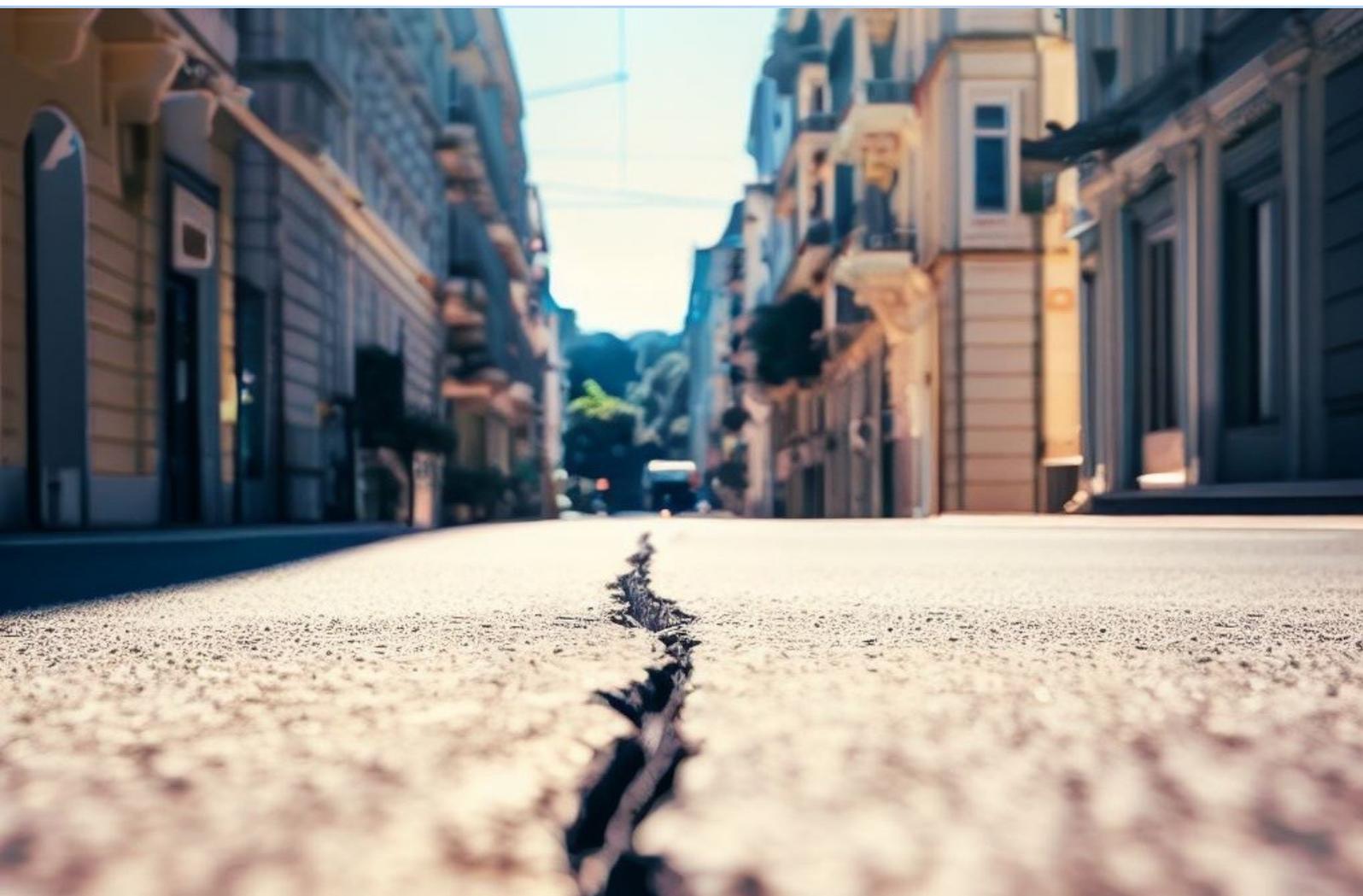


» *Fisch View*

*Thema im Oktober:
„Erste Risse im Finanzsystem“*



28.09.2023



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Kumulation von Risiken

- Wichtige Unterstützungsfaktoren für die Konjunktur und die Börsen schwächen sich weiter schnell ab.
- Gleichzeitig kumulieren sich die Risiken für die Märkte, während die Investoren mehrheitlich sorglos bleiben.
- Wir bleiben in diesem Umfeld vorsichtig positioniert und haben die Duration aus Absicherungsgründen auf neutral erhöht.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Derzeit erwarten nur noch 22% der Analysten eine Rezession in den USA gegenüber 98% noch vor einem Jahr. Dabei schwächt sich der US-Arbeitsmarkt deutlich ab, staatliche Hilfsprogramme laufen aus (Student Loan Repayments) und die während der Pandemie angehäuften Überschussersparnisse sind aufgebraucht. Es droht damit ein Einbruch bei den Konsumausgaben, der einzigen Stütze des Wachstums in den USA. Europa befindet sich zudem bereits nahe einer Rezession. Gleichzeitig wirkt die restriktive Geldpolitik global immer stärker und die langfristigen Zinsen steigen weiter an. Damit beginnt das Fundament an den Finanzmärkten zu bröckeln.

Aktuelle Entwicklungen: Erste Risse im Finanzsystem

- Der US-Arbeitsmarkt erscheint vordergründig noch stark, läuft aber der Konjunktur nach und ist deshalb kein guter Frühindikator. Allerdings schwächt sich der zuverlässig vorauslaufende Labor Market Conditions Index der Fed Kansas City bereits seit letztem November deutlich ab und hat mittlerweile ein Rezessionssignal geliefert (siehe Chart Seite 3). Daher rechnen wir mit einem weiter abnehmenden Konsumentenvertrauen. Da der Konsum aber derzeit der Hauptpfeiler der US-Konjunktur ist, bricht hier in absehbarer Zeit eine Stütze weg.
- Auch weitere wichtige positive Faktoren fallen weg: Historisch einmalig hohe Überschussersparnisse (mehrheitlich aus den Pandemiehilfsprogrammen) sind aufgebraucht, die Studienkredite müssen ab sofort wieder abbezahlt werden und die grossen Aktienrückkaufprogramme an der US-Börse sind beendet.
- Die Geldpolitik bleibt weltweit restriktiv. Gleichzeitig steigt die Staatsverschuldung, was den Märkten zusätzlich Liquidität entzieht. Es zeigten sich hier in der zweiten Septemberhälfte bereits erste Risse am US-Staatsanleihenmarkt in Form plötzlich hochschiessender und wieder zurückfallender Zinsen. Solche Ereignisse sind stets die Folge massiver Spekulation bei gleichzeitig abfliessender Liquidität und damit ein Warnsignal.

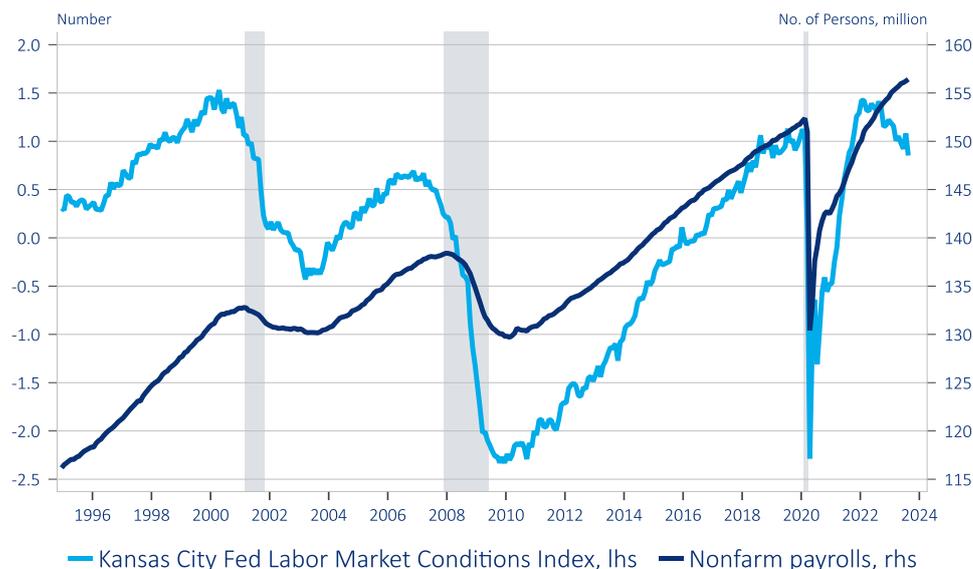
➔ **Auf dem Radar:** US-Haushalte mit schnell steigender Zinslast (Seite 6)

Einschätzung & Ausblick: Sorglose Investoren

» Geldmengen und Bankbilanzen sind gute Frühindikatoren

- Aktuell beobachten wir eine erstaunliche Sorglosigkeit bei den Analysten und Investoren. Die Gefahren einer abkühlenden Konjunktur und damit tieferen Unternehmensgewinnen sowie gleichzeitig weiter steigende langfristige Zinsen werden mehrheitlich ignoriert und sind an den Aktien- und Kreditmärkten nicht vollständig eingepreist. Die Gefahr negativer Überraschungen wächst damit.
- Zudem fallen die Geldmengen global weiter und in den USA stehen die Regionalbanken nach wie vor unter Druck. Der jüngste starke Anstieg der langfristigen Staatsanleihezinsen sorgt hier für massive Kursverluste auf sehr grossen Positionen. Dies dürfte zu einem anhaltenden Vertrauensverlust bei den Kunden sorgen, verbunden mit einer Ansteckungsgefahr für das gesamte Finanzsystem. Geldmengen und Bankbilanzen waren historisch stets ein guter Frühindikator für die Börsen.
- In diesem Umfeld müssten die langfristigen Zinsen fallen und dadurch das System stabilisieren, was aber aufgrund restriktiver Geldpolitik und massloser Staatsverschuldung nicht der Fall ist. Es kumulieren sich damit negative Faktoren und Risiken.
- Das Ausmass der negativen Wirkung dieser Faktoren ist derzeit noch unklar. Insgesamt liefern verschiedene Indikatoren aber ein deutliches Warnsignal. Und die Geldpolitik beginnt jetzt nach der üblichen Verzögerung von einem Jahr immer stärker zu wirken. Zudem sind die mittlerweile auf 5% (Europa 4%) angestiegenen risikolosen Zinsen eine harte Konkurrenz für Aktien und High-Yield-Anleihen.

Chart: Frühindikator für den US-Arbeitsmarkt (Kansas City Fed LMCI) schwächt sich ab



Sources: Federal Reserve Bank of Kansas City, BLS, Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Weiterhin Fokussierung auf Risiken

» Wir sehen Opportunitäten bei Unternehmensanleihen

- Da die Gefahr negativer Überraschungen an den Finanzmärkten gross bleibt, sind wir insgesamt weiterhin defensiv positioniert, insbesondere in den Wandelanleihenstrategien. Hier setzen wir auf eine tiefere Aktiensensitivität (Delta) und eine höhere Kreditqualität als der Vergleichsindex. Zudem fokussieren wir uns auf konvexe Anleihen mit hoher Asymmetrie.
- Da aber die Inflationsentwicklung und die Inflationserwartungen trotz einer temporären Verzögerung des Abwärtstrends (aufgrund wegbleibender Basiseffekte, steigender Energiepreise, und steigendem Lohndruck) insgesamt unter Kontrolle sind, rechnen wir mittelfristig wieder mit tieferen Zinsen. Dies schafft bereits jetzt insbesondere bei Unternehmensanleihen von zinssensitiven Schuldnern erste Opportunitäten.
- In unseren High-Yield-Strategien sind wir moderat defensiv positioniert. Aufgrund der hohen laufenden Verzinsung und einer günstigen Fälligkeitsstruktur des Marktes bieten High-Yield-Anleihen trotz Rezessionsrisiken eine attraktive Risikoprämie (auch im Vergleich zu den Aktienmärkten). Im Investment-Grade- sowie dem Emerging-Market-Segment sind wir ebenfalls leicht defensiver als der Vergleichsindex aufgestellt, aber mit einer neutralen Duration. Auch hier bietet der Markt eine insgesamt interessante Verzinsung und aufgrund der erhöhten Zinssensitivität einen teilweisen Schutz vor Rezessionsgefahren.
- Bei langfristigen Staatsanleihen sehen wir kurzfristig Risiken aufgrund von steigender Verschuldung und dementsprechend steigenden Zinsen. Mittelfristig dürfte aber die stark deflationäre Geldpolitik und eine abkühlende Konjunktur zu wieder tieferen Zinsen führen. In unseren Multi-Asset Strategien sind wir daher von der Duration her neutral positioniert.

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	-	-	+	o	o	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	- ↓	o	-				+ Positiver Markt
Credit Inv. Grade	o ↑	o ↑		-	-	-	o Neutral
Credit High Yield	-	-		o	o	o	- Negativer Markt
Wandelanleihen	-	-	+				-- Sehr negativer Markt

	Edelmet	InduMet	Energie
Rohstoffe	- ↓	-	o

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	<ul style="list-style-type: none"> – Energie – CBs mit hoher Konvexität – CBs mit positiven Renditen 	<ul style="list-style-type: none"> – Versorger, REITS – unprofitable und überbewertete Technologie – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Healthcare, Energie – 5–10-jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> – Immobilien – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Healthcare, Energie – Investment Grade – Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> – Immobilien, Transport – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter, Energie – Grundstoffindustrie 	<ul style="list-style-type: none"> – Einzelhandel – Technologie – CCC-Ratingsegment
Emerging Markets - Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Naher Osten – Indonesien, Südkorea – Laufzeiten < 10 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika – China, Hong Kong – Laufzeiten > 10 Jahre
Emerging Markets - Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – HY-Energiesektor, Goldminen – Lateinamerika (insb. Mexiko und Kolumbien), Indonesien 	<ul style="list-style-type: none"> – 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: US-Haushalte mit schnell steigender Zinslast

Die Bedeutung des Konsums für die US-Konjunktur ist bekannt und doch schenken ihm Investoren nicht immer die gebührende Aufmerksamkeit. Dabei ist bei diesem Thema derzeit viel in Bewegung. Für uns ergibt es daher Sinn, die Faktoren, die den Konsum in den kommenden Monaten beeinflussen dürften, diesen Monat genauer unter die Lupe zu nehmen.

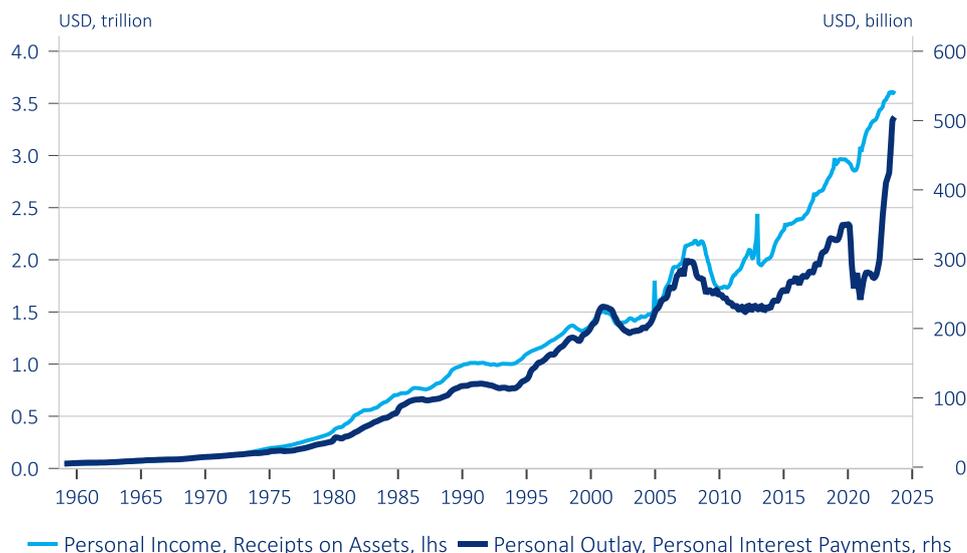
So zeigen die restriktive Geldpolitik und die seit 18 Monaten steigenden Leitzinsen bei den Konsumenten immer stärker Wirkung. Die Grafik zeigt entsprechend einen massiven Anstieg der Zinslast der privaten Haushalte in den USA. Gleichzeitig sind die Überschussersparnisse aus den Pandemie-Hilfsprogrammen mittlerweile ausgegeben.

» US-Konsumenten kommen immer stärker unter Druck

Damit fällt in den kommenden Monaten ein wichtiger Impuls für den privaten Konsum weg. Das ist gefährlich, da sich das verarbeitende Gewerbe (Manufacturing) bereits im Abschwung befindet. Konsum und Dienstleistungen waren bisher die Stützen der Konjunktur.

Da gleichzeitig die langfristigen Zinsen ansteigen (auch die Hypothekenzinsen) und sich die Liquidität im Bankensystem vermindert, rechnen wir in den kommenden Monaten mit zusätzlichem Druck auf die Konsumenten. Dazu tragen auch die anhaltende Schwäche der US-Regionalbanken bei, die eine restriktivere Kreditvergabe praktizieren dürften bei gleichzeitiger Erhöhung der Kreditzinsen. Ein weiteres Warnsignal sind die wiederholten kurzfristigen (innerhalb von wenigen Minuten) Renditesprünge mit anschließendem Rückfall am US-Staatsanleihenmarkt. Solche „Flash-Crashes“ waren in der Vergangenheit stets Vorboten einer Liquiditätskrise.

Chart: Zinszahlungen der privaten US-Haushalte explodieren



Sources: BEA, Macrobond, 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