

«Auch wenn man den Zeitpunkt einer wirtschaftlichen Rezession perfekt vorhersagen könnte, bleibt noch immer das Risiko, dass sich die Märkte anders verhalten als erwartet.»

Robert Koch, CIO

Executive Summary

- **Rezession in den USA? Warum die Antwort nur bedingt relevant ist**
- **«Political Inflation» untergräbt Bemühungen der Zentralbanken**
- **Attraktive Opportunitäten im EUR-Kreditmarkt**

U.S. Rezessionen versus Verlustphasen von Aktien pro Dekade

Verlustphasen gemessen anhand des S&P 500



Chart 1: US-Rezessionen inkl. Verlustphasen des S&P 500 seit 1928

In jeder Baisse werden Diskussionen um Rezessionswahrscheinlichkeiten laut. Vor kurzem war es Jamie Dimon, der CEO von JPMorgan Chase, der mit einer Rezession in den USA spätestens im Jahr 2023 rechnet. Als Joe Biden, Präsident der USA, mit diesem Statement konfrontiert wurde, hatte dieser naturgemäß wenig Verständnis für diese Einschätzung. *“Look, they’ve been saying this now – every six months, they say this... I don’t think there will be a recession. If it is, it’ll be a very slight recession.”* Dieses Statement überrascht nicht, in Anbetracht der bevorstehenden Mid-Term-Elections.

Obwohl der Rückgang des BIPs in zwei aufeinander folgenden Quartalen eine weitverbreitete Definition darstellt, entscheidet das National Bureau of Economic Research (NBER), wann und wie lange eine Rezession in den USA vorherrscht. Ausschlaggebend ist die Tiefe, die Verbreitung und die Dauer des wirtschaftlichen Rückgangs. Diese Kriterien werden anhand von signifikanten Wendepunkten verschiedener, nicht fix gewichteter makroökonomischer Indikatoren bestimmt.

Zwar sind die zugrundeliegenden Indikatoren grösstenteils bekannt, jedoch gibt es kein definiertes Regelwerk, wie diese im jeweiligen Einzelfall zu interpretieren sind. Das erklärt auch,

dass offizielle Rezessionen zwar oftmals von einem Rückgang des BIP von mindestens zwei Quartalen begleitet wurden, jedoch war das nicht immer der Fall. Wie auf Chart 1 ersichtlich,

rutschte die amerikanische Wirtschaft 1947, 1960 und 2001 in eine technische Rezession, welche aber von NBER als nicht signifikant genug eingestuft wurde, um in die offizielle Statistik mitaufgenommen zu werden*.

Somit leisten technische Rezessionen nur bedingt Hilfestellung, was eine Ableitung der Rezessionswahrscheinlichkeiten über Prognosen der BIP-Entwicklung erschwert. Erschwerend kommt hinzu, dass aufgrund der Datenverfügbarkeit erst Monate nach dem Ende einer Rezession eine Beurteilung publiziert werden kann. In Summe sind somit Diskussionen über Rezessionswahrscheinlichkeiten zwar inhaltlich spannend, wenn auch die qualitative Einzelfallbeurteilung des NBER-Komitees kaum belastbare Prognosen zulassen.

Die reine makroökonomische Sichtweise des NBER-Komitees führt dazu, dass wirtschaftliche Einbrüche und Erholungen nicht zwangsläufig auch zu dementsprechenden Reaktionen am Aktienmarkt führen. Des Weiteren haben auch stärkere Einbrüche am Aktienmarkt nicht immer eine Rezession zur Folge. Dies verdeutlicht sehr schön: auch wenn man den Zeitpunkt einer wirtschaftlichen Rezession perfekt vorhersagen könnte, bleibt noch immer das Risiko, dass sich die Märkte anders verhalten als erwartet.

Seit 1854 verzeichnete das NBER insgesamt 35 Rezessionen in den USA. Seit 1927 ist man in der Lage, die verbleibenden 16 Rezessionen in den USA mit der Entwicklung von Aktien gegenüberzustellen. Um die Darstellung zu vereinfachen, werden ausschließlich die Verlustphasen des S&P 500 herangezogen. In 9 von 16 NBER-Rezessionen verzeichnet der Aktienmarkt deutliche Verluste von über 20%. Dies entspricht einer Quote von 56.3%. Zwei Rezessionen gingen gänzlich spurlos am Aktienmarkt vorbei, da der S&P 500 in dieser Zeit nicht nur keine nennenswerten Verluste aufwies, sondern auch stark an Wert zulegen konnte. In den restlichen 31% fielen die Verluste während der Rezessionen mit deutlich unter 20% relativ moderat aus. Interessanterweise gab es auch zahlreiche Fälle, in denen stärkere Verlustphasen am Aktienmarkt nicht an eine Rezession gekoppelt waren. Entsprechend greift eine reine Herleitung von Rezessionswahrscheinlichkeiten über die Aktienmarktperformance ebenfalls deutlich zu kurz.

Analysiert man die Performance am Ende einer Rezession, so ging der Aktienmarkt in 7 der analysierten 16 Fällen (bzw. in 43.8%) mit einem positiven Vorzeichen aus dem Rennen. Somit teilte der Aktienmarkt nicht immer die gleiche Meinung des NBER-Komitees, was das Ende einer Rezession betrifft.

Diese Fakten zeigen, dass man seine Anlageentscheidung nicht allzu sehr von den Diskussionen um Rezessionswahrscheinlichkeiten leiten lassen sollte. Naturgemäss treten solche Diskussionen dann auf, wenn es bereits zu stärkeren Verwerfungen an den Märkten gekommen ist. Ab diesem Zeitpunkt ist es aber meist ratsam, sich bereits über die möglichen Opportunitäten anstatt über die bevorstehenden Risiken Gedanken zu machen.

«Political Inflation» untergräbt Bemühungen der Zentralbanken

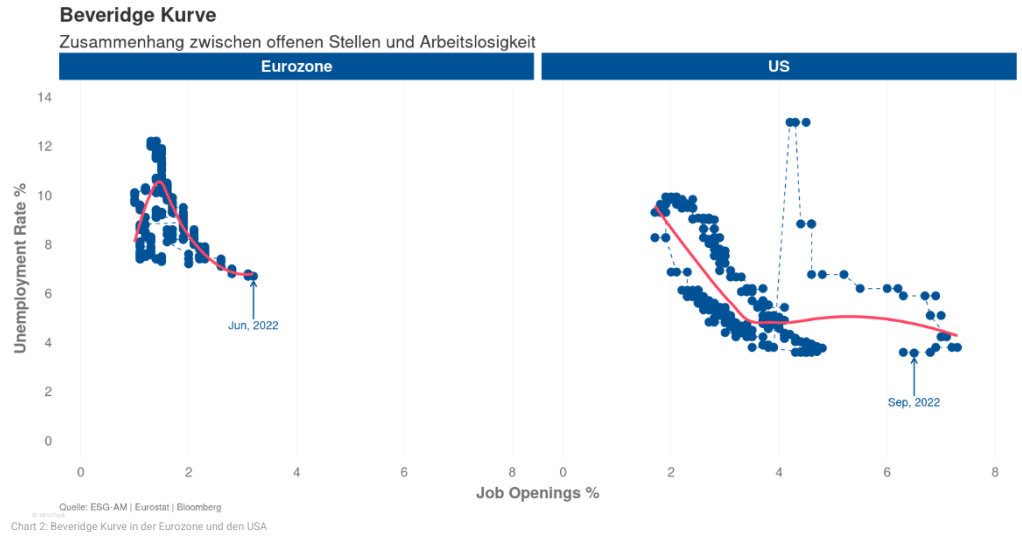
Während die monetären Schritte der FED bereits zu einem leichten Rückgang der Headline Inflation geführt hat, kämpft die EZB nach wie vor mit stark anziehenden Teuerungsraten. Im September kletterte die Inflationsrate gegenüber dem Vorjahresmonat um 10.9 Prozent – die höchste Inflationsrate seit Bestehen der EU. Diese Entwicklung ist wenig überraschend, denn die zugrundeliegenden Treiber wurden bereits in unserem letzten CIO View Uncut ([vgl. Ausgabe 4, 21.07.2022](#)) detailliert beschrieben.

Interessant ist nun, dass die EZB aus Glaubwürdigkeitsüberlegungen zum Handeln gezwungen wird – auch wenn ihr Vorgehen nach wie vor sehr reaktiv ausfallen dürfte. Wichtiger jedoch ist, dass die Anstrengungen der Zentralbanken sowohl in den USA als auch in Europa zunehmend von politischer Seite torpediert wird, und in weiterer Folge auch scharf kritisiert werden dürfte.

*Aufgrund der US GDP Datenverfügbarkeit sind technische Rezessionen erst ab 1947 darstellbar

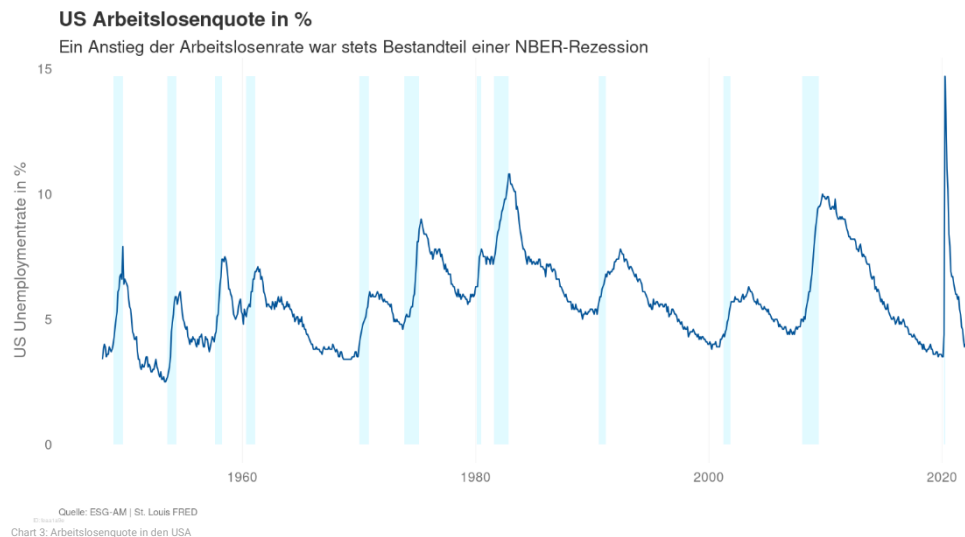
Das Credo der Finanzkrise «Too Big To Fail» wurde erfolgreich von der Politik durch ein «Nobody Should Fail» Modell ersetzt. Das diese Vorgehensweise langfristig ebenfalls die Teuerungsraten antreiben dürfte, wird vorerst ignoriert.

Diese «Political Inflation» ist ein globales Phänomen, und die Auswirkungen dieser künstlich erzeugten Nachfrage sind unter anderem am Arbeitsmarkt deutlich spürbar. Die Beveridge Kurve (siehe Chart 2), welche den Zusammenhang zwischen offenen Stellen und der Arbeitslosenrate zieht, signalisiert, dass Firmen nach wie vor Probleme haben Personal zu rekrutieren – dies bei Arbeitslosenraten, welche sich auf Rekordtiefs bewegen.



Unternehmen werden in der aktuellen Situation kaum in der Lage sein, sich gegen die Forderungen der Arbeitnehmer und Gewerkschaften in Bezug auf Gehaltserhöhungen und Mindestlöhne durchzusetzen. Dies spricht erstmals gegen einen raschen Rückgang der Kern-Inflation. Auch wenn die Nachfrage aufgrund weiter steigender Zinsen nachlassen sollte, werden Unternehmen zuerst nicht besetzte Stellen streichen, bevor ein Stellenabbau folgt.

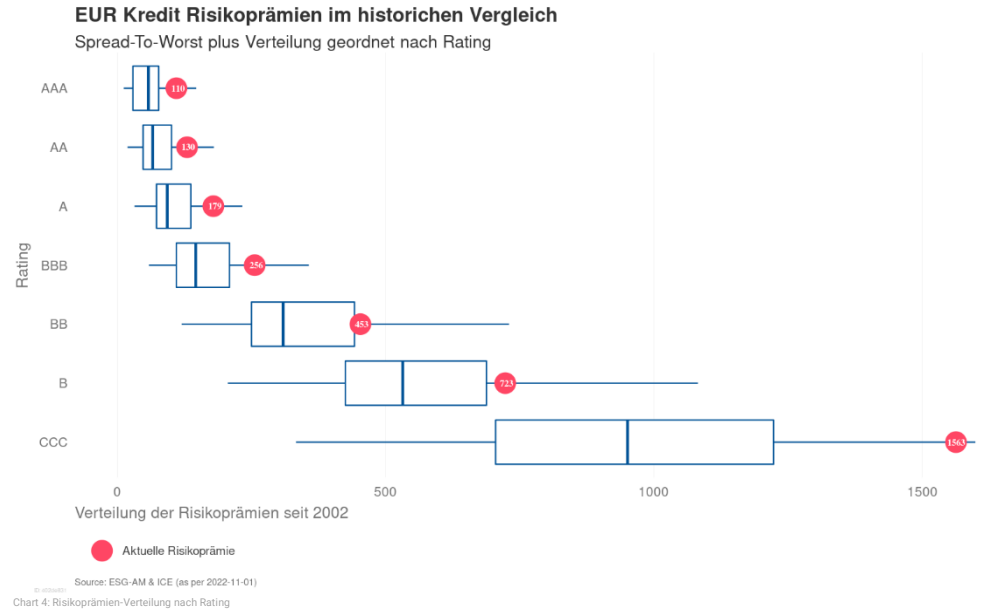
Interessanterweise gab es in der Vergangenheit keine NBER-Rezession, welche nicht von einem starken Anstieg der Arbeitslosenrate begleitet wurde.



Wichtiger jedoch ist, dass diese Entwicklung erstmals auf die Gewinnmargen der Unternehmen drücken dürfte, wodurch klassische Kreditinstrumente wieder deutlich an Attraktivität gegenüber Aktien gewinnen sollten. Die künstliche Nachfrage sollte weiterhin unterstützend wirken und somit rechnen wir auch im nächsten Jahr mit niedrigen Ausfallsraten. «Too Big To Fail» Überlegungen nicht miteingerechnet.

Attraktive Opportunitäten im EUR-Kreditmarkt

Im historischen Vergleich befinden sich die aktuellen Risikoaufschläge bei den EUR denominierten Unternehmensanleihen durch alle Ratingkategorien auf attraktiven Levels. Die Unsicherheiten aus dem geopolitischen und makroökonomischen Umfeld reflektieren sich quer durch den Kreditmarkt und preisen ausserhalb ihres oberen Quartils.



ESG-AM hat auf Nachfrage von Kunden ein Musterportfolio kreiert, das durch Länder, Sektoren und Ratings mit 100 EUR Emittenten diversifiziert ist. Alle Anleihen verfallen zwischen 2 und 3 Jahren, wobei die Ablaufrenditen bei 3.4% p.a. liegen, bei einer durchschnittlichen Kreditqualität von A-. Die meisten Emittenten haben das Domizil in den USA, und das Exposure in der europäischen Peripherie wurde tief gewichtet. Auf Emittenten aus dem Sektor Energie und kontroverse Geschäftstätigkeiten wurden in einer nachhaltigen Betrachtung verzichtet. Die Verlust-Risiken bei einem Portfolio von «Kurzläufern» sind materiell tiefer relativ zu Investments, welche gegen gängige Anleihen-Indizes verwaltet werden.

Zudem wurden seit langem wieder einmal Emissionen in Green Bonds platziert, welche eine attraktive Neuemissionsprämie gegenüber bestehenden Anleihen offerierten. Suez SACA ist ein französischer Umweltdienstleister für Kommunen und Industriekunden. Die neuen Transaktionen, welche am 26. Oktober platziert wurden mit Laufzeiten von 6, respektive 10 Jahren, wurden mit Coupons von 4.625%, respektive 5.0% begeben. Das Rating des Emittenten ist ein solides BBB.

Unsere Erwartung ist, dass sich die Bonität des Emittenten perspektivisch verbessern wird. Durch ein glaubwürdiges und wirkungsvolles Framework für grüne Anleihen, welches sich auf die Kreislaufwirtschaft in den Bereichen Wasser und Abfall konzentriert, überzeugt uns die Firma ebenso mit der übergeordneten ESG-Strategie. Die nachhaltige Performance der Firma wird zudem durch einen Zweitgutachter bewertet. Der Neuemissionsprämie von gut 30 Basispunkten überzeugte uns und andere Investoren, und die Risikoprämien der beiden Emissionen haben sich nach der erfolgreichen Platzierung eingeeengt.

Disclaimer:

This message (and any attachments) is for the addressee's use only and may contain confidential, proprietary, or legally privileged information. No confidentiality or privilege is waived or lost by any mistransmission. If you are not the intended recipient, any direct or indirect use, disclosure, printing, copying or distribution of this message or of the parties to it is prohibited and may be unlawful. Please notify the sender urgently and delete the message and any copies (including hardcopies) of it immediately. There are risks in communicating by e-mail. E-mail is susceptible to data corruption, delay, interception, and unauthorized amendment. Whilst all adequate care has been taken, ESG-AM AG does not accept responsibility or liability as to the completeness or accuracy of the information and for any damages resulting from e-mail use. ESG-AM AG reserves the right to monitor and save all email communication through their networks. Any views expressed in this message are those of the individual sender, except where the message states otherwise and the sender is authorized to state them to be the views of ESG-AM AG. The information provided does not constitute an, and is not provided in relation to any, offer or solicitation to buy or sell any security, currency, investment fund or other product, service, or information to anyone in any jurisdiction in which an offer or solicitation is not authorized or cannot legally be made or to any person to whom it is unlawful to make an offer or solicitation.