

» *Fisch View*

Monatliches Update – September 2022

30. August 2022

Zusammenfassung: Liquiditätsentzug durch die Fed geht weiter

- **Verschiedene Frühindikatoren bestätigten zuletzt eine fragile Stabilisierung der US-Konjunktur nach einer markanten Abschwächung im ersten Halbjahr. In Europa schwächt sich die Wirtschaft zwar angesichts hoher Gas- und Energiepreise ab, bleibt aber vorerst noch widerstandsfähig.**
- **Die Inflationsraten haben global ihren Höhepunkt überschritten. Die Inflationserwartungen bleiben moderat.**
- **Es wirken verstärkt deflationäre Faktoren: die Geldmengen fallen, die Wirtschaftsentwicklung ist global gedämpft, die Rohstoffpreise fallen teilweise und die Immobilienmärkte in den USA werden zunehmend schwächer.**
- **Die Notenbanken behalten damit weiterhin die Kontrolle, auch die EZB hat bisher einen positiven Einfluss auf die Credit Spreads der Peripherie-Staaten.**
- **Die US-Zinskurve als wichtiger Frühindikator signalisiert bislang eine positive Kombination aus moderatem Wirtschaftswachstum und gleichzeitig fallender Inflationsdynamik sowie noch ausreichender Liquiditätsversorgung.**
- **Das Finanzmarktumfeld bleibt damit kurzfristig neutral und der Aufwärtsdruck bei den langfristigen Zinsen moderat. Die US-Notenbank erscheint uns aber vor dem Hintergrund der oben erwähnten zunehmenden deflationären Faktoren zu restriktiv. Mittelfristig riskiert sie damit eine Rezession und hohe Volatilität an den Börsen.**

Wesentliche Änderungen gegenüber dem Vormonat

- Die jüngsten Konjunkturzahlen und die Unternehmensgewinne schwächten sich zwar sowohl in den USA als auch in Europa leicht ab, fielen aber immer noch einigermaßen solide aus. Arbeitsmärkte und Konsum bleiben vorerst noch eine Stütze für das Wachstum. Die explodierenden Gaspreise wirken aber für Europa dämpfend. Auch in Japan und China liefern monetäre und fiskalpolitische Stimuli positive Impulse, obwohl auch hier vorerst noch weiterhin eine moderate Abschwächungstendenz anhält.
- Die Inflationsdaten in den USA deuten auf eine klar abnehmende Inflationsdynamik, was sich mittelfristig auch auf den globalen Trend übertragen dürfte. In Europa wird dieser Prozess allerdings von steigenden Gaspreisen verzögert. Allerdings dürften auch hier die Kernraten der Inflation in absehbarer Zeit sinken.
- Neben den seit einiger Zeit wirkenden deflationären Faktoren (fallende Geldmengen- und Rohstoffpreisdynamik, Basiseffekte, abkühlende Konjunktur) zeigen jetzt auch die Immobilienmärkte in den USA und Deutschland zunehmende Abschwächungssignale.

- Insgesamt liefert damit der „Dreiklang“ aus zwar schwächerem aber noch positivem Wirtschaftswachstum, abnehmender Inflationsdynamik und knapp ausreichender Liquiditätsversorgung kurzfristig leichte Unterstützung für die globalen Finanzmärkte.
- Die Notenbanken haben gemessen an den fallenden Inflationserwartungen und dem Verhalten der Zinskurvenstruktur die Lage vorerst unter Kontrolle. Das Vertrauen in die mittel- bis langfristige Geldwertstabilität ist derzeit noch gegeben.
- Die EZB schichtet zudem seit einiger Zeit Gelder, die aus dem PEPP-Anleihenkaufprogramm fällig werden, in Papiere der Eurozone-Peripheriestaaten um. Als Zusatzoption besteht noch die Möglichkeit direkter Käufe im Rahmen des neuen „Transmission Protection Instrument“ (TPI) und dämpft damit den Anstieg der Credit Spreads.
- Trotzdem bleibt die US-Notenbank aktuell deutlich zu restriktiv. Die Reduktion der Fed-Bilanz (d.h. Liquiditätsentzug an den Finanzmärkten) geht im August im geplanten und angekündigten Ausmass weiter und wird im September erhöht. Dies dürfte in absehbarer Zeit grosse Probleme für die globalen Finanzmärkte und die globale Konjunktur auslösen. Die Lockerungen der Bank of Japan (BoJ) und der chinesischen Zentralbank reichen hier nicht zur Kompensierung aus.

Aktuelle Lage und Positionierung

- In den USA kam es in den vergangenen beiden Quartalen jeweils zu negativem Wirtschaftswachstum. Damit wurde formal die Definition einer technischen Rezession erfüllt. Allerdings verhalten sich der starke US-Arbeitsmarkt, stabile Frühindikatoren und die Unternehmensgewinne bisher in keiner Art und Weise wie in einer klassischen Rezession. Das negative Wachstum ist deshalb teilweise auf Basiseffekte nach dem explosiven Wachstum im letzten Jahr zurückzuführen. Und auch in Europa stabilisierten sich die Wachstumsraten im zweiten Quartal im positiven Bereich.
- Damit ist neben fallenden Inflationserwartungen und noch genügender Liquidität im System ein wichtiger Treiber für eine Fortsetzung der seit einiger Zeit laufenden Erholung an den Aktien- und Kreditmärkten gegeben. Allerdings hängt die weitere Entwicklung jetzt stark von der Geldpolitik der US-Notenbank ab. Die genannten positiven Faktoren werden zunehmend vom Liquiditätsentzug durch die Fed unterhöhlt.
- Es findet deshalb ein zeitlich schwierig einzuschätzender „Wettlauf zwischen guten und bösen Kräften für die Finanzmärkte“ statt. Spätestens ab Oktober dürften aber die negativen Kräfte der Geldpolitik die Oberhand gewinnen, falls sich keine nennenswerte Änderung der US-Geldpolitik ergibt. Das Rezessionsrisiko steigt ab dann.
- Die US-Zinskurve reflektiert das aktuelle Umfeld: Die Differenz 10-Jahre/3-Monate ist noch leicht steil und weist damit auf tiefe Rezessionsrisiken hin. 10-Jahre/2-Jahre ist dagegen invers und belegt abnehmende Inflationsgefahren sowie eine zu restriktive Geldpolitik.
- Die langfristigen Zinsen dürften vorerst weiter moderat steigen. Das Aufwärtspotenzial ist aber wegen dem deflationären Impuls der US-Geldpolitik beschränkt. In Europa ist der Zinsdruck aufgrund einer höheren Inflationsdynamik stärker. Der US-Dollar hat Aufwind.
- Wir bleiben beim Aktien- und Kreditmarktexposure neutral bis leicht defensiv positioniert und sehen nur sehr limitiertes Potenzial. Mittelfristig überwiegen die Risiken. Aufgrund des moderaten Zinsaufwärtsdrucks sind wir bei der Duration ebenfalls neutral bis leicht kürzer aufgestellt.

Themen auf dem Radar

Chart: Die Fed ist zu restriktiv – Liquiditätsentzug über Abbau der Notenbankbilanz



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Die Grafik zeigt den Verlauf der Bilanz der US-Notenbank seit dem Allzeithöchst im April dieses Jahres bei 8'965 Milliarden US-Dollar. Aktuell liegt der Wert rund 116 Milliarden tiefer. Die Fed ist damit verhältnismässig gut auf dem im Juni kommunizierten Zielkurs (50 Milliarden im Juni und dann schrittweise monatliche Erhöhung bis auf 95 Milliarden ab Oktober). Hoffnungen auf eine Pause des Bilanzabbaus (aufgrund der sich invertierenden US-Zinskurve) haben sich bisher nicht erfüllt.

Diese Reduktion entsteht durch Verkäufe von Staatsanleihenpositionen, welche die Fed im Rahmen der Quantitative-Easing-Programme aufgekauft hatte und entspricht einem direkten Entzug der zuvor zugeführten Liquidität im Finanzsystem. Parallel dazu werden die Fed Funds Zinsen erhöht, was zusätzlichen Gegenwind an den Finanzmärkten erzeugt.

Insgesamt ist die Fed damit ausserordentlich restriktiv. Der Bilanzabbau im letzten Straffungszyklus von 2017 bis 2019 war wesentlich moderater (15 bis 40 Milliarden pro Monat) und wurde nach relativ kurzer Zeit wieder abgebrochen, da die Zinskurve damals ebenfalls invertierte. Es entstehen damit spätestens ab Oktober grosse Gefahren für die Finanzmärkte, nicht nur in den USA. Das aktuell allgemein positive Umfeld kann noch eine Weile anhalten, wird aber immer stärker bedroht. Der Einfluss des Bilanzabbaus wird unserer Ansicht nach an den Märkten stark unterschätzt.

Zusammenfassung der Modellergebnisse

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

Rohstoffe	Energie	o	Edelmet	o ↑	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
Wandelanleihen	<ul style="list-style-type: none"> - Energie - Titel mit starken Langzeittrends (Cyber-Security, erneuerbare Energie) 	<ul style="list-style-type: none"> - Schwache Kreditqualität und Liquidität - REITS
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> - A-Ratingsegment - Finanzwerte - 3-7 jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> - BBB-Ratingsegment - Industrierwerte - Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> - Finanzwerte - Investment Grade - Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> - Industrierwerte - High Yield - Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> - Telekom, Energie - Grundstoffindustrie 	<ul style="list-style-type: none"> - Banken - Technologie - CCC-Ratingsegment
Emerging Markets - Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> - Südkorea, Brasilien - 3-5 jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> - Taiwan, China - Laufzeiten > 10 Jahre
Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> - HY-Rohstoffsektor - Lateinamerika 	<ul style="list-style-type: none"> - Asien IG - Bahrain - Katar

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