

Executive Summary

- › Die geopolitische Eskalation und das andauernde Bear Steepening der US-Zinskurve haben den S&P 500 unter wichtige mittelfristige Supportlevels gebracht, wobei das schwache Marktsentiment nach wie vor das einzige klare taktische Kaufsignal bleibt.
- › Die besser als erwartete Q3-Gewinnsaison des S&P 500 wird durch Abwärtskorrekturen der Gewinnprognosen für das Gesamtjahr 2023 und 2024 kompensiert.
- › Der Makrohintergrund in Europa schwächt sich seit einiger Zeit ab, und das dritte Quartal war keine Ausnahme. In ähnlicher Weise sind die europäischen Märkte hinter den USA zurückgeblieben (z. B. hat sich der SPI seit Jahresbeginn ins Negative entwickelt).
- › Die US-Daten blieben bis September solide, wiesen jedoch zunehmend stagflationäre Untertöne auf. Wir gehen davon aus, dass sich diese Resilienz beginnend im November/Dezember auflösen wird.
- › Die US-Frühindikatoren fallen weiter und verzeichneten den 18. Monat in Folge einen Rückgang, den längsten seit der globalen Finanzkrise von 2008/09.

Der S&P 500 verzeichnet den dritten Monat in Folge Rückgänge

- Zum Zeitpunkt des Schreibens wird der S&P 500 den dritten monatlichen Rückgang in der Folge verzeichnen, was seit dem COVID-Absturz 2020 nicht mehr vorgekommen ist.
- Die nominalen US 10-Jahres-Renditen erreichte 5 % und die 10-jährigen Realzinsen stiegen trotz hoher geopolitischer Unsicherheit auf 2,50 %, was das Ausmass der Straffung der Finanzbedingungen in den letzten Wochen unterstreicht.
- Die Credit Spreads stiegen ebenfalls an, bleiben aber deutlich unter der Ausweitung nach der SVB-Pleite Anfang des Jahres.

Marktentwicklungen

Welt

- Es ist schwer vorstellbar, was ohne eine US-Rezession – deren Beginn wir nach wie vor für das erste Quartal 2024 erwarten (wir erwarten einen Anstieg der amerikanischen Arbeitslosenmeldungen in den nächsten sechs Monaten als Bestätigung) – eine signifikante und anhaltende Rallye bei Anleihen auslösen könnte.
- Wir freuen uns, dass Gold (unser primäres Instrument zur Portfoliodiversifikation) funktioniert und bleiben mittelfristig optimistisch. Gold tendierte in der Vergangenheit dazu, vor und während US-Rezessionen zu steigen.

- Das (vorläufige) BIP in den USA im 3. Quartal stieg um beeindruckende 4,9 % auf Jahresbasis umgerechnet und übertraf damit den Bloomberg-Konsens von 4,5 %, muss aber in den Kontext des laufenden Defizits von rund USD 2 Billionen gebracht werden.

Europa

- Die Inflation in Deutschland, Spanien und Italien überraschte mit niedrigen (vorläufigen) Oktoberwerten. Der durch die Basiseffekte im Energiesektor verursachte Rückgang der Inflation wird ab dem nächsten Monat nachlassen. Dies wird es schwierig machen, eine Inflation von 2% vor dem ersten Quartal 2024 zu erreichen, es sei denn, die Energiepreise fallen im November und Dezember, was laut Steno Research angesichts der bullischen Angebots-/Nachfragedynamik im Erdgasbereich unwahrscheinlich ist.

Schweiz

- Die SNB überraschte mit der Ankündigung, dass sie keine Zinsen mehr auf die Mindestreserven zahlen wird, die die Banken bei ihr halten müssen. Darüber hinaus wird ein Multiplikator gesenkt, der bestimmt, wie viel des bei der Zentralbank geparkten Geldes den vollen Zinssatz erhalten wird. Zusammen werden die beiden Änderungen der SNB schätzungsweise 600 Millionen Schweizer Franken pro Jahr einsparen. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die SNB nach wie vor unter einem enormen Bilanzverlust aus dem Vorjahr leidet und daher wahrscheinlich auch in diesem Jahr keine Dividenden an das Land und die Kantone der Schweiz auszahlen wird.

Erste Anzeichen für ein Zyklusende in den USA?

Die Fed befindet sich in einer schwierigen Lage, da sich die Inflation in den letzten Monaten wieder beschleunigt hat, ebenso wie das BIP im dritten Quartal, was jedoch weitgehend auf die Staatsausgaben zurückzuführen ist. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass das BIP-Wachstum in der Vergangenheit vor einer Rezession oft überraschend stark war (siehe Tabelle der BofA im Diagrammabschnitt).

Dies bedeutet, dass die US-Notenbank weiterhin eine restriktive Haltung einnehmen muss und die Zinsen wahrscheinlich so lange hochhalten wird, bis der Arbeitsmarkt deutliche Schwäche zeigt.

Die Situation der Fed wird durch die rücksichtslose Finanzpolitik der USA verschlimmert, die in diesem Herbst zur grössten Besorgnis der Kapitalmärkte geworden ist – wobei das Haushaltsdefizit nach 12 Monaten immer noch über 6 % des nominalen BIP liegt.

- Das Staatsdefizit hat sich im Geschäftsjahr bis September im Vergleich zum Vorjahr ungefähr verdoppelt und erreichte effektiv USD 2,02 Billionen.
- Die Fed kauft derzeit keine Anleihen (QT), und der private Markt verlangt, für das massive Angebot an neuen US Staatsanleihen kompensiert zu werden, was zu einer steilen Zinskurve führt.

- Powell selbst bezeichnete den finanzpolitischen Kurs der USA im Oktober beim Economic Club of New York als «letztlich nicht nachhaltig».
- Am 30. Oktober veröffentlichte das Finanzministerium den vierteljährlichen Refinanzierungsbericht für das vierte Quartal.

Yellen senkte ihre Schätzung der Nettokreditaufnahme für das vierte Quartal auf USD 776 Mrd., während sie Ende Juli noch USD 852 Mrd. für diesen Zeitraum vorausgesagt hatte – Renditen gingen in einer ersten Reaktion zurück.

- Trotz der Verringerung der Schätzung stellt die neue Projektion noch immer einen Rekordbetrag für Schuldenaufnahme im vierten Kalenderquartal dar.

Wie lange kann der US-Konjunkturzyklus durch hohe Defizit Ausgaben noch verlängert werden? Zumindest einige interne Daten des Aktienmarktes deuten auf das mögliche Ende des Zyklus hin.

- Zyklischer vs. Defensive haben begonnen nach unten zu drehen.
- Small Caps (die oft engere Kreditbedingungen früher zu spüren bekommen) sind deutlich hinter die Large Caps zurückgefallen.
- Die US-Berichtsperiode hat zu den schnellsten Downgrades der Gewinnprognosen seit fast einem Jahr geführt.

In dieser Gewinnsaison wurden in den USA die schwächsten Umsatzsteigerungen der letzten zehn Jahre verzeichnet (in Europa sieht es noch schlechter aus). Es könnte schwierig werden, die Erträge über die Margen auf dem derzeitigen Niveau zu halten, wenn die Zahl der Arbeitskräfte nicht reduziert wird (das Ende des «Hortens von Arbeitskräften»?).

- RBC Capital zu den Berichten der Gewinnsaison im dritten Quartal: *„Einige Unternehmen haben Resilienz, Stabilisierung und Normalisierung betont, aber wir lesen viel mehr über Unsicherheit, schwierige Makrobedingungen, Abschwächung und Vorsicht.“*

Positionierung

Wir hatten den Übergang zu einer nachhaltigen Inflation seit Juli («Goldilocks-Höchststand») erwartet. Die Umschichtung zu Energy hat in diesem Zusammenhang bisher funktioniert. In ähnlicher Weise erwarten wir in den nächsten ein bis drei Monaten einen Peak im «higher-for-longer» Narrativ und eine Verlagerung zu US-Wachstumssorgen. Unsere mittelfristigen Aussichten bleiben unverändert. Wir erwarten den Beginn einer harten Konjunkturlandung in den USA im ersten Quartal 2024 (das Fenster für ein solches beginnendes Hard Landing ist vom 23. November bis 24. April, basierend auf einem Backtesting der US Zinskurve von 42Macro).

- Infolgedessen sehen wir in zweijährigen US-Staatsanleihen mittelfristig ein attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis ohne grosse Downside. Wir betrachten sie als «Call-Option» auf einen erzwungenen Kurswechsel der Fed mit aggressiven Zinssenkungen im zweiten Halbjahr 2024. Die Märkte rechnen derzeit lediglich mit zwei bis drei Zinssenkungen bis Ende 2024 – viel zu wenig, wenn es zu einem Hard Landing kommt. Wenn die Fed nicht die Zinsen senkt, würden wir einfach ein weiteres Jahr halten und immer noch 5 % pro Jahr in USD verdienen.
- In einem Zeitrahmen erscheinen auch die Realzinsen von rund 2,4 % für 5- und 10-jährige amerikanische inflationsindexierte Staatsanleihen (TIPS) zunehmend attraktiv. 10-jährige Realzinsen erreichten im Herbst 2008 3 % – die beste Kaufgelegenheit für die nächsten 20 Jahre. TIPS sind die «wahre, risikofreie Anlage zum Kaufen und Halten» – essenziell ist aber die Laufzeit auch dem eigenen Investmenthorizont anzupassen.

Aus taktischer Sicht sprechen die schwache Marktstimmung und die überverkauften Bedingungen für eine Erholung der Aktienmärkte, vorausgesetzt, dass die Zinsen ihre überkauften Bedingungen abbauen und sich etwas beruhigen. Mit dem klaren Durchbruch der 200er-Marke des S&P 500 Ende Oktober sind jedoch die Chancen auf eine deutliche Erholung im vierten Quartal gesunken.

Chart

«Mini»-Erholungszyklen (1.-3. Quartal 2023 in den USA) innerhalb einer breiteren Konjunkturabschwächung sind gegen Ende des Zyklus historisch nicht ungewöhnlich.

Nominales und reales jährliches BIP-Wachstum der USA zu Beginn der Rezession

Start of Recession	GDP growth YoY % (in quarter that recession began)	
	Nominal	Real
November 1948	7.9%	3.9%
July 1953	6.4%	5.4%
August 1957	6.3%	3.1%
April 1960	3.5%	2.1%
December 1969	7.2%	2.0%
November 1973	11.1%	4.0%
January 1980	10.4%	1.4%
July 1981	14.1%	4.3%
July 1990	5.6%	1.7%
March 2001	4.7%	2.2%
December 2007	4.8%	2.2%
February 2020	2.5%	0.6%

Quelle: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

Quellen: Bloomberg, Morgan Stanley, Bank of America, Goldman Sachs, The Macro Compass, The Market Ear, Steno Research, 42Macro, JPM, Hightower Naples, ZKB, Strategas, RBC Capital

Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen eine Marketingmitteilung der FINAD (FINAD AG, Zürich; FINAD GmbH, Wien oder FINAD GmbH, Zweigniederlassung Hamburg) dar. Diese Marketingmitteilung wurde nicht in Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. 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 die in diesem Dokument erwähnten Fonds und sonstigen 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 von der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter zugelassen und wird durch die Aufsichtsorganisation (AO) AOOS beaufsichtigt. Weiter ist die FINAD an die OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>) angeschlossen. Beschwerden über die FINAD können an die AO 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