

# Newsletter

Oktober 2022

## Q3 2022

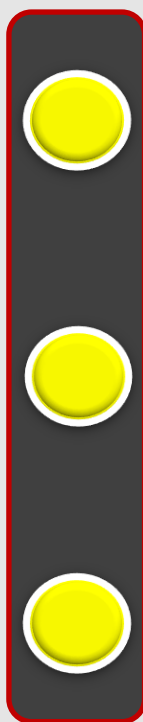
Sehr geehrte Leserinnen und Leser

In was für einer Welt wir doch leben! Auf Corona, welches uns wirtschaftlich weiterhin mit harzenden Lieferketten (seit August befinden sich in China leicht über 70 Städte in vollständigen oder partiellen *Lockdowns*, was einer Einwohnerzahl von rund 300 Mio. entspricht) beschäftigt, folgen Krieg, Energieknappheit (Europa), verstärkte Nahrungsmittelknappheit, sonstige politische Machtgebären und mit alledem (sowie als Folge der massiv akkommodativen Geldpolitik der Vergangenheit) verbundenen Inflation. Dennoch scheinen Zeit und Energie vorhanden zu sein, um darüber zu debattieren, ob Winnetou aus den Bücherregalen und dem TV-Programm zu verbannen ist oder ob Rastalocken bei Kaukasiern (der Begriff ist wohl auch daneben, aber uns gehen die Worte aus) angebracht ist oder nicht. Entsprechend scheint es der Gesellschaft als Ganzes also nach wie vor gut zu gehen! Angesichts der erheblichen Probleme sollte es eigentlich ein Leichtes sein, auf solchen Irrsinn zu verzichten, aber eben. Wir wollen und müssen uns weiterhin auf die grassierenden Probleme fokussieren. Die übrige Zeit verwenden wir lieber damit, uns an der langsam einsetzenden gelb und rot leuchtenden Farbenpracht des Herbstes zu erfreuen. Das erscheint uns sinnvoller!

**Organisatorisch** hat sich seit unserer erfolgreichen Neu-Lizenzierung nichts getan.

Auch unsere **Ampel** verzeichnet keine grossen Änderungen. Die **monetäre Ampel** verharrt auf Gelb, schliesslich bleiben die Zentralbanken (mehrheitlich) im Inflationsbekämpfungsmodus, was die Angst vor unterwartet (starken) Zinserhöhungen schürt. Dies dürfte dann für eine rote Färbung sorgen. Aber schliesslich ist es auch durchaus möglich, dass die Inflation tatsächlich ihren Höhepunkt erreicht hat, was das Gelb erklärt.

Letzteres gilt vorerst v.a. für die USA, da Europa im Zyklus verspätet ist und sich keine Entspannung der (politisch verursachten) Energiekrise andeutet. Für Verwirrung sorgt zurzeit die *Bank of England* mit ihrem "vorübergehenden" Kurswechsel, doch dazu später mehr. Die **ökonomische Ampel** folgt der geldpolitischen Haltung und muss damit zwangsweise auch gelb sein. Das Zusammenspiel von Energieknappheit und Kerninflation wird entscheidend sein. Die **Markttechnik** behält ihren Farbton ebenfalls bei. Einerseits befinden sich viele Indikatoren in Bodenzone und der langfristige säkulare Bullenmarkt ist immer noch intakt, andererseits sind, wie letztes Mal ausgeführt, eben nicht alle Indikatoren auf Grün und die Unsicherheit bezüglich Geldpolitik und Konjunktur bleibt gross.



**Monetäre Lage:** Die Geldpolitik gestaltet sich entsprechend der Inflation. Ist sie fest entschlossen diese auf 2% zu drücken, bestehen erhebliche Gefahren. Akzeptiert sie (vielleicht gezwungenermassen) hingegen ein mögliches strukturell hohes Niveau, was politisch vermutlich ebenfalls gewünscht ist, ergeben sich wieder Chancen.

**Ökonomische Lage:** Die Geldpolitik wird darüber entscheiden, ob wir in einer schweren Rezession münden oder nicht. Daneben sorgt die drohende Energiekrise in Europa für drastische Gefahren. Eine etwas opportunistischere Energiepolitik sowie auch ein Umdenken in China könnten aber für Entspannung sorgen.

**Technische Lage:** Während ein Boden technisch möglich ist, sind noch nicht alle Indikatoren auf grün, womit weiterhin Vorsicht angebracht ist. Dies passt zum "negativen Narrativ". Der langfristige säkulare Trend ist aber (noch) intakt.

## Marktkommentar

Wir haben uns in den vergangenen Berichterstattungen schon zur Genüge darüber ausgelassen, was unsere Gedanken zur Rezession anbetrifft, was es braucht, damit sich die Inflation (auf strukturell hohem Niveau) beruhigt und was die Politik der Zentralbanken angeht. Da diese

Gedankengänge nach wie vor ihre Gültigkeit haben, gibt es keinen Grund uns zu wiederholen. Wir bleiben für Sie diesbezüglich am Ball und werden Sie selbstverständlich bei gewichtigen Änderungen informieren. Wir konzentrieren uns deshalb dieses Mal also auf etwas andere, aber

damit verbundene Aspekte.

## Sind wir in einem Bärenmarkt?

Wie Sie wissen, sind wir keine Freunde der klassischen **Bärenmarkt-Definition**, welche einen solchen ab einem Verlust von 20% erkennt. Soll man alles verkaufen, ab dem Zeitpunkt, an dem diese völlig willkürlich gesetzte Schwelle erreicht wird? Damit hätten wir uns alle in der Vergangenheit des Öfteren massiv geirrt und unnötige Verluste eingefahren. Stellen Sie sich vor, wie viele Bärenmärkte wir in den vergangenen Jahrzehnten erlebt hätten, aber jene tatsächlich vorübergehend waren. Diese Definition wird dem mächtigen Bären nicht gerecht. Wir präferieren daher die Bezeichnung der säkularen Märkte.

### Der säkulare Trend

Tatsächlich ist der **säkulare Bullenmarkt** aus technischer Sicht trotz aller Probleme nach wie vor **intakt**. Dies gilt solange die langfristigen Modelle kein Verkaufssignal generieren und böse Überraschungen (z.B. unerwartet starke Anhebung der Leitzinsen verbunden mit einer schweren Rezession, Licht-Aus Szenario Europa, Atomkrieg, Eskalation Taiwan, usw.) ausbleiben. Daran ändern auch die letzten neun Monate nichts. Beispiele für solche Situationen gab es in den vergangenen säkularen Märkten von 1949 bis 1966 und 1982 bis 2000 zur Genüge. So führte die Stahlkrise unter Kennedy 1962 oder der Schwarze Montag 1987 zu Kursrückgängen von je rund 30%. Der säkulare Trend blieb aber intakt. Aus technischer Perspektive handelt es sich also bei dem heutigen Kursrückgang eher um einen taktischen als um einen säkularen Bärenmarkt. Letzterer ist charakterisiert durch Index-Verluste von rund 50% über einen Zeitraum von Jahren (und nicht Monaten!). Es sei hierbei an den letzten Bärenmarkt von 2000 bis 2009 erinnert. Die erste Abwärtsbewegung begann 2000 und endete 2003 mit Indexverlusten von rund 50%. Diese wurden bis 2007 wieder wettgemacht, bevor es dann bis 2009 mit ebenfalls rund 50% erneut nach unten ging. Beide Abwärtsbewegungen waren begleitet durch langfristige Verkaufssignale. Diese hätten zwar keinen Verlust verhindert, aber hielten das Ausmass in Schach. Solange also ein solches nicht generiert wird, sehen wir keinen Anlass frühzeitig aus dem Fenster zu springen, was nicht bedeutet, dass man keine Vorsicht walten lassen sollte! Daher ist der Fokus weiterhin auf solide finanzierte Unternehmen (selektiver Sektoren) mit Preissetzungsmacht und attraktiven Dividenden gerichtet.

### Daten-abhängiges Umfeld

Während der langfristige Trend also aus heutiger Sicht

nach wie vor intakt ist, gilt dies leider **auch** für **das negative "Narrativ"** rund um die Energiesituation (Europa), den Ukraine-Krieg, die *Lockdowns* in China und damit zusammenhängend die Inflation. V.a. Ersteres und Letzteres bergen das Potential eine schwere Rezession (Szenario III) auszulösen, womit wir wachsam sein müssen. Solange sich also keine überzeugende Verbesserung dieser Einflussfaktoren bemerkbar macht, gilt weiterhin, dass markttechnische Gegenbewegungen eher kurzfristiger Natur sein werden. Diese sollten folglich ausgenutzt werden, um sich von Positionen, welche im neuen Normal (der Begriff wurde in der Berichterstattung vom Juli 2022 eingeführt und symbolisiert eine wiederkehrende Welt mit Zinsen und Inflation) keine Berechtigung mehr haben, zu trennen.

Eine nachhaltige Bewegung an den Börsen wird demzufolge erst dann einsetzen, wenn sich die genannten Problemfelder zumindest abmildern:

- Da der **Krieg** in der Ukraine von Woche zu Woche weiter eskaliert, sollte hierauf keine grosse Hoffnung ruhen.
- Ebenfalls ist keine wirkliche Entspannung für das (politisch bedingte) **europäische Stromproblem** zu erkennen, nachdem Russland die Gaszufuhr gestoppt hat. Zwar scheint die Versorgung im Winter aufgrund der wieder gefüllten Gasspeicher gesichert (Deutschland rund 92%, EU 88%), aber 2023 dürfte diesbezüglich schwierig werden. Wenn die Speicher bei Anbruch des Frühlings nur noch mit 20% gefüllt sind, droht Ungemach. Es braucht nicht ausgeführt zu werden, was ein Licht-Aus-Szenario bedeuten würde. Einen Ausweg dürfte sich wohl früher oder später in einer Renaissance von Kohle finden lassen. Dies scheint sich effektiv anzubahnen. Gemäss der Internationalen Energieagentur (IEA) wurde 2021 soviel Kohleenergie wie noch nie produziert und 2022 bahnt sich ein neuer Rekord an. Schliesslich ist Kohle billig und droht bei Transport nicht zu explodieren. Dies würde jedenfalls die Situation merklich beruhigen. Man darf gespannt sein. Ein vollständiger "grüner" Ausstieg zumindest bis 2030 darf also in Frage gestellt werden. Immerhin gilt es einen wirtschaftlichen Kollaps zu vermeiden, was in der Regel motivierend wirkt.
- **China** weicht zurzeit (noch) nicht von seiner Null-Covid-Politik ab, was aber wirtschaftlich (aufgrund der Lieferketten nicht nur für China) dringendst von Nöten wäre. Vielleicht ist Xi Jinpings kürzlicher Verzicht auf die Maske bei einem Treffen mit Putin ein erstes Anzeichen, dass die Politik überdacht wird. Nun hat China aber auch ein weiteres, wichtiges Problem und zwar im Immobiliensektor. Eine zentrale Ursache der eingebrochenen Nachfrage ist damit verbunden, dass keine Garantien bei Anzahlungen vergeben werden. Geht der Anbieter Konkurs, verliert man dadurch sein Geld.

Dies könnte sich durch die Vergabe staatlicher Garantien lösen lassen, was die Nachfrage wieder ankurbeln würde. Jedenfalls wäre ein solcher Schritt besser als die Leitzinsen um ein paar Basispunkte zu senken. Wohl oder übel werden wir den November (20. Parteitag) abwarten müssen. Dabei sollte bedacht werden, dass China über die Gas-Importe aus Russland zu massenhaft **billiger Energie** kommt. Dieser Umstand dürfte anhalten und führt i.d.R. **zu wirtschaftlichem Wachstum**. Es sei an das Wachstum Chinas vor der Finanzkrise (was sich an der **Überrendite des Aktienmarktes gegenüber der Welt** zeigt) hingewiesen, das auf billiger Kohleenergie gründete, oder auf das Wachstum der USA in der Zeit nach der Finanzkrise bis heute (vgl. **Überrendite gegenüber der Welt**), welches durch billi-

### Economic and Market Outperformance through Cheap Energy A Comparison between China and the US



ges Öl und Gas ermöglicht wurde.

China hat also durchaus Potential die Weltwirtschaft vor grösseren Problemen zu bewahren.

Nun, zumindest zwei der drei aufgelisteten Problemfelder könnten sich früher oder später abschwächen oder sogar lösen lassen. Über das Wann, Wie und Ob überhaupt wird die Politik entscheiden, womit unsere obigen Ausführungen zurzeit reine Spekulation sind. Sie verdeutlichen jedoch, dass es einen Ausweg gibt, und stellen mögliche Szenarien dar, welche zu einem nachhaltigen Boden beitragen könnten.

In der Zwischenzeit verbleibt die **Inflation** und damit das **Verhalten der Zentralbanken** der ausschlaggebende Faktor. Entsprechend befinden wir uns in einer Welt, welche stark von gemeldeten Wirtschafts-Daten abhängig ist und weiterhin sein wird. In den letzten Jahren

wurden wir als Investoren dahingehend konditioniert, schlechte Nachrichten als positiv zu empfinden, weil die Inflation tief war und die Zentralbanken daher immer in die Bresche springen konnten. Dieser Luxus scheint aufgrund der hohen Inflation nun vorbei, obwohl, wie Sie bestens wissen, dem Ganzen vermutlich politisch gewisse Grenzen gesetzt sind (das Verhalten der *Bank of England* scheint dies zu bestätigen). Ob begrenzt oder nicht, üben Daten, welche mit der Inflation verbunden sind, einen massgeblichen Einfluss auf das weitere, von den Märkten erwartete sowie tatsächliche Vorgehen der Zentralbanken und damit auf die Marktbewegungen, was sich tagtäglich beobachten lässt, aus. Der Grund hierfür liegt kurz ausgedrückt darin, dass eine hohe Inflation zunehmend das verfügbare Einkommen der Haushalte und damit die

Kaufkraft belastet, die Kreditvergabe (über steigende Zinsen) einschränkt und schliesslich das konjunkturelle Wachstum drückt. Es ist daher naheliegend, dass die Inflationsentwicklung das Zünglein an der Waage darstellt, womit wir beim nächsten Thema sind.

### Inflation

Wie Sie aus den vergangenen Berichtserstattungen wissen, gibt es genügend Gründe anzunehmen, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat. Dies wollen wir nicht erneut wiederholen. Gleichwohl möchten wir aber an einzelne Aussagen (kursiv) des letzten Newsletters anknüpfen.

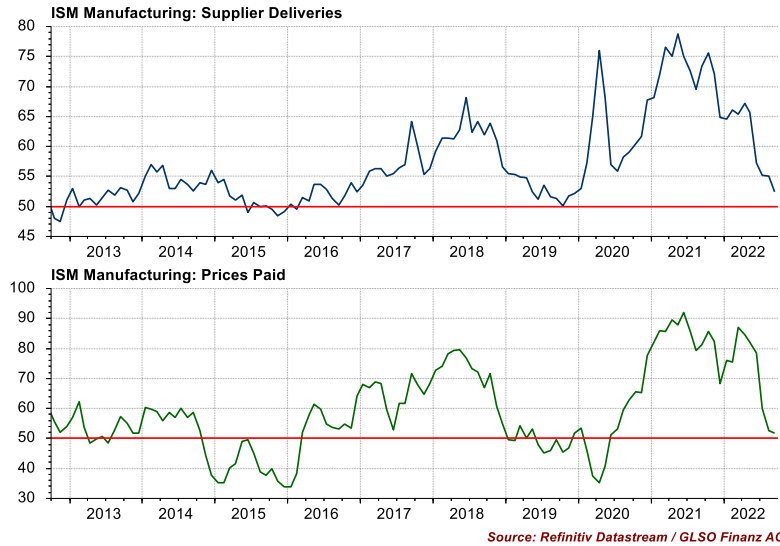
### Auf welchem Niveau wird sich die Inflation beruhigen?

*"Zunehmende Energiekosten, weniger bedeutende technologische Paradigmenwechsel (Internet, Erfindung des PCs, Handy etc.), Marktschliessungen und eine sich "abschwächende" Globalisierung sorgen für eine sich **strukturell verankernde Inflation**, was wiederum bedeutet, dass wir uns in einem Zinsanstiegszyklus (dem vermutlich politisch gewisse Grenzen gesetzt sind) befinden."*

Die FED, welche die persönlichen Konsumausgaben (PCE) als Inflationsmass verwendet, erwartet für 2022 (September Projektion) einen Wert von 5.4%, für 2023 von 2.8% und für 2024 von 2.3%. Im August betrug die PCE-Inflation 6.2% und scheint sich nach dem bisherigen Höchstwert von 7% im Juni tatsächlich zu beruhigen. Anzeichen für einen abnehmenden Inflationsdruck kann den **Einkaufsmanagerindizes der Industrie** (türkisfarbener, fettmarkierter Text verweist auf eine Graphik; nächste Seite) entnommen werden. So ist für die USA erkennbar, dass sich die **Lieferzeiten der Lieferanten** zwar immer noch verlangsamen (Werte über 50

signalisieren Wachstum), aber diese Verlangsamung seit Mai 2021 stark abgenommen hat und nun nahe an der 50er Grenze ist. Das Gleiche gilt auch für die bezahlten

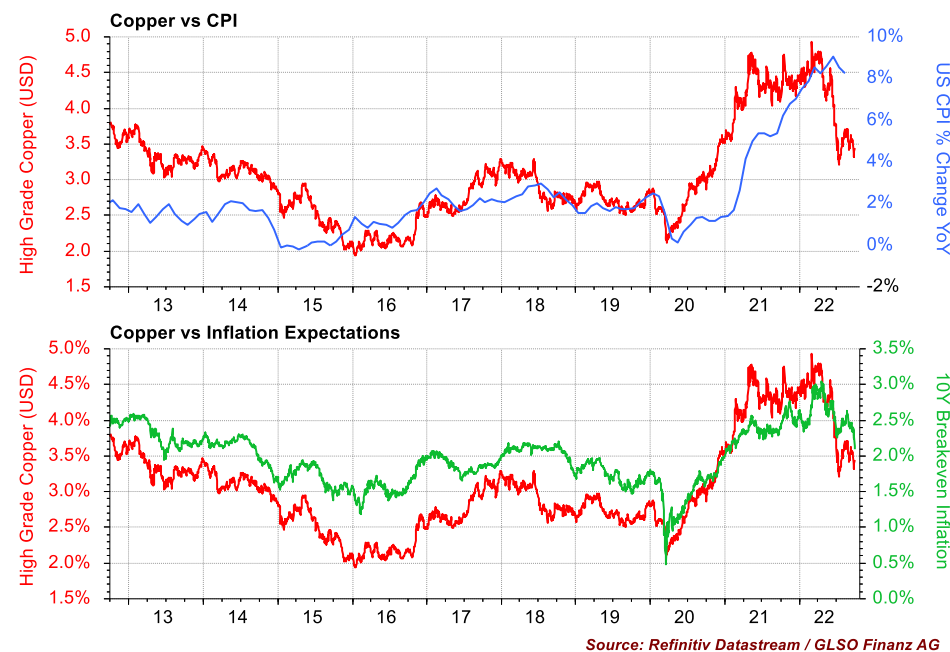
### US: Are Inflationary Pressures Easing?



Preise (für Vorprodukte und -leistungen). Genau das wollen wir (und der Markt) weiterhin sehen.

Nun, auf welchem Niveau sich die Inflation letzten Endes einpendeln wird, wissen wieder einmal nur die Götter, aber eines erscheint klar: Die FED kann ohne eine schwerwiegende Rezession zu verursachen die Inflation nicht auf 2% drücken! Realistischer erscheinen somit eher 4 bis 5%, was im Endeffekt durchaus erträglich wäre. Um dies zu validieren, greifen wir auf den Kupferpreis (wichtiger vorlaufender Konjunkturindikator) als Hilfsmittel zurück. Dieser scheint die Konsumentenpreisentwicklung auf Jahresbasis (oberes Feld) einigermaßen gut vorwegzunehmen und sich im Tandem mit den

### Dr. Copper also tracking Inflation?



Inflationserwartungen (auf Basis der Break-Even-Inflationsrate, welche angibt ab welcher Inflationsrate die Rendite einer inflationsgeschützten Anleihe gleich viel abwirft wie die Realverzinsung einer "normalen" Anleihe) zu entwickeln (unteres Feld).

Tatsächlich signalisiert der Kupferpreis, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht zu haben scheint und deutet auf ein mögliches Ziel-Niveau um die 5% hin. So unrealistisch erscheint unser Zielwert also nicht. Angemerkt sei, dass der Markt mit einem solchen Wert durchaus leben könnte. Jetzt müssen wir nur aufpassen, dass der Kupferpreis nicht weiterhin stark fällt, da ansonsten das Rezessionszenario (Nr. III) an Stärke gewinnt.

Immerhin haben wir hierdurch zumindest eine Vorstellung davon, was der Markt, dem die gleiche Information wie uns allen zur Verfügung steht, erwartet. Trifft das von Dr. Copper ausgegebene Inflationsziel ein, dann sollten die Finanzmärkte entsprechend nach oben reagieren. Gleichzeitig dürften dann aber erste Stimmen laut werden, die aufgrund der sich strukturell verankernden Inflation von einem (unerwarteten) aggressiveren Verhalten der FED ausgehen. Schliesslich hat diese ja das Ziel ausgegeben, die Inflation auf 2% zu drücken. Dies würde die Märkte wieder beunruhigen. Die Frage ist nun, ob ein stark restriktives Vorgehen wirklich realistisch ist.

[Auf genauere Ausführungen zu Europa, wo der Harmonisierte Konsumentenpreisindex (HICP) im September ein neues Inflationshoch von 10% anzeigt, verzichten wir übrigens, weil, wie gesagt, Europa im Zyklus Verspätung hat und zudem die USA darüber entscheiden wird, was mit den Weltbörsen geschieht. Das war immer so und wird vermutlich auf nicht absehbare Zeit so bleiben.]

### Wie weit werden die Zentralbanken gehen?

"War nun die kurzfristige, scharfe Zinserhöhung, welche ein paar Jahre später wieder rückgängig gemacht wurde oder waren die langfristigen wirtschaftspolitischen Massnahmen und politischen Deregulierungen, welche das Angebot entfesselten durch die Schaffung von gesundem Wettbewerb und höhere Effizienz für die Abnahme der Inflation [1980er Jahre unter Reagan und Volcker] verantwortlich? Nun offensichtlich war es nicht Volcker allein, sondern eine Kombination, wobei unserer Ansicht nach die Politik und Wirtschaftspolitik mehr Lob verdient. [...] Entsprechend stellt sich die Frage, ob die heutige Bekämpfung nur der Geldpolitik überlassen werden sollte oder ob nicht vielleicht doch die Politik im Allgemeinen und die Wirtschaftspolitik die Inflation kontrollieren."

Folgen wir dieser Aussage, so lässt sich schlussfolgern, dass es ein Zusammenspiel

zwischen Geld-, Wirtschafts- und allgemeiner Politik braucht, womit die Zinsen eventuell gar nicht so stark (d.h. über das erwartete Mass) angehoben werden müssen. Dies selbst, wenn die Inflation auf dem zuvor genannten, lebbareren Niveau verharren sollte. Der Ölpreis lässt sich hierdurch nicht steuern (v.a. in Zeiten so grosser Energieabhängigkeit) und die Geldpolitik wird es alleine nicht richten können. Das wissen die Zentralbanken und haben (hoffentlich) kein Interesse daran eine schwere Depression auszulösen.

Die Politik nimmt also in der Inflationsbekämpfung ebenfalls eine bedeutende Rolle ein. Doch in welchem Ausmass will sie das überhaupt? Zu einem gewissen Mass braucht sie, um wortwörtlich zu überleben, eine Beruhigung, sonst droht ihr der Verlust der verarmenden Wähler. Auf der anderen Seite ist ein gewisses Mass (mit welchem gelebt werden könnte) zum Abbau der Staatsschulden sicherlich gewünscht. Damit wären wir wieder beim Thema der fiskalischen Dominanz, worauf wir aber nicht schon wieder eingehen werden. Die Folge ist, dass dem Verhalten der Zentralbanken, nicht nur aus konjunkturellen Überlegungen, Grenzen auferlegt sind!

Treffen diese Aussagen zu, dürfte die FED, nach eigenen Aussagen (September Projektion) die Leitzinsen wie vorgegeben auf ein Niveau von bis zu rund 4.5% anheben, aber danach die Füsse stillhalten. Der **Markt** seinerseits prognostiziert, ausgehend von den aktuell gemeldeten Daten rund um die Inflation, ein mittlerweile etwas weniger aggressiveres Verhalten. Dies kann seinen **Zinserwartungen** (abgeleitet aus den impliziten Zinsen der Geldmarkt-Futures) entnommen werden.

So **erwartet** er für **2022** (per 03.10.2022) einen **Leitzins von leicht über 4% und für 2023 leicht aufgerundete 4.2%**.

## Implied FED Funds Rate by Year Ends

Data as of 9/30/2022

— 30 Day FED Funds Rate DEC 2022  
— 30 Day FED Funds Rate DEC 2023  
— 30 Day FED Funds Rate DEC 2024



Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

Ausgehend vom aktuellen Zielband für die US-Leitzinsen von 3-3.25%, geht der Markt also in diesem Zeitraum von einer weiteren Erhöhung von 100 BP aus. Die FED ihrerseits erwartete im September im Median eine Endjahresrate 2022 von 4.4% und ein Hoch von 4.6% im 2023 und signalisiert über denselben Zeitraum weitere (mögliche) Zinserhöhungen von bis zu 150 BP, bevor **2024** die Zinsen wieder gesenkt werden sollen (auf **3.9%**, was vom Markt ebenfalls erwartet wird).

Demnach dürfte uns also maximal ein Zins von 4.5% bevorstehen. Die Taylor-Regel (Newsletter April 2022), ein erwiesenes Instrument zur Beurteilung der Zinspolitik (berechnet das theoretisch optimale Niveau des Leitzinses) würde aber ein Zinsniveau von rund 8% verlangen. Das Risiko vor unerwartet starken Zinserhöhungen verbunden mit einer schweren Rezession kann daher dennoch nicht ausgeschlossen werden. Immerhin ergibt sich eine Zinsdifferenz von rund 3.5 Prozentpunkten zwischen anvisiertem und theoretisch benötigtem Niveau. "Irgendetwas" scheint entsprechend die FED zurückzuhalten (fiskalische Dominanz oder konjunkturelle Überlegungen?). Umso erstaunlicher ist, dass der Markt von einem etwas weniger aggressivem Vorgehen der Zentralbank ausgeht. Dies dürfte, nebst dem leichten Inflationsrückgang, v.a. mit dem kürzlichen Verhalten der *Bank of England* zu tun haben, das durch ein "Irgendetwas" zumindest vorübergehend ausgebremst wurde.

### Was hat die Bank of England ausgebremst?

Wie Sie der Medienlandschaft Ende September entnehmen konnten, wurde das britische Königreich von erheblichen Turbulenzen heimgesucht, welche von heftigen Verkäufen von Staatsanleihen (*Gilts*) und des Pfunds begleitet waren. Ausgangspunkt war die Ankündigung einer Steuersenkung bei Gutverdienenden in der Höhe von 45 Mrd. Pfund durch Finanzminister Kwarteng, der mittlerweile vom Vorhaben wieder abgerückt ist. Diese gesellte sich zum Hilfsprogramm von Premierministerin Truss zur Milderung der Energiekrise (Deckelung der Energiepreise) im Umfang von 150 Mrd. Pfund. Vor dem Hintergrund der Staatsverschuldung (103% zum BIP) und der grassierenden Inflation (ca. 10%) war das für die Anleger etwas zu viel des Guten. Der Grund hierfür liegt darin, dass das Paket der britischen Regierung das eigentliche Vorhaben der *Bank of England*, anfangs Oktober mit dem Verkauf von Staatsanleihen zur Inflationsbekämpfung zu beginnen, untergräbt. Die Fiskalpolitik verhält sich inflationsfördernd, während die

Zentralbank versucht das Gegenteil zu bewirken. Glaubwürdigkeit sieht anders aus! Das Resultat war ein ausserordentlicher Sturzflug des Pfunds bei gleichzeitigem, massivem und schnellem Hochschieszen der Staatsanleihe-Zinsen. Dies hatte einerseits Implikationen für den Hypothekarmarkt (zwei Drittel der Hauseigentümer sollen variable Hypotheken haben), andererseits geriet das Pensionswesen stark in die Bredouille. Die Krux an der Geschichte ist sogenanntes *Liability-Driven-Investment* (LDI). LDI ist, ohne ins Detail gehen zu wollen, eine Strategie, welche von Pensionskassen bei der Verwaltung ihrer Anlagen (festverzinsliche Staatsanleihen) eingesetzt wird, um die Bedienung zukünftiger Verbindlichkeiten sicherzustellen, was den Namen erklärt. Dabei werden oft (gehebelte) Derivate (Zinsswaps and andere Kontrakte) eingesetzt, welche ihnen erlauben, ihre Wetten gegenüber nachteiligen Marktbewegungen abzusichern. Das Problem ist nun, dass hierfür ein Sicherheitsvorschuss (*Margin*) hinterlegt werden muss, der eine Nachschusspflicht (*Margin Call*) auslöst, falls der Wert der hiermit (gehebelten) Position (hier *Gilts*) an Wert verliert. Gehen die Anleihen-Renditen rasch durch die Decke, was hier in massivem Ausmass der Fall war, folgen rasch Nachschussforderungen (weil hierdurch die Kurse derselben sich stark vermindern). Wird diesen nicht innerhalb kürzester Zeit nachgekommen, droht die Position geschlossen zu werden. Da viele Pensionskassen zu diesem Zeitpunkt hierfür nicht über die notwendige Liquidität verfügten, fingen sie an, ihre liquidesten Anlagen, sprich *Gilts* (und vermutlich Gold), zu verkaufen, was sich ohne gegenüberstehende Käufer als problematisch erwies. Es entwickelte sich ein Teufelskreis, welcher die Renditen und damit die Nachschussforderungen immer weiter ansteigen liess, womit den Pensionsfonds die Insolvenz und dem britischen Renten- und Finanzsystem der Kollaps drohte. Immerhin soll sich der Betrag an Verbindlichkeiten, welcher durch solche Strategien "abgesichert" ist, auf rund £1.5 Bio. (!!!) belaufen. Dies zwang die BoE ihre angedachte Politik (zumindest bis Ende Oktober) aufzugeben und stützend einzugreifen. Anstatt nun Staatsanleihen zu verkaufen, werden ab sofort wieder solche in unbegrenztem Ausmass erworben. So schnell kann's gehen! Die Käufe sollen bis Mitte Oktober zeitlich begrenzt sein und die Straffung soll nun Ende Oktober beginnen. Letzte Zweifel bleiben diesbezüglich bestehen (zumindest, was das Ausmass anbetrifft), aber es bleibt uns nicht anderes übrig, als ihr zu glauben.

Das Entscheidende an der ganzen Geschichte ist jedoch, dass der BoE die **Stützung des Finanz- und Wirtschaftssystems wichtiger war als die Bekämpfung der Inflation**. Dies betrachtet der Markt nun als Hinweis, dass andere Zentralbanken ihrem Beispiel folgen werden, sollte Ärger drohen. Dies zeigt sich an dem anfangs Oktober eingesetzten Rückgang der Anleihezinsen. Damit scheint das "Irgendetwas", welches die FED

daran hindert, aggressiver vorzugehen, gefunden zu sein. Die hohe Verschuldung sowie solche unerwarteten Exzesse zeigen die Abhängigkeit des Systems von niedrigen Zinsen, was an eine vollständige Normalisierung des Zinsniveaus oder an eine extreme Inflationsbekämpfung (à la Taylor-Regel) doch (begründet) zweifeln lässt. Das gleiche gilt sodann auch für die anderen Nationalbanken. Man denke dabei z.B. an das Italien-Problem der EZB.

Nun ist, zumindest solange wie keine weiteren "Leichen" auftauchen, nicht davon auszugehen, dass dieser Umstand (d.h. fallende Zinsen) anhält und eine dauerhafte Änderung des Zentralbanken-Verhaltens folgt. Schliesslich ist die BoE nicht von ihrem Plan, dem Markt Liquidität zu entziehen, abgerückt. Aber es zeigt, dass dem Ganzen effektive Grenzen gesetzt sind.

Es lässt sich also schlussfolgern, dass solange keine "bösen Überraschungen" (vgl. S. 2) folgen (d.h. der säkulare Bullenmarkt bleibt intakt) und die Inflation sich auf die genannte "lebbare" und vermutlich staatlich gewünschte Zone von 4-5% beruhigt, der Markt effektiv die Chance hat, einen dauerhaften Boden zu finden, was uns zum letzten Thema bringt.

## Was fehlt zum Boden und wie investiert man in einer Welt mit vier bis fünf Prozent Inflation?

### Vorübergehender oder nachhaltiger Boden?

Im Juli 2022 haben wir einerseits die technischen Indikatoren aufgeführt, welche bereits in der Bodenzone sind, als auch diejenigen, welche noch nicht so weit sind. Daran hat sich nicht viel geändert, womit wir uns nicht wiederholen. Der Juni-Boden (beim S&P 500 3'636.87) wurde, wie zu befürchten war, nochmals getestet und unter fulminanten Volumen anfangs Oktober zurückerobert. Dabei erreichte der Anteil an Aktien, welche sich an der Aufwärtsbewegung beteiligt haben, sowohl am 03. als auch am 04.10.2022 jeweils einen Wert von 90%. So werden normalerweise Boden gebildet. Allerdings gilt es zu vermerken, dass hiermit die einfache Arbeit erledigt wurde (schliesslich war der Markt derb überverkauft), sich aber nun beweisen muss, ob die Käuferschaft wirklich bereit ist aufs Parkett zurückzukehren. Die Handelsvolumen werden es zeigen. Ob der Markt also bei seinem Versuch jetzt erfolgreich sein wird, bleibt offen.

Damit wiederholt sich die Frage, ob es sich hierbei lediglich um eine vorübergehende oder nachhaltige Gegenbewegung handelt. Wie gesagt sind noch nicht alle technischen Indikatoren auf grün. Des Weiteren sprechen die Tatsache, dass der Markt-Anpassungsprozess auf diese "neue Welt" noch nicht beendet zu sein scheint, das negative "Narrativ" und eine (noch) verhaltene Inflationsberuhigung gegen eine nun einsetzende nachhaltige

Bewegung. Dasselbe gilt für die Tatsache, dass, wie ebenfalls im Juli ausgeführt, das Bewertungstief vermutlich noch nicht erreicht wurde, auch wenn schon viel eingepreist zu sein scheint. Schliesslich ist davon auszugehen, dass die Gewinnerwartungen weiterhin nach unten revidiert werden. Aber wir erinnern Sie daran, dass der Markt, da er sich nicht mit der Vergangenheit, sondern mit der Zukunft befasst, seinen Boden erreichen wird, noch bevor die Gewinne ihm folgen. In den letzten sechs Jahren wurde dieser Umstand beim S&P 500 bei einer Bewertung von 14-16x P/E erreicht. Am 30.09. waren wir bei 16.4. Der Markt muss also nicht zwangsweise weiterhin stark fallen.

Schlussfolgernd behalten wir unsere Meinung also bei. Ein Boden ist zwar durchaus möglich, aber eine nachhaltige Bewegung scheint noch nicht in den Karten zu sein. Dafür wird es, wie dem Obigen zu entnehmen ist, allem Anschein nach, noch etwas mehr brauchen. Der Weg wird holprig sein. Entsprechend sollten Gegenbewegungen weiterhin ausgenutzt werden, um sich von Positionen, welche im neuen Normal keine Berechtigung mehr haben, zu trennen. Gleichzeitig gilt es von den Schwankungen Gebrauch zu machen, um sich langsam mit neuen Positionen für das neue Normal sowie eine mögliche nachhaltige Bewegung nach oben zu positionieren. Dies natürlich insofern wir nicht auf eine schwere Rezession zusteuern, was angesichts der Reaktion der BoE zurzeit zu bezweifeln ist. Damit wären wir beim letzten Thema angekommen.

### Wie investiert man bei einer strukturellen Inflation?

Bei der Investitionsfrage müssen wir, anders als es der Titel suggeriert, die zwei im obigen Text präsentierten **Extreme** berücksichtigen:

1. Das Risiko, dass die Zentralbanken sich (entgegen der Politik) doch zum Ziel setzen, die strukturelle Inflation zu bekämpfen. Dies wäre mit einem deutlich aggressiveren Vorgehen als angedeutet verbunden und dürfte in einer schweren Rezession münden (Szenario III).
2. Die Zentralbanken gehen aus politischen, konjunkturellen und systemischen Überlegungen (siehe BoE) mit angezogener Handbremse vor und die strukturelle Inflation etabliert sich um ein Niveau von rund vier bis fünf Prozent (Szenario II). Da hiermit durchaus gelebt werden könnte, bleibt der säkulare Trend intakt.

Das **erste Extrem** bedingt folgende Investitionsgrundsätze:

- Es gilt Flexibilität zu bewahren, d.h. die eingegangenen Positionen müssen hochliquide und damit schnell veräusserbar sein.

- Obligationen, v.a. niedrigverzinst und langläufige, sind generell, zumindest bis die Zinsen ihre Hochs erreicht haben, keine Alternative.
- Bei Aktien sollten niedrigbewertete Substanztitel gegenüber Wachstumstitel bevorzugt werden, weil bei Letzteren ihre vermehrt in der Zukunft anfallenden Gewinne durch höhere Zinsen auch stärker diskontiert werden.
- Die ausgewählten Unternehmen sind mehr als nur solide finanziert und zahlen nach wie vor eine verhältnismässig vernünftige Dividende.
- Als Sektoren eignen sich diejenigen, auf welche man nicht verzichten kann, auch wenn die Welt untergeht, wie z.B. Versorger, Gesundheitswesen und Basiskonsum.
- Abgesichert wird mit Gold, Cash und Futures (oder Optionen).
- Fokus auf die Schweiz und den CHF, die als sichere Häfen gelten.

Das **zweite Extrem** folgt folgenden Eckwerten:

- Bei den Obligationen gilt es auf langfristige Laufzeiten zu verzichten. Wenn nötig, dann können solche mit kurzfristiger Maturität beigemischt werden.
- Inflationsgeschützte Anleihen sind interessant.
- Sehr auserwählte hochverzinsliche Anleihen (oder in einem grossen Korb) können ebenfalls (aber bitte im Masse) berücksichtigt werden, sofern die Zinsen innerhalb gewisser Grenzen bleiben.
- Bei den Aktien werden Substanzwerte bevorzugt mit starker Preissetzungsmacht, d.h. sie können ihre Margen schützen.
- Eine solide Finanzierung sowie inflationsabsorbierende Dividenden verstehen sich von selbst.
- Rohstoffe und Infrastruktur schneiden in Inflationsperioden generell besser ab und dienen daher als natürliche Absicherung.
- Der Sektor spielt hier tendenziell eine untergeordnete Rolle, Hauptsache es besteht Preissetzungsmacht. Auf Wachstumstitel sollte jedoch eher verzichtet werden, was gewisse Bereiche der Sektoren Technologie, Nicht-Basiskonsumgüter aber auch Gesundheitswesen tangiert.

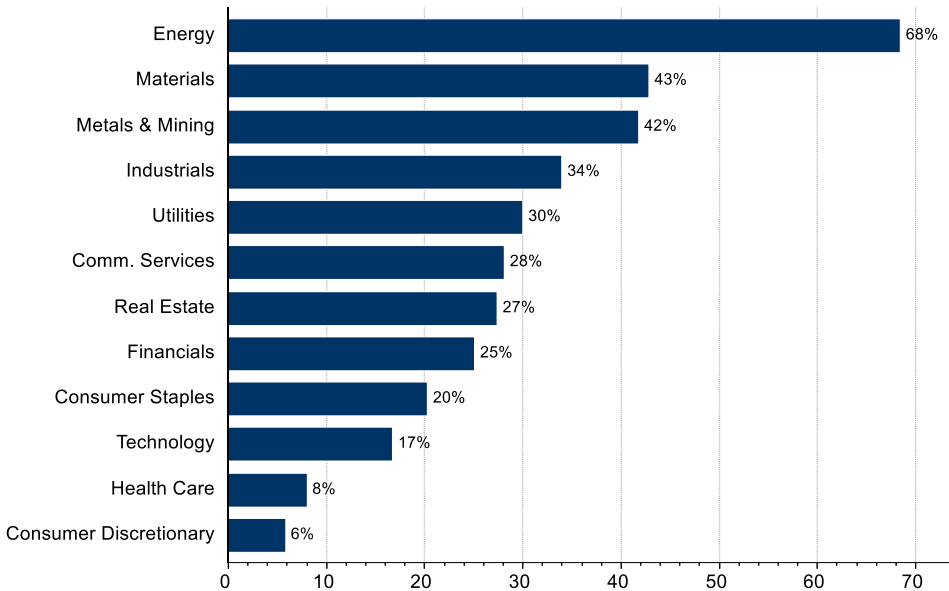
Wie zu erkennen ist, haben beide Extreme Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede, die es zu berücksichtigen gilt. Sprich, man muss einen vernünftigen Mix finden.

Einen Punkt wollen wir noch kurz zum Abschluss gesondert behandeln. Dieser betrifft das **Thema der Sektoren** unter dem zweiten Extrem. Die Ausführungen hierzu werden validiert, wenn man sich die **Korrelation der Sektorenrenditen** (hier S&P 500) **zur Inflation** (gemessen am Index der Konsumentenpreise; nächste

Seite) über die letzten 20 Jahre per Ende 2021 vor Augen führt. Um die Daten vergleichbar zu machen, wurden für

## Correlation: S&P Sectors to Inflation, 20 Years

Monthly Year on Year Sector Returns to Year on Year CPI %-Change, End of last Year



Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

beide Protagonisten die monatlichen Daten auf Jahresbasis verwendet. Wie ersichtlich ist, sind v.a. die Sektoren *Energy*, *Materials* und *Metals & Mining* der Entwicklung der Konsumentenpreise gefolgt. Im Sektor *Materials* (aber auch im Sektor *Industrials* anzufinden) trifft dies v.a. auf Bereiche zu, welche das Thema Infrastruktur tangieren. Über *Metals & Mining* haben wir schon oft berichtet, womit wir es diesmal sein lassen. Was aber ihre Aufmerksamkeit verdient, ist der Sektor **Energie**, der am stärksten mit der Inflationsentwicklung verbunden ist.

Nun ist es so, dass Energie ein wichtiger Bestandteil der Inflation ist, womit diese nur hoch bleiben kann, wenn die Energie-Preise hoch bleiben. Davon sollten die Unternehmen, welche im Vergleich zu vor rund 10 Jahren mehr als nur solide finanziert und stark unterbewertet sind, weiterhin profitieren, auch wenn sich die Inflation auf die genannte Zone beruhigt. Dafür dürfte zum einen die (verzweifelte) Nachfrage seitens Europas sorgen. Zum anderen gilt es zu bedenken, dass die Energieproduktion im Bereich Öl und Gas in den letzten 10 Jahren aus den bekannten Gründen stark abgenommen hat. Die

Anzahl der entsprechenden Anlagen (*Rigs*) ist in den USA (grösster Energieexporteur der Welt) in diesem Zeitraum von 2'003 Plattformen anfangs 2012 auf 764 per August 2022 gefallen! Anzumerken ist, dass die Dividenden ebenfalls mehr als nur attraktiv sind. Bei vielen Firmen übersteigen die Ausschüttungen an die Aktionäre (inkl. Sonderdividenden) die 10%, wobei sie solide aus den Erträgen finanziert werden. Die Gesellschaften haben ihre Lehren aus den "Verteufelungsjahren" gezogen und aus Angst vor politisch gefährdeten Überkapazitäten die Investitionen kurz gehalten. Davon profitieren die Aktionäre nun.

Verschärft sich die Energiekrise in Europa, was nicht unrealistisch ist, oder kommt es zum Licht-Aus-Szenario, dürfte der Sektor noch zusätzlich befeuert werden.

Nun könnte man argumentieren, dass unter dem ersten Extrem, im Falle einer schweren Rezession, die Nachfrage nach Energie reduziert wird. Zusammenbrechen dürfte sie allerdings nicht, da auch bei einer

Rezession Energie weiterhin benötigt wird und die Produktion nicht erweitert wurde. Zudem muss Europa die entsprechenden Speicher wieder füllen, um sich auf den nächsten Winter vorzubereiten.

Energie scheint damit die Funktion einer natürlichen Absicherung zu erfüllen und nimmt quasi den Obligationen die Eigenschaft der "sicheren" Anlage ab, also derjenigen, die das Portfolio schützt, wenn der Rest Schwierigkeiten verzeichnet. Bevor Sie nun schockiert den Kopf schütteln, überlegen Sie sich Folgendes: Bleiben die Energiepreise (strukturell) stabil, profitiert der Sektor. Steigen diese aber weiterhin an, was Druck auf die restlichen Anlagen ausüben dürfte, dann wird Energie dem entgegenwirken. Gerät also Europa zunehmend in eine Energiekrise, wird man hierdurch geschützt! Sollten sich, was zurzeit unrealistisch erscheint, die Energiepreise stärker beruhigen als gedacht, dann profitiert man von den restlichen Anlagen. Energie schafft also ein Gegengewicht!

## FAZIT

Unser Fokus bleibt zwangsweise auf die **Inflation** gerichtet. Beruhigt sich diese (Szenario II) auf einem erträglichen und für den Markt durchaus lebbar strukturellen Niveau von vier bis fünf Prozent, ohne dass die Zentralbanken (aus politischen, konjunkturellen oder systemtechnischen Gründen) die Keule unerwartet stark schwingen (schwere Rezession, Szenario III) und bei Ausbleiben sonstiger bösen Überraschungen (z.B. Licht-Aus Szenario Europa, Atomkrieg, Eskalation Taiwan, usw.), dürfte der säkulare Bullenmarkt tatsächlich weiterleben. Dass dies nicht von heute auf Morgen erfolgen wird,



erscheint klar, womit dieser Weg steinig bleiben dürfte. Dieser Umstand widerspiegelt sich auch in den technischen Indikatoren, welche noch nicht alle grün leuchten, sowie in den Unternehmensbewertungen, die die Talsohle noch nicht ganz erreicht zu haben scheinen. Letzteres wird allerdings sicherlich, noch bevor es ihnen die Gewinne gleichtun, erfolgen. Zudem wird wohl jede Schwankung der Inflationsrate oder damit verbundener Daten mit Argusaugen von den Finanzmarktakteuren verfolgt werden und sich entsprechend in Marktbewegungen niederschlagen.

Ein zusätzlich stützender Faktor könnte ein wieder erstarkendes **China** sein, das von massenhaft billigem russischem Gas profitiert, sowie (ab November evtl.?) die Möglichkeit hat ihre Politik zu überdenken. Wird endlich die Null-Covid Politik abgeschafft, sollten Wirtschaft und Lieferketten wieder in Schwung kommen. Zudem gäbe es durchaus Ansätze, das Problem des Immobiliensektors, z.B. über Staatsgarantien bei Anzahlungen, zu lösen oder zumindest abzuschwächen.

**Portfoliotechnisch** gilt es, solange sich keine überzeugende Verbesserung des "negativen Narrativs" bemerkbar macht, weiterhin Gegenbewegungen auszunützen, um sich von Positionen, welche im neuen Normal keine Berechtigung mehr haben, zu trennen. Gleichzeitig können die Schwankungen auch genutzt werden, um sich sehr behutsam vorgehend mit neuen, für das neue Normal (d.h. eine Welt mit Zinsen und Inflation) geeigneten Positionen, im Falle einer einsetzenden nachhaltigen Bewegung, zu positionieren. Dabei sollte aber auch berücksichtigt werden, dass ein (unerwartet) aggressiveres Vorgehen der Zentralbanken, welche dann im Gegensatz zur *Bank of England* die Systemstabilität nicht der Inflationsbekämpfung vorziehen, sowie eine schwere Rezession (Zentralbanken, Licht-Aus-Szenario) ebenfalls durchaus im Rahmen des Möglichen sind. Welchen Investitions-Grundsätzen unter diesen zwei Extremszenarien zu folgen ist, entnehmen Sie dem Text.

Um sich gegen die Inflation oder auch ein Licht-Aus-Szenario zu schützen, empfiehlt sich eine Positionierung im **Energie-sektor**, welcher die Funktion der Gegenposition im Portfolio einnimmt. Steigen die Energiepreise (oder bleiben strukturell hoch), dann dürfte die Investition Schwankungen der anderen Anlageklassen und Sektoren dämpfen. Selbst im Falle einer globalen Rezession dürfte der Umstand, dass die Produktion in den letzten 10 Jahren nicht wirklich ausgebaut wurde, einem Nachlassen der Nachfrage entgegenwirken. Europa wird keine Wahl haben und weiterhin Energie importieren müssen. Ansonsten droht einer harter Winter 2023.

Zurzeit herrschen viele Problemfelder, dunkle Wolken umgeben das Land. Entsprechend ist es wichtig die Aktionen der Finanzmarktakteure, der Politik und der Zentralbank sowie die verfügbaren Daten zu übersetzen und versuchen zu interpretieren, um eine Idee davon zu bekommen, was uns erwarten kann. Übersetzungen können aber tückisch sein, womit man sich auf alle Eventualitäten vorbereiten muss. Dies erinnert uns an eine lustige Geschichte, die in *The New York Times*, am 11. April 1976 publiziert wurde:

*Around the turn of the century a bandit rode in from Mexico, robbed a small Texas bank and fled back across the border. A Texas ranger picked up his trail and nabbed him in a Mexican village. The bandit spoke no English, and the ranger no Spanish, so another villager was asked to interpret.*

*"Ask him his name," said the ranger.*

*"He says his name is José." "Ask him if he admits robbing the bank."*

*"Yes, he admits it."*

*Leveling his pistol at José's head, the ranger said: "Now tell him to reveal where he hid the money."*

*José quickly blurted out in Spanish: "The money is hidden in the well in the village square."*

*"What did he say?" demanded the ranger.*

*The interpreter replied: "José says he's not afraid to die."*

Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

**Disclaimer**

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.