FISCH »Asset Management

Bellerive 241 | Postfach
CH-8034 Zürich

info@fam.ch | www.fam.ch
T +41 44 284 24 24

»FischView

Thema im Juli:
„Geldmengen im freien Fall“

29.06.2023

Beat Thoma
Chief Investment Officer

Krishna Tewari
Investment Strategist

Geldmengen im freien Fall

- Die aktuelle Kombination aus abkühlender globaler Konjunktur und gleichzeitig restriktiver Geldpolitik ist gefährlich für die Börsen.
- Die stark fallenden Geldmengen waren historisch ein zuverlässiger Indikator für hohe Volatilität an den Finanzmärkten.
- Wir bleiben bei Aktien- und High-Yield-Kreditexposure vorsichtig und bei Investment-Grade-Anleihen neutral bis leicht positiv positioniert. Mittelfristig sinkende Zinsen dämpfen den Abwärtsdruck.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die sehr restriktive globale Geldpolitik beginnt erst jetzt, mit der üblichen Verzögerung von mindestens zwölf Monaten, wesentlich auf Konjunktur und Inflation zu wirken. Bisher kam es nur zu einem Rückgang der Investitionen im verarbeitenden Gewerbe, aber noch nicht beim Konsum und an den Arbeitsmärkten. Dies dürfte sich bald ändern.

Aktuelle Entwicklungen: Geldpolitik wirkt mit Verzögerung

- Die jüngste Entwicklung der Geldmengen, die Kreditvergabe der Banken und der Abbau der Zentralbankbilanzen deuten in den USA und Europa (sowie teilweise anderen Regionen) auf einen beschleunigten Abbau der Liquidität im Finanzsystem. Die aktuelle Emission von US T-Bills im Umfang von 1000 Milliarden US-Dollar entzieht dem Markt zusätzlich Liquidität. Ein Teil davon wird über den Abbau von Überschussreserven der Banken bei der Fed finanziert und damit der direkte Markteinfluss vermindert. Trotzdem verbleibt netto ein stark liquiditätsmindernder Einfluss an den Finanzmärkten. Gleichzeitig steigen global die Leitzinsen weiter.
- Die restriktive Geldpolitik und die fallenden Geldmengen wirkten historisch stets mit einer Verzögerung von mindestens zwölf Monaten. Da der erste Zinsschritt der Fed aber im März 2022 erfolgte, sind die Märkte spätestens jetzt in das kritische Wirkungsfenster vorgerückt.
- Die sehr zuverlässigen „Conference Board Economic Leading Indicators“ haben sich global erneut abgeschwächt und signalisieren eine Rezession im vierten Quartal dieses Jahres. Die Fed Cleveland berechnet für die USA ebenfalls für das vierte Quartal eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 80%.
- An den Aktienmärkten erfolgten in den letzten Wochen massive Eindeckungen von Shortpositionen. Das hat die Märkte positiv beeinflusst und die Stimmung aufgehellt. Markttechnisch ergibt dies aber eine Verschlechterung. Zudem erwiesen sich in den USA grosse Technologiekonzerne weiterhin als Zugpferde für die breiten Marktindizes.

➲ **Auf dem Radar:** Staatsverschuldung wird zu einem Problem (Seite 6)

Einschätzung & Ausblick: Wir sehen keinen Spielraum für lockerere Geldpolitik

» Bei Aktien und High Yield sehen wir bereits jetzt ein Warnsignal.

— Die Konjunktur in den USA ist aktuell noch widerstandsfähig. Dies ist auf eine nur verzögerte Wirkung der restriktiven Geldpolitik und einen robusten Arbeitsmarkt zurückzuführen, der den Konsum als zentrale Treibkraft von Wachstum stützt. Zudem generieren in Geldmarktfonds angelegte Ersparnisse hohe Zinseinnahmen, die den Konsum zusätzlich ankurbeln. Auch ermöglicht die nach wie vor hohe Inflation, dass die Unternehmen ihre Verkaufspreise und damit die Gewinnmargen hochhalten. Allerdings deuten die erwähnten Frühindikatoren und stark invertierte Zinskurven auf eine bald abnehmende Konjunkturdynamik. Zudem befindet sich die Eurozone bereits in einer milden technischen Rezession und China kämpft mit starkem Gegenwind.

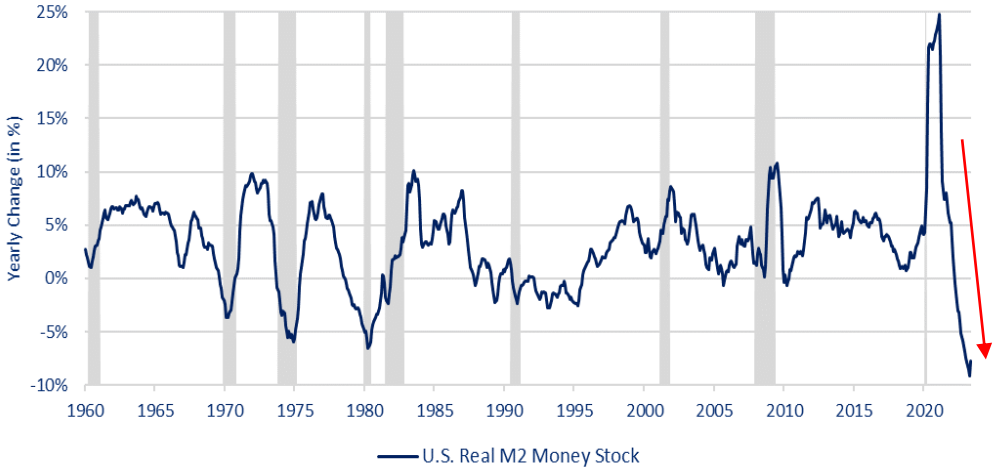
— Das Augenmerk der Finanzmärkte verschiebt sich von den genannten positiven Faktoren (robuste Arbeitsmärkte, etc.) immer mehr zu den negativen Faktoren (restriktive Geldpolitik, fallende Geldmengen, abnehmende Marktbreite, hohe Bewertungen und sich verschlechternde Markttechnik). Damit sehen wir an den Aktien- und High-Yield-Kreditmärkten bereits jetzt Warnsignale.

— Die Inflation hat global ihren Höhepunkt überschritten. Basiseffekte und tiefere Energie- und Nahrungsmittelpreise führen bis zur Inflationsrate vom Juni noch zu einem weiteren Rückgang von rund einem Prozentpunkt. Danach ist aber mit einer längeren Stagnationsphase zu rechnen, weil die Dienstleistungspreise durch die noch starken Arbeitsmärkte hochgehalten werden. Das führt insbesondere bei den Kerninflationsraten zu Aufwärtsdruck.

— Deshalb rechnen wir trotz Konjunkturabkühlung weiterhin mit einer restriktiven Geldpolitik und damit einem Liquiditätsentzug der Zentralbanken.

— Die folgende Grafik zeigt den dramatischen Rückgang der US-Geldmenge M2 und unterstreicht die Wirkung der restriktiven Geldpolitik. Das dämpft sowohl die Inflation als auch das konjunkturelle Wachstum und bestätigt die Warnsignale anderer Indikatoren für die Aktien- und Kreditmärkte. Eine ähnliche Situation ist in Europa zu beobachten.

Chart: Dramatischer und historisch einmaliger Rückgang der US-Geldmenge M2



Quelle Federal Reserve Bank of St. Louis, Fisch Asset Management

Positionierung: Vorsicht bei Aktien und High Yield – Positive Erwartung für Investment-Grade-Anleihen

» In den Emerging Markets könnte eine Konjunkturschwäche mit Zinssenkungen bekämpft werden.

— Aufgrund der aktuell gefährlichen Kombination aus abkühlender Konjunktur bei gleichzeitig restriktiver Geldpolitik positionieren wir uns gegenüber dem Vormonat unverändert defensiv in allen unseren Strategien mit Aktien- und High-Yield-Exposure in den USA und Europa. Die derzeitige Grosswetterlage dürfte in absehbarer Zeit die Unternehmensgewinne unter Druck setzen und gleichzeitig die Refinanzierungsmöglichkeiten von Schuldnern mit tieferer Bonität deutlich einschränken. Dies dürfte zu einer Ausweitung der Credit Spreads und auch zu Abwärtsdruck an den Aktienmärkten führen. Eine Rezession ist zudem an den Märkten derzeit nicht eingepreist. In diesem Umfeld erachten wir den Tausch von Aktienpositionen in Wandelanleihen zur Risikoreduktion als sinnvoll.

— In Japan und den Emerging Markets schätzen wir die Lage insgesamt etwas positiver ein. Japan hat noch eine äusserst lockere Geldpolitik mit positivem Einfluss auf den Aktienmarkt. Die Emerging Markets sind im monetären Straffungszyklus bereits weiter fortgeschritten. Eine konjunkturelle Abschwächung könnte durchaus mit Zinssenkungen durch die Notenbanken bekämpft werden. Wir positionieren uns deshalb neutral und nutzen verschiedene interessante Opportunitäten bei Unternehmensanleihen, insbesondere im Investment-Grade-Segment.

— Bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen dürften steigende Credit Spreads im Fall einer Rezession durch sinkende langfristige Zinsen kompensiert werden. Zudem bietet der Markt aktuell einen attraktiven Zins-Carry, was insgesamt zu einer positiven Total-Return-Erwartung führt.

— Langfristige Staatsanleihen werden gleichzeitig durch positive (fallende Inflation, Konjunkturabkühlung) und negative Faktoren (restriktive Geldpolitik, hohe Treasury-Emissionsvolumen) beeinflusst. Wir positionieren uns deshalb bei Staatsanleihen und bei der Duration neutral.

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

	Edelmet	InduMet	Energie
Rohstoffe	- ↓	-	-

Key:	
++	Sehr positiver Markt
+	Positiver Markt
o	Neutral
-	Negativer Markt
--	Sehr negativer Markt

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.

	Übergewichtung	Untergewichtung
Wandelanleihen	– CBs mit positiven Renditen – Titel mit starken Langzeittrends (erneuerbare Energie, Healthcare) – Defensive Sektoren (widerstandsfähig ggü. Rezession) – Titel mit Bezug zu künstlicher Intelligenz	– Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität – REITS
Global IG Corporates	– Energie, Healthcare – 5-10 jährige Laufzeiten	– Immobilien – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	– Energie, Healthcare – Investment Grade – Industriestaaten	– Immobilien, Transport – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	– Telekom, Energie – Grundstoffindustrie	– Einzelhandel – Technologie – CCC-Ratingsegment
Emerging Markets - Defensiv	– Indonesien, Malaysia, Naher Osten, Mexiko – Laufzeiten < 5 Jahre	– Lateinamerika, Taiwan, Brasilien, Hongkong – Laufzeiten > 10 Jahre
Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch	– HY-Energiesektor, Goldminen – Lateinamerika (insb. Mexiko), Indonesien – IG-Anleihen mit 3-5 jährigen Laufzeiten	– Tiefer bewertetes B/CCC Segment

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.

Auf dem Radar: Staatsverschuldung wird zu einem Problem

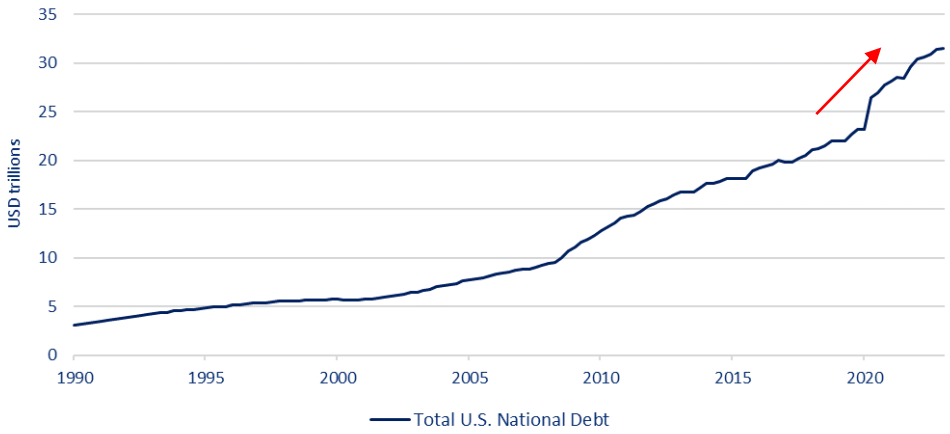
Die Staatsverschuldung der USA hat sich aufgrund der diversen Hilfsprogramme bereits während der Corona-Zeit massiv erhöht, wie die folgende Grafik zeigt. Nach Aufhebung der Schuldenobergrenze kommt es jetzt aber zu einer erneuten Verschuldungswelle in der Grössenordnung von 1000 Milliarden US-Dollar. Damit hat die Gesamtverschuldung der USA 32'000 Milliarden (32 Billionen) überschritten. Zum Vergleich: Nach der Finanzkrise im Jahr 2010 lag die Verschuldung noch bei 12'000 Milliarden.

» Staatsschulden explodieren in den USA und Europa

Dieser enorme Anstieg wurde bisher teilweise durch die Notenbank sowie mit dem Abbau von Überschussreserven des privaten Bankensystems finanziert, was die negative Marktauswirkung in Form steigender Zinsen limitiert hat. Das ändert sich nun, denn zukünftig kumulieren sich mehrere negative Faktoren: Die Notenbank verkauft Staatsanleihen im Rahmen ihres Bilanzabbaus (QT), die Emissionen des US-Treasuries nehmen beschleunigt zu und die Steuereinahmen gehen zurück, was zu einer zusätzlichen Erhöhung der Staatsverschuldung führt. Zudem verkaufen ausländische Investoren vermehrt US-Staatsanleihen, um ihre Dollarabhängigkeit zu vermindern.

Insgesamt könnte sich hier bereits in wenigen Monaten eine fatale Verschiebung von Angebot und Nachfrage nach US-Staatsanleihen ergeben, die zu Aufwärtsdruck bei den langfristigen Zinsen, einem beschleunigten Liquiditätsabbau im Finanzsystem und deshalb starken Turbulenzen an den Börsen führen könnte. Die Staatsverschuldung und die Folgen für die Finanzmärkte entwickeln sich in Europa übrigens in ganz ähnlichem Ausmass.

Chart: US-Staatsverschuldung mit ungebremstem Wachstum



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Fisch Asset Management

Wichtige rechtliche Hinweise

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.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2023 Fisch Asset Management AG