

» *Fisch View*

*Thema im März:
„Irreführende Indikatoren“*



28.02.2024



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Verzerre Konjunkturindikatoren in den USA

- Verschiedene historisch bisher zuverlässige Konjunkturindikatoren liefern seit einiger Zeit falsche Rezessionssignale für die USA.
- Diese Verzerrungen erklären sich durch eine Reihe ausserordentlicher Faktoren, welche die aktuelle Konjunkturentwicklung beeinflussen. Dazu gehören enorm hohe Staatsausgaben der US-Regierung, die Liquiditätsgenerierung im Bankensystem und hohe Konsumausgaben aufgrund von Überschussersparnissen.
- Wir positionieren uns aufgrund dieser aktuell unklaren Ausgangslage in einer neutralen Bandbreite bezüglich Risiko und Duration.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die Konjunktur in den USA schwächt sich gegenüber ihrem Höhenflug im dritten Quartal des letzten Jahres wieder ab, bleibt aber deutlich über dem langfristigen Trend. Verschiedene bisher positive Sonderfaktoren lassen zwar nach, verzerren aber aktuell die Entwicklung noch immer in eine positive Richtung. In Europa bleibt dagegen die Konjunktur seit nunmehr vier Quartalen nahe am Rezessionsniveau, was zu den relevanten schwachen Frühindikatoren passt. Eine ähnliche Entwicklung ist auch in China zu beobachten, mit entsprechend global dämpfendem Einfluss. Allerdings dürfte es hier aufgrund einer deutlichen monetären Lockerung in absehbarer Zeit wieder zu etwas positiveren Impulsen kommen.

Aktuelle Entwicklungen: Noch gute Liquiditätsversorgung

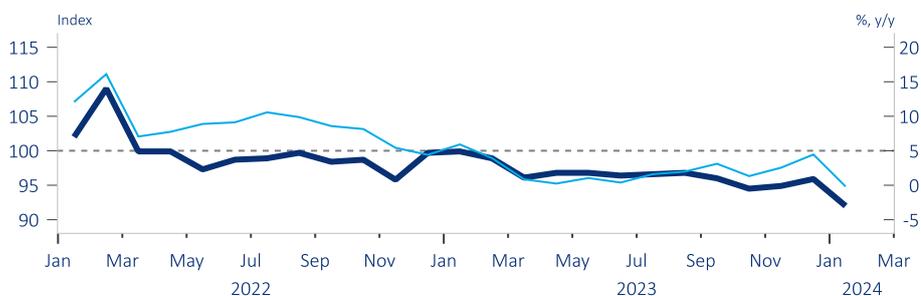
- Die vom US-Bankensystem bei der Fed gehaltenen Überschussreserven (bezeichnet als „Overnight Reverse Repo Facility“) wurden im Februar um weitere rund 100 Milliarden US-Dollar und seit Jahresbeginn um 350 Milliarden abgebaut. Diese Gelder flossen dadurch in das US-Finanzsystem und indirekt auch in die globalen Märkte. Daraus ergeben sich vorerst noch positive Impulse für die Konjunktur und insbesondere auch für die Aktien- und Anleihenmärkte.
- Allerdings stiegen die Inflationszahlen global aufgrund des monetär expansiven Umfelds sowie hartnäckiger Dienstleistungsinflation wieder an und sorgten damit bei den Investoren für Enttäuschung. Zwar wurde der erwartete Zeitpunkt der ersten Zinssenkung nun nach hinten geschoben, trotzdem erwarten die Märkte weiterhin fallende Inflationsraten und tiefere Zinsen. Ausser dem früheren US-Finanzminister, Larry Summers, wagt es jedoch niemand, die Möglichkeit einer weiteren Zinserhöhung zu erwähnen.

Einschätzung & Ausblick: Liquidität vorerst noch hoch

- Ein Teil der während der Covid-Pandemie durch die Fed und die US-Regierung generierten Liquidität zirkuliert immer noch im Finanzsystem und stützt den privaten Konsum in Form von Überschussersparnissen und damit die Konjunktur. Diese Liquidität kompensiert den monetär restriktiven Kurs der Notenbank und sorgt für ein „Goldilocks-Umfeld“ mit robustem Konsum und steigenden Löhnen. Zudem führen anhaltend hohe Staatsausgaben zu zusätzlichen, aber eigentlich aktuell nicht notwendigen Wachstumsimpulsen.
- Damit senden historisch stets zuverlässige konjunkturelle Frühindikatoren (Conference Board Leading Economic Index (LEI), OECD Composite Leading Index) derzeit verzerrte Rezessionssignale für die USA. Diese Indikatoren reflektieren zu einem grösseren Teil das verarbeitende Gewerbe (Manufacturing) und weniger den privaten Konsum oder den Dienstleistungssektor, die momentan für Wirtschaftsimpulse sorgen.
- Aufgrund dieser durch Sonderfaktoren verzerrten sehr positiven Konjunktorentwicklung herrscht eine allgemeine Sorglosigkeit und konjunkturelle Warnsignale werden ignoriert. Und es werden weiterhin solide Unternehmensgewinne erwartet. Trotzdem preisen die Märkte bereits im Juni einen ersten Zinsschritt ein, auch wenn dieser seit Jahresbeginn nach hinten geschoben wurde. 65% der Analysten in den USA rechnen auch am langen Ende mit tieferen Sätzen.
- Damit sind aber Enttäuschungen zunehmend wahrscheinlich, in Form wieder steigender Zinsen und fallender Aktienmärkte. Insbesondere auch aufgrund einer sehr gut möglichen Kombination aus wieder höheren Inflationsraten und gleichzeitig abnehmender Konjunkturdynamik. Letzteres aufgrund der sich abschwächenden erwähnten Sonderfaktoren. Die Einzelhandelsumsätze (Retail Sales) und Kreditkartenausgaben deuten jedenfalls zunehmend auf eine Abschwächung des bisher sehr robusten Konsum- und Dienstleistungssektors hin.
- Mittelfristig dürfte die Inflation nach dem erwähnten temporären Wiederanstieg weiter fallen und damit tatsächlich Zinssenkungen ermöglichen. Allerdings wahrscheinlich zu spät, um eine sich bis dahin deutlich abkühlende Konjunktur oder sogar eine Rezession zu verhindern.

» Märkte preisen erste Zinssenkung bereits im Juni ein.

Chart: Die US-Konsumdynamik schwächt sich ab



— Visa's Spending Momentum Index (SMI)*, linke Skala — U.S. Retail Sales, rechte Skala

* Wenn der SMI unter 100 fällt, schwächt sich die Konsumdynamik ab und weniger Konsumenten geben im Vergleich zum Vorjahr mehr aus (und vice versa).

Quellen: Visa, U.S. Census Bureau, Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Neutrales Risikoexposure

- Aufgrund der noch positiven, aber sich abschwächenden Faktoren wie hohe Liquidität und einer soliden Konjunktur in den USA sowie gleichzeitig einer Stabilisierung der Entwicklung in China (und teilweise im verarbeitenden Gewerbe in Europa) halten wir das Risikoexposure in unseren Strategien vorerst noch in einer neutralen Bandbreite.
- Die Duration belassen wir ebenfalls im neutralen Bereich, da sich aktuell auch hier positive und negative Faktoren für die Zinsentwicklung ausgleichen.
- Allerdings sind die aktuellen Gleichgewichte sehr fragil sind und die positiven Faktoren an den Märkten mehrheitlich eingepreist. Es kann schon bei kleinen Störungen zu negativen Überraschungen und damit hoher Volatilität kommen. Insbesondere drohen negative Rückkopplungen, wenn sich die bisher positiven Marktfaktoren gleichzeitig abzuschwächen beginnen und sich diese Trends gegenseitig verstärken.
- Trotzdem bieten die Märkte für Unternehmensanleihen insbesondere in den Emerging Markets und im BB/BBB-Marktsegment immer noch interessante Opportunitäten. Es wirkt hier weiterhin ein Diversifikationseffekt, der den negativen Einfluss steigender Credit Spreads im Fall einer Rezession durch fallende Zinsen zumindest teilweise ausgleicht. Wir fokussieren unsere Analysen aber auf potenzielle Abwärtsrisiken.
- Aktienexposure kann über Wandelanleihen genommen werden. Wandelanleihen bieten ein asymmetrisches Chancen/Risiko-Verhältnis und eignen sich damit ausgezeichnet in Zeiten grosser Unsicherheit bzw. instabiler Marktgleichgewichte. Zudem ist das Universum der Wandelanleihen-Emittenten im Verhältnis zum globalen Aktienuniversum relativ günstig.

» Der Effekt steigender Spreads wird durch fallende Zinsen teilweise kompensiert.

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	+ ↑	o	+	o	o	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	o	o ↓	-				+ Positiver Markt
Credit IG	o	o		o	o	o	o Neutral
Credit HY	o ↑	o ↑		o	o	o	- Negativer Markt
Wandelanleihen	+ ↑	o	+	o			-- 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 Einzelemente 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"> – Software (Cybersecurity) – Halbleiter (hinsichtlich KI) – CBs mit hoher Konvexität – Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen 	<ul style="list-style-type: none"> – REITS, Versorger – Zyklische Konsumgüter – Unprofitable und überteuerte Technologie – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte – 5-10-jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> – Eisenbahn – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte – Investment Grade – Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> – Eisenbahn – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter, Energie – Grundstoffindustrie 	<ul style="list-style-type: none"> – Einzelhandel – Technologie
Emerging Markets – Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Südkorea, Mexiko – A-Ratingsegment – Laufzeiten < 5 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – China, Hongkong, Israel – BBB-Ratingsegment – Laufzeiten > 7 Jahre
Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (insb. Mexiko und Brasilien) – HY-Energiesektor – BB-Ratingsegment 	<ul style="list-style-type: none"> – Laufzeiten > 10 Jahre – A-Ratingsegment

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: Irreführende Frühindikatoren

Die Grafik zeigt den Weekly Economic Index (WEI), der seit Ausbruch der Covid-Pandemie (basierend auf einem Modell der Ökonomen Lewis, Mertens und Stock aus dem Jahr 2020) für die US-Konjunktur berechnet wird. Es fließen tägliche oder wöchentliche Daten ein (darunter Elektrizitäts- und Benzinverbrauch, Schienenverkehr und Konsumverhalten), die ein sehr aktuelles Bild der konjunkturellen Entwicklung vermitteln (wesentlich aktueller als das GDPNow der Atlanta Fed).

» Der Weekly Economic Index spiegelt die US-Konjunktur treffend wider.

Zudem hat der WEI – im Vergleich zu Frühindikatoren wie dem Conference Board Leading Economic Index oder dem OECD Composite Leading Index – einen geringeren Anteil von Komponenten aus dem verarbeitenden Gewerbe (Manufacturing) und gibt Daten aus dem Dienstleistungssektor ein höheres Gewicht. Dies widerspiegelt die Wirtschaftslage in den USA treffender, die aktuell noch von Sonderfaktoren geprägt ist. Somit überrascht es nicht, dass der WEI den soliden Kurs der US-Konjunktur und die starken Aktienmärkte in letzter Zeit besser abgebildet und keine Rezession signalisiert hat.

Aktuell schwächte sich der WEI allerdings in den letzten sechs Wochen von 2.34% auf 1.87% ab. Das ist moderat, aber dennoch auffällig. Da wir zudem in den kommenden Monaten einen zunehmenden Rückgang der auf Überschussersparnissen basierenden Konsumausgaben erwarten, könnte diese jüngste Trendwende des WEI ein Signal für eine weiter abnehmende Konjunktur in den USA sein.

Chart: Der Weekly Economic Index noch ohne Rezessionssignal



Quellen: Dallas Fed, BEA, 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.

© 2024 Fisch Asset Management AG