

# » *Fisch View*

---

## Monatliches Update – Februar 2023

31. Januar 2023

### Zusammenfassung: Spannungen nehmen zu

- Die Zentralbanken bleiben vorerst auf einem stark restriktiven Kurs. Daher nehmen die Geldmengen und Liquidität global weiter schnell ab.
- Gleichzeitig schwächen sich die Konjunkturindikatoren, die Immobilienmärkte und die Gewinndynamik der Unternehmen ebenfalls weiter ab.
- Die Aktien- und Kreditmärkte scheinen jedoch aktuell diese gefährliche Kombination aus weniger Wachstum und gleichzeitig restriktiver Geldpolitik zu ignorieren.
- Damit baut sich eine zunehmende Spannung auf, die sich mittelfristig unter hoher Marktvolatilität entladen könnte.
- Die Abkühlung der Konjunktur und der Inflation geht aktuell noch zu langsam voran, um eine schnelle geldpolitische Lockerung zu ermöglichen. Damit nehmen die Zentralbanken sowohl eine Rezession als auch eine erneute starke Marktkorrektur in Kauf.
- Insgesamt sehen wir deshalb weiter ein asymmetrisches Chancen/Risiko-Verhältnis an den Finanzmärkten. Die Risiken überwiegen mittelfristig noch.
- Allerdings gewichten die Anleger wie erwähnt kurzfristig positive Nachrichten stärker als negative und es besteht damit aktuell eine positive Markttechnik. Das erscheint uns aber nicht nachhaltig und kann sich schnell ändern.

### Wesentliche Änderungen gegenüber dem Vormonat

- Das für die Entwicklung der Inflation und der Finanzmärkte wichtige Geldmengenwachstum M1 und M2 fällt global weiterhin schnell. In den USA wie auch in der Eurozone kommt es derzeit sogar zu einem deutlichen absoluten Rückgang, was historisch äusserst selten der Fall war. Diese Geldmengen werden nicht direkt von den Notenbanken gesteuert, sondern sind eine indirekte Folge der Geldpolitik. Ein Rückgang der Geldmengen ist deshalb stets ein Anzeichen einer hohen Wirksamkeit der Zentralbankpolitik und damit aber auch ein Gefahrensignal für die Finanzmärkte.
- Die monetäre Straffung (Zinsanhebungen und Bilanzreduktionen) der Notenbanken geht zudem unvermindert stark weiter. Die Bank of Korea hat ihren Leitzins Ende Januar erneut erhöht und rechnet mittlerweile mit einer Rezession bereits im vierten Quartal des vergangenen Jahres. Und auch in Japan deuten verschiedene Anzeichen auf eine baldige Änderung der bisher noch sehr lockeren Geldpolitik hin. Eine solche Entscheidung hätte auch Folgen für die globale Liquidität.

- Positiv ist dagegen ein weiterer stetiger Rückgang der Inflationsraten weltweit und zwar sowohl bei den Konsumentenpreisen (CPI) wie auch den Erzeugerpreisen (PPI). Die Entspannung kommt zum einen von der Nachfrageseite (Konjunktur) und zum anderen von der Angebotsseite (abnehmende Lieferkettenprobleme).
- Der Rückgang der Inflation sowie der konjunkturellen Dynamik ist zwar stetig, aber noch zu langsam, um einen schnellen Wechsel der Geldpolitik zu ermöglichen. Die Notenbanken möchten die Kontrolle nicht verlieren und nehmen allenfalls eine Rezession und erhöhte Marktvolatilität in Kauf.
- Damit entsteht eine immer stärkere Divergenz zwischen den sich abschwächenden Fundamentaldaten und einer insgesamt zu restriktiven Geldpolitik. Diese Divergenz wird aber aktuell von den Märkten ignoriert. Die Investorenstimmung hat sich deutlich aufgehellt und potenzielle Gefahren werden ausgeblendet.

## Aktuelle Lage und Positionierung

- Die Geldpolitik bleibt unserer Ansicht nach trotz abkühlender Konjunktur und Inflation auf absehbare Zeit global zu restriktiv. Eine Lockerung ist frühestens in der zweiten Jahreshälfte zu erwarten und damit wahrscheinlich zu spät, um eine Rezession und höhere Marktvolatilität noch rechtzeitig zu verhindern. Dies wird aber aktuell von den Investoren mehrheitlich ausgeblendet, denn die Kurse steigen weiter.
- Es baut sich deshalb an den Aktien- und Kreditmärkten ein Ungleichgewicht zwischen Bewertungen und Erwartungen einerseits und der Liquiditätsversorgung andererseits auf. Die Entwicklung ähnelt jener von März bis Oktober 1987. Das damalige Ungleichgewicht wurde durch einen heftigen temporären Einbruch schockartig abgebaut.
- Allerdings wirken aktuell auch eine Reihe sehr positiver Faktoren, die das Korrekturpotenzial insgesamt klar beschränken und in der zweiten Jahreshälfte wieder für Aufwärtspotenzial sorgen sollten: Die Inflationserwartungen stabilisieren sich auf tiefem Niveau. Dementsprechend haben die Zentralbanken hier die Lage noch vollständig unter Kontrolle, was eine wichtige Voraussetzung für eine künftige Lockerung der Geldpolitik ist. Zudem sorgt der stetige Rückgang der Inflation für eine Aufhellung der Konsumentenstimmung, was den Rezessionsdruck abmildert. Gleichzeitig sorgt die bisherige Inflation für eine Entwertung der realen Staats- und Konsumentenverschuldung.
- Die Situation ist zudem nicht mit dem Inflationsumfeld in den 1970er-Jahren zu vergleichen. Damals war die Geldpolitik im Gegensatz zu heute lange Zeit viel zu expansiv, was zu mehreren starken Teuerungswellen führte. Diese mussten dann mit rekordhohen Leitzinsen und einer starken Rezession bekämpft werden. Heute liegt dagegen ein grösserer Teil der Leitzinserhöhungen schon hinter uns, bei aktuell noch einem leichten Wirtschaftswachstum.
- Insgesamt überwiegen damit kurzfristig die Risiken an den Finanzmärkten. Es droht eine markttechnisch und monetär induzierte, temporäre Korrektur mit begrenztem Verlustpotenzial. Wir positionieren uns daher bei Aktien, Wandelanleihen und im High-Yield-Segment vorsichtig. Mittelfristig führt die Summe der oben genannten Faktoren zu einem wieder deutlich aussichtsreicheren Umfeld für die Finanzmärkte, und eine wieder etwas lockerere Geldpolitik rückt näher.
- Langfristige Staatsanleihen in US-Dollar und Euro und ausgewählte Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment sowie in den Emerging Markets bieten in diesem Umfeld bereits erste Kaufgelegenheiten, da das weitere Zinsanstiegspotenzial begrenzt ist.

## Themen auf dem Radar

### Chart: US-Geldmenge M2 fällt – Gefahrensignal für die Finanzmärkte



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

In den USA fällt die für die Inflationsentwicklung massgebende Geldmenge M2 bereits seit Beginn des vergangenen Jahres auf absoluter Basis mit zunehmender Geschwindigkeit. Das ist historisch äusserst selten. Seit der grossen Depression in den 1930er-Jahren kam es zeitweise zu einem Nullwachstum dieses Geldmengenaggregats, aber nie zu einem absoluten Rückgang im aktuellen Ausmass. Die Grafik zeigt die Entwicklung seit 1980 mit zwei Phasen (waagerechte Pfeile) eines nur sehr kleinen Geldmengenwachstums.

Die Geldmenge M2 (wie auch M1 und M3) werden nicht direkt von der Notenbank gesteuert, sondern sind eine indirekte Folge einerseits der Geldpolitik und andererseits der Geldschöpfung im privaten Bankensystem. Dementsprechend sind diese Geldmengen ein aussagekräftiger Indikator hinsichtlich der Wirksamkeit der Zentralbankpolitik. Der aktuell sehr starke Rückgang belegt deshalb die Wirksamkeit der restriktiven Geldpolitik der Fed.

Das Wachstum der Geldmenge M2 ist ein äusserst zuverlässiger Indikator für die künftige Inflationsentwicklung (mit zeitlicher Verzögerung von sechs bis zwölf Monaten), korreliert aber auch stark mit den Aktienmärkten. Dementsprechend überraschen der deutliche Rückgang der Inflationsraten und die Korrektur des US-Aktienmarkts im letzten Jahr nicht. Die Geldmengenentwicklung ist ganz grundsätzlich ein Mass für die Liquidität, die zum Kauf von Gütern, Immobilien und Aktien zur Verfügung steht.

Da aktuell der Rückgang von M2 weiter anhält und sich die Aktienmärkte und die Investorenstimmung seit Jahresbeginn positiv entwickeln, baut sich hier eine potenziell gefährliche Divergenz auf. Die Lage erinnert an eine ähnliche Entwicklung im Jahr 1987 mit dem damals historischen Aktiencrash im Oktober („Schwarzer Montag“). Damals wie heute handelt es sich um ein rein monetäres Problem. Fundamentale Faktoren (Inflationsentwicklung, Konjunktur, Konsumentenverschuldung) sind dagegen positiv oder zumindest solide. Ein allenfalls starker Anstieg der Volatilität kann deshalb schnell und wirksam durch eine Lockerung der Geldpolitik und Liquiditätsspritzen gedämpft werden. Es sieht deshalb nicht nach einem Kontrollverlust der Fed aus.

## Zusammenfassung der Modellergebnisse

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA
Aktien	-	-	o	o	o	o
Staatsanleihen	o ↑	-	o ↑			
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
<b>Wandelanleihen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CBs mit positiven Renditen</li> <li>- Titel mit starken Langzeittrends (erneuerbare Energie, Healthcare)</li> <li>- Profiteure des China-Reopening</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Schwache Kreditqualität und Liquidität</li> <li>- REITS</li> <li>- Halbleiterproduzenten</li> </ul>
<b>Global IG Corporates</b>	<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>- Industrierwerte</li> <li>- Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>
<b>Global Corporates</b>	<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>- Industrierwerte</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>- Einzelhandel</li> <li>- Technologie</li> <li>- CCC-Ratingsegment</li> </ul>
<b>Emerging Markets - Defensiv</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Südkorea, Malaysia</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>
<b>Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- HY-Energiesektor, Goldminen</li> <li>- Lateinamerika (insb. Mexiko), Indonesien</li> <li>- IG-Anleihen mit 3-5 jährigen Laufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiefer bewertetes B/CCC Segment</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.

© 2023 Fisch Asset Management AG