

### Eine weitere Umdrehung an der Schraube

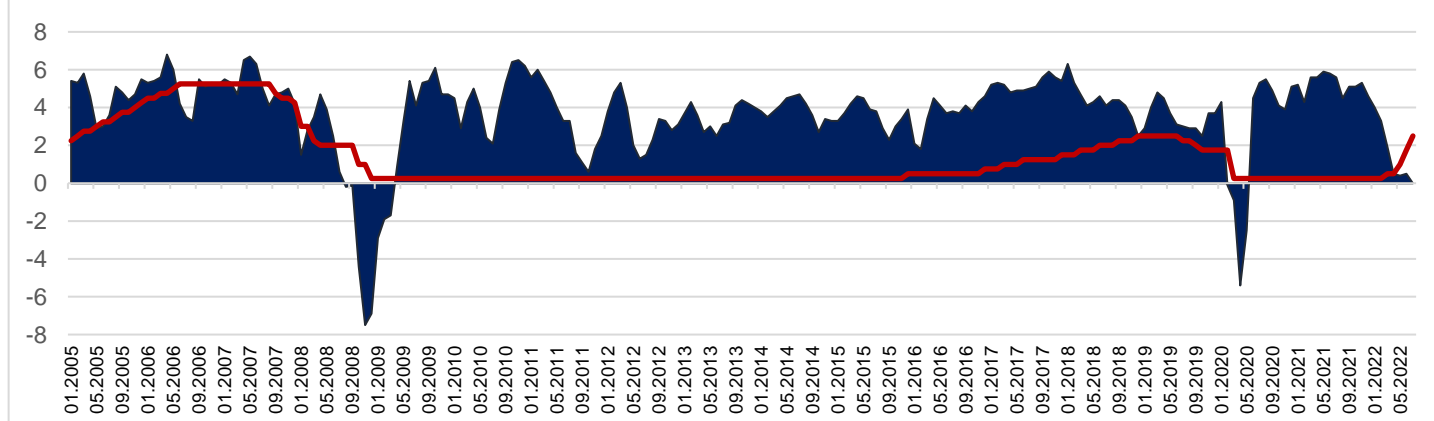
Es ist bereits Mitte September und die Märkte befinden sich wieder einmal im negativen Bereich, nachdem sie im August in der zweiten Monatshälfte stark unter Druck geraten waren, was vor allem auf die Äusserungen von FED-Chef Jerome Powell anlässlich des Symposiums der Zentralbanken in Jackson Hole zurückzuführen ist. Indem er andeutete, dass die amerikanische Zentralbank ihre restriktive Geldpolitik noch für eine gewisse Zeit fortsetzen werde, machte er innerhalb weniger Minuten (genau 8!) die Hoffnungen auf eine Verlangsamung des Zinserhöhungstempos zunichte. Im August schloss der S&P500 den Monat um 4,2% tiefer. Im September setzte er seine Talfahrt fort und verzeichnete am 15. des Monats eine negative monatliche Rendite von -2%. Die kalte Dusche, die Herr Powell ausgelöst hatte, ging an allen Anlageklassen nicht spurlos vorbei. Während die Aktienmärkte einheitlich, aber dafür negativ reagierten - der Euro Stoxx 50 schloss den August mit 5%, der SMI mit 2% im Minus- wurden auch die Anleihenmärkte abgestraft, wo das Kreditsegment noch am besten abschnitt. Der September ist historisch gesehen immer noch ein äusserst volatiler Monat, der durch die Inflationszahlen, insbesondere in den USA, und die Rezessionsängste beeinträchtigt wurde. Am Dienstag, den 13. September, löste zunächst die Veröffentlichung des Preisindex für August einen starken Rückgang der Börsen aus, wobei die Wall Street den schlimmsten Tag seit Juni 2020 erlebte. Im Jahresvergleich stiegen die Preise um 8,3 %, verglichen mit 8,5 % im Juli.

Dieser Anstieg war zwar weniger stark als im Juli und Juni, dies ist aber auf den sinkenden Ölpreis in den USA zurückzuführen: Der Preis für eine Gallone Benzin ist seit Mitte Juni um 20% gesunken. Die publizierten 8,3% lagen jedoch über den Erwartungen und macht vor allem deutlich, dass sich der Preisanstieg inzwischen auf eine Vielzahl von Sektoren ausgebreitet hat. So stiegen die Lebensmittelpreise in den USA bis Ende August im Jahresvergleich um 11,4%, während die Immobilienpreise, der grösste Posten im PCE-Index, einen Jahresanstieg von +6,2% aufwiesen. Die Hoffnung, dass die Inflation im Sommer ihren Höhepunkt erreicht hätte, scheint damit vom Tisch zu sein. Die FED wird ihre Leitzinsen weiterhin zügig anheben, was sich auf das US-Wachstum auswirken könnte. Das Risiko einer Rezession hat die Märkte am Freitag

erneut in den roten Bereich gedrückt, als der S&P500 auf den niedrigsten Stand seit zwei Monaten fiel. Der Lieferdienst Fedex veröffentlichte Ergebnisse, die hinter den Erwartungen zurückblieben, und verwies in seinen Kommentaren vor allem auf eine Verschlechterung der Volumina in allen Segmenten weltweit. Der CEO erwähnte, dass der Konzern nunmehr davon ausgehe, dass die Weltwirtschaft bald eine Rezession durchlaufen werde. Das Wort ist gefallen! Und als Beweis für die extreme Nervosität auf den Märkten wurde die Aktie am Freitag massiv abgestraft und verlor 21%! Diese schlechte Nachricht reiht sich in eine Reihe von makroökonomischen Zahlen ein, die nicht auf einen Konjunkturaufschwung hindeuten. Zuletzt wurden letzte Woche die US-Einzelhandelsumsätze veröffentlicht, die im August um 0,3% zurückgingen, wobei der Verkauf von Autos und Ersatzteilen nicht berücksichtigt wurde. Im Vormonat war er um 0,4% gestiegen. Auch wenn der niedrigere Ölpreis den Verbrauchern etwas Luft schafft, drückt die Inflation in Verbindung mit der restriktiven Geldpolitik auf die Gewinnspannen der Unternehmen und den Konsum der Haushalte. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor angespannt und zeigt trotz einer Verlangsamung noch keine Anzeichen einer Entspannung. Das Ende des Jahres wird ein Wendepunkt sein!

Die US-Notenbank wird daher in den nächsten Tagen erneut intervenieren müssen, da die Inflationszahlen für den Monat August veröffentlicht wurden. Nach zwei aufeinanderfolgenden Zinserhöhungen um 75 Basispunkte setzt der Markt mehrheitlich auf weitere 75 Basispunkte, was die Fed Funds auf 3,25% ansteigen lassen würde. Die Leitzinsen der FED hatten dieses Niveau zuletzt 2007 erreicht! Die Projektionen des Fed-Ausschusses ("dots") sollten damals ein Ziel für die Fed Funds von 4% bis Ende 2022 und einen Endzinssatz von 4,5% Anfang 2023 ergeben. Die FED dürfte auch eine weiterhin restriktive Zinspolitik für das Jahr 2023 bestätigen, aber die wirtschaftliche Realität könnte ihr Programm durchkreuzen. Das ist zumindest die Botschaft, die der Anleihenmarkt derzeit sendet. Obwohl die 10-jährige US-Rendite in den letzten Wochen kontinuierlich gestiegen ist und in diesen Tagen 3,50% erreichte, ist die Kurve der 2- bis 10-jährigen US-Rendite immer noch stark invertiert und nähert sich den Tiefstständen des Jahrzehnts. In der Vergangenheit war die Inversion dieser Kurve der Rezession oft einige Quartale voraus...

Bloomberg Economics Global GDP Tracker & Fed Funds

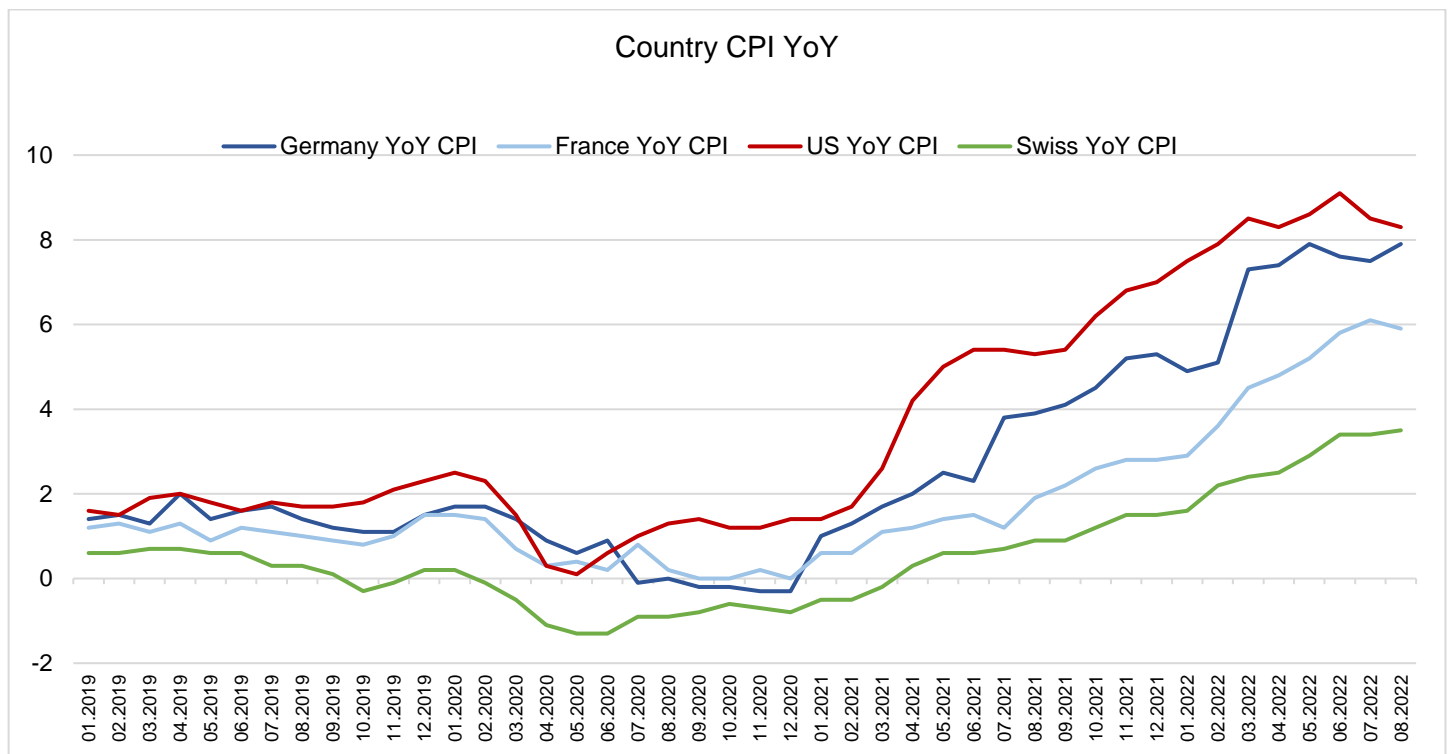




Nach den Ankündigungen der EZB und der FED wird am Ende der Woche die Schweizerische Nationalbank ihre vierteljährliche Sitzung abhalten. Nach einer für alle Wirtschaftsakteure überraschenden Entscheidung im Juni - einer Zinserhöhung um 50bps - ist es sehr wahrscheinlich, dass Präsident Thomas Jordan erneut eine Zinserhöhung im gleichen Umfang ankündigen und damit eine lange Phase negativer Zinssätze beenden wird. Anders als in den USA oder den europäischen Nachbarländern ist die Inflation in der Schweiz allerdings nach wie vor viel niedriger. So stieg der Verbraucherpreisindex (CPI) im August 2022 im Vergleich zum Juli um 0,3% und auf annualisierter Basis um +3,5%. Dies liegt deutlich unter den +7,9% in Deutschland und den +5,8% in Frankreich. Dasselbe gilt für die Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie: In der Schweiz stieg sie um 2%, in der Eurozone

um 4,3%. Wie die SNB im Juni betonte, ist der starke Franken jedoch eine wichtige Waffe gegen die importierte Inflation. Es ist daher sehr wahrscheinlich, dass das Ziel der SNB unverändert bleibt, nämlich die aktuelle Inflation, die über dem Ziel von 2% liegt, zu bekämpfen und die Zinsdifferenz zwischen den verschiedenen Währungen, insbesondere gegenüber dem Euro, aufrechtzuerhalten. Zur Erinnerung: Mehr als 60% der Schweizer Importe stammen aus europäischen Ländern. Thomas Jordan sagte kürzlich, dass die 75bps-Erhöhung der EZB nicht völlig überraschend sei. Wir könnten also am Ende der Woche eine Überraschung erleben und sehen, dass die eher konservative SNB mehr tut als erwartet, was die Volatilität in einem extrem angespannten Markt noch weiter erhöhen dürfte.

Country CPI YoY



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

In einer solchen Phase der geldpolitischen Straffung bleiben wir in der Positionierung unserer Portfolios äusserst vorsichtig. Wir sind überzeugt, dass die Inflation hinter anderen makroökonomischen Daten der wichtigste Faktor bleibt, den es zu beobachten gilt. Die Zentralbanken zeigen eine klare Botschaft: Kein Wendepunkt erreicht, solange die Inflation nicht wieder sinkt, koste es, was es wolle.

Eine Untergewichtung von Aktien mit einer defensiven Sektorpositionierung bleibt daher der Ankerpunkt unserer Asset Allocation. Unsere Anleihenallokation ist weiterhin in Anleihen mit guter Bonität positioniert, sowohl bei Staatsanleihen als auch bei Krediten. Die Bewegungen der Zinskurve in den USA und Europa eröffnen Möglichkeiten zur Verlängerung der Duration, die wir in den letzten Wochen eingeleitet haben, wobei wir jedoch leicht unterhalb unserer neutralen Punkte bleiben.

Schliesslich sorgen unsere alternativen Anlageklassen weiterhin für Stabilität in den Portfolios, wie z.B. Gold, auch wenn es in letzter Zeit ziemlich unter Druck geraten ist. Die Angst vor einer Rezession in den kommenden Monaten dürfte die langfristigen US-Zinsen nach unten drücken und damit dem Edelmetall wieder zu mehr Attraktivität verhelfen.

Allen einen guten Start in den Herbst!

Jean-Christophe Rochat, CIIA  
Chief Investment Officer

[www.heritage.ch](http://www.heritage.ch)