

Marktkommentar 1.Quartal 2023

Zinsen, Zinsen, Zinsen ...!

Die globalen Kapitalmärkte und die globale Konjunktur starteten das Jahr in unerwarteter Weise positiv und strafften den überwiegenden Konsens der Marktbeobachter zum Ende des Jahres 2022 Lügen!

Die Prognosen und Markterwartungen für die ersten Monate des neuen Jahres zeigten einen signifikanten Pessimismus und dies in einer schon beängstigenden Einigkeit. Nimmt man diesen gegebenen, überwältigenden Konsens als Maßstab, verwundert es nicht, dass Märkte dann oftmals genau das Gegenteil von dem machen, was erwartet wurde! Entgegen allen Erwartungen konnte ein erfreuliches und positives erstes Quartal verbucht werden.

Insbesondere die amerikanische Volkswirtschaft zeigte im ersten Quartal ihr nach wie vor solides Fundament. Gestützt auf einen robusten Arbeitsmarkt und deutlich nachgebende Energiepreise, die den Verbrauchern zusätzliche Luft zum Konsumieren gaben, wuchs die amerikanische Volkswirtschaft deutlich und widerstand bis dato den Zinserhöhungen der Notenbank.

Der warme Winter in Europa begünstigte auch hierzulande das Wachstum und die Konjunktur und reduzierte die Rezessionsängste deutlich. In Japan zeigten sich die Verbraucher, nach dem Auslaufen der COVID bedingten Einschränkungen, ausgabenfreudig und unterstützten die konjunkturelle Entwicklung deutlich. Und in China erholte sich die Wirtschaftstätigkeit rasch, nachdem die extremen COVID Beschränkungen im Dezember aufgehoben wurden, mit den positiven Effekten auf den gesamten Komplex der Schwellenländer.

Während sich die Gesamtinflation in den entwickelten Ländern und Regionen weiter abschwächte, zeigte sich die Inflation in den Dienstleistungssektoren weiter hartnäckig und hielt die Notenbanken mit dem Zinserhöhungskurs und der weiteren Straffung hartnäckig auf Kurs. Diese Entwicklungen, zuzüglich der weiter deutlich erhöhten Inflation im Häuser – und Immobiliensektor, lassen viele Marktbeobachter einen weiter steinigten Weg erwarten und keine schnelle Rückkehr zu den Notenbankzielen von 2 Prozent.

Im Gegensatz hierzu verharren die Inflationszahlen in China weiter auf tiefem Niveau und geben der Notenbank mehr Raum zum Manövrieren. In Japan steigt die Inflation das erste Mal seit über 30 Jahren auf die anvisierten Notenbankziele, verbleibt allerdings deutlich unter den Niveaus der westlichen entwickelten Volkswirtschaften.

Chart: Bloomberg Inflation USA und Europa

Dieser Chart stellt die die Entwicklung der amerikanischen und europäischen Inflationsdaten dar und er bleibt der Schlüssel zur weiteren Entwicklung an den globalen Kapitalmärkten.

Es ist unzweifelhaft festzustellen, dass die Inflationsentwicklung einen möglicherweise entscheidenden Punkt erreicht hat – den Wendepunkt! Der Anfang dieser Entwicklung konnte schon gegen Ende des Jahres 2022 beobachtet werden und verfestigte sich in den ersten Monaten des Jahres 2023.

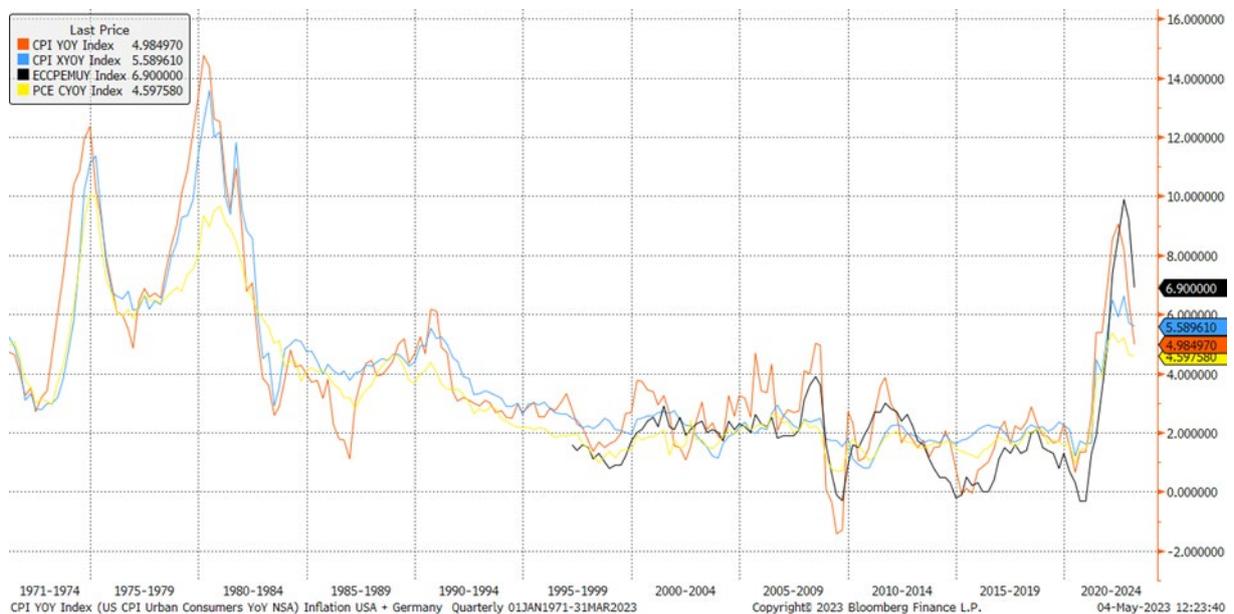
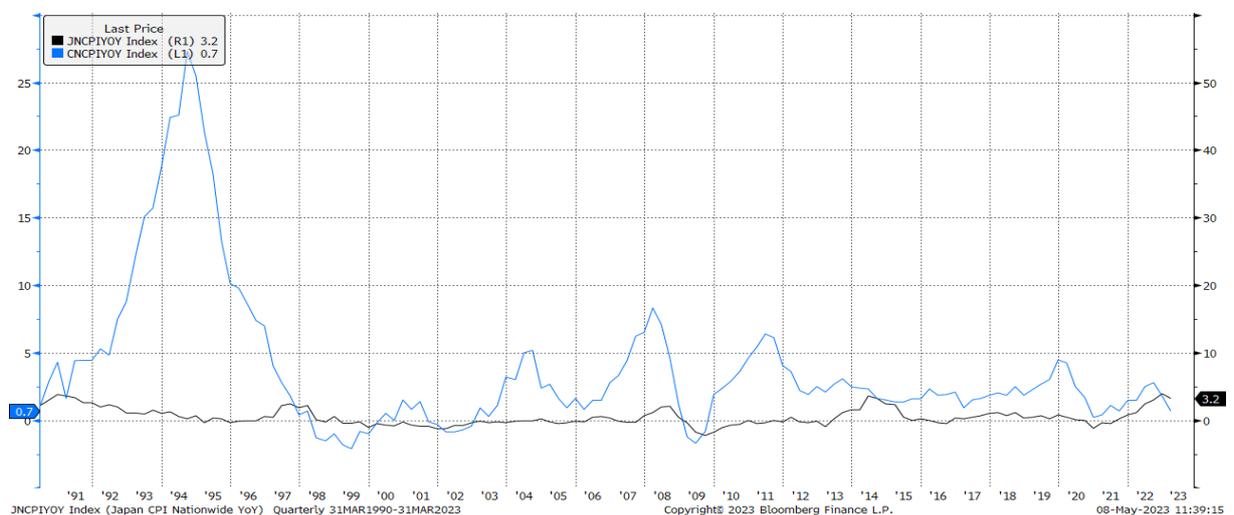
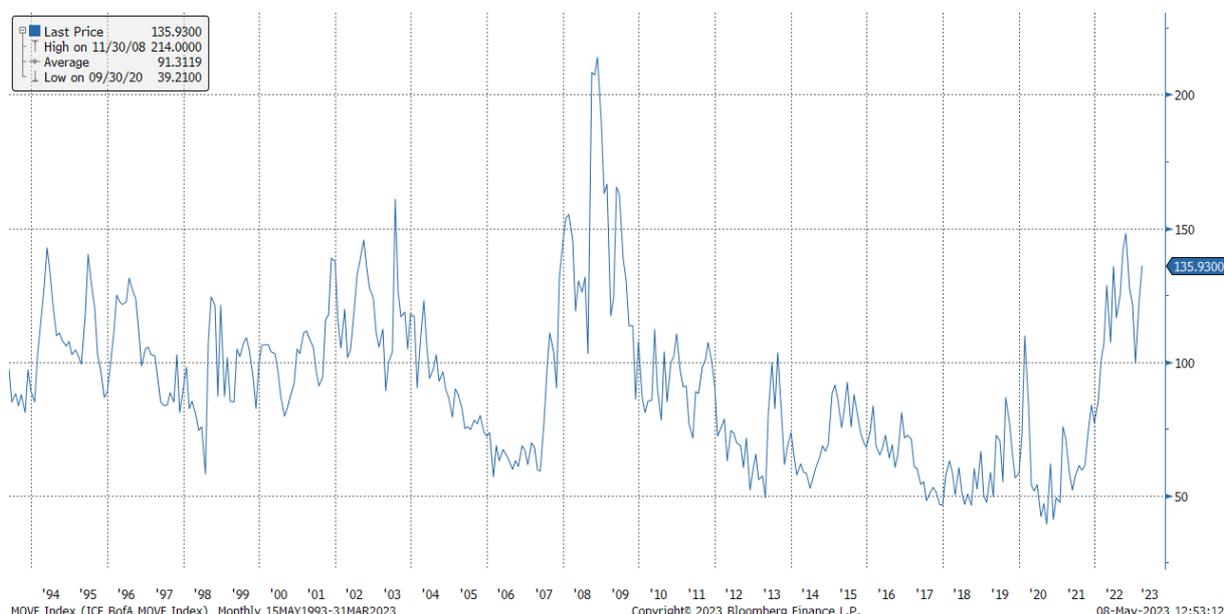


Chart: Bloomberg Inflation China und Japan



Unter dem Strich boten die Kapitalmärkte in den ersten drei Monaten des Jahres eine positive Entwicklung. Nach dem außergewöhnlichen Jahr 2022, mit Verlusten sowohl auf der Anleihe- als auch der Aktienseite, und der ausgebliebenen Jahresendrally, holten die Märkte im Januar anscheinend vieles nach, und zeigten getrieben von Aktien und Unternehmensanleihen aller Qualitäten, deutliche Kursgewinne. Ausschlaggebend für diese Bewegungen sollten vor allem der überwiegende Pessimismus, die nachlassende Inflationsdynamik, verbunden mit reduzierten Zinserhöhungserwartungen sein. Im Februar startete eine Gegenbewegung und Korrektur, ausgelöst von stärker als erwarteten Konjunkturdaten und erneut aufkeimenden Zinsängsten. Die ausgelösten Schwankungen lassen sich am besten am Volatilitätschart für Anleihen zeigen, der auf dem höchsten Stand seit 15 Jahren steht.

Chart: Bloomberg Volatilität Anleihen USA



Im März führten dann die Probleme im regionalen amerikanischen Bankensektor und bei der europäischen Großbank Credit Suisse zu erneuter Risikoaversion und erheblichen Schwankungen an den Kapitalmärkten. Eine Beruhigung setzte erst mit den schnellen und umfassenden staatlichen Unterstützungsmaßnahmen ein, die mit der zweitgrößten historischen Bankenpleite in den USA endete und der erzwungenen Übernahme der Credit Suisse durch die UBS. In beiden Fällen kann von einem „whatever it takes“ Moment in Analogie zu den Worten von EZB Präsident Draghi in der europäischen Schuldenkrise 2011 gesprochen werden.

Unterstützung und Erholung kam von den Zins – und Anleihemärkten, die nach kurzer Zeit, nicht nur das Ende des Zinserhöhungszyklus in den USA, sondern auch massive Zinssenkungen, noch in diesem Jahr, einpreisten.

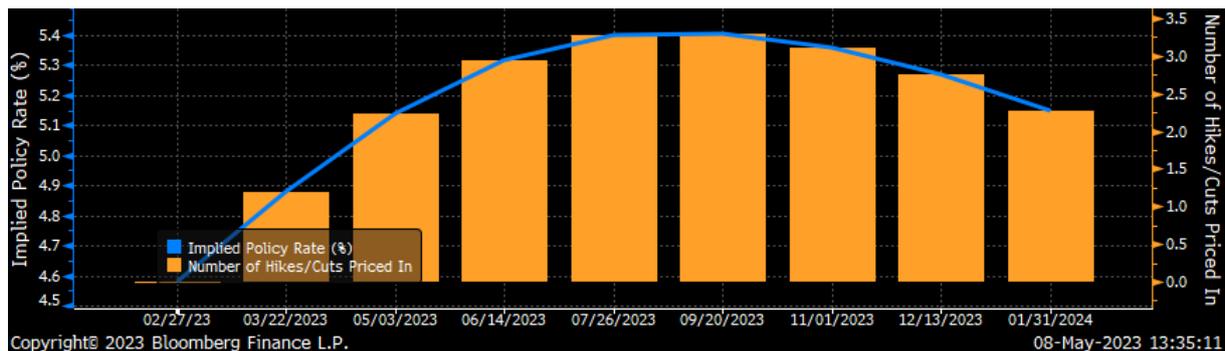
Chart: Bloomberg FED Erwartung Zinsen (31.März 2023)



Graphisch schön dargestellt zeigt das Schaubild oben die Erwartung der Marktteilnehmer, dass die amerikanische Notenbank die Zinsen nicht nur, nicht weiter erhöht, sondern bis Januar 2024 um ca. 100 Basispunkte von 5 Prozent auf 4 Prozent senkt!

Chart: Bloomberg FED Erwartung Zinsen (28.Februar 2023)

Im Vergleich hierzu zeigen die Erwartungen der Marktteilnehmer zum Monatsultimo Februar 2023 deutlich höhere Notenbankzinsen über den Verlauf des Jahres 2023 bis ins Jahr 2024! Die Erwartungen standen bei 5 Prozent!

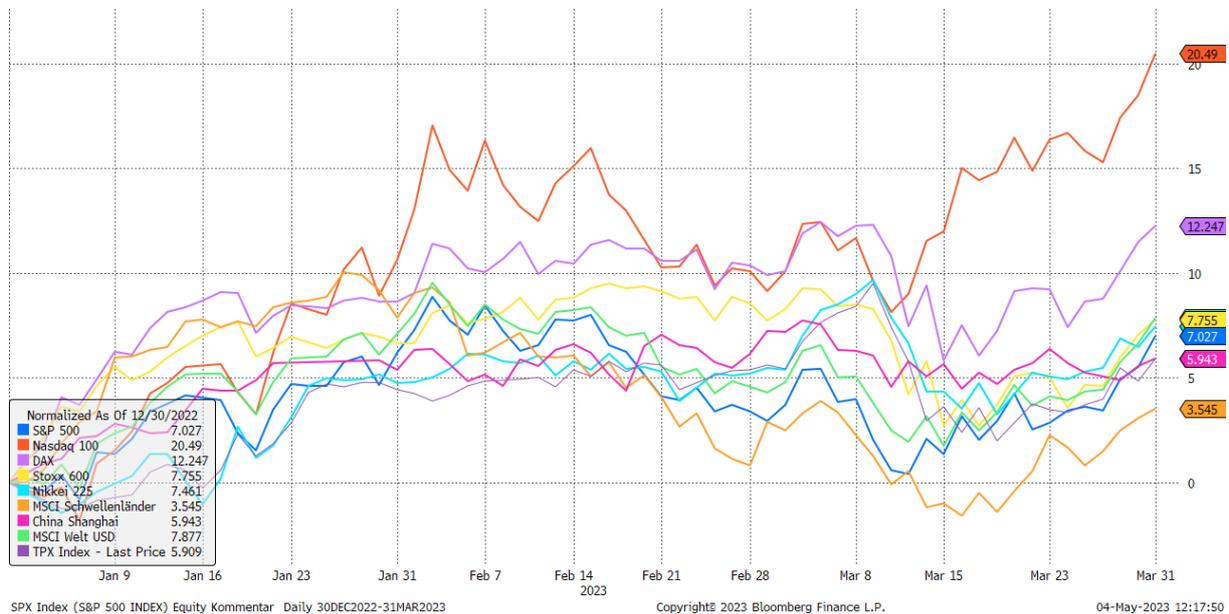


Die abrupten Bewegungen und hohen Schwankungen an den Zinsmärkten in den ersten Monaten des Kalenderjahres, signalisieren hohe Unsicherheit und strahlen auf alle Bereiche der Kapitalmärkte aus und beeinflussen deren Entwicklung!

Doch über die unmittelbaren Auswirkungen auf die Kapitalmärkte hinausgehend - ein schwächerer USD, billigere Energiepreise oder steigende Technologieaktien, signalisieren die Bewegungen an den Zinsmärkten, ein unmittelbar steigendes und höher werdendes Risiko einer Rezession. Die Notenbanken stehen vor der nicht

beneidenswerten Aufgabe, die fallende, aber weiter hohe Inflation, in Richtung 2 Prozent zu bringen und gleichzeitig Augenmerk auf die Stabilität des Bankensystems zu haben.

Chart. Bloomberg Globale Aktienmärkte 2023



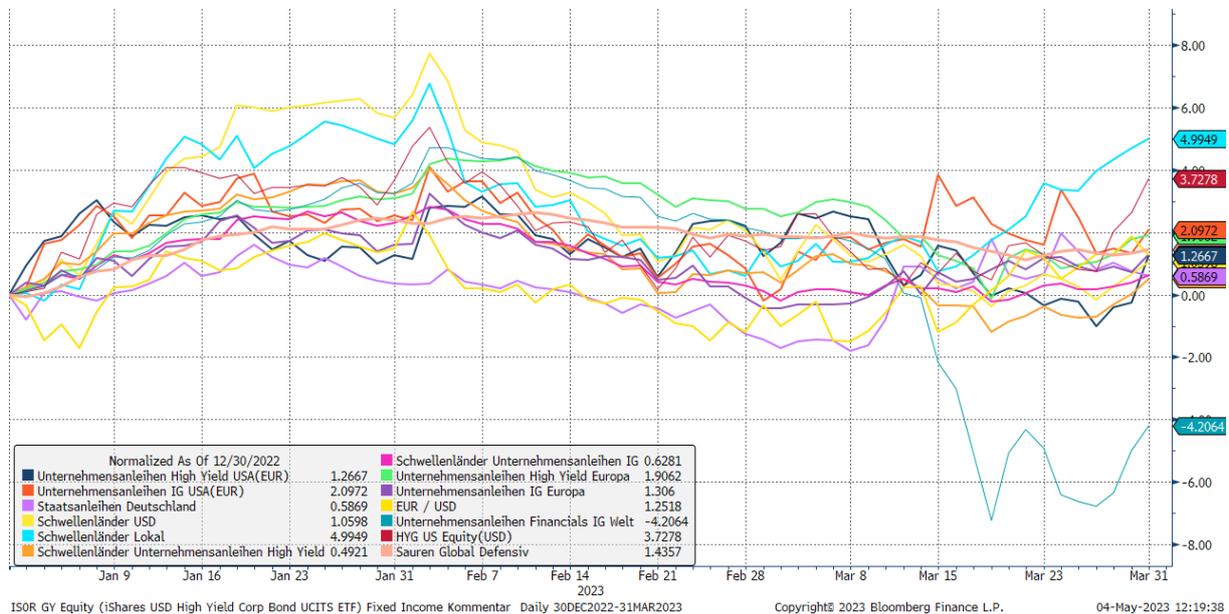
Die globalen Aktienmärkte starteten das Kalenderjahr mit Kursgewinnen und schüttelten für das Erste die Kursverluste des Vorjahres ab. Der Risikoappetit der Investoren wurde durch die resistente amerikanische Volkswirtschaft, fallende Energiepreise insbesondere in Europa und das überraschend schnelle Öffnen der chinesischen Volkswirtschaft geweckt.

Die Kursgewinne im Verlauf des Quartals verliefen allerdings unter hohen Schwankungen, deutlich verstärkt durch die Krise der Banken in den USA und Europa. Insbesondere nach diesen Ereignissen, führten Spekulationen über ein Ende des Zinsanhebungszyklus und Zinssenkungsfantasien, wieder zu deutlich steigen Notierungen.

Profitieren konnten vor allem die Verlierer des letzten Jahres – Technologiewerte. Der Technologieindex Nasdaq steigt ca.20% und auch der deutsche DAX kann mit 12% deutlich zulegen. Schwellenländer bleiben in der Entwicklung etwas hinterher und legen um 3.5% zu!

Wermutstropfen an dieser Entwicklung bleibt, dass die hohe Konzentration der großen Technologiewerte in den Indizes, gerade in den USA, einen maßgeblichen Anteil an der Entwicklung hat und der breite Markt deutlich zurückbleibt. Für weitere Kursgewinne ist es unerlässlich, dass der breite Markt ebenfalls Kaufinteresse erfährt, ansonsten steht diese Entwicklung auf tönernen Füßen! Anders formuliert erscheinen weitere Kursavancen im Verlauf des Kalenderjahres nur sehr schwer zu realisieren und es besteht die Gefahr, dass die Jahreshöchststände im ersten Quartal bereits erreicht wurden.

Chart. Bloomberg Anleihen 2023



Turbulent verlief das abgelaufene Quartal an den Anleihemärkten!

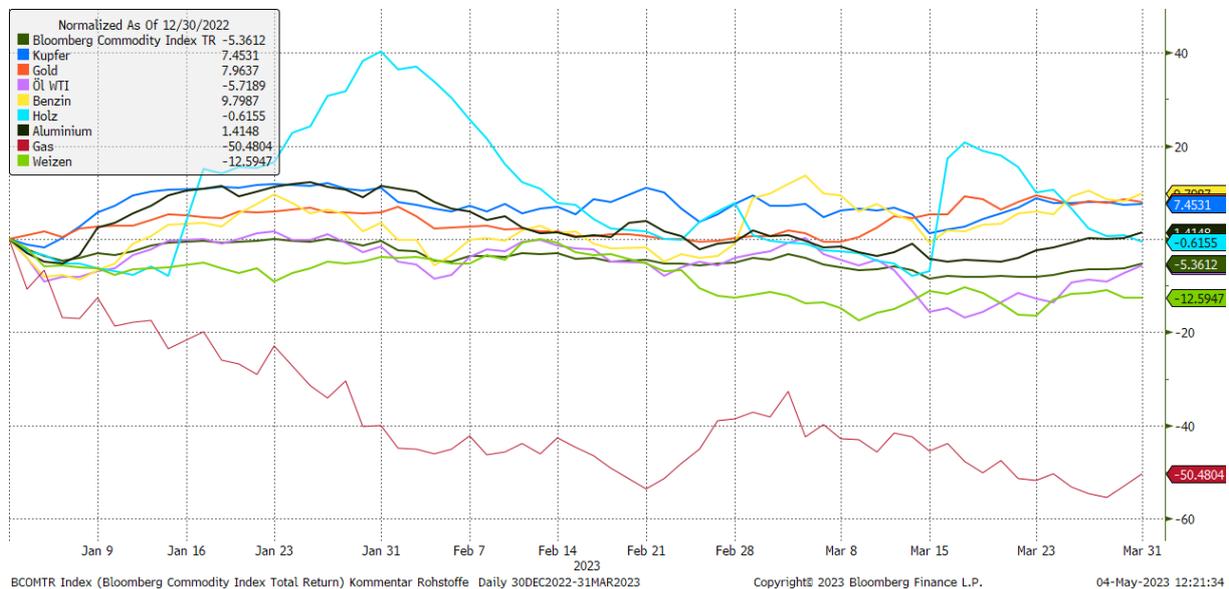
Das auf und ab an den Anleihemärkten startete zu Jahresbeginn mit der Hoffnung auf ein schnelles Ende der Zinserhöhungen, wurde im Februar von erneuten Inflationssorgen und steigenden Renditen abgelöst und mündete in die Sorgen um den Bankensektor ein.

Manchmal kann ein wenig Chaos aber nichts Schlechtes sein, im Besonderen für Anleihen. Vor der Bankkrise im März sollten Zinserhöhungen die einzige Möglichkeit der Notenbanken sein die Inflation zu bekämpfen und auf die Notenbankziele zurückzuführen. Im Zuge der Entwicklungen um die Banken erscheint es wahrscheinlich, dass die Notenbanken sehr viel ausgewogener und maßvoller mit ihren Anstrengungen umgehen, die Inflation auf die Notenbankziele zurückzuführen. Die Risiken aus den Zinserhöhungen für die Stabilität der Finanzmärkte, vor allem über den Bankenmechanismus, erschweren diese Aufgabe und es erscheint sinnvoll anzunehmen, dass in der aktuellen Situation ein vorsichtigerer Ansatz angemessener erscheint. Auch wenn dies bedeuten sollte, dass es mehr Zeit benötigt wird die Inflation zurück zu den Notenbankzielen zu führen.

Die Anleihemärkte dürften dieses Szenario begrüßen!

Die breiten globalen Anleihemärkte rentierten in den ersten Monaten des Jahres durchweg positiv. An der Spitze der Entwicklung standen Schwellenländer Staatsanleihen in lokaler Währung mit einem Kursplus von 4,99%. Investment Grade Finanzanleihen litten unter der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS und gaben um 4,20% nach.

Chart. Bloomberg Rohstoffe 2023



Der breite Rohstoffkomplex zeigt sich enttäuschend und liegt mit den unterliegenden Rezessionsängsten mit ca.5% etwas deutlicher im Minus.

Gold lieferte als historische Absicherung gegen Inflation in den letzten zwei Jahren keinen Portfoliobeitrag, konnte im ersten Quartal von den hohen Schwankungen an den Aktien – und Anleihemärkten aber profitieren und positiv rentieren.

Sinkenden Ölpreise im ersten Quartal veranlassten die OPEC überraschenderweise die Produktion um mehr als 1 Millionen Barrel zu reduzieren, ebenso Russland, das die Produktion um 0,5 Millionen Barrel kürzte. Der Ölpreis sank trotzdem weiter und spiegelte die Rezessionssorgen der Marktteilnehmer wider.

Markteinschätzung und Marktausblick

Das Ende einer Ära, die Zeit tiefer und negativer Zinsen, in ein neues Regime höherer Zinsen, verläuft oft nicht reibungslos, auch wenn wir uns das Gegenteil wünschen würden – so beschrieben wir es im letzten Kommentar! Der globale Zinserhöhungszyklus, gerade in den entwickelten Volkswirtschaften, befindet sich in vollem Gange, und nach den Entwicklungen der letzten Wochen, wohl eher in den letzten Züger seiner Evolution.

Unter den vielen Börsen – und Marktweisheiten, die in den Jahrzehnten entstanden, lässt sich das folgende Sprichwort aktuell sehr treffend einflechten: „Wenn die FED auf die Bremse tritt, fliegt immer irgendeiner durch die Windschutzscheibe!“

Das Scheitern der Regionalbanken in den USA, wie auch der spektakuläre Fall der Credit Suisse und ihrer erzwungenen Blitzhochzeit mit der UBS, bestätigen und illustrieren die Bedeutung dieser Worte. Notenbankpolitik schreitet im Rahmen des Notwendigen und im Rahmen der Mandate voran, bis im System etwas bricht und geben anschließend Raum für notwendige Anpassungen. Doch der erste Bruch zeigte sich nicht erst in den letzten Wochen, sondern schon im September 2022 in Großbritannien. Die Regierung schlug ein ambitioniertes Fiskalausgabenprogramm vor, das die Kapitalmarktzinsen durch die Decke schießen lies und britische Pensionsfonds zu Zwangsverkäufen von Staatsanleihen nötigte, mit dem Ergebnis weiter steigender Zinsen und Gefahren für die Finanzstabilität. Nur das engagierte und schnelle Einschreiten der englischen Notenbank verhinderte eine Panik und massiven Schaden für die Finanzindustrie, und in der Folge für die Wirtschaft und die Gesellschaft.

Auch in der aktuellen Episode agierten die globalen Zentralbanken und Regulierungsbehörden schnell auf die einsetzende Panik und reduzierten die akuten Gefahren für das Finanzsystem und die Volkswirtschaften. Die Lehren der letzten 15 Jahre und deren Krisen – 2007/ 2008 Lehman Brothers, 2010/ 2011 europäische Schuldenkrise und 2021 COVID Pandemie, führten zu einem tiefen Verständnis, schnell und kompromisslos zu agieren, um Schaden abzuwenden.

Doch 15 Jahre nach dem spektakulären Fall der Investment Banken Bear Stearns im März 2008 oder Lehman Brothers im September 2008, stellt sich heute für viele die bohrende Frage nach der Vergleichbarkeit und Wiederholung der Ereignisse.

Positiv zu vermerken ist, dass die treibenden Kräfte hinter der aktuellen Bankenkrise in den USA ganz andere sind als die, die im Zentrum der globalen Finanzkrise 2007/2008 standen. Damals standen die Bilanzen der Institute in Frage – ihre Qualität! Der Wert der Vermögenswerte in der Bilanz erwies sich als zu hoch, viel höher als ihr tatsächlicher Wert. In vielen Fällen war es unmöglich den wahren Wert der Instrumente auf Grund der Intransparenz und Komplexität zu ermitteln.

In der heutigen Krise haben die kleinen und mittleren Banken hochwertige Vermögenswerte in den Bilanzen, amerikanische Staatsanleihen, die auf Grund der steigenden Zinsen im letzten Jahr an Wert verloren haben. Eine Liquiditätskrise entstand aus dem Missmanagement des Zinsrisikos, dem eigentlichen Kerngeschäft einer Bank. Ein Problem, das von den Notenbanken als letzter Instanz gelindert werden kann.

Der Rest ist Vertrauen, es handelt sich um Vertrauen! Das Vertrauen der Kunden, der Menschen, in ihre Bankeinlagen, in ihre Bank! Keine Bank kann überlegen, wenn Einlagen in einem „Bank Run“ in kurzer Zeit abgehoben werden wollen, so wie es in der aktuellen Situation in den USA geschah. Eine Liquiditätskrise wandelt sich in eine Solvenz Krise und die Banken mussten gerettet werden mussten. Obwohl es schwer ist die Emotionen und das Vertrauen der Kunden einzuschätzen, erscheint es uns wahrscheinlich, dass das schlimmste überwunden erscheint. Regierungen, Regierungsbehörden und Notenbanken unternehmen das Möglichste, um Panik und Liquiditätsengpässe zu verhindern und die Menschen müssen es ihnen jetzt einfach nur noch glauben, sie müssen vertrauen.

Für den weiteren Ausblick des Jahres an den Kapitalmärkten werden die Aussichten durch die Ereignisse der letzten Wochen nicht einfacher! Es beginnen Dinge im System zu brechen und es wird nicht ohne Schmerzen von statten gehen - die Krise der Banken spiegelt diese Einschätzung wider. Unserer Auffassung nach besitzen die Notenbanken und Regierungen aber die Kraft und Fähigkeiten das systemische Risiko für das Finanzsystem zu minimieren.

Die Notenbanken befinden sich aber in einem anderen Dilemma: Inflationbekämpfung und Unterstützung der Finanzstabilität, ohne gleichzeitig zu viel Schaden in den Volkswirtschaften anzurichten!

Kurzfristig, nach dem zurückdrängen der ersten Panik, beantworteten sie diese Frage mit weiteren Zinserhöhungen! Inflationbekämpfung steht vorerst an der Spitze ihrer Prioritätenliste, doch die Luft für weitere Erhöhungen in der Zukunft wird dünner.

Banken sind das Herz jeder Volkswirtschaft, versorgen diese mit Krediten, fördern und unterstützen Wachstum. Während die aktuellen Konjunktur – und Wirtschaftsdaten, in den USA und den meisten großen Volkswirtschaften, weiterhin ordentlich aussehen, wächst die Sorge und Angst vor einem Einbruch der Kreditvergabe der Banken für Unternehmen und Haushalte und damit ultimativ das Abgleiten in eine Rezession.

Wie viel Wirtschaftswachstum kosten die Tumulte im Bankensektor, vor dem Hintergrund der wichtigen Rolle, gerade der kleineren regionalen Banken in den USA? Sie sind für über 60% der kommerziellen Kredite von Geschäftsbanken verantwortlich und haben in der Folge einen großen Anteil an der Kreditvergabe für kleine und mittlere Unternehmen.

Die Schätzungen gehen von 0.3% bis hin zu 1% an Wachstumseinbuße für die Konjunktur! Nehmen wir diese Schätzungen als Grundlage und rechnen sie in Zinserhöhungen der Notenbank um, erhalten wir deutlich reduzierte Erwartungen für den finalen Zinssatz in diesem Zinserhöhungszyklus. Und die Marktteilnehmer in den USA sehen nicht nur dies, sondern erwarten Zinssenkungen im zweiten Halbjahr 2023 – siehe oben 1 Prozent bis Januar 2024!

Und hier beginnt es wieder einmal schwierig zu werden. Bei allem Verständnis für die Zinsmeinung der Märkte und deren Willen gegen die FED zu spekulieren, es ergeben sich im Moment keine Indikationen oder harte Daten, die diese stützen. Weder die Konjunkturdaten noch die Inflationsdaten erzwingen diese Notwendigkeit! Auch die öffentlichen Äußerungen der Notenbankmitglieder gehen nicht in diese Richtung. Vielmehr messen wir sie an ihren Handlungen! Die Fortsetzung der Zinserhöhungen, wenn auch in einem verringerten Ausmaß, sprechen eine deutliche Sprache. Der Kampf gegen die Inflation konnte noch nicht gewonnen werden und dürfte noch Zeit für sich in Anspruch nehmen. Mit dem Ergebnis, dass die Zinsen möglicherweise zwar nicht weiter steigen, aber auch nicht fallen.

Unter dem Strich wäre es aber auch naiv zu glauben, dass mit den Ereignissen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA nicht größer geworden wäre!

Mit der bedeutenden Rolle der USA für die globale Konjunktur, wäre es ebenso naiv zu glauben, dass sich andere Regionen, beispielsweise Europa, von dieser Entwicklung abkoppeln könnten. Ganz davon abgesehen, dass die europäische Konjunktur die Zinserhöhungen der EZB auch erst einmal verdauen muss und deren Wirkungsgrad auf die europäische Konjunktur noch aussteht!

Anders ausgedrückt, würden wir es nach Monaten der Erholung an den Kapitalmärkten so formulieren: Zum heutigen Zeitpunkt würden wir nicht glauben, dass die Bäume an den Kapitalmärkten in den Himmel wachsen!

Die Risikokapitalmärkte, und im Besondern Aktienmärkte und die Märkte für Unternehmensanleihen, weniger Rohstoffe, konnten seit den Tiefpunkten im Oktober letzten Jahres eine bedeutende Erholung verzeichnen – Balsam für die Anleger und Investoren. Sie starteten den Aufschwung mit den ersten Diskussionen über eine Verlangsamung des Zinserhöhungstempos der amerikanischen Notenbank! Dies geschah auch vor dem Hintergrund der Entwicklungen in Großbritannien. Die aktuelle Bankenkrise wurde durch eine Art „was immer es kostet“ von den Regierungen besänftigt und die akute Gefahr scheint vorüber, wenn auch weitere Kapitel in dieser Geschichte noch geschrieben werden dürften.

Wir sind der Auffassung, dass Risikokapitalmärkte, und im Besonderen die Aktienmärkte, tiefere Zinsen benötigen, um nachhaltig weitere, größere zukünftige Kursavancen zu starten. Erwartet werden kann dies aber erst, wenn etwas schief läuft, in der Konjunktur, sprich eine Konjunkturabschwächung schwerwiegend genug ist oder neuerliche Krisen im Bandensystem auftreten. Konsequenterweise heißt dies, dass das, was die Notenbanken zu Zinssenkungen zwingt, zwangsläufig eher negativ für die Märkte sein dürfte.

Jede Rezession verläuft unterschiedlich und muss nicht zwangsläufig in Bärenmärkte wie in den Jahren 2000 – 2003 oder 2007/2008 einmünden. Wir mahnen nur etwas zur Vorsicht und sehen aktuell nur wenig Argumente und Spielraum für weitere deutliche Kursavancen und glauben, dass ultimativ nur Zinssenkungen dieses Potenzial freierwerden lassen würden.

Auf der anderen Seite ergeben sich an den Anleihe – und Zinsmärkten wieder gute Möglichkeiten Renditen zu vereinnahmen und die Verlangsamung des Zinserhöhungstempos, mit einem erwarteten Zinshochpunkt in den nächsten Wochen, verstärkt diese Auffassung deutlich.

Unsere Portfolios bleiben investiert und wir vertrauen der breiten Diversifikation!

Wir bedanken uns für Ihr entgegengebrachtes Vertrauen und freuen uns auf den gemeinsamen weiteren Weg mit Ihnen.