

» *Fisch View*

Monatliches Update – Oktober 2022

27. September 2022

Zusammenfassung: Monetärer Overkill der Zentralbanken

- Die Konjunktur kühlt sich global weiter deutlich ab.
- Die Inflationsdynamik hat ihren Höhepunkt überschritten und die Immobilienmärkte schwächen sich ebenfalls weiter ab.
- Positive Überraschungen bei der Inflationsentwicklung in den kommenden Monaten sind deshalb zunehmend wahrscheinlich.
- Die langfristigen Inflationserwartungen fallen weiter. Das Vertrauen in die Geldwertstabilität bleibt damit hoch.
- Trotz dieser klar deflationären Tendenzen verschärfen die wichtigen Notenbanken aufgrund von Glaubwürdigkeitsüberlegungen ihre monetären Bremsmanöver. Die Geldpolitik ist damit zu restriktiv und dem Umfeld nicht mehr angemessen. Die Geldmengen sinken nicht nur in den USA zu schnell.
- Die US-Zinskurvenstruktur ist zwischen zwei und zehn Jahren stark invertiert und bestätigt damit eine zu restriktive Geldpolitik. Eine schwere Rezession in den USA wird aber vorerst noch nicht angezeigt. Für Europa erwarten wir hingegen aufgrund der Auswirkungen der hohen Energiepreise eine Rezession.
- Insgesamt überwiegen deshalb weiterhin die Risiken an den Aktien- und Kreditmärkten. Das Anstiegspotenzial bei den langfristigen Zinsen ist aber aufgrund der deflationären Geldpolitik global beschränkt.

Wesentliche Änderungen gegenüber dem Vormonat

- Die Arbeitsmärkte in den USA und in der Eurozone sind bisher noch sehr robust. Allerdings strebt die US-Notenbank eine Schwächung in den kommenden Monaten an, um weiteren Lohndruck zu verhindern, Ungleichgewichte aufzulösen und damit den Inflationsdruck zu senken.
- Dieses Vorgehen halten wir für gefährlich und es verstärkt eine bereits jetzt stattfindende deutliche Abkühlung der Konjunktur (auch in der Eurozone). Damit riskiert die Fed eine Rezession und würde so über das Ziel hinausschiessen. Andere Zentralbanken werden über einen zu starken US-Dollar zunehmend zu einer ebenfalls zu restriktiven Geldpolitik gezwungen.
- Die invertierte US-Zinskurve zwischen zwei und zehn Jahren signalisiert eine zu aggressive Straffung der Geldpolitik. Allerdings liegen die 10-Jahreszinsen aktuell immer noch über den 3-Monatssätzen, was historisch stets ein Zeichen von noch widerstandsfähiger Konjunktur war (siehe „Themen auf dem Radar“). Das gleiche gilt auch für die Eurozone.

Den jüngsten Zinsanstieg am langen Ende werten wir deshalb als kurzfristig günstiges Zeichen für die Wirtschaftsentwicklung. Die Lage kann sich hier aber schnell verschlechtern.

- Die Geldmengen sinken weltweit und die Zinsen werden in historisch nie gesehene Ausmass und Geschwindigkeit angehoben. Die monetäre Normalisierung ist damit bereits sehr weit fortgeschritten. Die Aktien-, Kredit- und Immobilienmärkte haben dementsprechend bereits stark reagiert. Ein Teil des „monetären Schadenspotenzials“ ist damit bereits in den Kursen eingepreist.
- Zudem fallen die langfristigen Inflationserwartungen (gemessen am USD 5y/5y-Forward-Inflation Linked Swap) weiter sehr schnell in den Bereich von 2.5%, das Vertrauen in die Geldwertstabilität bleibt damit hoch. Dies dürfte aber erst in einigen Monaten zu einem Kurswechsel der Geldpolitik führen und vorerst nur beschränkt positiven Einfluss auf die Finanzmärkte haben.

Aktuelle Lage und Positionierung

- Die US-Notenbank nennt Preisstabilität als unabdingbare Voraussetzung für langanhaltendes wirtschaftliches Wachstum. Deshalb hat die Inflationsbekämpfung aktuell absolute Priorität trotz Rezessionsgefahren. Andere Zentralbanken schwenken ebenfalls zunehmend auf diesen Pfad ein. Damit ist vorerst mit einem für die Aktien- und Kreditmärkte eher schmerzhaften weiteren monetären Normalisierungsweg zu rechnen. Obwohl die Märkte bereits viel Negatives eingepreist haben und die Bewertungen zunehmend interessant werden, sehen wir eine defensive Positionierung weiterhin als angebracht an. Die aktuell starken Zinsanhebungen durch die Notenbanken bei sich gleichzeitig abschwächender Konjunktur sind eine gefährliche Mischung.
- Eine weitere Abflachung der Zinskurven würde auf eine Zuspitzung der Lage hinweisen und ein Zeichen für eine noch defensivere Positionierung liefern. Im Augenblick sind hier aber die Signale noch nicht extrem negativ.
- Die Kombination aus fallender Inflation, fallenden Inflationserwartungen und gleichzeitig extrem restriktiver Geldpolitik ist für langfristige Staatsanleihen aber mittelfristig günstig. Das Potenzial für weiter ansteigende Zinsen nimmt deshalb ab. Und die deflationären Impulse könnten in absehbarer Zeit sogar wieder zu fallenden Sätzen und dementsprechend steigenden Staatsanleihenpreisen führen. Das gilt mit zeitlicher Verzögerung auch für die Eurozone.
- Bei den Credit Spreads für Unternehmensanleihen sind derzeit zwei Szenarien möglich. Erstens: wegen Rezessionsgefahren deutlich fallende langfristige Zinsen. In diesem Fall würden die Credit Spreads ansteigen und den positiven Effekt der tieferen Zinsen kompensieren. Zweitens: weiter leicht steigende langfristige Zinsen aufgrund einer stabilen globalen Konjunktur. In diesem Fall dürften die Credit Spreads fallen und den Zinsanstieg ebenfalls kompensieren. Damit ist in beiden Szenarien per Saldo aufgrund gegenläufiger Faktoren nur wenig Volatilität zu erwarten. Insgesamt sind auch hier die Risiken vorerst etwas grösser als die Chancen. Trotzdem sollte begonnen werden, Ausschau nach zunehmend interessanten Opportunitäten zu halten.
- Fallende Inflation bei gleichzeitig höheren Zinsen bedeutet deutlich steigende Realzinsen. Ein Realzinsanstieg von aktuell noch immer tiefen Niveaus wird zudem von der Fed aktiv gefördert und gehört zum Normalisierungsprozess der Geldpolitik. Da die Realzinsen der wichtigste Treiber von Gold sind, besteht hier weiterhin ein stark dämpfender Faktor für das Edelmetall und gleichzeitig eine stützende Kraft für den US-Dollar.

Themen auf dem Radar

Chart: Zinskurve signalisiert noch keine Rezession



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Die Grafik zeigt die Differenz zwischen den 10-jährigen US-Staatsanleihezinsen und den 3-Monatszinsen seit den 1980er-Jahren. Historisch war diese Zinskurvenstruktur stets ein ausgezeichneter Indikator für die Konjunkturerwicklung. Jede Rezession wurde durch eine Invertierung der Zinskurve (d.h. die langen Zinsen liegen unterhalb der kurzen Zinsen) vorweggenommen. Rezessionen sind in der Grafik grau schattiert und die Inversionen durch ein Unterschreiten der Null-Linie repräsentiert.

Aktuell besteht noch keine Invertierung, obwohl sich die Zinskurve in den vergangenen Wochen stark abgeflacht hat. Damit ist auch noch kein Rezessionssignal gegeben. Allenfalls wären eine milde Rezession oder ein Nullwachstum mit der aktuellen Zinskurvensteilheit konsistent.

Weitere Zinsanhebungen der Fed an den kommenden Policy-Meetings könnten aber schnell zu einer Inversion führen, falls die langfristigen Zinsen nicht ebenfalls ansteigen. In Zeiten einer zu restriktiven Geldpolitik kam es auch in früheren Zyklen immer wieder zu solchen Inversionen.

Aktuell signalisiert die US-Zinskurve zumindest kurzfristig nur beschränktes Abwärtspotenzial für die Konjunktur und den Aktienmarkt.

Zusammenfassung der Modellergebnisse

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	- ↓	- ↓	o	o	o ↓	o
Staatsanleihen	- ↓	-- ↓	-			
Credit Inv. Grade	o	- ↓		o	o	o
Credit High Yield	o	o		o	+	o
Wandelanleihen	- ↓	-- ↓	- ↓	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
Wandelanleihen	<ul style="list-style-type: none"> - CBs mit positiven Renditen - 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