

SoundInsight N°2

01

Langfristige Zinsen in den Hauptwährungen sinken

02

Inflationserwartungen fallen zum Jahresbeginn stark

03

Divergenz zwischen Märkten und Notenbanken bietet Konfliktpotenzial

04

Aktien bleiben untergewichtet

Schwindendes Vertrauen in die Notenbanken

Eine zunehmende Diskrepanz zwischen Markterwartungen und offiziellen Prognosen der Notenbank zeigt in den letzten Monaten einen Rückgang des Vertrauens in die Währungspolitiker.

Die offizielle Kommunikation der Federal Reserve an der Pressekonferenz vom Dezember 2022 war eindeutig: Die Zinsen werden auch im Jahr 2023 weiter steigen. Der sogenannte „Dot Plot“, welcher die Einschätzung des Komitees grafisch darstellt, prognostiziert per Ende dieses Jahres einen Leitzins von 5,125%. Kein einziges Mitglied geht von unveränderten oder sogar tieferen Zinsen im Verlauf des Jahres aus. Geht es nach dem Komitee, folgen in den kommenden 8 Sitzungen nochmals 3-4 Zinsschritte von jeweils 0,25%.

Die Erwartungen der Marktteilnehmer, welche sich aus den Derivatmärkten ableiten lassen, unterscheiden sich jedoch erheblich von den Prognosen der Federal Reserve. Zum Ende des Jahres werden im Vergleich zum aktuellen Niveau unveränderte Zinsen von 4,25% erwartet. Zwar werden zur Jahresmitte höhere Zinsen erwartet, danach aber bereits wieder Senkungen im gleichen Umfang. Dies birgt Spannungspotenzial. Der Markt widerspricht damit der Federal Reserve und glaubt nicht an die offizielle Kommunikation. Dies ist jedoch nicht überraschend, da die Währungshüter für Ende 2022 Zinsen von 0,75% in Aussicht gestellt hatten, was vom Markt damals noch übernommen wurde. Wie wir inzwischen wissen, stiegen die Zinsen hingegen um ein Vielfaches auf 4,25%.

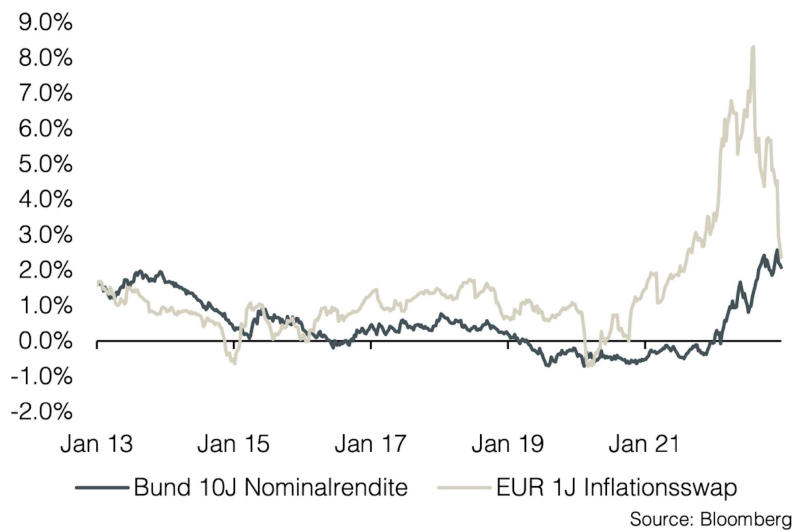
Das Thema divergierender Zinserwartungen von Markt und Währungshütern ist nicht neu und wurde bereits in vergangenen Sound Invest-Ausgaben aufgegriffen. Notenbanken als Gefangene der Märkte waren zuletzt im Spätsommer 2019 zu beobachten. Auch damals war eine inverse US-Zinskurve ausschlaggebend für den Druck auf die Notenbanken. Aus Angst vor einer Rezession und starken Marktverwerfungen fügte sich damals die Notenbank den Märkten und senkte die Leitzinsen, um für Entspannung zu sorgen. Kurz darauf folgte die Pandemie, was diese doch bemerkenswerte Situation etwas in den Hintergrund drängte.

Die aktuelle Situation ist aber nur bedingt mit dem Jahr 2019 vergleichbar, da es damals keine Anzeichen von Inflation gab. Trotzdem gibt es Parallelen. Der Markt sieht die steigende Gefahr einer Rezession und erwartet trotz inflationärem Umfeld, dass die Währungshüter der Wirtschaft erneut zur Hilfe eilen dürften. Somit liegen im Jahr 2023 entweder die Notenbanken oder die Marktteilnehmer falsch. Welche Erwartungen sich bewahrheiten, hängt wahrscheinlich von dem weiteren Verlauf der Inflation ab.

Auch in Bezug auf die Inflation divergieren die Erwartungen. Die US-Notenbank sieht über das kommende Jahr eine Teuerung von 3,1%, während der Markt von 2,0% ausgeht. Auch wenn die Inflation rückläufig und weniger problematisch ausfällt, wird sie den weiteren Jahresverlauf der Märkte bestimmen. Ein Grund zur Vorsicht: Falls die Marktteilnehmer richtig liegen, ist die Inflation unter Kontrolle und tiefere Zinsen sind im Markt bereits eingepreist. Eine euphorische Reaktion auf eine Kursänderung der Fed ist daher unwahrscheinlich. Anders sieht es aus, wenn sich die Erwartung der Notenbank bewahrheitet: Werden die Zinsen 2023 stärker als erwartet steigen, könnte dies vorübergehend zu hoher Volatilität und Verwerfungen an den Märkten führen.

In Bezug auf die Inflation gilt unsere Aufmerksamkeit auch weiterhin der Lohnentwicklung. Renommiertere Ökonomen haben bereits deutlich gemacht, dass der Schlüssel zur Bekämpfung von Inflation tiefere Löhne sind. Löhne sinken mit steigender Arbeitslosigkeit und steigende Arbeitslosigkeit ist das Resultat einer Rezession. Die effektive Inflationsbekämpfung ist entsprechend wohl nur über den Preis einer Rezession zu haben. Aus Sicht des Anlagekomitees ist das erhöhte Rezessionsrisiko noch nicht ausreichend in den Kapitalmärkten eingepreist. So wird für 2023 beispielsweise trotz sinkender Dynamik der Wirtschaft ein Wachstum der Unternehmensgewinne von 4% erwartet. Wir bleiben bei einem unveränderten taktischen Untergewicht von Aktien, in welchem wir Unternehmen mit sicheren Dividenden sowie Unternehmen aus dem Gesundheitssektor favorisieren. Bei Anleihen setzen wir auf hohe Qualität und Staatsanleihen, wobei wir aufgrund der besseren Realverzinsung im USD- und GBP-Markt eine höhere Gewichtung als im CHF- und EUR-Kapitalmarkt empfehlen.

EU Nominalverzinsung gegenüber Inflationserwartungen

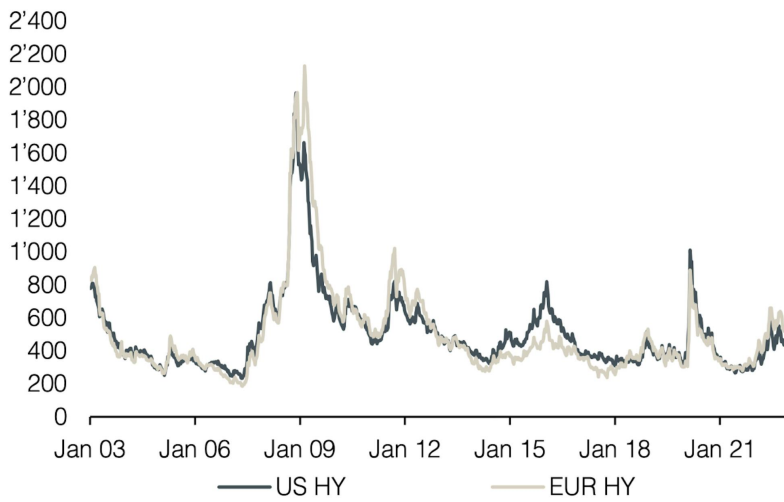


Zinsniveau

Seit Beginn des Jahres gab es eine bemerkenswerte Entwicklung im Bereich der 10-jährigen Anleihen. Sowohl in den USA als auch in Europa sind die Zinsen punktgenau seit dem Jahreswechsel gesunken. Tiefere Inflationszahlen aus den USA lösten eine massive Korrektur der kurzfristigen Inflationserwartungen aus. So sank seit Jahresbeginn die US-Inflationserwartung über die nächsten 12 Monate von 2.5% auf 2.0%, während sich die gleiche Zahl in Europa von 4.5% auf 2.3% fast halbierte. Dies sind positive Neuigkeiten für Anleihen, da die Inflationserwartungen deutlich mehr als das Zinsniveau gesunken sind.



High Yield Risikoaufschlag (in bps)



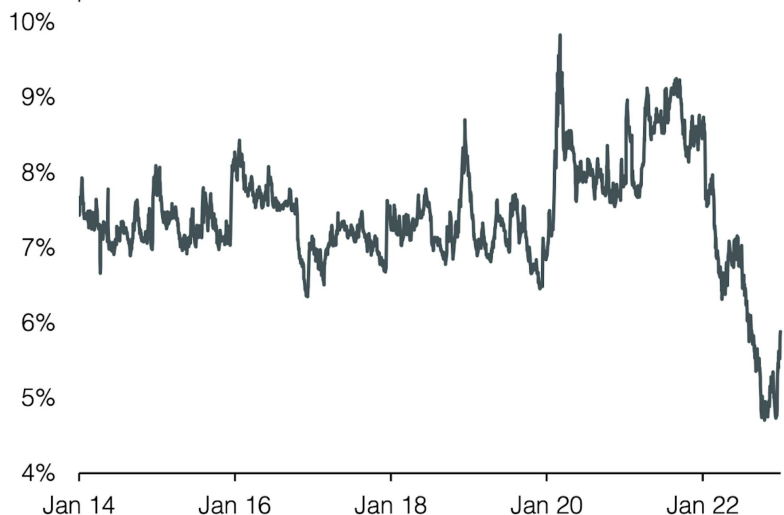
Source: Bloomberg

Risikoaufschläge

Durch einen fulminanten Start ins neue Jahr floss viel Kapital in die Anleihenmärkte, welches auch die Risikoaufschläge sinken liess. Vor allem im Bereich von Hochzinsanleihen herrscht aus unserer Sicht zu viel Sorglosigkeit was mit nicht ausreichend attraktiven Risikoaufschlägen einher geht. Der Ausblick auf sinkende Zinsen mag zwar ein positiver Aspekt sein, dennoch tendieren wir aktuell zu Qualität und meiden risikoreiche Anleihen. Unsere Einschätzung bleibt auf einer neutralen Beurteilung.



Risikoprämie Aktien USA



Source: Bloomberg

Aktien Risikoprämie

Ein leichter Anstieg der Risikoprämie in den USA zeigt den klaren Zusammenhang zwischen der Wachstumsprognose und den höheren Zinsen. Auf Grund von sinkenden Zinsen sind auch die Wachstumsaussichten über die nächsten 5 Jahre wieder etwas angestiegen und lassen somit die Risikoprämie leicht steigen. Dennoch befinden sich die Risikoprämien in den meisten Ländern noch immer auf einem unattraktiven Niveau, womit die Einschätzung unverändert bleibt.



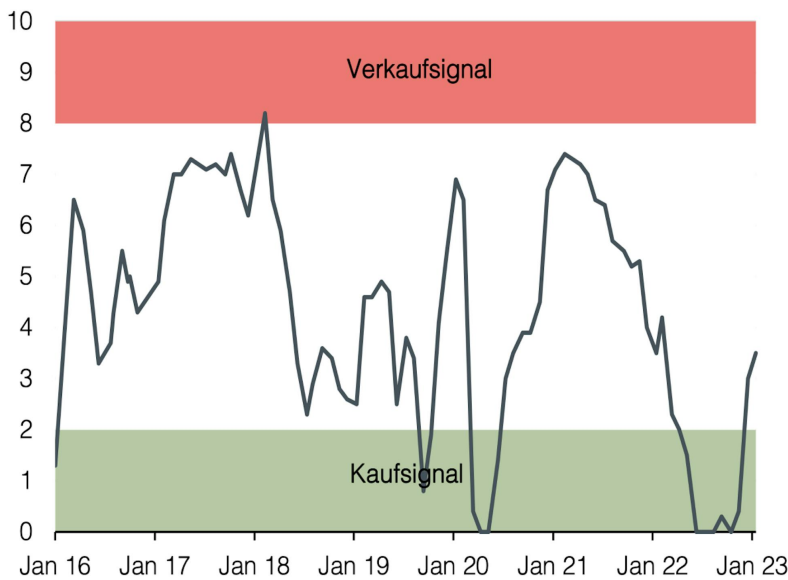
Frühindikatoren

Nach einer Lockerung der COVID-Massnahmen in China macht sich im verarbeitenden Gewerbe der Einkaufsmanagerindizes eine regionale Verbesserung in Europa bemerkbar. In Deutschland, Italien wie auch Spanien scheint sich das Sentiment zu stabilisieren, wenn auch noch auf tiefem Niveau. Eine Trendwende ist noch nicht klar erkennbar, dennoch werden wir die Situation genau verfolgen.

PMI verarbeitendes Gewerbe

	Apr '21	Mai '21	Jun '21	Juli '21	Aug '21	Sep '21	Okt '21	Nov '21	Dez '21	Jan '22	Feb '22	März '22	Apr '22	Mai '22	Jun '22	Juli '22	Aug '22	Sep '22	Okt '22	Nov '22	Dez '22
Weltweit	55.8	56.0	55.5	55.4	54.1	54.1	54.2	54.2	54.3	53.2	53.7	52.9	52.3	52.3	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.6
USA S&P Global	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.0	52.7	52.2	51.5	52.0	50.4	47.7	46.2
USA ISM	60.6	61.6	60.9	59.9	59.7	60.5	60.8	60.6	58.8	57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2	49.0	48.4
Europa	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8
Deutschland	66.2	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1
UK	60.9	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.5	45.3
Frankreich	58.9	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2
Italien	60.7	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	48.4	48.5
Spanien	57.7	59.4	60.4	59.0	59.5	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9	54.2	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49.0	44.7	45.7	46.4
Schweden	68.8	65.8	65.8	65.0	60.5	64.6	64.2	63.0	61.1	61.8	57.9	57.1	54.7	54.5	53.1	52.2	49.7	48.9	46.6	45.9	45.9
Schweiz	68.3	68.6	67.1	70.0	67.0	67.6	65.7	63.8	64.2	63.8	62.6	64.0	62.5	60.0	59.1	58.0	56.4	57.1	54.9	53.9	54.1
China Local	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0
China Caixin	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0
Japan	53.6	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7	54.1	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49.0	48.9

Beschreibung: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) ist ein vorausschauender Wirtschaftsindikator, der auf Umfragen bei Unternehmen beruht. Ein Wert über 50 weist auf ein sich verbesserndes Umfeld hin, wohingegen ein Wert unter 50 auf ein schlechteres Umfeld hindeutet.



Risikoindex

Der Risikoindex bleibt unverändert im neutralen Bereich. Das bessere Sentiment lässt sich mit Kursgewinnen seit Jahresbeginn leicht erklären. Positive Aspekte gibt es von statistischer Seite: Seit 1929 gab der Januar den weiteren Jahresverlauf der Märkte für das Gesamtjahr vor. Zu 71% endete das Aktienjahr jeweils ebenfalls positiv, wenn der Januar positiv endete.



