

» *Fisch View*

*Thema im Oktober:
„Chinesische Zentralbank unter Zugzwang“*



26.09.2024



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Chinesische Zentralbank unter Zugzwang

- Eine weiter abnehmende Liquiditätsversorgung der globalen Finanzmärkte wird zu einem zunehmenden Belastungsfaktor für die Aktien- und Kreditmärkte, wirkt aber erst mit Verzögerung.
- China nähert sich einer deflationären Lohn-Preis-Spirale, die das globale Finanzsystem ebenfalls negativ beeinflussen könnte, solange die chinesische Regierung und Zentralbank nicht entschlossener eingreifen.
- Die sich global abschwächende konjunkturelle Entwicklung spielt dagegen weiterhin nur eine untergeordnete Rolle für die kurzfristige Entwicklung der Aktienmärkte und wird erst mittelfristig relevant.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Der US-Arbeitsmarkt liefert weiter Abkühlungssignale. Zudem sinkt die Sparquote und es mehren sich Ausfälle bei Kreditkartenschulden. Dies deutet neben einer Reihe anderer Frühindikatoren auf eine abnehmende konjunkturelle Dynamik und bevorstehende Probleme beim bisher noch sehr robusten Konsum in den USA hin. Insgesamt führen diese Faktoren aber zu einem inflations- und damit zinsdämpfenden Umfeld, was wiederum stabilisierend für die Konjunktur ist. Damit wirken vorerst noch sich gegenseitig aufhebende positive und negative Kräfte auf die Konjunktur.

Aktuelle Entwicklungen: China wird zum globalen Sorgenkind

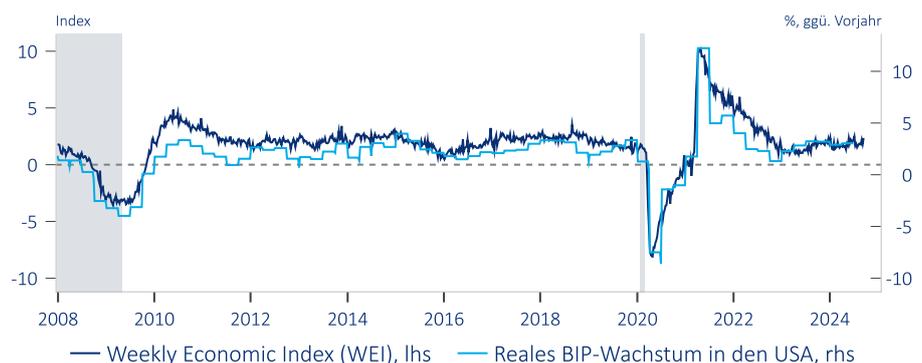
- In China verstärkt sich der Abwärtsdruck auf die Konjunktur. Es droht eine für die Regierung und Notenbank nur schwer zu kontrollierende negative Deflationsspirale. Damit dürfte die Entwicklung in China zunehmend auch zu einem globalen Störfaktor werden.
- Allerdings werden die Aktien- und Kreditmärkte weiterhin vorwiegend von Liquiditätsflüssen getrieben und noch nicht von konjunkturellen Faktoren in den USA, Europa und China. Verschiedene bisher stark sprudelnde Liquiditätsquellen beginnen jetzt aber auszutrocknen.
- Allerdings wirken diese abnehmenden Liquiditätsflüsse erst mit einer Verzögerung von drei bis sechs Monaten. Damit ist noch nicht unmittelbar mit einer Trendwende an den Aktien- und Kreditmärkten zu rechnen. Die noch sehr hohen Liquiditätsbestände dürften deshalb kurzfristig noch für Unterstützung sorgen, insbesondere wenn die jüngsten Zinssenkungen der Fed und EZB zu einer Umschichtung vom Geldmarkt in die Aktien- und Kreditmärkte führen.

Einschätzung & Ausblick: Inflationsdämpfende Faktoren wirken

- Trotz noch hohen Liquiditätsbeständen und enormen Staatsausgaben in den USA schwächen sich der Arbeitsmarkt und die Konjunktur weiter ab. Das ist bedenklich, da sich offenbar eine zunehmende Immunität gegenüber fundamentalen und monetären Stimuli entwickelt. Mittelfristig droht damit ein Kontrollverlust der Fed und des US-Finanzministeriums.
- Die jüngsten US-Arbeitsmarktdaten zeigen eine schnelle Abnahme offener Stellen bei gleichzeitig weniger Anstellungen. Zudem bleiben die mittleren und kleineren Unternehmen in den USA weiter unter Druck. Diese Unternehmen repräsentieren immerhin rund 45% der US-Wirtschaftsleistung und waren historisch für mehr als 50% der neu geschaffenen Stellen verantwortlich. Der derzeit noch robuste Konsum ist dagegen kein Frühindikator, sondern läuft der Konjunkturentwicklung nach. Zudem steigen die Zahlungsausfälle auf Kreditkartenschulden weiter an – ein erstes Anzeichen einer bevorstehenden Abschwächung des Konsums in den USA.
- Zusätzlich verschlechtert sich, wie schon erwähnt, die Entwicklung in China zunehmend. China war bis vor kurzem noch ein global eher stabilisierender Faktor, entwickelt sich aber immer mehr zum Sorgenkind. Insbesondere droht aufgrund der exportorientierten Industriepolitik und des stark rückläufigen Inlandkonsums eine Exportschwemme, die speziell in der EU und Deutschland zu Problemen führen dürfte.
- Die Echtzeit-Konjunkturindikatoren in den USA (GDPNow und Weekly Economic Index) signalisieren aber noch keine unmittelbar bevorstehende Rezession. Damit dürfte die globale Konjunkturentwicklung vorerst noch keine negativen Impulse für die Aktien- und Kreditmärkte liefern.
- Die Inflation wird durch die deflationär wirkende Konjunkturabkühlung in den USA und insbesondere in China (mit Druck auf die Rohstoffpreise), sowie der austrocknenden Liquiditätsflüsse bereits jetzt gedämpft. Allerdings wirken eine Reihe gegenläufiger Kräfte: Dazu zählen der Wegfall von Basiseffekten, Saisonalität im vierten Quartal sowie geopolitische Spannungen. Diese sprechen eher wieder für höhere Inflationsraten, was auch durch den steigenden Goldpreis bestätigt wird. Insgesamt ergibt sich aufgrund dieser Faktoren deshalb ein neutraler bis leicht positiver Ausblick für die Inflation.

» Die Konjunktur in China dämpft die globale Inflation.

Chart: Der „Weekly Economic Index“ signalisiert noch stabiles US-Wachstum



Quellen: Dallas Fed, BEA, Fisch Asset Management

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) – Healthcare – CBs mit hoher Konvexität – Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen – Ausgewogene chinesische Investment-Grade-Technologie-CBs mit hoher Konvexität 	<ul style="list-style-type: none"> – REITS, Versorger – Zyklische Konsumgüter – 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"> – Gesundheitswesen, Finanzwerte – 5-10-jährige Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter, Transport – Laufzeiten > 10 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Gesundheitswesen, Finanzwerte – Investment Grade – Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> – Transport, Technologie – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter, Energie – Grundstoffindustrie 	<ul style="list-style-type: none"> – Transport – Finanzdienstleistungen – Technologie & Elektronik
Emerging Markets – Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika, Teile Asiens – Chile, Mexiko, Südkorea – Laufzeiten < 7 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – Asien, Naher Osten – Israel, Katar, Saudi-Arabien, China – Laufzeiten > 7 Jahre
Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (Brasilien, Kolumbien, Mexiko) – High-Yield-Energiesektor – Kurzlaufende High-Yield-Anleihen 	<ul style="list-style-type: none"> – Asien, Naher Osten – 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: Deflationsspirale in China

Die chinesische Konjunktur schwächelt bereits seit längerem. Allerdings schien die Situation bisher unter Kontrolle. Dank moderater staatlicher und geldpolitischer Unterstützung konnte eine eigentliche Rezession vermieden werden.

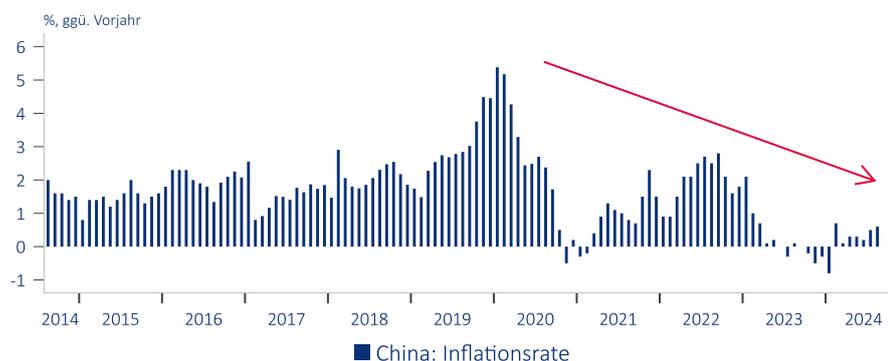
Mittlerweile mehren sich aber die Anzeichen einer beschleunigten Kontraktion, insbesondere auch am ohnehin schon äusserst schwachen Immobilienmarkt, und eines weiteren Anstiegs der Jugendarbeitslosigkeit. Zudem sind private Investitionen stark rückläufig.

Damit besteht immer mehr die Gefahr, dass es zu einer nur noch schwierig zu kontrollierenden deflationären Lohn/Preis-Spirale und damit einem „Strömungsabriss“ beim konjunkturellen Wachstum kommt. Historische Erfahrungen aus den USA und insbesondere aus Japan zeigen, dass in diesem Fall schnelle und massive staatliche und geldpolitische Massnahmen erforderlich sind. Je länger mit Hilfsmassnahmen zugewartet wird, desto aufwändiger wird die Problemlösung in der Zukunft. Immerhin hat die Chinesische Zentralbank soeben weitere Zinssenkungen und einen tieferen Mindestreservesatz angekündigt. Insgesamt scheint dies aber noch zu zaghaft, um eine nachhaltig positive Wirkung in der Wirtschaft zu erzielen.

» Die Entwicklung in China wird zunehmend auch global relevant.

Damit wird die Entwicklung in China zunehmend auch global relevant. Der bisher neutrale bis leicht stabilisierende Einfluss Chinas auf die Weltkonjunktur droht, sich in stark negative Impulse zu verwandeln. Insbesondere, wenn versucht wird, die Probleme mit einer Exportwelle bei gleichzeitig fallendem privaten Inlandkonsum zu beheben. In diesem Fall würde die deflationäre Kontraktion in China ins Ausland exportiert. Einer der Hauptverlierer wäre hier sicherlich Deutschland. Zusätzlich kämen die Rohstoffpreise, insbesondere Kupfer und Erdöl, weiter unter Druck.

Chart: Deflationärer Druck in China



Quellen: NBS, 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