

## Executive Summary

- › Nach der stark überverkauften und gedrückten Marktstimmung Ende September, kam es im Oktober zu einer kräftigen Aktienrallye, die von einem schwächeren US-Dollar begleitet wurde.
- › Die Rallye, die mit einem Fed-Pivot-Gerücht durch das WSJ begann, stösst nun auf Widerstand, da Powell den Hoffnungen auf einen frühen Fed-Pivot erneut einen Riegel vorschob (er will jede Lockerung der Financial Conditions verhindern).
- › Leider bleibt das Inflationsdilemma der Fed weiterhin ungelöst. Der Disinflationprozess erweist sich als zäh und die US-Makrodaten als zu robust (d. h. noch nicht genug Nachfragezerstörung aus Sicht der Fed), um derzeit eine weniger restriktive Haltung einzunehmen.
- › Gleichzeitig warnen vorlaufende Indikatoren (z. B. die Invertierung der 3-Monats-/10-Jahres-US-Zinskurve im Oktober) vor der zunehmenden Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession im Jahr 2023.

## Die Fed bleibt (vorerst) bei ihrer restriktiven Haltung

- Vor der FOMC-Tagung im November hatte sich der S&P 500 um ca. 12 % von den Tiefstständen erholt (wobei Small Caps outperformten), was in etwa dem Schnitt der anderen Bear-Market-Rallyes in diesem Jahr entspricht.
- Die Bewegung könnte sich weiter fortsetzen, sollten systematische Strategien ihr Aktienengagement wieder nach oben ziehen, aber aus technischer Sicht ist der Rebound nach dem FOMC-Sell-off nun angeschlagen.
- Anleihen haben nach wie vor ein historisch schlechtes Jahr, und die Anleihen-Volatilität (MOVE-Index) bleibt nahe an ihren Höchstständen.
- Die im vergangenen Monat angekündigten neuen US-Beschränkungen für die chinesische Halbleiterindustrie stellen eine erhebliche Verschärfung der Technologiekontrollen dar.

## Marktentwicklungen

### Welt

- US-Midterm-Wahlen: Laut dem Meinungsforschungsinstitut FiveThirtyEight wird erwartet, dass das Repräsentantenhaus klar an die Republikaner geht, während die Umfragen für den Senat zu eng für eine Prognose sind.

- Die Märkte reagieren im Allgemeinen positiv auf einen „Split-Congress“.
- Historisch zeigt der Wahlzyklus eine positive Aktien-saisonalität nach Midterm-Wahlen.
- Vielleicht wird der Inflationenkampf nach den Zwischenwahlen an Bedeutung verlieren.
- Der US-amerikanische ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe fiel im Oktober auf 50,2 von 50,9 im September. Gleichzeitig stieg die Zahl der offenen Stellen (JOLTS) im September wieder auf 10,717 Mio., was immer noch ein unglaublich hoher Wert ist und auf die Stärke des US-amerikanischen Arbeitsmarktes hindeutet.
- Man beachte, dass Powell den Arbeitsmarkt erneut als „imbalanced“ bezeichnete und sich enttäuscht über die anhaltend hohe Inflation zeigte.

### Europa

Der PMI für das verarbeitende Gewerbe der Eurozone fiel im Oktober auf ein 29-Monats-Tief von 46,4 (September: 48,4), da die Produktion und die Auftragseingänge so stark zurückgingen wie selten zuvor in den 25 Jahren der PMI-Erhebung. Diese Werte deuten stark auf rezessive Bedingungen in grossen Teilen Europas im vierten Quartal hin.

### Schweiz

Der Schweizer PMI für das verarbeitende Gewerbe ist nach seinem überraschenden Anstieg im September wieder gesunken, bleibt aber mit 54,9 Punkten für Oktober deutlich im Wachstumsbereich. Angesichts der konjunkturellen Abschwächung bei den Schweizer Handelspartnern (Eurozone) und des Anstiegs der Energiekosten wird jedoch auch für die Schweiz in den kommenden Monaten mit einer deutlichen Verlangsamung des Wachstums gerechnet.

## „We will stay the course until the job is done“ – Jerome Powell, November 2022

Die Fed hat die vierte Zinserhöhung in Folge um 75 Basispunkte vorgenommen. Fed Chair Powell erklärte, dass die Fed das Tempo (bis auf 50 Basispunkte) bereits im Dezember verlangsamen könnte, bezeichnete aber jede Diskussion über eine Zinspause als „sehr verfrüht“.

An den Finanzmärkten hatte sich im Vorfeld das Narrativ etabliert, dass viele Zentralbanken von aggressiven Zinserhöhungen abrücken. In der Tat wurde dieses Argument Ende Oktober von der BoC weiter gestärkt, als sie die Zinsen nur um 50 Basispunkte an hob, während die Erwartungen bei 75 Basispunkten lagen. In den Wochen davor gab es ähnliche dovische Interpretationen zur RBA, BoE und EZB.

Die Herausforderung für Powell bestand also darin, einen Übergang zu einem langsameren Tempo der Zinserhöhungen zu signalisieren, ohne zu vermitteln, dass die Fed mit der Straffungskampagne so gut wie fertig ist. Dies ist ihm gelungen, indem er erklärte, dass das finale Ziel der Leitzinsen nun höher gesehen wird als noch im September, auch wenn sich das Tempo der Erhöhungen verlangsamen könne, je näher man diesem Ziel komme.

Wo befinden wir uns (unserer Meinung nach) jetzt im Strafungszyklus?

- Phase 1: Rasche Zinserhöhungen, um nicht mehr „behind the curve“ zu sein (diese Phase könnte nun abgeschlossen sein)
- Phase 2: Langsamere Zinserhöhungen (wir könnten im Dezember in diese Phase eintreten)
- Phase 3: Beibehaltung der Zinssätze auf hohem Niveau und abwarten, dass die PCE-Kerninflation unter dieses Niveau fällt (frühestens ab März 2023)
- Phase 4: Trendwende und Lockerung (nicht vor H2 2023)

Dieser skizzierte Pfad bleibt stark datenabhängig. Es ist zu beachten, dass vor der FOMC-Sitzung im Dezember noch zwei weitere US CPI-Datenpunkte veröffentlicht werden.

Powell räumte auch ein, dass der Weg zu einer „weichen Landung“ immer schmaler wird. Eines der grossen Marktthemen in den kommenden Monaten wird daher die Frage sein, wie viel wirtschaftliche Schwäche die Fed zu ertragen bereit ist, solange die Inflation hoch bleibt.

- Die steigenden Kreditkosten (die 30-jährigen Hypothekenzinsen sind mit 7,2 % so hoch wie seit 2001 nicht mehr) haben den US-Immobilienmarkt – der weithin als Frühindikator für die Gesamtwirtschaft gilt – massiv gebremst.
- Laut einer aktuellen Bloomberg-Umfrage glauben nur noch 5 % der Ökonomen an eine weiche Landung.

Als relevante Zinspausen-Indikatoren betrachten wir mögliche Rhetorik der Fed hinsichtlich einer Begrenzung des Leitzins-Zieles. Auch eine Verschiebung der Rhetorik hin zu einer Priorisierung des Wachstums wäre ein solches Signal. Zynischerweise müssen die Aktienbullen also wohl auf eine schnelle US-Wirtschaftsabschwächung hoffen.

## Positionierung

Unserer Ansicht nach bedeutet „don't fight the Fed“ immer noch, defensiv zu bleiben. Wir sehen aber erste Anzeichen für eine mögliche Wende im Liquiditätszyklus im ersten Halbjahr 2023.

Neben einem Wendepunkt im Liquiditätszyklus schauen wir auch auf den Business-Cycle, um ein mögliches Ende des Bärenmarktes abzuleiten. Ein Reset der Gewinnerwartungen ist unserer Ansicht nach seit Langem eine notwendige Voraussetzung für eine Bodenbildung an den Aktienmärkten. In diesem Zusammenhang hat die Gewinnkorrektur mit den Ergebnissen des dritten Quartals nun wirklich begonnen und wird sich unseres Erachtens mit den Q4-Zahlen fortsetzen.

Unterm Strich könnte sich unserer Meinung nach im ersten oder zweiten Quartal 2023 ein nachhaltiger Boden für diesen Zyklus abzeichnen, auch wenn bis dato keine vollständige Kapitulation stattgefunden hat.

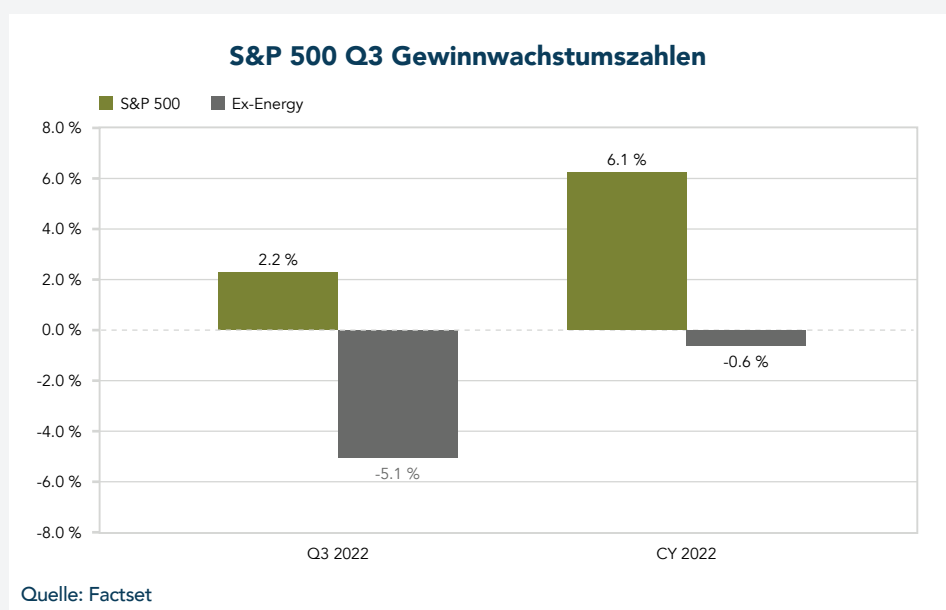
Wir werden daher unseren Ansatz der gestaffelten Käufe an den Aktienmärkten fortsetzen (wir haben bereits in vier Schritten gekauft, beginnend im Juni dieses Jahres), was uns zu einer neutralen Gewichtung zurückbringen und unsere immer noch hohe Cash-Position weiter reduzieren wird.

Wir haben ausserdem damit begonnen, unser globales Beta-Exposure selektiv in qualitativ hochwertige Einzeltitel umzuschichten.

## Chart

Nach Angaben von FactSet (per 28.10.2022) liegt die prognostizierte Q3-Gewinnwachstumsrate für den S&P 500, nach der Hälfte der Gewinnsaison, bei 2,2 %. Sollten 2,2 % die tatsächliche Wachstumsrate für das Quartal sein, wäre dies die niedrigste Wachstumsrate des Index seit Q3 2020 (-5,7 %). Ohne den Energiesektor liegt das Gewinnwachstum für Q3 2022 derzeit sogar bei negativen -5,1 %.

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, Nick Timiraos, FactSet



## 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 Fondsreglements 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. 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](http://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](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.

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

© Copyright FINAD – alle Rechte vorbehalten.

# FINAD

Financial Advisors | Since 1976