

Executive Summary

- Die jüngsten heissen Makrodaten haben dem Narrativ der „schnellen und schmerzfreien“ Disinflation einen Dämpfer verpasst.
- Wir haben den Eindruck, dass Anleger zu Beginn des Jahres zu optimistisch waren, was die Verbesserung der Wirtschaftsaussichten und einen bevorstehenden Schwenk der Fed angeht. Diese Sorglosigkeit wird nun durch wieder aufkommende Inflationsängste und die Aussicht auf weiter steigende Zinsen inmitten einer Gewinnrezession infrage gestellt.
- Wir sehen zunehmend Daten, die zeigen, dass die Januar-Rallye durch mechanische Käufe volatilitätsgetriebener, bewertungsunsensibler Marktteilnehmer und durch überschüssige Liquidität angetrieben wurde (d. h. die TGA-Inanspruchnahme des US-Finanzministeriums sowie Liquiditätsspritzen der PBoC und der BoJ).
- Vor diesem Hintergrund erscheint uns der jüngste Anstieg der Bewertungen auf ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 von rund 18x kaum zu rechtfertigen, insbesondere angesichts der sich abschwächenden Ertragslage.
- Risikomanagement bleibt unserer Ansicht nach weiter entscheidend.

Es scheint, dass nur eine harte Landung das „Higher for longer“-Szenario der Zinsen stoppen wird

- Die Inflationszahlen für Januar und Februar aus den USA und Europa zeigen, dass der Preisdruck nach wie vor hoch ist, während die US-Arbeitsmarktdaten und Einzelhandelsumsätze deutlich stärker ausfielen als erwartet.
- Die von der Fed bevorzugte Messgrösse für die zugrunde liegende Inflation (PCE-Dienstleistungen ohne Wohnen) steht derzeit mehr als doppelt so hoch wie die von ihr angestrebten 2 %. Sogar bei der Güterinflation, die seit über einem Jahr rückläufig war, gibt es Anzeichen für einen Anstieg.
- Wir stellen ausserdem eine starke Divergenz zwischen den „harten“ Daten (resilient, aber zeitlich verzögert) und den „weichen“ Daten (schwächer und zukunftsorientiert) fest.
- In der Zwischenzeit scheint die Wiedereröffnung Chinas voranzukommen: Der PMI für das verarbeitende Gewerbe verzeichnete im Februar den höchsten Wert seit April 2012, und auch der Immobilienmarkt zeigt erste Anzeichen einer Verbesserung.

Marktentwicklungen Welt

- Die Fed hat signalisiert, dass sie ihren Straffungszyklus fortsetzen will, wodurch die Fund Futures der Fed jetzt einen Höchstsatz von fast 5,5 % bis zum dritten Quartal 2023 einpreisen. Trotzdem haben die Aktienmärkte laut Barclays die Aussichten auf eine straffere Politik noch nicht adäquat eingepreist. Die aus Optionen implizit errechnete Wahrscheinlichkeit einer sanften Landung ist jetzt sogar höher als vor einem Monat (per Mitte Februar).
- Dies deutet darauf hin, dass die Aktienmärkte derzeit nicht im Einklang mit den Signalen der Zinsmärkte stehen.
- Unterdessen liegt die Beteiligung der Retailtrader derzeit bei 11,7% des gesamten Marktvolumens und damit im 96. Perzentil der letzten fünf Jahre nach Angaben von Morgan Stanley.

Europa

Die Inflation in Frankreich und Spanien hat sich im Februar unerwartet beschleunigt. Sie erhöht den Druck auf die EZB, weitere Zinsanhebungen vorzunehmen (Futures-Märkte preisen bereits bis zu 4 %).

In Frankreich stiegen die Verbraucherpreise im Jahresvergleich um einen Rekordwert von 7,2 %, da die Kosten für Lebensmittel und Dienstleistungen zunahm. Spanien verzeichnete einen Anstieg um 6,1 %.

Es scheint, dass die Inflation in der Eurozone den Entwicklungen in den USA um etwa sechs Monate hinterherhinkt.

Schweiz

Der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes in der Schweiz ist im Februar unerwartet zum zweiten Mal in Folge gesunken, auf 48.9 gegenüber 49.3 im Januar. Analysten hatten eine Rückkehr über die Wachstumsschwelle von 50 erwartet. Nach den stagnierenden BIP-Daten für das Q4 2022 ist das ein weiterer schwacher makroökonomischer Datenpunkt im letzten Monat.

Sieht sich die Fed gezwungen, im März hawkisch zu überraschen?

Angesichts der aggressiven Zinserhöhungskampagne der Fed halten wir die Schlussfolgerungen, wonach eine US-Rezession vom Tisch ist, für verfrüht, zumal Auswirkungen der Geldpolitik auf die Wirtschaft mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren eintreten. Wir sollten nicht vergessen, dass die implizite Schätzung der invertierten US-Zinskurve für den Beginn einer US-Rezession später im zweiten Halbjahr ist und nicht jetzt.

Eine anhaltende Inversion der 2- und 10-jährigen US-Zinskurve hat historisch immer eine Rezession angekündigt – in den letzten 40+ Jahren gab es keine falschen Signale.

Die 2- und 10-jährige Zinskurve invertierte erstmals im März 2022 und ist seit Juli 2022 dauerhaft invertiert (mit einem Schwellenwert von -25 Basispunkten). Historisch gesehen beginnt eine Rezession ungefähr 12 Monate später.

Das Problem für die Fed besteht darin, dass die Märkte dazu neigen, eine Lockerung der Geldpolitik schon deutlich im Voraus einzupreisen, was die wirtschaftliche Dynamik und den Inflationsdruck wieder anheizt und den Zielen der Fed, den Arbeitsmarkt ins Gleichgewicht zu bringen, die Nachfrage zu zerstören und die Inflation zu senken, diametral entgegensteht.

Um ihr Inflationsziel zu erreichen, muss die Fed möglicherweise zeigen, dass sie ihre Politik noch stärker straffen wird, während sie gleichzeitig ein schwächeres makroökonomisches Umfeld erwartet. Sie muss den Markt dazu bringen, dies einzupreisen, selbst wenn sie dann doch umschwenkt. Die Fed könnte also am 22. März mit einem hawkischen Dot-Plot-Update überraschen.

Mike Gapen von der BofA hat folgende Schlussfolgerung, die wir teilen: „Es könnte eine starke Verlangsamung der Verbrauchernachfrage erforderlich sein, damit die Inflation wieder auf 2 % sinkt. Mehrere weitere Zinserhöhungen der Fed könnten dafür erforderlich sein ... Dies wird wahrscheinlich zu einer Rezession führen, da die Non-Consumer-Bereiche der Wirtschaft bereits schwach aussehen.“

Abschliessend möchten wir noch ein paar Worte über systematische Strategien verlieren, da wir Anzeichen dafür sehen, dass diese Akteure derzeit eine wichtige Rolle an den Aktienmärkten spielen.

Die Aktienrallye bis Anfang Februar wurde von unrentablen Tech-Werten mit hohem Beta und den Verlierern des letzten Jahres angeführt.

Volatilität wird von „CTAs“ sowie bei Risk-Parity- und Volatility-Targeting-Strategien häufig als Kauf- oder Verkaufssignal genutzt. Wenn die implizite und realisierte Volatilität sinkt, erhöhen diese Akteure quasi mechanisch ihren Leverage und tätigen Käufe.

Ihr Ansatz ist unempfindlich gegenüber der Aktienbewertung und hat erhebliche Auswirkungen auf zwei Arten von Aktien: die unbeliebtesten und am meisten geshorteten sowie die am wenigsten liquiden und damit am stärksten von Kapitalflüssen betroffenen Aktien.

Positionierung

Die jüngsten Wirtschaftsdaten deuten darauf hin, dass sich eine weitere Wachstumsverlangsamung in den USA zwar verzögert, aber nicht verhindern lässt. Unsere Schätzung für den Beginn einer Rezession in den USA ist nach wie vor das vierte Quartal 2023.

Unser Basisszenario verlangt eindeutig, dass wir defensiv bleiben. Doch man könnte einen potentiellen Bull Case für eine weiche Landung argumentieren, wenn sich der Konsum in den Industrieländern wirklich erholt und China weitere Konjunkturimpulse setzt. (Wir konnten in letzter Zeit einen Wiederanstieg der Reallohne im Westen beobachten.) Sollte ein positives Realwachstum den Anstieg der Zinsen vorantreiben, so würden Risikoanlagen wohl in der Lage sein, diesen Druck zu absorbieren. Die Wahrscheinlichkeit für ein derart positives Szenario (die zwar höher ist als vor sechs Monaten) liegt unserer Ansicht nach jedoch immer noch bei nur 25 %.

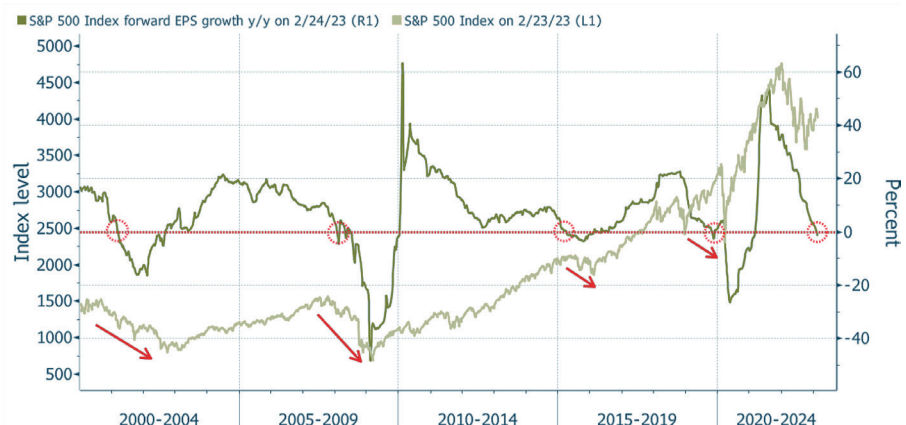
Tatsache ist, dass die Risikoprämie für Aktien den seit 15 Jahren niedrigsten Stand erreicht hat. Wir gehen davon aus, dass der Druck auf die Margen auf die weiteren Rückgang der Gewinne im Jahr 2023 führen wird, da die Unternehmen Mühe haben, die Kosten so schnell zu senken, wie die Preissetzungsmacht/Nachfrage schwindet. Wir sind der Meinung, dass der Kursbereich des S&P 500 von 3.900 –3.800 Punkten der eigentliche Test für die Aktienmärkte sein wird.

Chart

Erst zum fünften Mal seit dem Jahr 2000 haben sich die 12-monatigen Gewinnerwartungen ins Negative gedreht, was laut Morgan Stanley in der Vergangenheit ein Verkaufssignal für Aktien darstellte. Historisch gesehen ist der grösste Teil der Kursverluste bei Aktien zu verzeichnen, wenn das erwartete EPS-Wachstum negativ wird.

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

S&P 500 12-monatige Gewinnerwartungen nun negativ



Quelle: Bloomberg, Morgan Stanley

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 Tätigung 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). 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