

» *Fisch View*

*Thema im September:
„Die langfristigen Zinsen steigen weiter“*



31.08.2023



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Die langfristigen Zinsen steigen weiter

- Die Zinsen für langfristige Staatsanleihen steigen weltweit weiter an. Gründe sind anhaltender Inflationsdruck, steigende Inflationserwartungen und eine zunehmende Staatsverschuldung.
- Die Aktien- und High-Yield Kreditmärkte ignorieren diesen Zinsanstieg weitgehend.
- Deshalb und aufgrund möglicher negativer Überraschungen bleiben wir beim Risikoexposure vorsichtig positioniert und fahren eine neutrale bis leicht kürzere Duration.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Nachdem eine Rezession in den USA noch bis vor kurzem eine Konsenserwartung war, ist ein deutlicher Meinungsumschwung erfolgt. „Soft landing“ oder sogar „no landing“ sind jetzt die Hauptszenarien. Allerdings kämpfen unter anderem die Eurozone, China und Grossbritannien schon länger mit Schwierigkeiten. Aber auch in den USA laufen bisher stützende Faktoren aus. Der aktuell äusserst positive Konsens für die USA könnte sich deshalb erneut als falsch erweisen.

Aktuelle Entwicklungen: Globale Konjunktur im Gegenwind

- Die US-Konjunktur bleibt zwar vorerst noch robust. Eine aktuelle Schätzung (GDPNow) signalisiert sogar deutlich anziehendes Wachstum im laufenden Quartal. Gründe für diese Entwicklung sind wieder steigende reale Einkommen (Zinserträge, starkes Lohnwachstum), massiv höhere Staatsausgaben (5% des BIP) und hohe Überschussersparnisse dank Pandemie-Hilfsprogrammen.
- Die Wirkung dieser stützenden Faktoren nimmt jetzt aber schnell ab. Insbesondere sind die hohen Überschussersparnisse der privaten Haushalte bald aufgebraucht. Zudem verschärfen die Banken die Kreditvergabebedingungen bei weiterhin restriktiver Geldpolitik der Zentralbank und steigenden Realzinsen. Inflationsgeschützte Anleihen (TIPS) handeln auf einem 16-Jahreshoch.
- Ein weiter kritischer Faktor für die globale Wirtschaftsentwicklung ist die Abschwächung in China. Die Probleme am Immobilienmarkt verschärfen sich weiter und sind grösser als bisher angenommen. Zudem stieg die Jugendarbeitslosigkeit auf über 20%, wobei ab sofort keine weiteren Daten mehr veröffentlicht werden. Diese Zensur ist bedenklich und unterstreicht den Ernst der Lage.
- Aber auch Europa und Grossbritannien kämpfen mit Schwierigkeiten. Die Schweizer Exporte brachen im Juli beispielsweise markant ein.

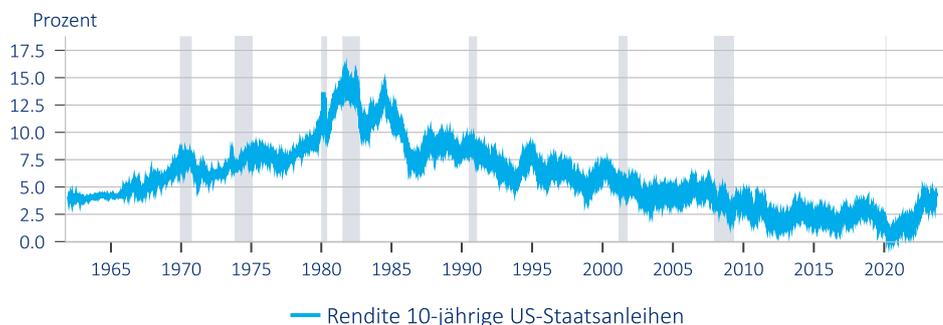
➔ **Auf dem Radar:** In den USA droht eine Lohn-Preisspirale (Seite 6)

Einschätzung & Ausblick: Gefährlicher Optimismus

» Die Krise bei den US-Regionalbanken schwelt weiter.

- Die Einkaufsmanager-Indizes für den Dienstleistungssektor (Service PMI) fielen im August in der Eurozone deutlich unter 50 und befinden sich damit auf Kontraktionsniveau. Das verarbeitende Gewerbe (Manufacturing PMI) befindet sich schon länger auf Rezessionsniveau. Damit beschleunigt sich der konjunkturelle Abwärtsdruck in der Eurozone deutlich. Da auch China unter Problemen leidet, besteht globale Ansteckungsgefahr, insbesondere auch für die USA. Hier schwächte sich der Dienstleistungs-PMI im August ebenfalls ab.
- Die im März in den USA mit viel Notfall-Liquidität vordergründig eingedämmte Krise der US-Regionalbanken schwelt weiter. Der Abfluss von Kundengeldern setzt sich unvermindert fort. Die Profitabilität, Liquidität und Kreditvergabekapazität vieler Institute verringern sich schnell. Die Verluste auf grossen Staatsanleihepositionen in den Bilanzen der Regionalbanken sind noch lange nicht abgeschrieben. Insgesamt ist das System weiterhin hochgradig auf die Hilfe der Regierung und Notenbank (Federal Home Loan Banks) angewiesen. Damit trägt diese Entwicklung zu einer zusätzlichen konjunkturellen Bremsung in den USA, aber auch global bei.
- Trotzdem bleibt die Geldpolitik restriktiv, da sich bei der Inflationsentwicklung für die kommenden Monate aufgrund des Wegfalls von Basiseffekten ein leichter Wiederanstieg abzeichnet. Die hohe Kreditaufnahme der US-Regierung (aber auch europäischer Staaten) sowie Verkäufe von US-Staatsanleihen durch China und Japan, um den zunehmend schwachen Yuan und Yen zu stützen, entziehen dem Finanzsystem zusätzlich Liquidität. Zudem treibt dies die langfristigen Staatsanleihezinsen in die Höhe.
- Insgesamt ergibt sich daraus eine für die globalen Finanzmärkte gefährliche Kombination aus zunehmenden Rezessionsgefahren bei gleichzeitig restriktiver Geldpolitik, fallenden Geldmengen, steigenden langfristigen Zinsen und rückläufiger Kreditvergabe. An den Aktien- und Kreditmärkten wird aber weiterhin genau das Gegenteil dieser Entwicklung eingepreist.

Chart: Die langfristigen Staatsanleihezinsen in USA mit Aufwärtsdruck



Quelle: U.S. Department of Treasury, Macrobond, Fisch Asset Management
 Hinweis: Die schattierten Bereiche zeigen Rezessionen an

Positionierung: Vorsicht bei Aktien- und High-Yield-Exposure

» Auf relativer Basis bevorzugen wir die Emerging Markets gegenüber den Industriestaaten.

- Die Gefahren einer sehr restriktiven Geldpolitik bei gleichzeitig abkühlender Konjunktur und tieferen Unternehmensgewinnen sind am Aktien- und High-Yield-Kreditmarkt in den Industrieländern nicht eingepreist. Wir bleiben daher in unseren Wandelanleihen- und High-Yield-Strategien weiterhin defensiv positioniert. Negative Überraschungen sind jederzeit möglich. Allerdings bietet der High-Yield-Kreditmarkt aktuell eine ansprechende laufende Rendite (dank dem hohen Zinsniveau) und noch moderate Ausfallraten. Unser Untergewicht des Risiko-Exposures ist deshalb moderat.
- Die High-Yield-Kreditmärkte in den Emerging Markets beurteilen wir aufgrund höherer Credit Spreads und weiterhin stabiler konjunktureller Entwicklung in vielen Ländern (mit Ausnahme Chinas) etwas besser als in den Industrienationen und sind dort deshalb neutral positioniert. Dagegen bleiben wir vorsichtig bei Schwellenländeranleihen im Investment-Grade-Segment. Trotz hoher Zinsen entschädigen die Credit Spreads aktuell nicht vollständig für mögliche makroökonomische Risiken.
- Bei den langfristigen Staatsanleihezinsen sehen wir nur beschränktes Steigerungspotenzial und mittelfristig wieder tiefere Sätze. Deshalb halten wir die Duration in unseren Multi-Asset-Strategien leicht über neutral. Das Risikoexposure (Aktien und High Yield) liegt dagegen leicht unter Zielwert.

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	-	-	+	o	o	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	o	o	- ↓				+ Positiver Markt
Credit Inv. Grade	o	o		- ↓	- ↓	- ↓	o Neutral
Credit High Yield	-	-		o	o	o	- Negativer Markt
Wandelanleihen	- ↓	-	+ ↑				-- Sehr negativer Markt
	Edelmet	InduMet	Energie				
Rohstoffe	o	-	o				

Hinweise zur Tabelle: Änderungen zum Vormonat werden durch ↓ oder ↑ angezeigt. Z.B. bedeutet "O ↓", dass das Feld im Vormonat mit "+" oder „++“ belegt war. Die genaue Methodologie, d.h. wie die Modellergebnisse berechnet werden und wie die verschiedenen Einzelelemente zur Gesamtsicht beitragen, wird [hier](#) erklärt. Bei den Staatsanleihen berücksichtigen wir die wichtigsten Anleihen jeder Region, z.B. Deutsche Bundesanleihen in Europa, sowie eine repräsentative Gruppe von Ländern jeweils in Lateinamerika, Asien ex-Japan und CEEMEA (Zentral- und Osteuropa, Naher Osten und Afrika).

Anlageklassen-Präferenzen

Die Tabelle kombiniert Top-Down-Perspektiven mit Bottom-Up-Analysen auf Portfolioebene.

	Übergewichtung	Untergewichtung
Wandelanleihen	<ul style="list-style-type: none"> – CBs mit positiven Renditen – Titel mit starken Langzeittrends (erneuerbare Energie, Healthcare) – CBs mit hoher Konvexität 	<ul style="list-style-type: none"> – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität – REITS
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Energie, Healthcare – 5–10-jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> – Immobilien – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Energie, Healthcare – Investment Grade – Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> – Immobilien, Transport – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter, Energie – Grundstoffindustrie 	<ul style="list-style-type: none"> – Einzelhandel – Technologie – CCC-Ratingsegment
Emerging Markets - Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Naher Osten – Indonesien, Südkorea – Laufzeiten < 10 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika – China, Hong Kong – Laufzeiten > 10 Jahre
Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – HY-Energiesektor, Goldminen – Lateinamerika (insb. Mexiko und Kolumbien), Indonesien 	<ul style="list-style-type: none"> – Tiefer bewertetes B/CCC Segment

Hinweis: Die bevorzugten Sektoren/Länder können sich je nach Anlageklasse aufgrund ihrer jeweiligen Performancetreiber unterscheiden. Insbesondere ist bei Wandelanleihen das Equity Exposure ein Schlüsselfaktor für die Wertentwicklung, während dieser Faktor für Unternehmensanleihen keine Relevanz besitzt.

Auf dem Radar: In den USA droht eine Lohn-Preisspirale

In den USA steht möglicherweise eine gravierende Lohn-Preisspirale bevor. Die Grafik unten zeigt einen massiven Anstieg der erwarteten Löhne von Stellensuchenden. Gemäss der quartalsweisen Umfrage der Fed („Fed’s Survey of Consumer Expectations“) sind die Erwartungen für einen Jahreslohn seit der letzten Erhebung im Durchschnitt um 11.8% angestiegen. Und aufgrund des immer noch äusserst ausgetrockneten Arbeitsmarktes gehen wir davon aus, dass diese hohen Lohnerwartungen auch tatsächlich erfüllt werden.

» Der schnelle Anstieg der Lohnerwartungen kam überraschend.

Da die Unternehmen aufgrund einer noch immer soliden Konsumentennachfrage diese Lohnerhöhungen über höhere Produktpreise zumindest teilweise weitergeben können, entsteht ein gefährlicher Inflationsdruck. Die Grafik zeigt, dass der Anstieg überraschend erfolgte. Zuvor konsolidierten die Lohnerwartungen seit Ende 2020. Fed Chairman Jerome Powell betonte stets einen sogar abnehmenden Lohndruck in den vergangenen Monaten und dürfte über die aktuelle Entwicklung nicht erfreut sein.

Dementsprechend kann die Geldpolitik bis auf weiteres nicht gelockert werden, obwohl sich die Anzeichen einer sich abkühlenden US-Konjunktur mehren und die Überschuss-Ersparnisse (aus den Pandemie-Hilfsprogrammen) der privaten Haushalte mittlerweile fast vollständig aufgebraucht sind. Eine insgesamt problematische Ausgangslage, die jederzeit zu einem schnellen Stimmungsumschwung bei den Konsumenten und an den Finanzmärkten führen kann.

Chart: “Fed Survey of Consumer Expectations” – Lohnerwartungen steigen



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Macrobond, Fisch Asset Management

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2023 Fisch Asset Management AG