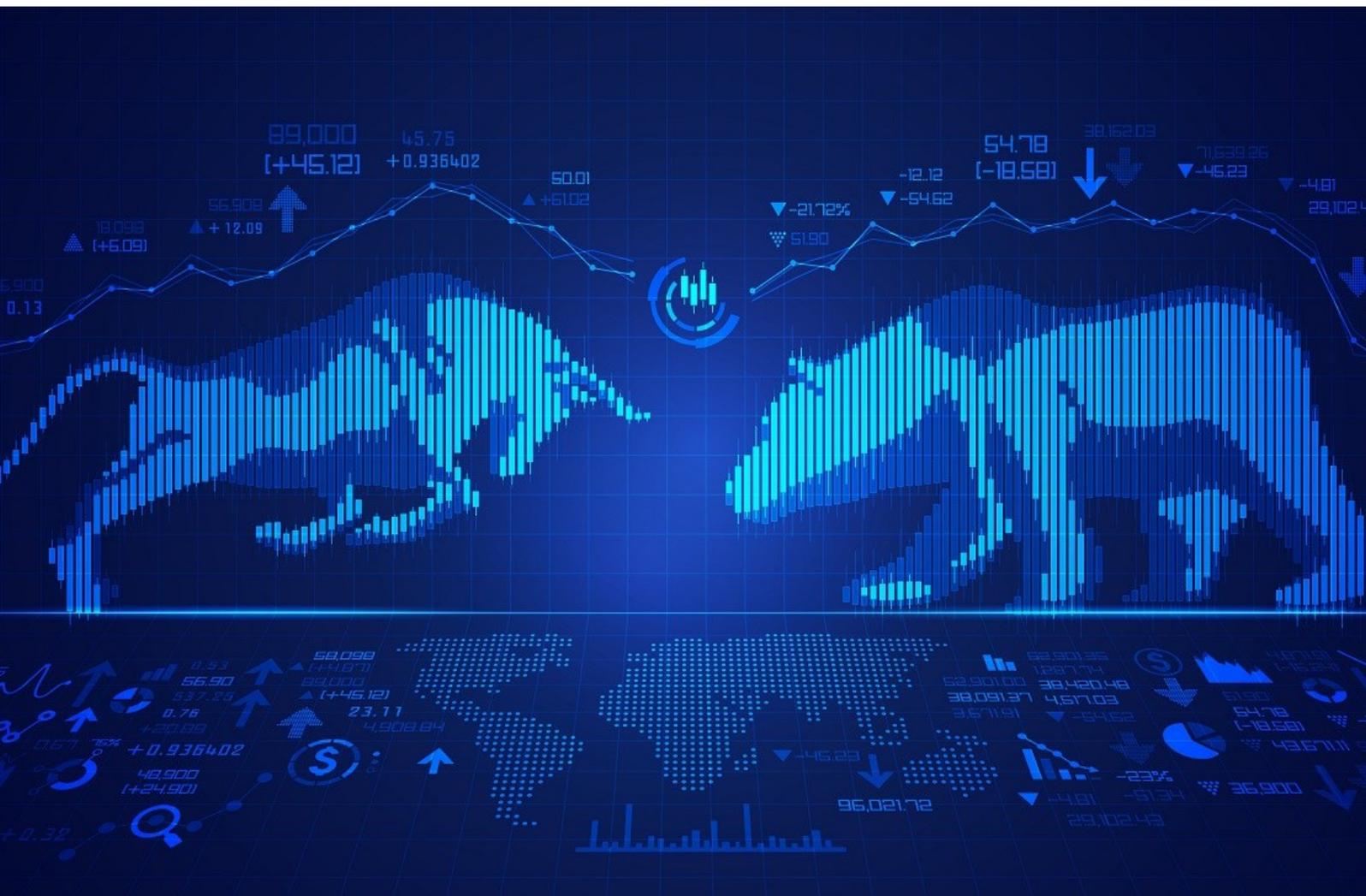


# » *Fisch View*

*Thema im August:  
„Die Volatilität kehrt zurück“*



05.08.2024



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Die Volatilität kehrt zurück

- Wirtschaftliche und politische Turbulenzen dominieren die Märkte: So haben die jüngsten Entwicklungen am US-Arbeitsmarkt und im US-Wahlkampf zu einer steileren Zinskurve und einem Ausverkauf an den Aktienbörsen geführt.
- Der US-Arbeitsmarkt und die Inflation stehen an einem Wendepunkt. Der weitere Verlauf entscheidet, ob sich die Konjunktur stabilisiert oder weiter abkühlt.
- Unsere Verkaufssignale wurden ausgelöst und wir haben unser Risiko-Exposure auf neutral heruntergestuft. Zudem erwarten wir in den kommenden Monaten eine nochmals steilere US-Zinskurve.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die US-Wirtschaft hat sich gegenüber dem Vorjahr abgekühlt und steht an einem Wendepunkt: eine weitere Abschwächung des US-Arbeitsmarkts könnte die konsumorientierte Konjunktur destabilisieren. Rezessions Sorgen sind wieder verbreitet und Investoren rechnen nun ab September mit vier bis fünf Zinssenkungen (je 25 Basispunkte) durch die US-Notenbank bis Ende des Jahres. Aus Europa und China sind momentan keine positiven Impulse zu erwarten.

## Aktuelle Entwicklungen: Gemischte Signale

- Der jüngste Arbeitsmarktbericht in den USA hat eine Schockwelle ausgelöst: die Arbeitslosenrate ist auf 4.3% angestiegen und hat die Sahm-Regel getriggert (mehr dazu auf der nächsten Seite). Die US-Inflation wiederum hat positiv überrascht. Vor allem die wichtige Mietpreisinflation hat sich wieder auf Niveaus vor der Pandemie eingependelt und wird dort voraussichtlich auch bleiben. Dies löste eine Rotation von Mega-Cap-Unternehmen in defensivere Sektoren aus, welche durch zum Teil enttäuschende Quartalszahlen der "Magnificent Seven" noch verstärkt wurde.
- Die europäischen Einkaufsmanagerindizes haben wiederholt enttäuscht und deuten darauf hin, dass die Wirtschaftserholung zu Jahresbeginn bereits wieder abflaut. Die Verbesserung der Realeinkommen hat sich noch nicht in höheren Konsumausgaben niedergeschlagen und ein dynamischer Konjunkturaufschwung wird ohne weitere geldpolitische Lockerungen schwer zu erreichen sein.
- Die chinesische Wirtschaft steht weiterhin vor erheblichen Herausforderungen. Die neusten Wirtschaftsdaten zeigen ein nachlassendes Wachstum, anhaltende Deflation und einen Rückgang der Einzelhandelsumsätze. Dies widerspiegelt sich auch im schwächelnden Kupferpreis. Um das 5%-Wachstumsziel für 2024 noch zu erreichen, sind Massnahmen nötig, um den heimischen Konsum zu beleben.

➔ **Auf dem Radar: Der US-Arbeitsmarkt an einem Wendepunkt?** (Seite 6)

## Einschätzung & Ausblick: Zunehmende Marktvolatilität

- Der enttäuschende Juli-Arbeitsmarktbericht in den USA war einer zu viel: die wiederholt steigende Arbeitslosigkeit hat zu einem breiten Ausverkauf an den globalen Aktienbörsen und einem Rallye an den Bondmärkten geführt, was durch die Auflösung von Yen-finanzierten Carry Trades noch verstärkt wurde. Zudem wurde die viel zitierte Sahm-Regel, ein Rezessionsindikator, getriggert. Die höhere Arbeitslosenrate kann zwar sowohl auf ein gestiegenes Arbeitsangebot (z.B. infolge von Immigration) als auch eine schwächere Arbeitsnachfrage zurückgeführt werden. Aber die Anzahl offener und neu geschaffener Stellen nimmt weiter stetig ab und es ist deshalb wahrscheinlich, dass die Arbeitslosenrate in den kommenden Monaten noch weiter ansteigt.
- Auch der US-Wahlkampf hält die Märkte in Atem. Noch vor Präsident Bidens Rücktritt als Präsidentschaftskandidat am 21. Juli und dem Einstieg von Kamala Harris sind die Gewinnchancen von Donald Trump stetig gestiegen, was eine steilere Zinskurve zur Folge hatte. Dies basiert auf der Konsensmeinung, dass sich eine Präsidentschaft Trumps zinstreibend auswirken wird. Dabei wirken mittelfristig jedoch gegensätzliche Kräfte: Höhere Einfuhrzölle wirken wie eine Steuer auf US-Unternehmen und Haushalte, die zu sinkenden Realeinkommen und tieferem Trendwachstum führen und somit zinsdämpfend wirken. Steuersenkungen wiederum würden das bereits sehr hohe Haushaltsdefizit weiter steigern und es bestünde die Gefahr, dass Investoren als Zeichen ihrer Besorgnis über weitere Defizite als „Vigilanten“ höhere Zinsen verlangen.
- Mitentscheidend für den Ausgang der US-Wahlen wird auch der weitere Verlauf der US-Konjunktur sein. Die kumulierten Preiserhöhungen der letzten Jahre sorgen für eine schlechte Konsumentenstimmung. Einzelhändler wie Walmart oder Target vermelden, dass Konsumenten bei ihren Einkäufen selektiver werden und reagieren darauf mit Preissenkungen. Dies bestätigt, dass Haushalte ihre Ausgaben aufgrund aufgebrauchter Ersparnisse vermehrt kürzen müssen. Die nachlassende Konsumdynamik wird durch den schwächeren Arbeitsmarkt zusätzlich verstärkt. Deswegen rechnen wir in den nächsten Monaten mit einer weiteren wirtschaftlichen Abkühlung und einer steileren US-Zinskurve.

» US-Konsumenten werden selektiver, Einzelhändler senken die Preise.

**Chart: Visa-Transaktionsdaten bestätigen nachlassende Konsumdynamik**



\* SMI-Werte unter 100 signalisieren sinkende Konsumausgaben (und umgekehrt).  
Quellen: Visa, USCB, Fisch Asset Management

## Positionierung: Defensiver Ansatz zahlt sich aus

» Aufgrund ausgelöster Verkaufssignale bleiben wir neutral bis leicht defensiv positioniert.

- In unserer vorsichtigen Positionierung bei risikobehafteten Anlagen sehen wir uns bestätigt. Die Nervosität an den Börsen ist aufgrund schwacher US-Wirtschaftsdaten und wenig überzeugender Quartalsergebnisse einiger Tech-Schwergewichte signifikant angestiegen. Hinzu kommen eine schlechte Saisonalität im August und September und wieder steigende geopolitische Risiken im Nahen Osten. Unsere Verkaufssignale wurden ausgelöst und wir haben unser Risiko-Exposure rechtzeitig reduziert. Wir bleiben neutral bis leicht defensiv positioniert bei Aktien- und Kreditexposure (Investment Grade, High Yield und Emerging Markets).
- Die US-Notenbank hat an ihrer Juli-Sitzung eine erste Zinssenkung im September angedeutet und wir erwarten trotz der jüngsten Bondrallye eine nochmals steilere Zinskurve. Die Duration haben wir aufgrund der steigenden Konjunkturrisiken und unserer Modellsignale erhöht.
- Angesichts des oben beschriebenen Umfelds würden wir aufgrund des interessanten asymmetrischen Chancen-/Risikoprofils bereits jetzt von Aktien in Wandelanleihen umschichten. Zudem fokussieren wir uns bei Unternehmensanleihen auf Schuldner mit solider Bonität (auch im High-Yield-Segment).

Renditetreiber	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
<b>Aktien</b>	o	o	o	o	o	o	++ Sehr positiver Markt
<b>Staatsanleihen</b>	o	+	-				+ Positiver Markt
<b>Credit IG (Spreads)</b>	o	o		-	o	o	o Neutral
<b>Credit HY (Spreads)</b>	o	o		o	o	o	- Negativer Markt
<b>Gesamtrendite</b>							-- Sehr negativer Markt
<b>Wandelanleihen</b>	o	o	o	o			
<b>Credit IG</b>	o	+		o	o	o	
<b>Credit HY</b>	+	+		+	+	+	
	<b>Edelmet InduMet Energie</b>						
<b>Rohstoffe</b>	o	o	o				

**Hinweise zur Tabelle:** Die Tabelle fasst die Modellergebnisse für die Gesamtrendite 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
<b>Wandelanleihen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Software (Cybersecurity)</li> <li>– Halbleiter (hinsichtlich KI)</li> <li>– CBs mit hoher Konvexität</li> <li>– Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen</li> <li>– Ausgewogene chinesische Investment-Grade-Technologie-CBs mit hoher Konvexität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– REITS, Versorger</li> <li>– Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech</li> <li>– Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität</li> </ul>
<b>Global IG Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte</li> <li>– 5-10-jährige Laufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionsgüter, Technologie</li> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>
<b>Global Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte</li> <li>– Investment Grade</li> <li>– Industriestaaten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionsgüter, Technologie</li> <li>– High Yield</li> <li>– Emerging Markets</li> </ul>
<b>Global High Yield</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionsgüter, Energie</li> <li>– Grundstoffindustrie</li> <li>– Telekommunikation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport</li> <li>– Finanzdienstleistungen</li> <li>– Technologie &amp; Elektronik</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Defensiv</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika, Teile Asiens</li> <li>– Brasilien, Südkorea, Indonesien</li> <li>– Laufzeiten &lt; 7 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien, Naher Osten</li> <li>– Israel, Katar, Saudi-Arabien, China, Taiwan</li> <li>– Laufzeiten &gt; 7 Jahre</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika (insb. Brasilien)</li> <li>– High-Yield-Energiesektor</li> <li>– Kurzlaufende High-Yield-Anleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> <li>– A-Ratingsegment</li> </ul>

**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: Der US-Arbeitsmarkt an einem Wendepunkt?

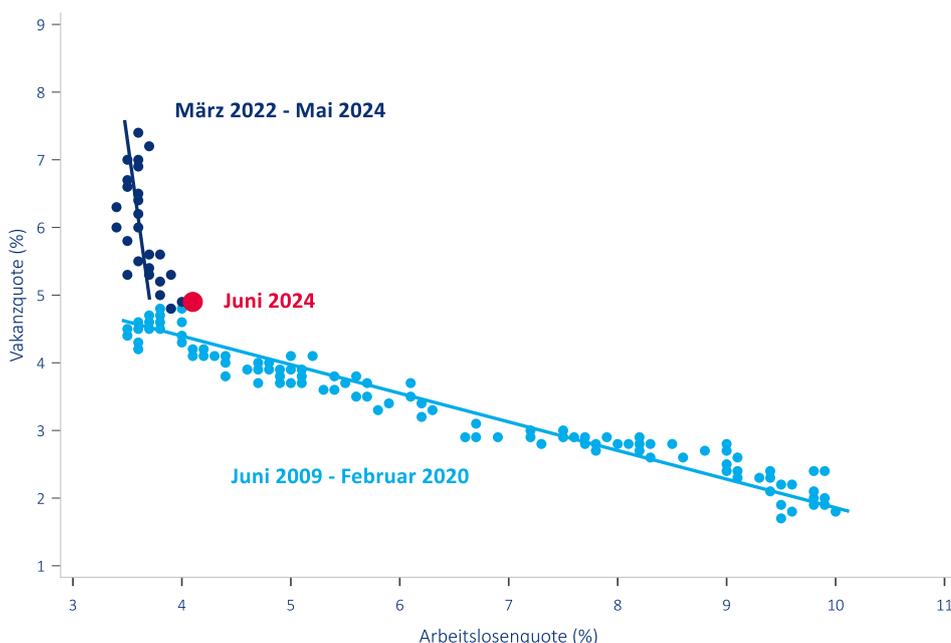
Ein wichtiges Konzept aus der Arbeitsmarkttheorie ist die Beveridge-Kurve, die den Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenrate und der Vakanzquote (Anzahl offener Stellen im Verhältnis zur Erwerbsbevölkerung) in einer Volkswirtschaft darstellt. Sie zeigt typischerweise einen inversen Zusammenhang: Bei tiefer Arbeitslosigkeit gibt es mehr offene Stellen und umgekehrt.

» Die Abkühlung des US-Arbeitsmarkts hat die Vakanzquote stark reduziert.

Nach dem wirtschaftlichen Stillstand in den USA infolge der Pandemie kam es zu einer Boom-Phase, die zu einem landesweiten Arbeitskräftemangel führte und die Vakanzquote sprunghaft ansteigen liess. Die Beveridge-Kurve zeigt nun eindrücklich auf, wie die bisherige Abkühlung des Arbeitsmarkts die Vakanzquote stark reduziert hat, während die Arbeitslosenrate nur wenig angestiegen ist. So gab es Anfang 2022 zwei offene Stellen pro arbeitsloser Person, der höchste Wert seit Messbeginn. Nun sind es noch 1.2, was dem Niveau vor der Pandemie entspricht. Dies ist insofern interessant, als dass namhafte Ökonomen nach der Pandemie gewarnt haben, dass die Arbeitslosenrate signifikant ansteigen müsse, damit die Inflation sinken könne. Dies war bisher nicht der Fall – Arbeitskräfte sind wieder in den Arbeitsmarkt eingestiegen, während Unternehmen ihre Stellenanzeigen reduziert haben.

Nun befindet sich der US-Arbeitsmarkt jedoch wieder auf dem flacheren Beveridge-Kurvenabschnitt vor der Pandemie und somit an einem Wendepunkt. Dabei könnte eine weitere Abschwächung der Arbeitsnachfrage und somit ein Rückgang der Vakanzquote zu einem weiteren Anstieg der Arbeitslosenrate führen. Aufgrund der nachlassenden Konsumdynamik in den USA ist das ein wahrscheinliches Szenario. Ein solches Umfeld begünstigt Anleihen gegenüber Aktien.

**Chart: Beveridge-Kurve signalisiert möglichen Anstieg der Arbeitslosigkeit**



Quellen: BLS, 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