

# » *Fisch View*

---

## Monatliches Update – August 2022

2. August 2022

### Zusammenfassung: US-Geldpolitik zu aggressiv

- Die US-Konjunktur schwächt sich weiter leicht ab. Verschiedene Indikatoren deuten aber nicht auf eine Rezession, sondern auf eine Stabilisierung hin.
- Teilweise stark rückläufige Rohstoffpreise dämpfen den globalen Inflationsdruck. Die langfristigen Inflationserwartungen fallen entsprechend deutlich.
- Die Konjunktur in der Eurozone erholt sich und die EZB strafft ihre Geldpolitik nur moderat und angemessen. Das „Transition Protection Tool“ zeigt eine positive Wirkung auf die Kreditaufschläge der Peripherie-Staaten. Die Zinsen für italienische Staatsanleihen sind daher deutlich gefallen.
- Das fundamentale Umfeld ist positiv. Die US-Notenbank Fed agiert unserer Ansicht nach jedoch zu restriktiv. Ihr Bilanzabbau bleibt mittelfristig ein risikobehafteter Faktor für die Märkte.
- Die Abflachung der US-Zinskurve stufen wir als Warnsignal für die Konjunktur und die Aktienmärkte ein.
- Bei der Erholung an den Börsen sehen wir zwar kurzfristig weiteres Potenzial. Aufgrund der Geldpolitik der Fed bleibt das Chancen-/Risikoverhältnis aber stark asymmetrisch. Die Risiken überwiegen trotz positivem fundamentalen Umfeld deutlich.

### Wesentliche Änderungen gegenüber dem Vormonat

- Die jüngsten Konjunkturzahlen und Unternehmensgewinne waren sowohl in den USA als auch in Europa überraschend solide. Arbeitsmärkte und Konsum bleiben eine Stütze für das Wachstum.
- Die bisher stark fallende US-Konsumentenstimmung hat begonnen, sich zu stabilisieren.
- Die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen sind auf ein Mehrmonatstief gefallen. Ein stärkeres Wirtschaftswachstum und das neu angekündigte „Transition Protection Tool“ (TPI) der EZB sind hier die wichtigsten Treiber.
- Der US-Dollar schwächt sich wieder leicht ab und der Euro erholt sich. Insgesamt liefern damit auch die Devisenmärkte stabilisierende Impulse für die globale Konjunktur und die Finanzmärkte.
- Die Inflationsraten befinden sich immer noch auf hohem Niveau. Allerdings beginnt sich die Aufwärtsdynamik deutlich abzuschwächen. In der Eurozone ist der monatliche Zuwachs von 0.8% auf 0.1% gefallen.

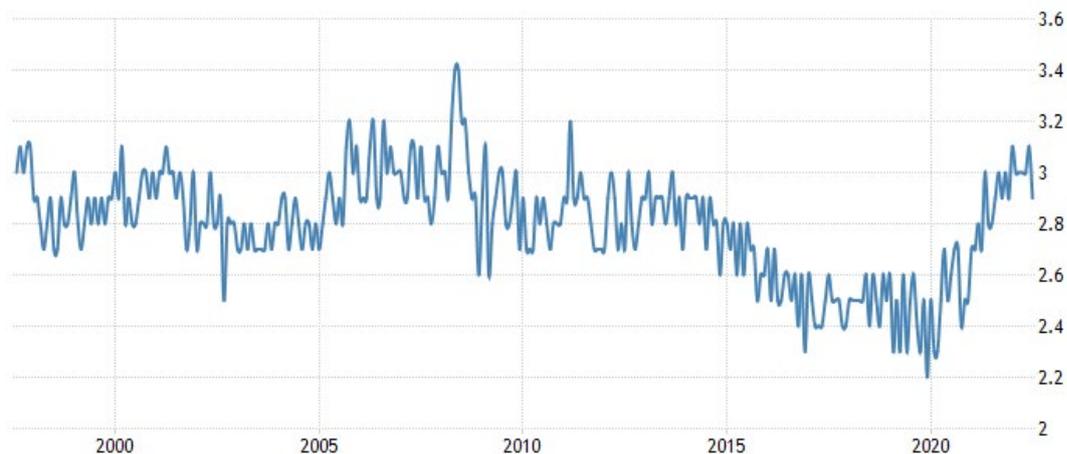
- In den USA sinken die langfristigen Inflationserwartungen bereits wieder deutlich. Das könnte ein wichtiges Signal für die US-Notenbank sein, die Straffung der Geldpolitik nicht zu übertreiben.
- Insgesamt ergibt sich daraus global ein solides fundamentales Umfeld.
- Der Bilanzabbau (d.h. Verkauf von US-Staatsanleihen) geht vorerst allerdings weiter. Die Fed ist damit insgesamt zu restriktiv und wirkt deflationär, was durch eine zunehmende Abflachung der Zinskurve bestätigt wird. Die langfristigen Zinsen sinken somit schneller als die kurzfristigen. Insgesamt ist das ein Warnsignal für die Finanzmärkte.
- Die geopolitischen Spannungen in der Ukraine und seit Anfang August auch in Taiwan bergen ein anhaltendes Unsicherheitspotenzial. Allerdings rechnen wir nach einer heftigen temporären Eskalation in Taiwan in absehbarer Zeit wieder mit einer Beruhigung.

## Aktuelle Lage und Positionierung

- Die positiven Meldungen in den USA hinsichtlich Konsumentenstimmung, Arbeitsmarkt, Konsum sowie Unternehmensgewinnen sind äusserst untypisch für eine Rezession. Die beiden letzten Quartale mit negativem Wachstum sind deshalb eher auf Basiseffekte und nicht auf eine schwache Wirtschaft zurückzuführen.
- Eine bald wieder tiefere Inflation aufgrund von teilweise stark fallenden Rohstoffpreisen und abnehmenden Lieferkettenproblemen dürfte zusätzlich für eine bessere Konsumentenstimmung sorgen.
- Eine vergleichbare Kombination aus stabilerem Wirtschaftswachstum und abnehmender Inflationsdynamik ist derzeit auch in Europa zu beobachten. Ausserdem wirken eine moderate Geldpolitik der EZB und das angekündigte Kaufprogramm der EZB für Staatsanleihen der Peripheriestaaten (TPI) sehr unterstützend.
- Für die Aktien- und Kreditmärkte ergibt sich daraus für die kommenden Wochen ein günstiges Umfeld. Zudem dürften auch die Zinsen langfristiger Staatsanleihen nur noch moderaten Aufwärtsdruck erhalten. Ein wieder schwächerer US-Dollar sorgt zusätzlich für weniger Stress an den Devisenmärkten und entlastet insbesondere die Emerging Markets.
- Allerdings bleibt das Aufwärtspotenzial global beschränkt, solange die Fed ihren restriktiven geldpolitischen Kurs weiterführt. Insbesondere die Bilanzreduzierung bleibt eine unterschätzte Gefahr. Zudem fallen die Geldmengen M1 und M2 in den USA deutlich. In einem derartigen monetären Umfeld sind Markterholungen unserer Ansicht nach klar beschränkt. Historische Vergleiche deuten auf stark erhöhte Korrekturgefahren spätestens ab Oktober dieses Jahres hin.
- Die US-Zinskurve (Fed Funds vs. 10 Jahre) ist zwar noch nicht invertiert, aber mittlerweile flach. Der Grund dafür könnten die fallenden Inflationserwartungen sein, was sehr positiv wäre. Es könnte aber auch der Vorbote einer Rezession im nächsten Jahr sein, mit entsprechenden Folgen für die Börsen nach den Sommermonaten.
- Die Investorenstimmung nähert sich wieder euphorischen Levels, was mittelfristig ebenfalls ein markttechnisches Problem sein könnte.
- Trotz des positiven globalen Umfelds positionieren wir uns deshalb in unseren Strategien neutral bis leicht defensiv, bis sich ein Kurswechsel der US-Notenbank abzeichnet.

## Themen auf dem Radar

### Chart: 5-jährige Inflationserwartungen der University of Michigan fallen – Entlastung für die Fed



Quelle Tradingeconomics

Die Inflationserwartung in den USA für die nächsten fünf Jahre ist auf den 20-Jahresdurchschnitt gefallen. Das ist erstaunlich, und es belegt, dass die Investoren weiterhin Vertrauen in die Geldpolitik und die Geldwertstabilität haben. Die aktuell hohe Inflation wird als temporär erachtet.

Dies liefert eine direkte Entlastung für die Fed. Die Geldpolitik muss nicht weiter verschärft werden. Im Gegenteil könnte die Fed in absehbarer Zeit von ihrem aktuell zu restriktiven Kurs wieder abweichen.

Indirekt führen fallende Inflationserwartungen auch zu positiven Impulsen für die Konsumenten. Insgesamt sinkt damit das Rezessionsrisiko, was das aktuelle Aktien- und Kreditmarkttrally in den kommenden Wochen unterstützen könnte. Mittelfristig überwiegen aber die Risiken aufgrund der zu straffen US-Geldpolitik deutlich.

## Zusammenfassung der Modellergebnisse

|                          | USA | Europa | Japan | Asien ex-Japan | LatAm | CEEMEA |
|--------------------------|-----|--------|-------|----------------|-------|--------|
| <b>Aktien</b>            | o   | o      | o     | o              | o     | o      |
| <b>Staatsanleihen</b>    | -   | -      | -     |                |       |        |
| <b>Credit Inv. Grade</b> | o   | +      |       | o              | o     | o      |
| <b>Credit High Yield</b> | o   | o      |       | o              | o     | o      |
| <b>Wandelanleihen</b>    | o   | o      | o     | o              |       |        |

| Rohstoffe | Energie | Edelmet | InduMet |
|-----------|---------|---------|---------|
|           | o       | -       | -       |

**Legende:**

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

**Hinweise zur Tabelle:** 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 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

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

|   | Most preferred  | Least preferred   |
|---|---|---|
| <b>Wandelanleihen</b>                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Zyklischer mit angemessener Bewertung und konvexer Struktur</li> <li>– Titel mit positivem langfristigen Ausblick (Cyber-Security, erneuerbare Energie)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Schwache Kreditqualität und Liquidität</li> </ul>  |
| <b>Global IG Corporates</b>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>– A-Ratingsegment, Rising Stars</li> <li>– Banken, TMT</li> <li>– 5-10 jährige Laufzeiten</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– BBB-Ratingsegment</li> <li>– Konsumgüter, Immobilien, Versorger</li> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul> |
| <b>Global Corporates</b>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Nicht zyklische Sektoren</li> <li>– Investment Grade</li> <li>– Industriestaaten</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Zyklische Sektoren</li> <li>– High Yield</li> <li>– Emerging Markets</li> </ul>                                |
| <b>Global High Yield</b>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Telekom, Energie</li> <li>– Grundstoffindustrie</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Banken</li> <li>– Transport</li> <li>– CCC-Ratingsegment</li> </ul>  |
| <b>Emerging Markets - Defensiv</b>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Indonesien, Brasilien</li> <li>– Versorger, Finanzwerte</li> <li>– 3-7 jährige Laufzeiten</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Taiwan, China</li> <li>– Metalle &amp; Bergbau, Öl &amp; Gas</li> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>    |
| <b>Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– HY-Rohstoffsektor</li> <li>– Lateinamerika</li> <li>– Subsahara-Afrika</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien IG</li> <li>– Bahrain</li> <li>– Katar</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.

---

## Disclaimer

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

© 2022 Fisch Asset Management AG