

Rückblick auf das dritte Quartal 2022

Kampf gegen Inflation auch auf Kosten einer Rezession

Nach einer langanhaltenden Phase des Zögerns und des Zauderns der EZB, in der die bereits kräftig ansteigende Inflation von ihren Vertretern gebetsmühlenartig nur als vorübergehendes Phänomen bezeichnet wurde, erhöhte die Notenbank im Juli und September den Leitzins um 50 und 75 Basispunkte auf 1.25%. In der Zwischenzeit setzte allerdings die Inflation in der Eurozone ihren Aufwärtstrend ungebremst fort und verzeichnete im September erstmals einen zweistelligen Anstieg von +10%.



Präsidentin Lagarde räumte gravierende Fehleinschätzungen bei der Inflationsprognose ein. Obwohl die Inflation im Euroraum zu einem beträchtlichen Teil aufgrund des Energie- und Rohstoffmangels auch angebotsinduziert ist, kündigte die EZB an, den Leitzins in mehreren Schritten weiter zu erhöhen, um die Nachfrage und damit auch die nachfrageinduzierte Inflation zu reduzieren. Dadurch soll ein Anstieg der Inflationserwartungen verhindert werden. Gleichzeitig warnte der Chefvolkswirt der EZB vor einer drohenden Lohn-Preis-Spirale, weil hohe Lohnabschlüsse zu Zweitrundeneffekten führen könnten. An den Zinsmärkten wurden bereits weitere Zinserhöhungen der EZB für insgesamt 200 Basispunkte bis auf 3.25% im Frühjahr 2023 eingepreist. Gleichzeitig deuten vorlaufende Konjunkturindikatoren angesichts der immens gestiegenen Energie- und Strompreise und einer im kommenden Winter drohenden Energieknappheit schon auf eine beginnende Rezession in der Eurozone.

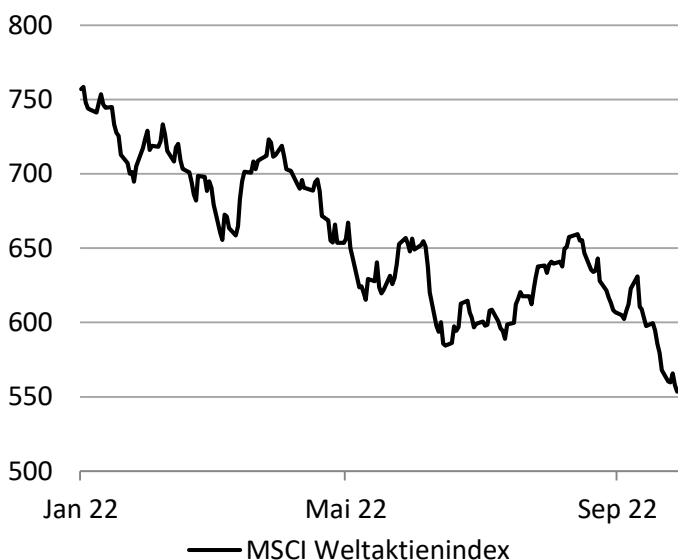
In den USA erweist sich die historisch hohe Inflation von derzeit 8.3% insbesondere wegen des Ungleichgewichts am Arbeitsmarkt und der nach wie vor hohen Konsumnachfrage als überaus hartnäckig. Der sehr enge Arbeitsmarkt mit durchschnittlich zwei offenen Stellen für jeden Arbeitslosen führte zu stark steigenden Löhnen und bewirkte zusammen mit dem ausgesprochen robusten Dienstleistungssektor im August einen unerwartet kräftigen Anstieg der US-Kerninflation auf 6.3%. Fed-Präsident Powell stellte anlässlich des Notenbanktreffens in Jackson Hole unmissverständlich klar, dass der Kampf gegen die hartnäckige Inflation oberste Priorität habe und dabei auch eine Rezession bewusst in Kauf genommen wird. Um die Inflation von über 8% auf die Zielmarke von 2% abzusenken, müsse die Fed die Nachfrage dämpfen und den Arbeitsmarkt mit einer höheren Arbeitslosenrate wieder ins Gleichgewicht bringen.

Nachdem die US-Aktien- und Zinsmärkte von Mitte Juni bis Mitte August die Erwartung einer nachgebenden Inflation und wieder sinkender Zinsen eingepreist hatten, kam es im Anschluss an die Klarstellungen des Fed-Präsidenten mit seinem expliziten Fokus auf eine konsequent restriktive Geldpolitik zu neuerlichen massiven Kursverlusten an den Aktien- und Bondmärkten. Das Federal Reserve nahm nach anfänglichem Zögern im heurigen Jahr bereits fünf Zinserhöhungen für insgesamt 300 Basispunkte vor. Der Leitzinssatz von derzeit 3.25% soll gemäss dem Ausblick der US-Notenbank bis Jahresende noch um 125 Basispunkte auf 4.50% angehoben werden. Gleichzeitig entzieht die Fed im Rahmen ihres QT-Programms dem Markt jeden Monat Liquidität in Höhe von USD 95 Milliarden. Ungeachtet der restriktiven Geldpolitik hat sich die Stimmung der US-Konsumenten gemäss dem Konjunkturforschungsinstitut Conference Board aufgrund des soliden Arbeitsmarkts und der wieder nachgebenden Benzinpreise weiter verbessert. Der Einkaufsmanagerindex für die US-Industrie, der als zuverlässiger Indikator für die weitere Wirtschaftsentwicklung gilt, verzeichnete hingegen im September einen markanten Rückgang.

Als Folge der Null-Covid Politik und des angeschlagenen Immobiliensektors verzeichnete China im zweiten Quartal lediglich ein geringes Wirtschaftswachstum von 0.4%. Auch die zuletzt veröffentlichten chinesischen Einkaufsmanagerindizes fielen wieder deutlich unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Anlagepolitik und Ausblick

Nachdem im ersten Halbjahr sowohl die globalen Aktien- als auch die Zinsmärkte gleichzeitig massive Kursverluste verzeichnet hatten, kam es aufgrund der Erwartung einer rasch nachgebenden Inflation bis Mitte August zu einer markanten Erholungsrallye. Wir hatten schon im Januar im Rahmen unseres Risikomanagements in den verwalteten Portfolios die Position in einem Technologieaktienfonds zur Gänze verkauft und konnten durch diese Massnahme einen möglichen Kursverlust von etwa 30% vermeiden. Anfang August haben wir die kräftige Kurserholung an den Aktienmärkten seit Mitte Juni von etwa 15% dazu genutzt, um das Aktienexposure in den Portfolios aus Gründen des Risikomanagements in einem zweiten Schritt nochmals zu reduzieren. Im dritten Quartal haben wir den Liquiditätsanteil in den verwalteten Portfolios durch mehrere Massnahmen beträchtlich erhöht. Unsere aktuelle taktische Asset Allokation weist daher eine signifikante Untergewichtung in Aktien und eine Übergewichtung des Liquiditätsanteils im Vergleich zu unserer strategischen Allokation auf.



Da sich die US-Inflation wegen des Ungleichgewichts am Arbeitsmarkt und der Stärke des Dienstleistungssektors als wesentlich hartnäckiger erwies, als von renommierten Ökonomen und Analysten erwartet wurde, und die US-Notenbank deshalb eine ausgesprochen restriktive Geldpolitik verfolgt, verzeichneten sowohl Aktien- als auch Zinsmärkte seit Mitte August neuerlich massive Kursverluste und fielen zum Ende des dritten Quartals unter die bisherigen Jahrestiefstände von Mitte Juni. Der JP Morgan Global Bond Index verzeichnet seit Jahresbeginn einen Kursverlust von -20.1%, während der MSCI Weltaktienindex im gleichen Zeitraum um -26.7% an Wert einbüsste.

Durch die nachgebenden Öl- und Getreidepreise, die Entspannung bei den globalen Lieferketten sowie den Basis-effekt wird sich die US-Inflation voraussichtlich über die nächsten Monate zurückbilden. Mit einem Anstieg der US-Leitzinsen bis auf 4.70% im Frühjahr 2023 sind die Zinserhöhungen der Fed unseres Erachtens nun nahezu vollständig eingepreist. Wegen der zunehmenden Belastung der US-Konsumenten durch die hohe Inflation und die deutlich angestiegenen Hypothekenzinsen und aufgrund der sinkenden Auftragseingänge in der US-Industrie wird sich die Wirtschaftsabschwächung in den USA unserer Ansicht nach weiter fortsetzen. Angesichts deutlich höherer Kosten und Kreditzinsen erwarten wir sinkende Gewinnmargen der US-Unternehmen und eine Gewinnrezession. Auch um etwa 10% niedrigere Unternehmensgewinne scheinen am US-Aktienmarkt nach dem Rückgang der Bewertungen auf Basis der erwarteten Gewinne von 23 auf 16 nun bereits zu einem Grossteil eingepreist zu sein. Aufgrund der zunehmend attraktiven Bewertungen werden sich mittelfristig Chancen ergeben, die wir mit der bereitgestellten Liquidität nutzen werden. Der jahrelang geltende Anlagegrundsatz TINA (There Is No Alternative) konnte durch die gestiegenen kurz- und langfristigen USD- und EUR-Zinsen in der Zwischenzeit auf TARA (There Are Reasonable Alternatives) abgeändert werden. Jedenfalls gehören Negativzinsen nun tatsächlich der Vergangenheit an. Rohstoffanlagen eignen sich weiter als Schutz gegen die hohe Inflation. Zudem setzen wir weiterhin auf Stabilisatoren wie den US Dollar, den Schweizer Franken und Gold, die im Vergleich zum Euro deutlich zulegen konnten.

Fazit

Im weiterhin ausgesprochen schwierigen Anlageumfeld halten wir konsequent an unserer defensiven Anlagestrategie fest und bleiben in Aktienanlagen untergewichtet. Einem konsequenten Risikomanagement kommt unseres Erachtens auch weiter eine sehr hohe Bedeutung zu.

Schaan, Oktober 2022

Quorus Vermögensverwaltung AG

Gewährleistungsausschluss

Der Inhalt dieses Berichts ist ausschliesslich für allgemeine Informationszwecke vorgesehen; er hat weder den Anspruch, umfassend oder vollständig zu sein, noch stellt er eine finanzielle, rechtliche oder sonstige fachliche Beratung dar. Quorus bietet keine Gewähr (weder ausdrücklich noch stillschweigend), dass die in diesem Bericht veröffentlichten Informationen richtig, korrekt, wahrheitsgemäss oder aktuell sind. Die Informationen stellen weder eine Werbung noch eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Einladung dar, irgendwelche Anlageinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen, anderweitige Geschäfte zu tätigen oder anderweitige rechtliche Geschäfte abzuschliessen.