

# » *Fisch View*

*Thema im Februar:  
„Gegenläufige Kräfte“*



31.01.2024



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Es wirken gegenläufige Kräfte an den Märkten

- Die konjunkturelle Entwicklung und die Finanzmärkte werden aktuell von unterschiedlichen Kräften beherrscht, die sich gegenseitig ausgleichen.
- Bisher unterstützende Faktoren wie der hohe Fiskalimpuls, starke Arbeitsmärkte und die Liquiditätsgenerierung im Bankensystem schwächen sich ab. Aber es bleibt noch viel „Restenergie“ in der Wirtschaft in Form solider Konsumausgaben und immer noch hohen Geldmengen.
- Wir positionieren uns in unseren Strategien vom Risikoexposure her neutral und favorisieren Unternehmensanleihen aufgrund eines attraktiven Chancen-/Risiko-Verhältnisses.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Auf die Konjunktur, die Zinsen, die Inflation und die Finanzmärkte wirken aktuell eine Reihe positiver und negativer Kräfte, die sich mehrheitlich gegenseitig aufheben. Damit befindet sich das allgemeine Umfeld in einem labilen Gleichgewicht, das bereits durch kleine Kräfteverschiebungen gestört werden kann. Insbesondere nimmt der Einfluss bisher unterstützender Faktoren ab, was die Gefahr einer konjunkturellen Abschwächung erhöht. Gleichzeitig wirkt eine weiterhin enorm hohe Staatsverschuldung, vor allem in den USA, potenziell zinstreibend am langen Ende der Zinskurve.

## Aktuelle Entwicklungen: „Restenergie“ im System nimmt ab

- Verschiedene bisher stark unterstützende Faktoren für die Konjunktur wie auch die Finanzmärkte werden sich in absehbarer Zeit deutlich abschwächen. Insbesondere wird eine seit April des vergangenen Jahres an den Börsen wirksame Liquiditätsquelle, die „Overnight Reverse Repo Facility“, bald vollständig austrocknen (siehe auch „Auf dem Radar“ auf Seite 6). Es handelt sich hier zwar um eine in den USA lokalisierte Liquiditätsquelle, die sich allerdings indirekt auf die globale Geldversorgung auswirkt. Zudem sind auch die enorm hohen Überschussersparnisse der privaten Haushalte in den USA in absehbarer Zeit aufgebraucht.
- Insgesamt fallen damit wichtige monetäre sowie konjunkturelle Unterstützungsfaktoren weg. Damit werden die weiterhin restriktive Geldpolitik der Notenbanken, aber auch die sich abschwächenden Arbeitsmärkte wieder stärkeren Einfluss gewinnen. Allerdings befindet sich aktuell noch genügend „Restenergie“ im System, die grössere Turbulenzen verzögern oder dämpfen kann.

➔ **Auf dem Radar:** Liquiditätsgenerierung aktuell noch hoch (Seite 6)

## Einschätzung & Ausblick: Chancen und Risiken ausgeglichen

» Eine Normalisierung des hohen US-Wachstums ist wünschenswert.

- Das Wachstum in den USA hat sich im vierten Quartal auf 3.2% abgeschwächt von 5.1% im Vorquartal. Die Eurozone wiederum ist bereits nahe an einer Rezession. Der Frühindikator des "Conference Board" signalisiert zudem für die USA eine weitere Abkühlung.
- Eine Normalisierung des hohen, durch Sonderfaktoren getriebenen Wachstums in den USA sowie eine Entspannung an den Arbeitsmärkten sind aber grundsätzlich wünschenswert und wirken (auch global) mittelfristig zins- und inflationsdämpfend. Damit wird ein Einpendeln auf einem langfristigen, soliden Gleichgewicht hinsichtlich Konjunktur, Inflation und Zinsen ermöglicht.
- Auf dem Weg zu diesem Gleichgewicht kann es aber aufgrund der oben erwähnten abnehmenden positiven Faktoren (Overnight Reverse Repo Liquidität, Überschussersparnisse und starke Arbeitsmärkte) vorübergehend zu Störungen und erhöhter Marktvolatilität kommen.
- Zudem erscheint die Geldpolitik sowohl der Fed als auch der EZB etwas zu restriktiv. Der Fokus liegt immer noch auf der Inflationsbekämpfung (trotz deutlich fallender Raten) und nicht auf potenziellen Liquiditätskrisen. Und auch die Bank of Japan dürfte bald auf einen restriktiveren Kurs einschwenken. Das erhöht insgesamt die kurzfristigen Gefahren an den Börsen. Allerdings besteht im Fall von Turbulenzen ein grosser Handlungsspielraum für monetäre Lockerungen und das Einschliessen von Notfallliquidität.

Chart: Am US-Arbeitsmarkt gehen die Anstellungen stetig zurück



Sources: BLS, Macrobond, Fisch Asset Management



## Anlageklassen-Präferenzen

Die Tabelle kombiniert Top-Down-Perspektiven mit Bottom-Up-Analysen auf Portfolioebene.

	Übergewichtung	Untergewichtung
<b>Wandelanleihen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Software (Cybersecurity)</li> <li>– Halbleiter (hinsichtlich KI)</li> <li>– CBs mit hoher Konvexität</li> <li>– Kurzlaufende, solide CBs mit Ablaufrenditen 2% über Swap Rates</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– REITS, Versorger</li> <li>– Zyklische Konsumgüter</li> <li>– unprofitable oder überteuerte Technologie</li> <li>– Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität</li> </ul>
<b>Global IG Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Energie, Finanzwerte</li> <li>– 5–10-jährige Laufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Eisenbahn</li> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>
<b>Global Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Energie, Finanzwerte</li> <li>– Investment Grade</li> <li>– Industriestaaten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Eisenbahn</li> <li>– High Yield</li> <li>– Emerging Markets</li> </ul>
<b>Global High Yield</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionsgüter</li> <li>– Energie</li> <li>– Grundstoffindustrie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Technologie</li> <li>– Finanzdienstleistung</li> <li>– CCC-Ratingsegment</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Defensiv</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Südkorea, Mexiko</li> <li>– A-Ratingsegment</li> <li>– Laufzeiten &lt; 5 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– China, Hongkong, Israel</li> <li>– BBB-Ratingsegment</li> <li>– Laufzeiten &gt; 7 Jahre</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika (insb. Mexiko und Brasilien)</li> <li>– HY-Energiesektor</li> <li>– BB-Ratingsegment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> <li>– A-Ratingsegment, CCC-Ratingsegment</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.

## Auf dem Radar: Liquiditätsgenerierung aktuell noch hoch

Im Verlauf des vergangenen Jahres kam es im US-Finanzsystem zu einer bemerkenswerten und historisch einmaligen Liquiditätsgenerierung durch die Geschäftsbanken und die US-Regierung, welche die restriktive Geldpolitik der Notenbank vollständig kompensierte.

In der folgenden Grafik zeigt die hellblaue Linie diesen Anstieg der Liquidität seit Beginn des Jahres 2023 in der Größenordnung von rund 1500 Milliarden US-Dollar. Auffallend ist dabei auch die hohe Korrelation mit den Aktienmärkten, insbesondere auch bei einem vorhergehenden Rückgang dieses Indikators.

» Die US-Geldpolitik befindet sich aktuell nicht in einem Straffungszyklus.

Haupttreiber dieser Entwicklung waren die bereits erwähnten Overnight Reverse Repo Gelder (siehe Seite 2), welche die privaten Banken bei der Fed abzogen und in US-Treasury Bills umschichteten. Diese Umschichtung führte zu einer Erhöhung der Geldmenge und damit der Liquidität im System. Und die stark erhöhten Staatsausgaben der US-Regierung wirkten zusätzlich liquiditätsfördernd. Der Präsident der Fed New York, John Williams, meinte kürzlich sogar, dass sich die US-Geldpolitik deshalb aktuell nicht in einem Straffungszyklus befinde.

Diese Liquiditätsquelle schwächt sich nun aber ab und dürfte Ende des ersten Quartals versiegen. Bis dahin ist deshalb noch mit einer unterstützenden Wirkung, insbesondere auf die Aktienmärkte, zu rechnen. Danach könnte es aber zumindest temporär zu einem erhöhten Liquiditätsstress kommen, falls die Fed nicht rechtzeitig lockert.

**Chart: Die Liquidität im Finanzsystem steigt trotz restriktiver Geldpolitik an**



\* Sum of Fed reverse repo facility & U.S. Treasury General Account

\*\* US equities proxied by the Wilshire 5000 Total Market Index.

Sources: New York Fed, Fed, Wilshire Associates Incorporated, 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.

© 2024 Fisch Asset Management AG