

» *Fisch View*

1. Quartal 2020

FischView Kommentar



Beat Thoma, Chief Investment Officer, erklärt die *FischView*-Modellergebnisse und seine Ansichten zu den Finanzmärkten

Hauptaussagen

- Die globale Konjunktur dreht nach einem Durchhänger wieder deutlich nach oben. Stabilisierung insbesondere auch in Europa und China.
- Sowohl fundamentale als auch monetäre Indikatoren verbessern sich.
- Inflationsentwicklung weiterhin noch kein Problem für die Notenbanken.
- Aktien- und Kreditmarktrends bleiben positiv – Investorenstimmung aber im euphorischen Bereich.
- Zinsabwärtstrend schwächt sich klar ab – neutrale Einschätzung.
- Bewertungen der Aktien- und Kreditmärkte fair bis teuer – Staatsanleihen sind teuer.

Zusammenfassung der *FischView* Modellergebnisse

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	+	+	+	+	o	+ ↑
Staatsanleihen	o	o ↓	o ↓			
Credit Inv. Grade	o	o		+ ↑	+ ↑	+ ↑
Credit High Yield	o	o		+ ↑	+ ↑	o
Wandelanleihen	+	+	+	+		
Rohstoffe	Energie: +		Edelmetalle: +		Indu. Met: +	

Legende:

- ++ Sehr positiv
- + Positiv
- o Neutral
- Negativ
- Sehr negativ

Die Ergebnisse zu den Einzelmodellen für Makroanalyse, Trends und Bewertungen befinden sich auf Seite 5, zusammen mit Erläuterungen zu den jüngsten Änderungen und der zugrundeliegenden Methodologie.

- **Aktienmärkte:** Die Werte für die Aktienmärkte haben sich gegenüber dem Vormonat leicht erhöht und verbleiben damit klar im positiven Bereich, insbesondere auch für China und verschiedene andere Emerging Markets. Gründe für die Verbesserung waren eine sich beschleunigende globale Geldmengendynamik sowie wieder höhere Werte verschiedener Konjunkturindikatoren. Hier kam es nach einer temporären Schwäche in den vergangenen Monaten zu einer deutlichen Stabilisierung. Die Inflation bleibt tief und stellt damit keine Gefahr für die sehr lockere Geldpolitik der Zentralbanken dar. Damit besteht weiterhin eine für die Finanzmärkte günstige Kombination aus positiven monetären und fundamentalen Faktoren, zusätzlich unterstützt durch eine Entspannung

im Handelskrieg. Kurzfristige Stimmungsindikatoren signalisieren allerdings ein sehr hohes Risiko einer temporären Korrektur.

- **Kreditmärkte:** Auch die Kreditmärkte werden durch das derzeitige monetäre und fundamentale Umfeld gestützt. Allerdings ist im aktuellen Kursniveau bereits vieles eingepreist. Es besteht zwar weiterhin eine positive Renditeerwartung dank des Zinsertrags, wobei sich die reinen Kursbewegungen des Marktes in einer neutralen Bandbreite halten dürften.
- **Zinsen:** Die deutliche Beschleunigung der Geldmengendynamik, zusammen mit besseren Konjunkturzahlen, dürfte mittelfristig zu einer von den Notenbanken gewünschten Reflationierung des Finanzsystems führen. Der seit einiger Zeit robuste Goldpreis bestätigt diese Entwicklung bereits jetzt. Obwohl der Zinstrend derzeit in Europa und Japan noch nach unten gerichtet ist (und USA neutral), kann es hier jederzeit zu einer Wende nach oben kommen, deshalb positionieren wir uns hier neutral.
- **Währungen:** Das Momentum des US-Dollar hat sich etwas abgeschwächt. Einerseits profitieren Euro und Yuan von der Beruhigung im Handelsstreit. Andererseits pumpt die US-Zentralbank monatlich bis zu USD 60 Milliarden in den Geldmarkt, um Liquiditätsengpässe zu verhindern. Damit besteht insgesamt ein negatives Umfeld für den USD.
- **Wandelanleihen:** Die Performancetreiber für Wandelanleihen sind alle jeweils neutral oder positiv.

Im Fokus

Kurs der US-Zentralbank lässt aufhorchen

Die US-Notenbank hat an ihrer letzten Sitzung weitreichende Aussagen gemacht, die von vielen Investoren und Marktteilnehmern möglicherweise in ihrer Bedeutung unterschätzt werden. Beachtenswert war beispielsweise die klare Ansage, dass während des gesamten nächsten Jahres eine Zinserhöhung unwahrscheinlich sei. Und dies obwohl der Arbeitsmarkt fast schon im roten Bereich läuft und sich gleichzeitig der private Konsum auf Rekordniveau äusserst robust entwickelt.

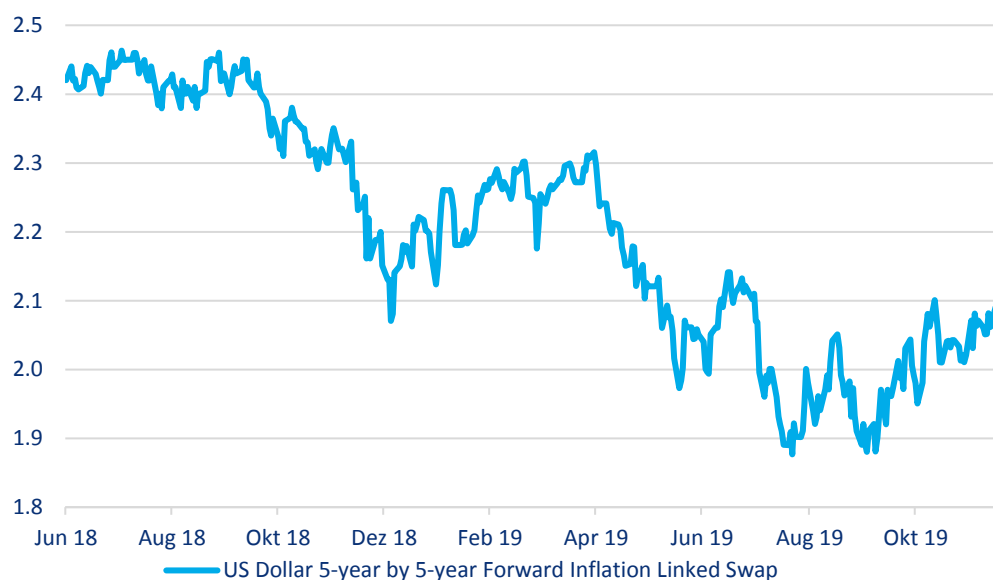
Eine weitere sehr erstaunliche Ankündigung war die exklusive Verknüpfung von Zinserhöhungen mit einem „signifikanten und persistenten Anstieg der Inflation“. Zusammengefasst hat sich die Fed damit ihren künftigen Handlungsspielraum selbst stark eingeschränkt: Die Zinsen können nur in Abhängigkeit der Inflation erhöht werden und zwar frühestens Ende 2020. Eine sich beschleunigende Konjunktur hätte dagegen bis auf weiteres keinen Einfluss auf die Geldpolitik. Ausserdem muss ein Überschies der Inflation toleriert werden, damit überhaupt von „signifikanter“ Inflation gesprochen werden kann.

Insgesamt beinhaltet diese Kommunikation der Fed ein gewisses Konfliktpotenzial. Die Inflation entwickelt sich zwar nur sehr moderat, was wohl der Hauptgrund für den aktuellen Geldpolitikpfad ist. Allerdings belegen ein steigender Goldpreis sowie der Anstieg des Geldmultiplikators (Geldmenge M2 im Verhältnis zum Zentralbankgeld), dass sich seit einiger Zeit inflationäres Störpotenzial im Bankensystem aufbaut. Die derzeit monatlich rund USD 60 Milliarden zur Unterstützung des Repo-Marktes verkomplizieren die Lage hier zusätzlich. Die

Marktteilnehmer gehen nun davon aus, dass die US Notenbank auch bei leicht anziehenden Inflationssignalen nicht restriktiver werden wird. Dies könnte zu einer gefährlichen und schwierig einzuschätzenden Veränderung der Erwartungshaltung der Märkte bezüglich der langfristigen Zinsen führen.

Der Einfluss und das Ausmass einer derartigen neuen Erwartungshaltung werden unterschätzt. Es können daraus jederzeit auch Neueinschätzungen nicht nur bei den Zinsen, sondern auch an den Aktien- und Devisenmärkten entstehen. Die Gefahr einer zu spät handelnden Notenbank würde dann irgendwann als ein ernsthaftes Problem interpretiert werden.

Chart: Die Inflationserwartungen bleiben niedrig, doch erste Warnsignale sollten genau beobachtet werden



Quelle Thomson Reuters Eikon, Dezember 2019

Die marktbasieren Inflationserwartungen, gemessen am 5-Jahres-Inflationsswap auf Sicht der folgenden 5 Jahre, sind weiterhin niedrig (siehe Chart). Erste Anzeichen für eine Trendwende sind jedoch bereits sichtbar. Ein Niveau über 2.6% wäre ein Warnsignal.

FischView Einzelmodelle

Zusammenfassung (auch auf Seite 2 gezeigt)

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	+	+	+	+	o	+ ↑
Staatsanleihen	o	o ↓	o ↓			
Credit Inv. Grade	o	o		+ ↑	+ ↑	+ ↑
Credit High Yield	o	o		+ ↑	+ ↑	o
Wandelanleihen	+	+	+	+		
Rohstoffe	Energie: +		Edelmetalle: +		Indu. Met: +	

Legende:

++	Sehr positiv
+	Positiv
o	Neutral
-	Negativ
--	Sehr negativ

Makroanalyse – Modellergebnisse

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	++ ↑	++	+	+	o ↑	+ ↑
Staatsanleihen	+ ↑	+	+	+	+ ↑	+ ↑
Credit Inv. Grade	+	++		+	o ↑	+ ↑
Credit High Yield	+	++		+	o ↑	+ ↑
Wandelanleihen	++ ↑	++	+	+		
Rohstoffe	Energie: +		Edelmetalle: +		Indu. Met: +	

Legende:

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

- **Konjunktur:** Die Werte des Makromodells sind aufgrund eines Anstiegs verschiedener monetärer und fundamentaler Indikatoren für die Aktien- und Kreditmärkte positiv und höher als im Vormonat. Europa und die USA sind besonders stark.
- **Zinsen:** Der Zinstrend bleibt in allen Regionen noch abwärtsgerichtet. Allerdings liegen die Scorewerte nahe am neutralen Bereich. Eine Trendwende nach oben ist jederzeit möglich.

Trends – Modellergebnisse

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	++	+	++	+	+	+
Staatsanleihen	+	+	+			
Credit Inv. Grade	+	+		+	+	++
Credit High Yield	+	+		+	+	++
Wandelanleihen	++ ↑	++	++	++		
Rohstoffe	Energie: o ↓		Edelmetalle: +		Indu. Met: o ↑	

Legende:

++	Sehr positives Moment
+	Positives Momentum
o	Neutral
-	Negatives Momentum
--	Sehr negatives Momen

- **Aktien:** Die Trends bleiben klar positiv und sind global homogen.
- **Staatsanleihen und Kredit:** Hier bleiben die Trendsignale noch positiv. Die Trendstärke für Staatsanleihen schwächt sich aber schnell und deutlich ab.
- **Edelmetalle** haben einen moderat positiven Trend – Energie und Industriemetalle sind neutral.

Bewertungen – Modellergebnisse

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	-	o	o	o		o
Staatsanleihen	-	-	-			
Credit Inv. Grade	o	o		o	+	+
Credit High Yield	o	o		o	+	o
CB implizite Volatilität	o ↑	o ↓	o	o		

Legen

- ++ Sehr günstig / Hohes Aufwärtspotenzi
- + Günstig / Aufwärtspotenzial
- o Neutral
- Teuer / Verlustpotenzial
- Sehr teuer / Hohes Verlustpotenzial

- **Aktien:** Die Aktienmärkte sind gemessen am Zinsmarkt (Fed-Modell) in den USA aufgrund höherer Kurs-Gewinn-Verhältnisse teuer bewertet. Europa, Japan und Asien sind neutral bewertet.
- **Zinsen:** Aufgrund einer flachen Zinskurvenstruktur bleiben die Staatsanleihenmärkte weltweit im teuren Bereich.
- **Kreditmärkte:** Die Kreditmärkte sind mehrheitlich fair oder noch leicht günstig (Emerging Markets) bewertet. Nach starken Kursgewinnen in letzter Zeit wird die Luft aber dünner.

Hinweise zu den Tabellen: 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

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

	Most preferred	Least preferred
Wandelanleihen	<ul style="list-style-type: none"> – Industrie – Zyklische Konsumgüter – Technologie 	<ul style="list-style-type: none"> – Immobilien
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – B-Ratingsegment in EUR – Telekommunikation 	<ul style="list-style-type: none"> – CCC-Ratingsegment – Asien – Banken
Emerging Market Corporates – Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – China – Vereinigte Arabische Emirate 	<ul style="list-style-type: none"> – Südkorea – Hongkong
Emerging Market Corporates – Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – China – Brasilien 	<ul style="list-style-type: none"> – Südkorea – Hongkong
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Nordamerika – Telekom, Medien & Technologie – EUR Crossover 	<ul style="list-style-type: none"> – Pazifik – Energie – Asien HY

Hinweis: Die bevorzugten bzw. am wenigsten bevorzugten Sektoren 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.

Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an institutionelle Anleger. Nicht institutionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Produktunterlagen verwiesen.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt institutionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder institutionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.