

» *Fisch View*

Monatliches Update – November 2022

31. Oktober 2022

Zusammenfassung: Stressindikatoren geben Warnsignale

- Die Geldpolitik bleibt global ausserordentlich restriktiv. Wir sehen deshalb steigende Rezessionsrisiken.
- Der Zinsanstieg bei langfristigen Staatsanleihen dürfte aber durch eine Reihe deflationär wirkender Faktoren zunehmend gebremst werden, insbesondere in den USA. In der Eurozone herrscht aufgrund hoher Staatsverschuldung noch etwas mehr Aufwärtsdruck bei den Zinsen.
- Verschiedene Stress- und Liquiditätsindikatoren verschlechtern sich aktuell und signalisieren zunehmende Gefahren.
- Die Zinskurven flachen sich weltweit weiter ab und die Geldmengen fallen schnell. Dies wirkt zwar klar deflationär, ist aber problematisch für die Finanzmärkte und ein Warnsignal für die Konjunktur.
- Die für die Geldpolitik wichtigen Inflationserwartungen bleiben insgesamt noch auf tiefem Niveau, steigen aber seit kurzem wieder moderat an. Hier sehen wir eine potenziell gefährliche Entwicklung.
- Die Notenbanken sind trotz deutlicher Anzeichen von Finanzmarktstress aus Glaubwürdigkeitsgründen weiterhin gezwungen, restriktiv zu bleiben.
- Viel Negatives ist aktuell in den Kursen eingepreist und die Investorenstimmung ist äusserst pessimistisch. Ein schrittweiser Risikoaufbau im Portfolio kann daher bereits jetzt in Betracht gezogen werden. Eine nachhaltige Erholung an den Finanzmärkten erwarten wir allerdings erst nach einem Wechsel der Geldpolitik oder positiven Überraschungen bei der Inflationsentwicklung.

Wesentliche Änderungen gegenüber dem Vormonat

- Verschiedene Stressindikatoren, darunter der umfassende „National Financial Conditions Index“ (NFCI) in den USA, steigen immer stärker an und liefern damit deutliche Warnsignale für das Finanzsystem. Es besteht die zunehmende Gefahr von „monetären Luftlöchern“, d.h. von temporären Liquiditätsengpässen im Finanzsystem. Dies kann an den Märkten zu heftigen Turbulenzen führen, die sogar ein Eingreifen der Zentralbanken erfordern könnten. Ein erstes Beispiel war kürzlich an den englischen Staatsanleihenmärkten (Gilts) zu beobachten.
- Auch verschiedene konjunkturelle Frühindikatoren wie beispielsweise die wichtigen „Conference Board Leading Economic Indices“ signalisieren zunehmende Rezessionsgefahren. Die Abflachung der Zinskurven sowohl in den USA (und hier jüngst auch im bisher

noch steilen Bereich 3 Monate ggü. 10 Jahren) wie auch in Europa bestätigen jeweils wachsenden konjunkturellen Gegenwind. Schnell fallende Geldmengen und Immobilienpreise sowie nachgebende Rohstoffpreise wirken zusätzlich deflationär. Diese Entwicklung ist eine Folge der äusserst restriktiven Geldpolitik der Fed, wobei sie als Folgewirkung des starken US-Dollars auch andere Zentralbanken zunehmend zu einer Straffung der eigenen Geldpolitik zwingt.

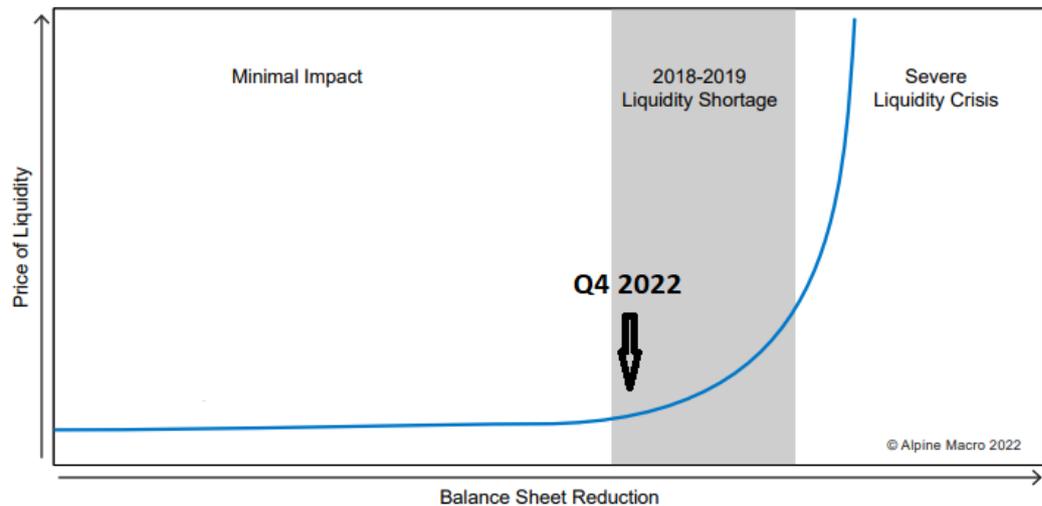
- Die erwähnte Abflachung der Zinskurvenstruktur ist zwar eine ernsthafte Warnung, allerdings liegt noch kein eigentliches Rezessionssignal (Inversion) vor.
- Die Inflationsdynamik nimmt weiter leicht ab, allerdings weniger schnell als erhofft. Verschiedene aktuelle deflationäre Entwicklungen (Immobilienmärkte) fliessen erst mit einer Verzögerung in die Statistiken ein (insbesondere in die Kernraten). Trotzdem ist bereits im November ein deutlicher Rückgang auf Jahresbasis aufgrund sehr starker Basiseffekte möglich.
- Die für die Notenbanken sehr wichtigen Inflationserwartungen bleiben weiterhin auf tiefem Niveau, sind aber vor kurzem wieder leicht angestiegen. Dies könnte zu einem Vertrauensverlust der Marktteilnehmer in die Geldwertstabilität führen und die Notenbanken zu einem noch restriktiveren Kurs zwingen. Die Entwicklung muss hier deshalb genau beobachtet werden.

Aktuelle Lage und Positionierung

- Aufgrund einer aktuell stark gekrümmten und steilen Phillips-Kurve (Verhältnis Arbeitslosigkeit zu Inflation) dürfte bereits ein moderater Anstieg der Arbeitslosigkeit in den USA zu schnell abnehmendem Inflationsdruck führen. Deshalb ist eine starke Rezession keine notwendige Voraussetzung für die Fed, ihre Inflationsziele zu erreichen.
- Die Unternehmensgewinne und die Arbeitsmärkte sind sowohl in den USA wie auch Europa immer noch sehr solide. Auch dies dämpft rezessive Tendenzen zumindest teilweise. Ein Soft-Landing in den USA und eine nur milde Rezession in Europa sind deshalb weiterhin ein Szenario mit hoher Wahrscheinlichkeit.
- Die erwähnten deflationären Faktoren würden insgesamt für eine etwas weniger restriktive Geldpolitik der Zentralbanken sprechen. Sie dämpfen zumindest die langfristigen Zinsen, und ein Ende des Anstiegszyklus zeichnet sich daher ab. Aus Glaubwürdigkeitsgründen bleiben die Fed und EZB aber vorerst auf einem stark restriktiven Kurs. Für die Finanzmärkte und die Konjunktur ist dies weiterhin ein Belastungsfaktor, was auch durch die Frühindikatoren bestätigt wird.
- Es besteht deshalb weiterhin ein Tauziehen zwischen abnehmender Inflationsdynamik, die eine Lockerung der Geldpolitik erlaubt und übertrieben restriktiven Notenbanken, die eine Rezession und monetäre Luftlöcher begünstigen. Ein Hoffnungsschimmer kam hier vor einigen Tagen, als verschiedene Vertreter der US-Notenbank ihre Besorgnis über zu schnelle Zinserhöhungen ausdrückten.
- An den Aktien- und Kreditmärkten ist deshalb eine temporäre Erholungsrally jederzeit möglich. Die Marktstimmung ist extrem negativ und viele belastende Faktoren sind in den aktuellen Kursen eingepreist. Allerdings muss für eine langfristige Trendwende zuerst eine offizielle Änderung der Geldpolitik oder klare positive Überraschungen an der Inflationsfront abgewartet werden. Langfristige Opportunitäten zeichnen sich aber immer stärker ab. Trotzdem bleiben wir noch defensiv positioniert.

Themen auf dem Radar

Chart: Es drohen Liquiditätsengpässe im Finanzsystem



Quelle: Alpine Macro / Fisch Asset Management

Die Grafik zeigt schematisch den nicht-linearen Zusammenhang zwischen dem Abbau der Bilanz der US-Notenbank und dem Preis für Liquidität (= Stress) im Finanzsystem. Der Verlauf basiert auf den Erfahrungen der Jahre 2018 und 2019 bei der damaligen Bilanzreduktion.

Ganz grundsätzlich entspricht ein Bilanzabbau einer Notenbank dem Verkauf von Staatsanleihen (oder anderen Wertpapieren in der Bilanz) am Markt, was zu einem Liquiditätsentzug führt: Denn die verkauften Staatsanleihen werden mit Bargeld bezahlt, das auf diesem Weg zurück zur Zentralbank fließt und nicht mehr an den Märkten verfügbar ist.

Ein Bilanzabbau wird auch als Quantitative Tightening (QT) bezeichnet und ist die Umkehrung von Liquiditätsspritzen über ein Quantitative Easing (QE), das in den vergangenen zehn Jahren in extremem Ausmass von der Fed und anderen Zentralbanken durchgeführt wurde.

In der Grafik ist gut zu erkennen, dass zu Beginn des Bilanzabbaus (linker Teil in der Grafik) zunächst kein nennenswerter Anstieg des Marktstress erfolgt. Der Liquiditätsentzug wird in dieser Phase noch durch private Geldschöpfung im Bankensystem bzw. Reservenabbau kompensiert. Ab einem bestimmten Punkt kommt es aber zu einer schnellen und starken (nicht-linearen) Stresszunahme.

Der jüngste Anstieg verschiedener Stressindikatoren (z.B. NFCI in den USA) deutet nun darauf hin, dass aufgrund des seit April dieses Jahres laufenden Bilanzabbaus der Fed das Finanzsystem sich jetzt dieser kritischen Phase nähert. Der Eintritt in diese Phase würde die Volatilität an den Märkten deutlich erhöhen, aber möglicherweise auch die Fed zu einer Lockerung der Geldpolitik veranlassen.

Zusammenfassung der Modellergebnisse

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

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 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

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, Energie - 5-10 jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> - BBB-Ratingsegment - Industrierwerte - Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> - Finanzwerte, Energie - 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"> - Einzelhandel - Technologie - CCC-Ratingsegment
Emerging Markets - Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> - Südkorea, Indonesien - 3-5 jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> - Taiwan, Mexiko - 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