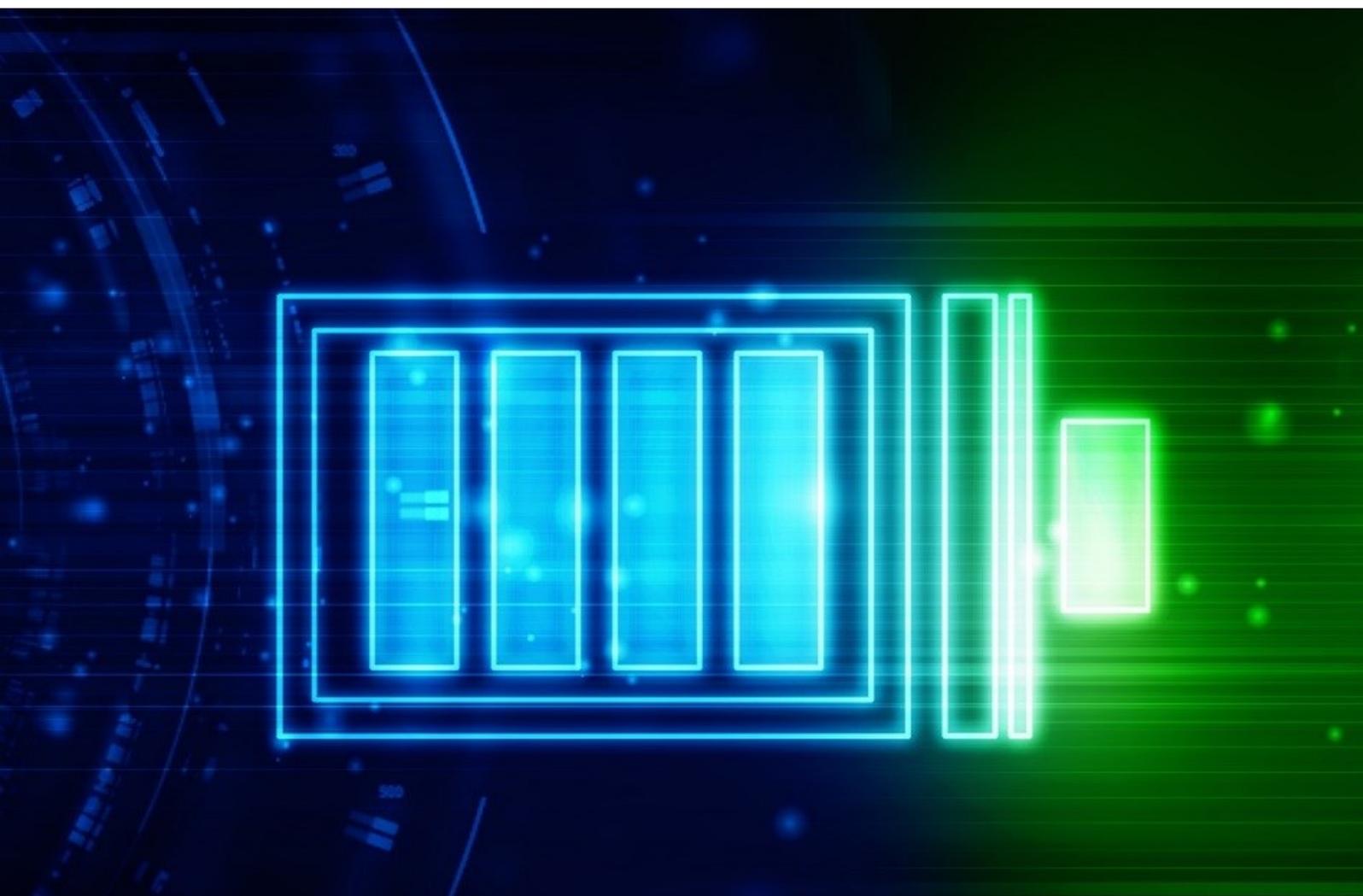


# »» *Fisch View*

*Thema im Mai:  
„Hohe Restenergie im System“*





**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Hohe Restenergie im System

- Der Konsum in den USA bleibt aufgrund verschiedener monetärer und fundamentaler Faktoren weiterhin robust und überlagert vorerst noch anhaltende Schwächezeichen aus der verarbeitenden Industrie sowie bei mittelständischen Unternehmen.
- Die derzeit noch unterstützenden Faktoren führen aber auch zu wieder höherem Inflationsdruck und steigenden Zinsen.
- Es bilden sich wirtschaftliche Ungleichgewichte. Unsere Indikatoren liefern noch keine Verkaufssignale, weshalb wir uns weiterhin neutral beim Risikoexposure, aber vorsichtig bei der Duration positionieren.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die Konjunktur in den USA kühlt sich ab, bleibt aber noch solide. Die Konsumenten halten die Wirtschaft am Laufen, jedoch weisen mehrere Indikatoren auf eine abnehmende Konsumdynamik hin und das verarbeitende Gewerbe bleibt schwach. Damit steht die US-Konjunktur nicht auf einem nachhaltigen und selbsttragenden Fundament, und es besteht mittelfristig das Potenzial zu einem wirtschaftlichen Ungleichgewicht. Aus der EU und China sind zudem kurzfristig keine stützenden Einflüsse zu erwarten, da hier die Konjunktur bereits jetzt nur sehr mässig läuft.

## Aktuelle Entwicklungen: US-Einzelhandel sehr stark

- Nach einem starken Start ins Jahr war der Monat April ein schwieriger Monat für die Finanzmärkte. Die globalen Aktienmärkte kamen unter Druck, während die langfristigen Zinsen anstiegen. Dies hing teilweise mit der hartnäckigen US-Inflation zusammen und es kamen Zweifel auf, ob die Fed dieses Jahr die Zinsen überhaupt noch senken könne. Entsprechend hat die Fed Anfang Mai auch keinen Hinweis auf eine baldige Änderung ihrer Zinspolitik gegeben.
- Spiegelbildlich zur hartnäckigen Inflation sind die US-Einzelhandelsumsätze als Zeichen einer robusten Konjunktur im März erneut deutlich angestiegen. Gründe dafür sind ein starker Arbeitsmarkt, steigende Löhne, hohe Verzinsung auf Ersparnissen und steigende Aktienmärkte mit entsprechend positiven Vermögenseffekten.
- Aber alle diese positiven Faktoren basieren letztlich auf nicht nachhaltig hohen Staatsausgaben und Restliquidität im Bankensystem aus der Pandemiezeit. Dies wiederum führt zu Aufwärtsdruck bei den langfristigen Zinsen, der Inflation und den Inflationserwartungen.

## Einschätzung & Ausblick: Schwieriges Timing

- Die Staatsverschuldung der USA steigt derzeit mit 7.5% p.a. (im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt) enorm schnell an. Die Schuldenquote im Verhältnis zum BIP nähert sich 130% (im Gegensatz zur Eurozone mit noch wesentlich moderateren 89%). Das erhöht das Angebot an US-Staatsanleihen erheblich. Zudem besteht in den kommenden 12 Monaten ein Refinanzierungsbedarf von rund 9500 Milliarden US-Dollar. Gleichzeitig fallen verschiedene ausländische Zentralbanken als Käufer zunehmend weg, da sie die Abhängigkeit von US-Dollar-Anlagen reduzieren wollen, und die Fed verkauft ebenfalls weiter ihre US-Treasury-Bestände. Die Bank of Japan wird zudem geldpolitisch restriktiver und zieht damit vermehrt Kapital aus den USA in Richtung Japan an. Das sind alles Faktoren, die zu einem Aufwärtsdruck auf die langfristigen US-Staatsanleihezinsen führen.
- Hinzu kommt eine hartnäckige Inflation sowie mittelfristig ein wichtiger demographischer Faktor: Die Generation der Baby-Boomer geht zunehmend in Rente und muss ihre in US-Staatsanleihen angelegten Ersparnisse auflösen. In abgeschwächter Form sehen wir ähnliche Entwicklungen auch in Europa.
- Allerdings wirken diesem Zinsaufwärtsdruck auch starke gegenläufige Kräfte entgegen. Einerseits wird die bisher wichtige inflations- und markttreibende Liquiditätsquelle im US-Bankensystem („Overnight Reverse Repo Facility“) bald versiegen. In den vergangenen Monaten sind hier mehr als 2000 Milliarden US-Dollar in die Märkte geflossen und es bleiben jetzt nur noch rund 440 Milliarden übrig. Das wird in absehbarer Zeit zu rückläufigem Geldmengenwachstum führen und damit dämpfend auf Inflation und Zinsen wirken. Zudem zeigen verschiedene Sektoren und Segmente (verarbeitendes Gewerbe und der US-Mittelstand) schon seit längerem Schwächen. Dies könnte in den nächsten Monaten auf den bisher robusten Konsum übergreifen und noch in diesem Jahr zu einer rückläufigen Konjunkturdynamik führen. Auch dies wäre vorübergehend zinsdämpfend. Zudem würde in diesem Fall die Fed mit grosser Wahrscheinlichkeit mit Zinssenkungen eingreifen und möglicherweise sogar wieder Staatsanleihen kaufen.
- Solche Hilfsmassnahmen der Fed (und allenfalls auch anderer Notenbanken) könnten bei zu früher Umsetzung aber genau das Gegenteil bewirken und wieder zu höherer Inflation und damit auch höheren langfristigen Zinsen führen. Damit bleibt die aktuelle Ausgangslage sehr störungsanfällig und schwierig zu timen.

» Es wirken gegenläufige Kräfte auf langfristige US-Zinsen.

**Chart: Die langfristigen Zinsen steigen weiter**



Sources: Macrobond, U.S. Treasury, 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>– Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– REITS, Versorger</li> <li>– Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech</li> <li>– Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität</li> </ul>
<b>Global IG Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Energie, Gesundheitswesen, Konsumgüter</li> <li>– 5-10-jährige Laufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Technologie und Basismetalle</li> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> </ul>
<b>Global Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Energie, Gesundheitswesen, Automobil</li> <li>– Investment Grade</li> <li>– Industriestaaten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Technologie und Basismetalle</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>– Grundstoffindustrie</li> <li>– Freizeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport</li> <li>– Finanzdienstleistungen</li> <li>– Technologie &amp; Elektronik</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Defensiv</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Südkorea, Afrika</li> <li>– A-Ratingsegment</li> <li>– Laufzeiten &lt; 5 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– China, Naher Osten</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>– Kurzlaufende High-Yield-Anleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> <li>– A-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: Greenspans Fed-Modell

Das berühmte Fed-Modell, welches das Zinsniveau mit der Ertragskraft der S&P 500-Aktiengesellschaften vergleicht und auf den legendären Fed-Präsidenten Alan Greenspan zurückgeht, liefert erstmals seit 22 Jahren ein Warnsignal für den Aktienmarkt.

» US-Staatsanleihenrenditen liegen über den Gewinnrenditen des Aktienmarktes.

Aufgrund des jüngsten Anstiegs der Zinsen für 10-jährige US-Staatsanleihen und der gleichzeitigen Verteuerung des US-Aktienmarktes in Form höherer Kurs/Gewinn-Verhältnisse liegt die Staatsanleihenrendite seit kurzem über der Gewinnrendite (Earnings Yield =  $1/\text{KGV}$ ) von US-Aktien (siehe Grafik). Laut Fed-Modell ist es derzeit deshalb ertragsreicher, in Staatsanleihen (ohne jegliches Kreditrisiko) zu investieren als in Aktien.

Dieses Signal deutet auf einen Paradigmenwechsel von einem deflationären zu einem inflationären Umfeld mit tendenziell höheren langfristigen Zinsen hin. Insgesamt suchen die Aktien- und Zinsmärkte derzeit nach einem neuen Gleichgewicht. Da zusätzlich ein enormer Anstieg bei der US-Staatsverschuldung hinzukommt, wird der Zinsdruck noch verstärkt.

Unmittelbare grosse Gefahren für die Aktien- und Zinsmärkte sehen wir zwar noch nicht. Im Notfall könnte ein weiterer Zinsanstieg durch erneute Staatsanleihenkäufe (QE) der Fed gedämpft werden. Aber vielfach handelt es sich bei solchen Massnahmen um eine Symptombekämpfung und nicht um die Lösung des Problems.

### Chart: Fed-Modell liefert erstmals seit 22 Jahren ein Warnsignal für Aktien



Quellen: Bloomberg, 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