

# »Fisch View

---

## Monatliches Update – Dezember 2022

1. Dezember 2022

### Zusammenfassung: Zinskurven invertieren – Rezessionssignale

- Die Zinskurven in den USA und Europa invertieren immer stärker und senden damit zunehmende Rezessionssignale. Ein „Soft-Landing“ der Konjunktur wird damit unwahrscheinlicher.
- Strukturelle Gründe, wie tiefe Verschuldungsquoten, solide Arbeitsmärkte und hohes Konsumpotenzial, deuten aber auf eine nur milde Rezession hin. Auf jeden Fall zeichnet sich ein weiterer Rückgang der Unternehmensgewinne ab.
- Haupttreiber für die konjunkturelle Abkühlung ist die weiterhin global äusserst restriktive Geldpolitik mit zunehmend unerwünschten Nebenwirkungen, die sich auch an den Finanzmärkten zeigen.
- Die Geldpolitik wirkt zunehmend dämpfend auf die Inflationsentwicklung und verstärkt indirekt deflationäre Faktoren.
- Auch die Inflationserwartungen bleiben tief und eröffnen damit den Notenbanken einen wieder grösseren Handlungsspielraum.
- Ein geldpolitischer Wechsel zeichnet sich deshalb für das erste Quartal 2023 immer deutlicher ab. Allerdings zu spät, um eine Rezession zu verhindern.
- Die langfristigen Staatsanleihezinsen werden in diesem Umfeld mittelfristig wieder zurückgehen. Kurzfristig ist aber noch ein Anstieg denkbar.
- An den Aktien- und Kreditmärkten ist weiterhin viel Negatives eingepreist. Allerdings hat sich nach den jüngsten Kurserholungen das kurzfristige Chancen/Risiko-Verhältnis wieder verschlechtert.

### Wesentliche Änderungen gegenüber dem Vormonat

- Die jüngsten Zahlen zur Konsumentenpreis-inflation (CPI) in den USA überraschten leicht positiv, obwohl die derzeit deutlich fallenden Immobilienpreise aufgrund von Verzögerungseffekten immer noch inflationssteigernde Beiträge in die Statistiken liefern. Die Inflationsentwicklung in Europa dürfte in den kommenden Monaten den USA folgen, da hier die seit kurzem wieder tieferen Energiepreise bald Wirkung zeigen werden.
- Der Trend zu einer deutlichen Entspannung bei der Inflationsentwicklung wird zusätzlich von einer Reihe immer stärker deflationär wirkender Faktoren unterstützt: Die Konjunktur schwächt sich global ab, Geldmengen und Rohstoffpreise sinken und auch die Mietpreis- und Lohndynamik schwächen sich ab. Es lässt sich daraus auch für die kommenden Monate weltweit ein zunehmend deflationärer Trend ableiten.

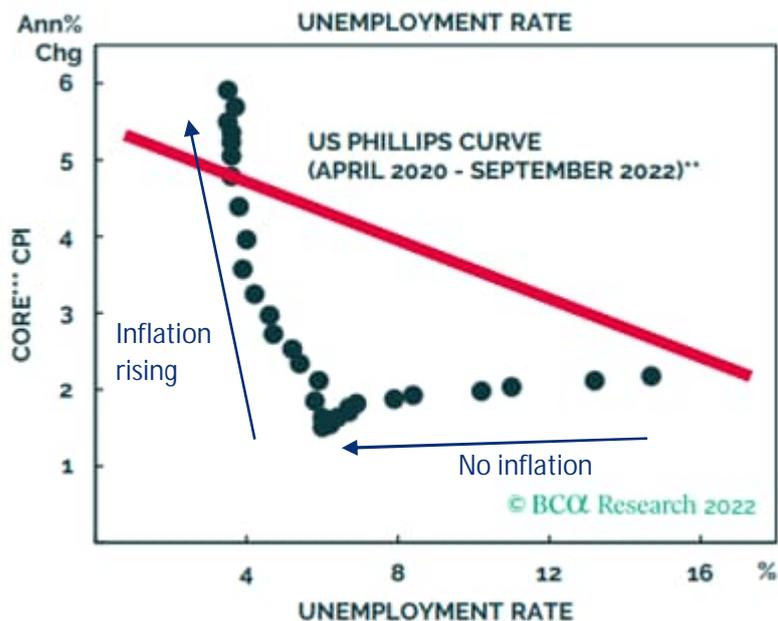
- In diesem Umfeld bleibt die Geldpolitik global zu restriktiv und wird von verschiedenen Zentralbanken sogar noch weiter verschärft. Zudem geht der Abbau der Fed-Bilanz in zunehmendem Tempo weiter, was zu einem immer stärkeren Liquiditätsentzug an den Finanzmärkten führt.
- Verschiedene zuverlässige Stress-, Liquiditäts- und Frühindikatoren (Zinskurven, Arbeitsmärkte, Spreads im US-Treasury-Markt, Conference Board LEI) senden bereits seit einiger Zeit Warnsignale und in jüngster Zeit mit zunehmender Intensität. Ein Teil dieser Indikatoren entwickelt sich sehr träge und ändert die Richtung nur langsam. Damit wird kurzfristig ein positiver Richtungswechsel und ein Soft-Landing der Konjunktur immer unwahrscheinlicher. Die aktuelle Entwicklung wird damit zunehmend gefährlich.
- Die jüngste Abschwächung des US-Dollars wirkt dagegen positiv auf das globale Finanzsystem. Sie reduziert den Stress insbesondere in vielen Emerging Markets und erlaubt eine wieder etwas eigenständigere Geldpolitik ausserhalb der USA. Die Dollarschwäche wurde durch Hoffnungen auf eine baldige Lockerung der monetären Zügel durch die Fed induziert aufgrund der erwähnten tieferen Konsumentenpreisinflation.

## Aktuelle Lage und Positionierung

- Die Geldpolitik bleibt wegen Glaubwürdigkeitsüberlegungen aktuell trotz deflationärer Faktoren zu restriktiv und nahe an einem sogenannten „Policy Mistake“. Allerdings rückt ein geldpolitischer Wechsel insbesondere in den USA näher und zwar möglicherweise schneller als derzeit offiziell kommuniziert.
- Gründe für einen monetären Kurswechsel sind positive Überraschung bei den CPI-Zahlen, zunehmend schwächere Arbeitsmärkte bei gleichzeitig steiler Phillips-Kurve (siehe Kapitel *Themen auf dem Radar*) sowie die sich aktuell schnell verschlechternden Konjunktur- und Stressindikatoren. Ferner bleiben die Inflationserwartungen weiterhin auf tiefem Niveau, was zusätzlich eine wieder lockerere Geldpolitik begünstigt.
- Der geldpolitische Wechsel ist für das Q1 2023 in den USA (und etwas später auch in der Eurozone) denkbar, dürfte damit aber nicht mehr schnell genug erfolgen, um eine Rezession rechtzeitig zu verhindern. Allerdings ist im Moment nur mit einer milden Rezession zu rechnen, da folgende strukturelle Faktoren die rezessiven Kräfte dämpfen: tiefe Verschuldungsquoten der Haushalte und Unternehmen sowie zwar schwächere, aber noch solide Unternehmensgewinne und Arbeitsmärkte.
- In diesem Umfeld ist mittelfristig mit einem deutlichen Rückgang der langfristigen Zinsen zu rechnen. Obwohl kurzfristig nochmals ein Anstieg möglich ist, erscheint eine erste Verlängerung der Zinsduration im Portfolio sinnvoll. Die langfristigen Zinsen beginnen in der Regel vor dem Ende des monetären Straffungszyklus zu fallen.
- An den Aktien- und Kreditmärkten ist viel negatives eingepreist. Die jüngste Erholung hat allerdings das Chancen/Risiko-Verhältnis wieder verschlechtert. Zudem sind die Stress- und Liquiditätsindikatoren ein Warnsignal. Insbesondere deuten seit kurzem deutlich fallende „Overnight Reverse Repo“-Geschäfte auf stark abnehmende Überschussliquidität in den USA. Die Risiken überwiegen deshalb die Chancen aktuell noch deutlich und wir halten eine defensive Positionierung für angebracht. Sobald sich aber der zunehmend wahrscheinliche geldpolitische Wechsel in den kommenden Monaten konkretisiert, führt dies zu beträchtlichem Aufwärtspotenzial im weiteren Jahresverlauf.

## Themen auf dem Radar

Chart: Phillips-Kurve stark geknickt



Quelle BankCreditAnalyst (BCA) Research / Fisch Asset Management

Die sogenannte Phillips-Kurve zeigt den Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Der historisch normale Verlauf wird durch die rote Linie in der Grafik dargestellt: steigende Arbeitslosigkeit führt zu linear fallenden Inflationsraten (und umgekehrt). D.h. damit die Inflation deutlich fällt, muss die Arbeitslosigkeit ebenfalls deutlich ansteigen.

Aktuell ist die Phillips-Kurve in den USA aber stark geknickt (schwarze, gepunktete Linie). Dementsprechend hatte die in den letzten Jahren stark fallende Arbeitslosigkeit aus strukturellen Gründen zunächst keine inflationstreibende Wirkung. Die Inflation ging sogar leicht zurück.

Allerdings kam es in den vergangenen zwölf Monaten hier zu einem plötzlichen Regimewechsel: die nochmals weiter leicht fallende Arbeitslosigkeit führte nun plötzlich zu einem starken und schnellen Anstieg der Inflation.

Daraus ergibt sich eine interessante Schlussfolgerung: Es genügt in den kommenden Wochen und Monaten bereits ein nur kleiner Wiederanstieg der US-Arbeitslosigkeit, um die Inflation deutlich zu dämpfen. D.h. aufgrund der aktuell sehr steilen Phillips-Kurve ist keine Rezession mit hohen Arbeitslosenraten notwendig, um die Inflation einzudämmen.

Und da sich der Arbeitsmarkt in den USA seit kurzem bereits abschwächt, kann hier mit einem sehr baldigen, stark deflationären Impuls gerechnet werden. Dies würde es der US-Notenbank erlauben, die Geldpolitik schneller als bisher erwartet wieder zu lockern. Es muss keine grosse Rezession abgewartet werden.

## Zusammenfassung der Modellergebnisse

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

Rohstoffe	Energie	- ↓	Edelmet	-	InduMet	-
-----------	---------	-----	---------	---	---------	---

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"> <li>- CBs mit positiven Renditen</li> <li>- Titel mit starken Langzeittrends (Cyber-Security, erneuerbare Energie)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Schwache Kreditqualität und Liquidität</li> <li>- REITS</li> </ul>
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A-Ratingsegment</li> <li>- Finanzwerte, Energie</li> <li>- 5-10 jährige Laufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- BBB-Ratingsegment</li> <li>- Industriewerte</li> <li>- Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Finanzwerte, Energie</li> <li>- Investment Grade</li> <li>- Industriestaaten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Industriewerte</li> <li>- High Yield</li> <li>- Emerging Markets</li> </ul>
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Telekom, Energie</li> <li>- Grundstoffindustrie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Einzelhandel</li> <li>- Technologie</li> <li>- CCC-Ratingsegment</li> </ul>
Emerging Markets - Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Südkorea, Indonesien</li> <li>- 3-5 jährige Laufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thailand, Mexiko</li> <li>- Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>
Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> <li>- HY-Rohstoffsektor</li> <li>- Lateinamerika</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