

Executive Summary

- Die Lage in China und Italien bietet wenig Grund für Zuversicht. In den USA und in Grossbritannien warten die Investoren gespannt, was die Veränderungen bringen werden.
- Die Konjunktur wächst in den meisten Ländern weiterhin überraschend stark. Der Arbeitsmarkt bleibt ausgetrocknet, während die Konsumentenstimmung sinkt. Für 2023 rechnen wir in verschiedenen Ländern mit einer Rezession.
- Der Druck auf die Notenbanken, die Geldpolitik zu straffen, steigt. Erste Risse, wie die Probleme der britischen Pensionskassen und der starke Dollar, zeigen sich und belasten das System.
- Im US-Dollar finden Interventionen statt, um eine weitere Aufwertung zu verhindern.



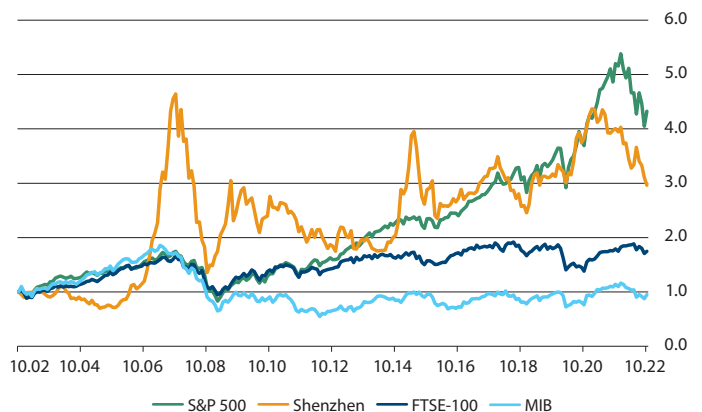
Fokusthema

Die politische Lage bietet wenig Grund für Zuversicht

- Am 20. Parteikongress der Kommunistischen Partei Chinas wurde der Präsident Xi als Parteichef bestätigt. Die Amtszeitbegrenzung wurde aufgehoben und seine Wiederwahl als Präsident dürfte nur noch eine Formsache sein. Xi scharft loyale «Ja-Sager» um sich.
- An der Politik dürfte sich somit kaum etwas ändern. Insbesondere die Null-Covid-Politik dürfte unter der neuen Nummer zwei Li Qiang, verantwortlich für die katastrophale Lockdown-Politik in Shanghai, weitergeführt werden und das Wirtschaftswachstum hemmen. Weitere Probleme sind die hohe Jugendarbeitslosigkeit und der Immobilienmarkt.
- In Italien hat der Mitte-Rechts-Block eine klare parlamentarische Mehrheit erreicht. Giorgia Meloni wurde zur ersten weiblichen Ministerpräsidentin gewählt. Die neue Regierung dürfte eine EU-kritischere Haltung einnehmen.
- In Grossbritannien versuchen die Tories die Wogen der Truss-Regierung mit der Wahl von Rishi Sunak zu glätten. Die Wirren um das «Mini-Budget» haben die Premierministerin Truss in Rekordzeit zum Rücktritt gezwungen. Die konservative Partei tut gut daran, Ruhe in die verfahrenere Situation zu bringen und die Märkte zu stabilisieren.
- In den USA finden am 8. November Zwischenwahlen statt, bei denen im Repräsentantenhaus mit 435 Abgeordneten alle und im Senat 35 Sitze neu bestellt werden.

- Die Umfrage-Werte für Joe Biden sind durch die hohen Energiepreise und die belastenden Inflationsdaten im Keller.
- Gemäss jüngsten Umfragen scheinen die Demokraten die Mehrheit im Senat halten zu können. Die Republikaner dürften hingegen die Mehrheit im Repräsentantenhaus gewinnen.

Erhöhte politische Unsicherheit in den Aktienmärkten, 20 Jahre

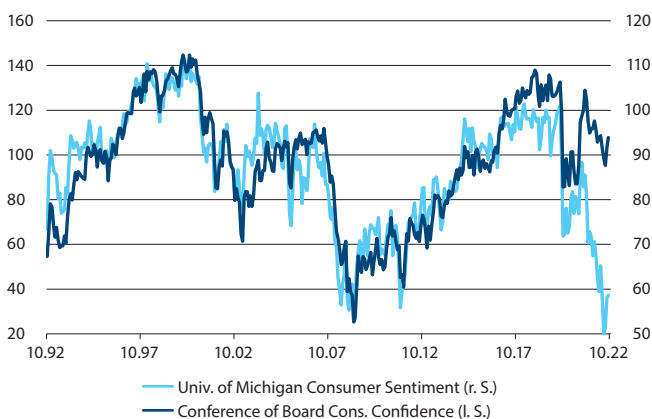


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rezessive Tendenzen 2023 erwartet

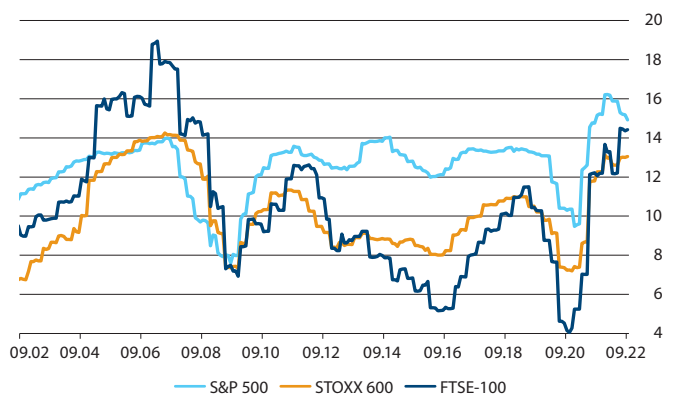
- Wir passen unsere Wachstumsprognosen für 2022 an: Welt 2,8% (bisher 2,7%), USA 1,9%, EU 2,6% (2,3%), Japan 1,9%, China 3,4% (3,7%), UK 3,3% (2,8%), Schweiz 1,9%. Die Prognosen für 2023 passen wir wie folgt an: Welt 2,3% (2,5%), USA 0,9%, EU -0,1% (0,3%), Japan 1,5%, China 4,9%, UK -0,2% (0,2%), Schweiz 0,8% (1,0%).
- Nach einer Delle im ersten Halbjahr zog das Wirtschaftswachstum in den USA im dritten Quartal wieder an. Auch sind die Arbeitsmarktdaten, die Umfrage bei kleinen Unternehmen (NFIB) und die Industrieproduktion erfreulich stark ausgefallen und die Gesamtinflation scheint den Kulminationspunkt überschritten zu haben.
- Gegenläufige, schwache Zahlen stammen von diversen Einkaufsmanagerindizes, den Erwartungsindikatoren (Phily Fed, Michigan), der Konsumentenstimmung sowie vom Häusermarkt. Die Konsumentenstimmung bleibt in vielen Regionen angeschlagen.
- Ob der positiv ausgefallene Datenkranz aufgrund der anstehenden Zwischenwahlen politisch beeinflusst ist, wird sich nach dem Wahltermin zeigen. Grundsätzlich bleibt die amerikanische Wirtschaft bisher überraschend stark.
- Auch die Schweiz befindet sich im globalen Vergleich in einer recht komfortablen Situation. Eine relativ tiefe Inflation, hohe und stabile Einkaufsmanagerindizes, ein resilienter Immobilienmarkt und ein sich auf tiefem Niveau stabilisierender Konjunkturbarometer belegen die robuste wirtschaftliche Verfassung.
- Die Umfragen von ZEW und ifo in Deutschland sind für die Einschätzung der aktuellen Lage schlechter ausgefallen. Die Erwartungen sind hingegen auf tiefen Niveaus wieder gestiegen. Die Aussichten dürften sich, u.a. wegen dem bisher milden Herbst, der besseren Versorgungslage mit Gas für den Winter sowie den gesunkenen Energiepreisen, aufgehellt haben.
- Die Inflation scheint in vielen Ländern den Höhepunkt überschritten zu haben. Dennoch bleibt sie unerwünscht hoch. Wie der Fed-Vorsitzende zum Abschluss des Jackson Hole Meetings dargelegt hat, bietet eine tiefe und stabile Inflation die erforderliche Planungssicherheit für Prosperität. Die gestiegenen Kosten fressen sich zunehmend in die Gewinnmargen der Unternehmen und senken die Kaufkraft der Konsumenten. Beides ist unerwünscht, wird aber durch die Notenbanken weiter vorangetrieben.
- Restriktive Notenbanken wirken auf eine weitere Abkühlung der Konjunktur hin, was in einzelnen Ländern auch zu einer Rezession führen wird.

Konsumentenstimmung USA, 30 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Operative Marge, 20 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

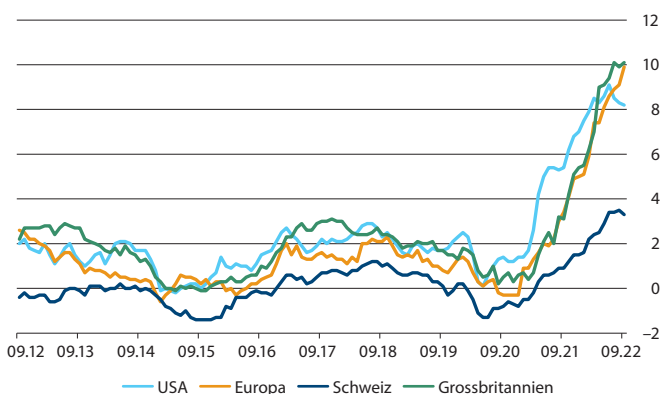
Wie lange straffen die Notenbanken ihre Geldpolitik?

- Durch die gestiegenen Zinsen sind in Grossbritannien die Pensionskassen in Schieflage geraten. Die Bank of England musste ihre quantitative Straffung aussetzen und für einige Tage sogar wieder lockern. Allerdings dürfte die Inflation dadurch länger hoch bleiben und andauern. Mit einer Inflation von rund 10% wird der Fokus bald wieder auf der Inflationsbekämpfung liegen.
- Die EZB stützt die südlichen EU-Länder (Griechenland, Italien, Spanien und Portugal) mit milliardenschweren Anleihekäufen im Rahmen des Anti-Fragmentierungsprogramms und senkt die Zinsaufschläge für diese Länder auf ein «erträgliches» Niveau. Allerdings wird erwartet, dass die Leitzinsen bis September 2023 um weitere 1,75% angehoben werden und sich damit auch die Zinslast erhöht.
- Schwierigkeiten in der Energieversorgung in den kommenden Monaten könnten zwar den Verlauf des Zinsanhebungszyklus, nicht aber dessen Ausmass verändern. An der Sitzung vom 27. Oktober wurde der Leitzins nochmals um 75 Basispunkte auf 2,0% angehoben. Die Reduktion der Bilanzsumme durch die EZB wird erst diskutiert.
- Die SNB hat in den letzten Wochen über elf Milliarden USD über Dollar-Repo-Auktionen mit der Fed beschafft. Spekulationen, dass Geschäftsbanken in der Schweiz eine unzureichende USD-Liquidität ausweisen, wurden dementiert. 17 Banken haben sich mit Dollars eingedeckt und erzielen

aus der Zinsdifferenz einen positiven Ergebnisbeitrag. An der nächsten SNB-Sitzung im Dezember dürfte die Notenbank allerdings die Zinsen zurückhaltend um 25 Basispunkte erhöhen.

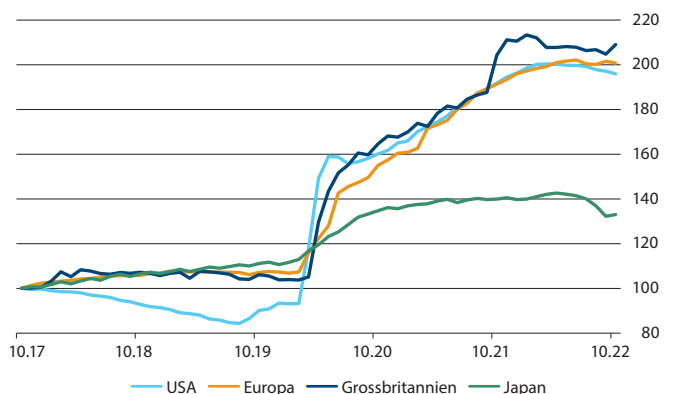
- An der Sitzung vom 2. November soll gemäss Äusserungen einiger FOMC-Mitgliedern über Umfang und Zeitplan weiterer Zinsschritte diskutiert werden. Marktteilnehmer schöpfen daraus erneut Hoffnung auf dosiertere Zinsschritte. Insbesondere der Arbeitsmarkt bleibt in den USA überaus robust und lässt auf kurze Sicht wenig Spielraum für eine lockere Geldpolitik.
- Zwar hält die Bank of Japan an ihrer Zinskurvenkontrolle fest, trotzdem hat sie stillschweigend ihre Bilanzsumme um rund 7% reduziert. Der schwache Yen stellt ein substantielles Problem dar und wird die Notenbank früher oder später zu einem Umdenken zwingen. Reine Devisentransaktionen werden die Situation langfristig nicht bereinigen. Ein erster Zinsschritt wird aber erst Mitte 2023 erwartet.
- Die Inflation dürfte den Gipfel überwunden haben, was zu einem gemächlicheren Zinsanhebungstempo führen könnte. Die Inflation bleibt aber viel zu hoch und dürfte auch durch allfällige lockerere Massnahmen erhöht bleiben. Die Notenbanken tun gut daran, beherzt gegen die Inflation vorzugehen. Die impliziten Zinsen lassen keine deutlich lockerere Geldpolitik erwarten.

Inflationsraten, 10 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bilanzsumme der G4-Notenbanken (indexiert), 5 Jahre



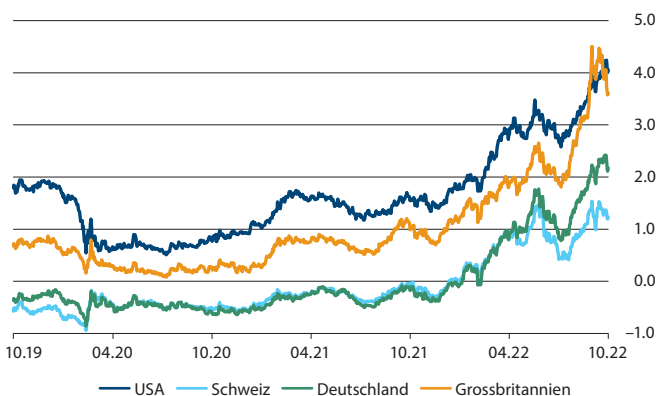
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Höchststände in den US-Renditen?

- Nachdem die Rendite der 10-jährigen Treasury Bonds auf über 4,3% gestiegen war und die Kreditaufschläge der Unternehmensanleihen neue Höchststände erreicht hatten, wurden plötzlich wieder jene Stimmen vernehmbar, welche ein «Einhalten» der FED im Zinszyklus propagieren.
- Wir sind dezidiert der Meinung, dass dies so kurz vor den Zwischenwahlen kein Zufall ist, denn der durch die Anleihenmärkte induzierte Stress in alle Finanzmärkte ist beachtlich. Ebenso ins Bild passt, dass jetzt Gerüchte über eine bald anstehende «Operation Twist» der FED aufgetaucht sind. Dabei würde die Notenbank kurzlaufende Papiere veräußern und langlaufende Bonds kaufen, ohne die Bilanz zu verändern. Eine klassische Form des Zinskurvenmanagements.
- Die EZB muss nicht nur die Höhe der Euro-Zinskurve steuern, sondern auch die Renditeunterschiede zwischen den einzelnen Staaten. Nach der Leitzinserhöhung auf 2% wird es vor allem auch darum gehen, wie die Notenbank die Reduktion ihrer Bilanz (QT) angehen will, sowie um die Details im Liquiditätsmanagement (TLTRO).

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 3 Jahre

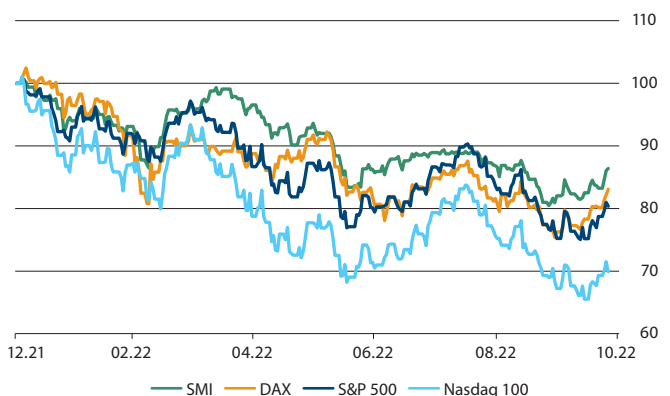


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: technisch getriebene Märkte

- Die US-Märkte haben im Laufe der letzten Wochen verschiedentlich die sehr langfristigen gleitenden Durchschnitte getestet (200 Wochen «moving average»). Dabei wurden diese technischen Niveaus in den meisten Fällen nicht durchbrochen, was von Analysten als positiv interpretiert wird.
- Mit dem erneuten Auftauchen des «FED pivot» und Gerüchten über eine «Operation Twist» hat sich daraus nun eine technisch attraktive Ausgangslage ergeben. Dazu kommt, dass die Aktien-Positionierungen bei den institutionellen Kunden extrem gering sind und diese somit möglicherweise erneut einem «Bärenmarktrallye» zum Opfer fallen könnten. Grundsätzlich ist eine solche Entwicklung im seit Jahresbeginn anhaltenden Abwärtstrend erneut ohne weiteres möglich, ähnlich wie im Verlauf des Sommers.
- Die Quartalsberichterstattung der Unternehmen ist mehrheitlich positiv angelaufen, offensichtlich wurden die Erwartungen im Vorfeld adäquat gemanagt. Allerdings ist beim Gros der Unternehmen eine vorsichtige Einschätzung der Zukunft zu verzeichnen.
- Wir bleiben weiterhin vorsichtig und in der Aktienquote neutral positioniert. Europäische Aktien empfehlen wir aufgrund der verschiedenen Unsicherheiten (Politik, Euro, Energieversorgung) unterzugeschichtet.

Aktienmärkte: Performance 2022, indiziert



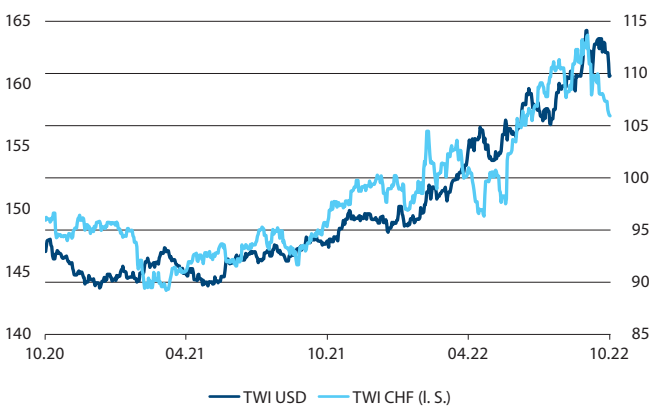
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

USD-Stärke weckt Ängste

- Immer lauter werden die Stimmen, welche ihren Unmut über den festen Dollar zum Ausdruck bringen. Vor allem im asiatischen Raum sind diese deutlich zu hören. Sowohl die Bank of Japan (BoJ) als auch die chinesische Zentralbank haben deshalb FX-Interventionen zu Lasten des US-Dollars veranlasst. Diese haben fürs Erste etwas Ruhe gebracht und den Dollar geschwächt. Im Falle der BoJ sind diese aber durchaus widersprüchlich, denn das Festhalten an der Zinskurvenkontrolle schwächt im Gegenzug den Yen gegenüber dem US-Dollar.
- Die grosse Frage diesbezüglich ist aber sowieso: Was macht die US-Notenbank? Ein allfälliges Festhalten am Zinspfad oder sogar direkte Interventionen im US-Dollar hätten sicher eine viel grössere Wirkung, denn bei institutionellen Anlegern und Hedge-Fonds ist «Long US-Dollar» die meistgenannte Positionierung (Spekulation auf eine weitere Aufwertung des US-Dollars).
- Die durch den Sommer hindurch erkennbare Euro-Schwäche hat sich jüngst etwas beruhigt. Die strukturellen Defizite Europas und die geopolitische Konstellation scheinen fürs Erste im Markt verarbeitet zu sein.

Handelsgewichtet USD und CHF, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold korreliert mit USD und Realzinsen

- Gold litt im Verlauf des Jahres trotz der Eskalationen in der Geopolitik unter zwei Belastungen: Der steigende US-Dollar machte dem gelben Metall zu schaffen und steigende US-Realzinsen korrelieren ebenfalls negativ mit dem Goldpreis.
- Diese Konstellation scheint nun aber etwas zur Ruhe zu kommen, hat sich doch der US-Dollar etwas abgeschwächt und die 10-jährige US-Realrendite ist von 1,8% auf ca. 1,5% zurückgefallen.
- Übergeordnet positiv für das Gold bleibt die angespannte geopolitische Lage an zahlreichen Brennpunkten mit erheblichem Potenzial zu weiterer Eskalation. Auch eine überraschenderweise wieder weniger restriktive Haltung der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung, verbunden mit wieder sinkenden Realzinsen, würde unseres Erachtens dem Goldpreis positive Impulse verleihen.
- Aus diesen Gründen bleiben wir weiter im Gold engagiert.

Gold in \$ pro Unze vs US-Realzins 10-j. Staatsanleihen – KPI, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.