf neue Jahrestiefststände. Beachten Sie, dass das 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 (grün) bereits kurzzeitig die Unterstützungsniveaus früherer Korrekturen erreicht hat (blau). Die grosse Frage bleibt jedoch wie sich die Unternehmensgewinne (grau) entwickeln.

S&P 500 Bewertungsmultiplikatoren nähern sich historischen Unterstützungszonen



Quelle: Bloomberg

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, Bernstein, Piper Sandler, Pictet

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. 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 Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen und nach vorgängiger Konsultation Ihres Kundenberaters 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. Die FINAD ist der Selbstregulierungsorganisation SRO-AOOS angeschlossen. Weiter ist die FINAD angeschlossen an die OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>). Beschwerden über die FINAD können an die SRO AOOS oder die OFS gerichtet werden.

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 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.

Für Deutschland: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburg, Deutschland ist die deutsche Zweigniederlassung der FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Wien, Österreich. FINAD ist ein auf Anlageberatung, Anlagevermittlung und Vermögensverwaltung (Finanzportfolioverwaltung) spezialisiertes unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen 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.

FINAD ist nicht zur Ausübung der Rechtsanwaltschaft, Steuerberatung oder Wirtschaftsprüfung berechtigt.

© Copyright FINAD – alle Rechte vorbehalten.

FINAD

Financial Advisors | Since 1976