

»» *Fisch View*

*Thema im April:
„Goldilocks: wie lange noch?“*



28.03.2024



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

“Goldilocks”: wie lange noch?

- Die Konjunktur kühlt sich in den USA und Europa ab bei gleichzeitig hartnäckiger Inflation. Wir rechnen daher vorübergehend mit einem stagflationären Trend.
- Die Finanzmärkte preisen aber weiterhin ein „Goldilocks-Umfeld“ ein. Eine Rezession wird nicht erwartet, aber trotzdem rückläufige Inflation und fallende Zinsen bei gleichzeitig moderatem Wirtschaftswachstum. Enttäuschungen werden deshalb wahrscheinlicher.
- Wir positionieren uns vorerst weiterhin neutral, da unsere Indikatoren noch keine Verkaufssignale liefern.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Während die europäische Konjunktur weiterhin stagniert, kühlt sich die heissgelaufene US-Wirtschaft ab. Allerdings stützt die weiterhin hohe Liquidität, die aus der “Overnight Reverse Repo Facility” gespeist wird, vorerst noch die Konjunktur und die Aktienmärkte. Insgesamt schwächen sich die bisher unterstützenden Faktoren in den USA jedoch ab und die Inflation bleibt hartnäckig. Damit entsteht ein für die Geldpolitik potenziell herausforderndes Umfeld und eine schnelle Lockerung der Geldpolitik wird damit erschwert.

Aktuelle Entwicklungen: US-Arbeitsmarkt schwächt sich ab

- Die Arbeitslosenrate in den USA ist im März auf 3.9% angestiegen und notiert damit deutlich über dem Tiefstand vom April letzten Jahres bei 3.4%. Auch die bisher stark konjunkturstützenden Konsumausgaben und Einzelhandelsverkäufe gehen zurück. Das zeigt, dass die enorm hohen Überschussersparnisse aus der Pandemiezeit mehrheitlich aufgebraucht sind. Auffallend ist auch eine zunehmende Schwäche des NFIB Small Business Optimism Index für US-Kleinunternehmen und hier insbesondere auch ein Rückgang der geplanten Einstellungen neuer Mitarbeiter. Kleinunternehmen beschäftigen rund die Hälfte der US-Arbeitskräfte und machen über 40% der wirtschaftlichen Aktivität aus.
- Der schwächere US-Arbeitsmarkt trifft aber gleichzeitig auf eine anhaltend restriktive Geldpolitik, da die Inflation hartnäckig bleibt.
- Ähnliche Tendenzen finden sich auch in Europa. Die Konjunktur stagniert, während die Inflation auf erhöhtem Niveau verharrt. Letzteres aufgrund starken Lohndrucks und damit inflationären Zweitrundeneffekten.

Einschätzung & Ausblick: Monetäre Restenergie nimmt ab

- Die US-Banken halten nach wie vor rund 450 Milliarden US-Dollar an Überschussreserven (ON RRP) bei der Fed. Dieser Saldo wurde zwar in den vergangenen zwölf Monaten von der Spitze bei 2300 Milliarden stetig abgebaut und in US-Staatsanleihen umgeschichtet. Damit flossen diese Gelder zurück an die Finanzmärkte und trugen zur Aktienmarktrally und einer konjunkturellen Stabilisierung in den USA massgeblich bei. Zudem kam es dadurch auch zu einer klaren Lockerung des monetären Umfelds, und die restriktive Geldpolitik beziehungsweise das Quantitative Tightening (QT) der Fed wurden kompensiert. Das monetär lockere Umfeld fördert aber auch inflationäre Tendenzen. Diese können sogar noch zunehmen, solange bis die erwähnten Überschussreserven vollständig in das Finanzsystem zurückgeflossen sind.
- Danach fällt dieser wichtige Unterstützungsfaktor weg. Gleichzeitig nimmt die Fed im Rahmen des QT vorerst weiterhin rund 90 Milliarden US-Dollar monatlich aus dem System und die japanische Notenbank beendet ihre bisher sehr lockere Geldpolitik mit Folgen auch für die globale Liquiditätsversorgung.
- Zudem schwächen sich neben dem US-Arbeitsmarkt auch verschiedene andere Konjunkturindikatoren ab (Ordereingänge, Konsumentenstimmung, Kreditkartenausfälle) bei gleichzeitig hartnäckiger Dienstleistungsinflation und wegfallenden Basiseffekten bei der Güterpreis-inflation. Der steigende Goldpreis deutet hier auf gewisse Gefahren hin (siehe „Thema auf dem Radar“).
- Insgesamt könnte es deshalb in den kommenden Monaten zu einer Kombination von abnehmender Liquidität, abkühlender konjunktureller Dynamik und trotzdem hartnäckiger Inflation kommen. Das bisherige „Goldilocks“-Umfeld kann infolgedessen in Richtung eines stagflationären Trends umschwenken. Allerdings nur vorübergehend, da wir im Fall einer zu starken konjunkturellen Abkühlung sehr schnell mit einer monetären Lockerung der Notenbanken rechnen. In diesem Fall wäre dann auch die Inflation mit grosser Wahrscheinlichkeit ein schnell abnehmendes Problem.

» Liquidität aktuell noch hoch, aber ein Rückgang wird wahrscheinlicher.

Chart: NFIB Small Business Index schwächt sich ab



Quellen: NFIB, Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Chancen und Risiken noch ausgeglichen

» Wir positionieren uns noch neutral und warten auf Verkaufssignale.

- Es wirken weiterhin gegenläufige Kräfte: Einerseits kühlen sich die Konjunktur, die Arbeitsmärkte und der Konsum ab, was auch die Inflation und Zinsen dämpft. Andererseits sorgt die immer noch hohe Liquiditätsversorgung aus dem privaten Bankensystem für ein stark positives Gegengewicht mit Unterstützung für die Konjunktur, aber auch wieder verstärktem Inflationsdruck.
- An den Aktien- und Unternehmensanleihenmärkten halten sich deshalb die positiven und negativen Kräfte die Waage. Tendenziell könnten sogar die positiven Impulse der hohen Liquidität sowie anhaltend starke Mittelzuflüsse in die Märkte für Unternehmensanleihen (Investment Grade und High Yield) noch eine gewisse Zeit für weiter steigende Kurse sorgen. Allerdings sind die Bewertungen an den Aktienmärkten und bei Unternehmensanleihen mittlerweile ambitioniert. Zudem sind die Markterwartungen aktuell sehr hoch. Bereits eine kleine Verschlechterung des Umfelds kann deshalb schnell zu Enttäuschungen führen. Wir positionieren uns deshalb neutral bezüglich Risikoexposition und warten auf monetäre oder markttechnische Warnsignale, um Risiko rauszunehmen.
- An den Staatsanleihenmärkten wirken insbesondere am langen Ende der Zinskurve ebenfalls positive und negative Kräfte gleichzeitig. Die hartnäckige Inflation und wieder leicht steigende Inflationserwartungen sorgen zusammen mit anhaltend hohen Staatsausgaben (insbesondere in den USA) für Zinsaufwärtsdruck. Hinzu kommt der nicht zu unterschätzende Wechsel der Geldpolitik in Japan, welcher mittelfristig zu weniger Nachfrage nach Staatsanleihen in den USA aber auch Europa führen dürfte. Zudem verkaufen die Fed und auch die EZB weiterhin Staatsanleihen im grossen Stil (QT), was einen zusätzlichen Belastungsfaktor darstellt. Andererseits wirkt die abnehmende konjunkturelle Dynamik zinsdämpfend. Insgesamt positionieren wir uns deshalb neutral bezüglich der Duration.

Renditetreiber	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	o ↓	o	+	o	o	o	++ Sehr positiv
Staatsanleihen	o	o	o ↑				+ Positiv
Credit IG (Spreads)	o	o		- ↓	o	o	o Neutral
Credit HY (Spreads)	o	o		o	+ ↑	o	- Negativ
Gesamtrendite							-- Sehr negativ
Wandelanleihen	o ↓	o	+	o			
Credit IG	o	o		o	o	o	
Credit HY	+	+		+	+	+	
	Edelmet	InduMet	Energie				
Rohstoffe	+ ↑	o ↑	o				

Hinweise zur Tabelle: Die Tabelle fasst die Modellergebnisse für die Gesamtrendite von Wandelanleihen und Credit Investment Grade sowie High Yield zusammen, welche eine Funktion der aufgelisteten Renditetreiber sind. 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 für Europa deutsche Bundesanleihen.

Anlageklassen-Präferenzen

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

	Übergewichtung	Untergewichtung
Wandelanleihen	<ul style="list-style-type: none"> – Software (Cybersecurity) – Halbleiter (hinsichtlich KI) – CBs mit hoher Konvexität – Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen 	<ul style="list-style-type: none"> – REITS, Versorger – Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte – 5-10-jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> – Technologie und Basismetalle – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Energie, Gesundheitswesen, Finanzwerte – Investment Grade – Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> – Technologie und Basismetalle – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter – Grundstoffindustrie – Freizeit 	<ul style="list-style-type: none"> – Finanzdienstleistungen – Technologie
Emerging Markets – Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Südkorea, Mexiko – A-Ratingsegment – Laufzeiten < 5 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – China, Hongkong, Israel – BBB-Ratingsegment – Laufzeiten > 7 Jahre
Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (insb. Mexiko und Brasilien) – HY-Energiesektor – Kurzlaufende High-Yield-Anleihen 	<ul style="list-style-type: none"> – Laufzeiten > 10 Jahre – A-Ratingsegment

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: Goldpreis auf Allzeithoch

Der Goldpreis steigt und steigt. Das kann mit der Nachfrage verschiedener Zentralbanken aus den Schwellenländern zu tun haben, die sich vom US-Dollar-Währungsregime lösen möchten. Allerdings dürfte die jüngste Beschleunigung der Kurse auch auf einem grundlegenden Wandel bei den längerfristigen Inflationserwartungen und beim Vertrauen in die Geldwertstabilität basieren.

Der Grund für diesen potenziellen Vertrauensverlust dürfte die aktuelle Kombination aus hoher Finanzmarktliquidität, hartnäckiger Inflation, nicht nachhaltigen und explodierenden Staatsausgaben sowie einer zunehmenden Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen durch die Notenbanken sein.

» Der Goldpreis war historisch stets ein zuverlässiger Indikator für Inflationsgefahren.

Der Goldpreis war historisch stets ein sehr zuverlässiger Indikator für Inflationsgefahren und hat einen realen Wert über mehr als 2000 Jahre bewahrt. Eine mit steigenden Goldpreisen einhergehende Verankerung höherer Inflationserwartungen könnte dann auch zu einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung führen und nicht nur die Erwartungen, sondern auch die Inflation selber anheizen.

Noch scheint die Inflation aber unter Kontrolle – und der steigende Goldpreis lediglich ein Warnsignal, aber noch kein Symptom zu sein. Die weitere Entwicklung muss aber genau beobachtet werden. Eine zunehmende Korrelation zwischen steigenden Goldpreisen und steigenden Renditen für langfristige Staatsanleihen wird zudem wahrscheinlicher, insbesondere dann, wenn die Notenbanken am kurzen Ende zu schnell lockern.

Chart: Der Goldpreis hat ein neues Allzeithoch erreicht



Quellen: 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