

» *Fisch View*

*Thema im Juli:
„Zuversichtliche Erwartungen trotz Risiken“*



27.06.2024



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Zuversichtliche Erwartungen trotz Risiken

- An den Finanzmärkten überwiegen aktuell die positiven Erwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums, der Inflation und der Zinsentwicklung. Die zunehmenden Risiken werden dabei mehrheitlich ignoriert.
- Verschiedene bisher positive Treiber schwächen sich ab, weshalb im weiteren Verlauf des Jahres Enttäuschungen wahrscheinlicher werden.
- Wir bleiben aber beim Risiko-Exposure vorerst noch neutral bis leicht positiv positioniert, da eine Verschlechterung des Umfeldes nur mit Verzögerung auf die Finanzmärkte wirkt.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

In den USA verstärkt sich die bereits seit einiger Zeit zu beobachtende Abschwächung im Dienstleistungssektor, dagegen verbessert sich die Lage im seit langem sehr schwachen verarbeitenden Gewerbe. Letzteres dürfte allerdings nicht genügen, um die dienstleistungsorientierte US-Konjunktur zu stabilisieren. Zudem schwächen sich starke monetäre und fundamentale Treiber seit einiger Zeit ab, was mit einer gewissen Verzögerung den Druck auf die Wirtschaft weiter erhöht. Da aber in Europa und China eine Stabilisierung zu beobachten ist, dürfte das globale Umfeld insgesamt momentan noch solide bleiben.

Aktuelle Entwicklungen: Die Luft wird dünner

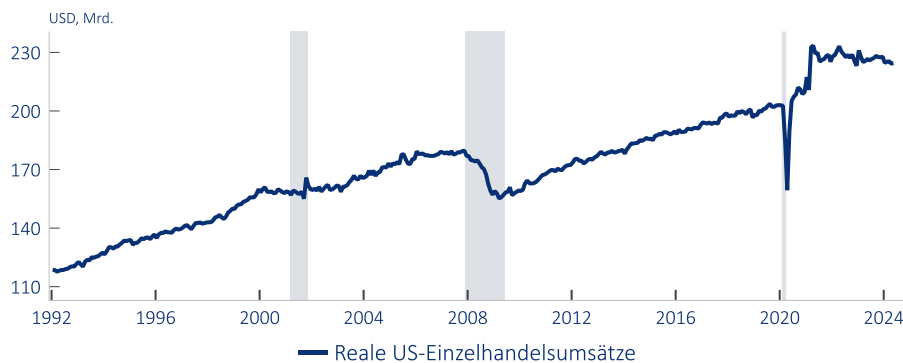
- Die US-Konsumentenstimmung trübt sich zunehmend ein, da sich das reale Einkommenswachstum aufgrund gestiegener Preise abgeschwächt hat. Somit kommt der Konsum als Haupttreiber der US-Konjunktur weiter unter Druck, was sich bereits in den schwachen realen Einzelhandelsumsätzen zeigt.
- Zudem schwächen sich bisher sehr positiv wirkende Faktoren immer mehr ab: Die Arbeitslosenrate steigt langsam aber stetig an, Überschussreserven im Bankensystem gehen zur Neige, die Überschussersparnisse der Konsumenten sind gemäss einer Fed-Studie mehrheitlich aufgebraucht und der Fiskalimpuls fällt trotz anhaltend hoher Staatsausgaben. Die Luft für die US-Wirtschaft und die Finanzmärkte wird damit dünner.
- Allerdings verfügt das US-Bankensystem immer noch über hohe reguläre Bankreserven bei der Fed in der Größenordnung von 3600 Milliarden US-Dollar. Historisch ergeben sich hier grössere Liquiditätsprobleme erst bei einem Rückgang auf unter 2000 Milliarden. Zudem stabilisiert sich die Konjunktur in Europa und China, was zusätzlich ausgleichend wirkt.

Einschätzung & Ausblick: Kumulierung von Bremsfaktoren

» Eine konjunkturelle Abschwächung wirkt inflationsdämpfend.

- Aufgrund der erwähnten Eintrübung der Konsumentenstimmung in den USA sowie der zunehmenden Abschwächung verschiedener Faktoren droht eine Kumulierung und Rückkopplung negativer Impulse sowohl auf die Konjunktur als auch auf die Aktien- und Kreditmärkte. Dies betrifft insbesondere die USA, gilt aber aufgrund globaler Wirtschaftsverflechtungen auch weltweit.
- Einen positiven Gegenpol bildet der inflationsdämpfende Einfluss einer konjunkturellen Abschwächung und künftig rückläufigen Liquiditätsversorgung. Allerdings erwarten wir eine erste geldpolitische Lockerung in den USA erst nach einem starken Anstieg der Marktvolatilität, einer deutlichen Abschwächung der Konjunktur und einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit. Diese verzögerte Reaktionszeit der Zentralbanken ergibt sich insbesondere aufgrund einer nach wie vor hartnäckigen Inflation. Es fallen Basiseffekte weg, die bisherige Güterpreisdeflation scheint beendet und die Mietpreise, welche ein hohes Gewicht im US-Inflationkorb haben, gehen nur graduell zurück.
- In früheren Abschwächungszyklen war aufgrund tiefer Inflation stets eine schnelle geldpolitische Lockerung möglich. Dies ist diesmal anders. Eine zu frühe Lockerung dürfte sich als problematisch erweisen und zu einem Zinsanstieg am langen Ende der Zinskurve führen, verstärkt durch die explodierende Staatsverschuldung (siehe auch „Auf dem Radar“, Seite 6), das Quantitative Tightening der Fed sowie Staatsanleihenverkäufe der Bank of Japan (die den Yen mit Hilfe von US-Treasury-Verkäufen stützt).

Chart: Gedämpfte reale Einzelhandelsumsätze



Quellen: St. Louis Fed, Fisch Asset Management

Positionierung: Verzögerte Verkaufssignale

- Aufgrund unserer Einschätzung ist insgesamt eine vorsichtige Positionierung bei risikobehafteten Anlagen angebracht. Bei Aktien sowohl in den USA als auch Europa ist die Marktbreite weiterhin tief und die Stimmung ist (zu) optimistisch.
- Für grössere Portfolioumschichtungen würden wir zuerst eine weitere Abschwächung des Makroumfelds abwarten. Es bestehen hier Verzögerungseffekte bei der Wirkung auf die Finanzmärkte und der Generierung von Verkaufssignalen. „The trend is your friend“ – und aktuell ist der Trend noch positiv. Deshalb bleiben wir weiterhin neutral bis leicht positiv positioniert bei Aktien- und Kreditexposure (Investment Grade, High Yield und Emerging Markets).
- Im High-Yield-Markt entwickeln sich zudem die aus Kreditperspektive zentralen Bilanzkennzahlen wie die Nettoverschuldung weiterhin stabil und technisch wirkt sich das weiterhin unterdurchschnittliche Angebot an Neuemissionen positiv auf den Gesamtmarkt aus. Unser defensiver Ansatz sollte sich bei einer allfälligen Abschwächung des Makroumfelds auszahlen.
- Wir würden daher bereits jetzt aufgrund des interessanten asymmetrischen Chancen-/Risikoprofils von Aktien in Wandelanleihen umschichten. Zudem fokussieren wir uns bei Unternehmensanleihen auf Schuldner mit solider Bonität (auch im High-Yield-Segment).
- Bei US-Staatsanleihen bleiben wir vorsichtig, da es hier trotz Leitzinssenkungen zu steigenden langfristigen Zinsen kommen könnte. Auch hier bleiben wir aber noch neutral positioniert. Deutsche Bundesanleihen dürften dagegen von einer Abkühlung der globalen Konjunktur profitieren.
- Beim Gold, Industriemetallen und dem US-Dollar positionieren wir uns neutral. Der Yen bleibt aufgrund einer zu lockeren japanischen Geldpolitik unter Druck.

» Bei Schuldner
sind solide Bonitäten
der Schlüssel.

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Renditetreiber						
Aktien	o	o	o ↓	o	o	o
Staatsanleihen	o	+ ↑	- ↓			
Credit IG (Spreads)	o	o		-	o	o
Credit HY (Spreads)	o	o		o	o ↓	o
Gesamtrendite						
Wandelanleihen	o	o	o ↓	o		
Credit IG	o	+ ↑		o	o	o
Credit HY	+	+		+	+	+
	Edelmet	InduMet	Energie			
Rohstoffe	o ↓	o	o			

Key:

- ++ Sehr positiver Markt
- + Positiver Markt
- o Neutral
- Negativer Markt
- Sehr negativer Markt

Hinweise zur Tabelle: Die Tabelle fasst die Modellergebnisse für die Gesamttrendite von Wandelanleihen und Credit Investment Grade sowie High Yield zusammen, welche eine Funktion der aufgelisteten Renditetreiber sind. 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 für Europa deutsche Bundesanleihen.

Anlageklassen-Präferenzen

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

	Übergewichtung	Untergewichtung
Wandelanleihen	– Software (Cybersecurity) – Halbleiter (hinsichtlich KI) – CBs mit hoher Konvexität – Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen – Ausgewogene chinesische Investment-Grade-Technologie-CBs mit hoher Konvexität	– REITS, Versorger – Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität
Global IG Corporates	– Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte – 5-10-jährige Laufzeiten	– Investitionsgüter, Technologie – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	– Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte – Investment Grade – Industriestaaten	– Investitionsgüter, Technologie – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	– Investitionsgüter, Energie – Grundstoffindustrie – Telekommunikation	– Transport – Finanzdienstleistungen – Technologie & Elektronik
Emerging Markets – Defensiv	– Lateinamerika, Teile Asiens – Brasilien, Südkorea, Indonesien – Laufzeiten < 7 Jahre	– Asien, Naher Osten – Israel, Katar, Saudi-Arabien, China, Taiwan – Laufzeiten > 7 Jahre
Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch	– Lateinamerika (insb. Brasilien) – High-Yield-Energiesektor – Kurzlaufende High-Yield-Anleihen	– 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: Die US-Staatsverschuldung explodiert

Gemäss einer Schätzung des Congressional Budget Office wird die US-Regierung das Haushaltsdefizit dieses Jahr auf 7% (im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) erhöhen. Die Staatsverschuldung erreicht damit bald den historischen Höchststand von 35 Billionen US-Dollar. Im Jahr 2008 lag die Verschuldung noch bei 10 Billionen.

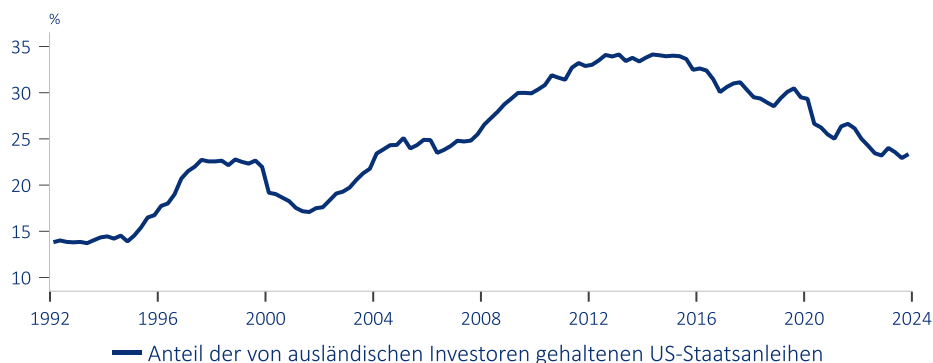
» Die Zinslast der US-Regierung nähert sich den Höchstwerten der 1980er-Jahre.

Zusammen mit den ebenfalls deutlich höheren Zinsen als noch vor der Pandemie steigt auch der Schuldendienst markant an. Derzeit müssen rund 35% der Steuereinnahmen für Zinszahlungen ausgegeben werden und die Tendenz ist steigend. Das ist der höchste Wert seit 1998. Das Verhältnis nähert sich zudem den historischen Höchstwerten aus den 1980er-Jahren (als die US-Staatsanleihezinssätze zeitweise bei 15% notierten).

Da die zukünftig zu zahlenden Zinsen zumindest teilweise auch über neue Schulden finanziert werden müssen, droht hier bald eine gefährliche Beschleunigung der Verschuldung. Zudem stehen in den kommenden 12 Monaten rund 9500 Milliarden US-Dollar an US-Treasuries zur Refinanzierung an (zu Zinsen im Bereich 4.5% bis 5.5% und nicht mehr wie bisher bei 2% bis 3%).

Da zusätzlich verschiedene ausländische Zentralbanken, aber auch die Fed, US-Staatsanleihen verkaufen, ist in den kommenden Monaten mit einem massiv steigenden Angebot bei gleichzeitig rückläufiger Nachfrage zu rechnen. Preisdruck und damit steigende Zinsen werden zunehmend wahrscheinlich, selbst im Fall von Zinssenkungen. Bei einem strukturellen Anstieg langfristiger US-Zinsen drohen zudem anhaltend negative Effekte auf die Aktienmärkte.

Chart: Ausländische Investoren verkaufen US-Staatsanleihen



Quellen: U.S. Treasury, 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