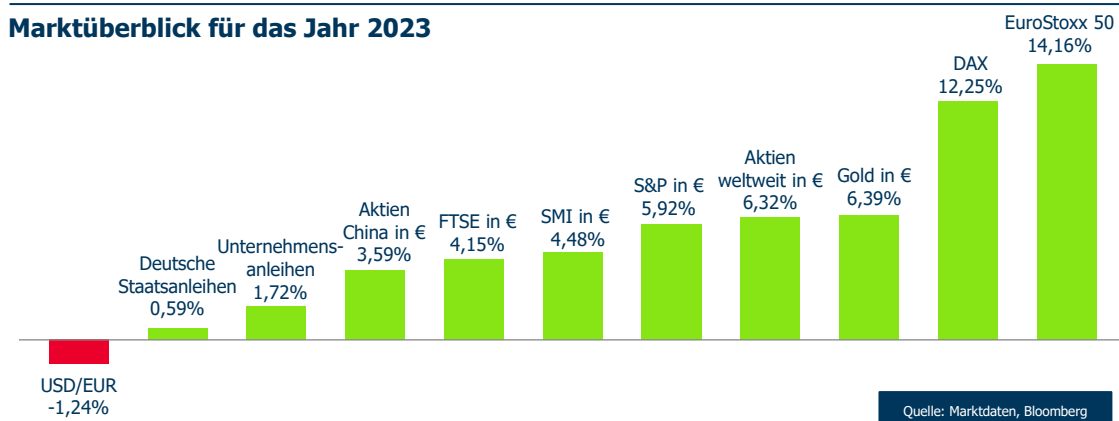


1. Überblick

Wie sicher ist unser Geld? Eine Frage, die sich viele Menschen nach den jüngsten Entwicklungen des 1. Quartals wieder stellen. Drei mittelgroße US-Banken sind gefallen, eine vierte taumelt und bei der Credit Suisse erfolgte eine Notübernahme durch die UBS. US-Finanzministerin Janet Yellen sagte, dass die Aufsichtsbehörden auf weitere Schritte zum Schutz der US-Einlagen vorbereitet seien und die EZB ließ verlauten, dass der Bankensektor stark und gut kapitalisiert sei. Dennoch bleiben die Anleger vorerst nervös und zurückhaltend. Für viele Unternehmen und Verbraucher könnten höhere Zinssätze in Kombination mit einer Konjunkturabschwächung einen eingeschränkteren Zugang zu Krediten, Änderungen der Einlagenzinsen und auch Verluste bei Investitionen bedeuten.

Dabei begann der Start ins Jahr 2023 vielversprechend und wurde von einer Verringerung des europäischen Energierisikos und einer starken Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft getragen. Jüngste Datenerhebungen haben die Hoffnung einer „sanften Landung“ unterstützt, obwohl gute Nachrichten ein zweischneidiges Schwert bleiben. Ein robustes Wachstum könnte zu weiteren Zinserhöhungen führen und die im letzten Jahr begonnene wirtschaftliche Abschwächung in die Länge ziehen. Zyklische Werte und Technologietitel waren in der letzten Zeit gesucht. Doch Anfang März passierte der erste Schock, als der auf Kryptowährungen spezialisierte US-Konzern Silvergate Capital – belastet durch die anhaltende Flaute am Kryptomarkt – freiwillig die eigene Abwicklung bekanntgab. Kurz darauf geriet auch der auf kleine und mittlere Tech-Unternehmen spezialisierte Finanzierer SVB (Silicon Valley Bank) in Schieflage. Die Hiobsbotschaften für den US-Bankensektor rissen nicht ab, die ebenfalls in Schieflage geratene Signature Bank in New York wurde geschlossen und auch die Regionalbank First Republic geriet ins Straucheln. In der Schweiz folgte dann über das Wochenende 18./19. März die Not-/Zwangsübernahme der systemrelevanten Credit Suisse nach 166 Jahren Eigenständigkeit durch die UBS. Vieles erinnerte an die Finanzkrise aus 2007/08, als große US-Geldhäuser über Nacht zwangsfusioniert wurden. Einmal mehr zeigt sich, wie schnell Vertrauensverlust auch systemrelevante Banken zu Fall bringen kann.

Marktüberblick für das Jahr 2023



Die Währungshüter stehen angesichts der jüngsten Entwicklung vor einem Dilemma, was ihre künftige Zinspolitik angeht. Es muss zwischen Inflationsbekämpfung und Wahrung der Finanzmarktstabilität abgewogen werden. Sollten die Notenbanken von ihrem angekündigten Kurs abweichen, gäben sie „ein problematisches Signal“ von Besorgnis an die Finanzmärkte, würden aber zugleich die Situation der Banken erleichtern. Die EZB hat sich Mitte März trotz der jüngsten Finanzmarkturbulenzen entschieden ihren Kampf gegen die hohe Inflation fortzusetzen. So erhöhte sie den Leitzins (Einlagensatz) erneut um 50 Basispunkte (bp) auf nun 3%. Ihr mittelfristiges Inflationsziel von 2% steht weiter im Fokus, dennoch hat sie sich nicht auf weitere Zinsschritte für die Zukunft festgelegt. Die US-Notenbank folgte ebenfalls mit einer Zinsanhebung um 25bp und bezeichnete die angespannte Lage im Bankensektor in seiner Wirkung als weiteren „erfühlten“ Zinsschritt. Beide Notenbanken verschaffen sich so Zeit, um die Lage am Markt weiter zu beobachten. Im April dürften sich – dank stark nachlassender Basiseffekte aufgrund des Ukraine Krieges – die Inflationsraten deutlich abmildern. Den Notenbanken wird somit – auch für eine evtl. Pause im Zinserhöhungszyklus – mehr Spielraum gegeben.

Die entscheidende Frage aber bleibt: Wie viele wirtschaftliche Kollateralschäden und entstehende Ausstrahleffekte durch die Bankenkrise sind die Notenbanken bereit zu akzeptieren? Und was haben die Märkte mit ihrer aktuellen Kursentwicklung schon vorweggenommen? Die derzeitigen Aktienbewertungen berücksichtigen aus unserer Sicht weiterhin noch nicht hinreichend eine eventuell bevorstehende Rezession und zusätzlich auftretende Bankenrisiken.

2. Unsere Einschätzungen für 2023 im Überblick

WIRTSCHAFTSWACHSTUM: Wir schätzen, dass eine vollständige Erholung der chinesischen Inlandsnachfrage das globale BIP bis 2023 um 1 Prozentpunkt steigern dürfte. Unserer Ansicht nach wird die Wiedereröffnung des globalen Wachstums über drei Kanäle beeinflusst: Erstens durch erhöhte Warenexporte aus anderen Ländern, insbesondere aus dem asiatisch-pazifischen Raum. Zweitens durch größere Nachfrage nach ausländischen Dienstleistungen wie Reisen und drittens durch eine höhere Ölnachfrage. Wir glauben, dass alle Inflationsimpulse durch die erneuerte Waren- und Ölnachfrage größtenteils durch Verbesserungen der Lieferkette ausgeglichen werden. Die USA und auch Europa stehen eher vor einem Null-Wachstum oder gleiten in eine Rezession.

US-ARBEITSMARKT: Wir glauben, dass Schlagzeilen über Entlassungen bei Unternehmen nicht zwangsläufig zu einer schwachen Nachfrage führen. Sowohl die Entlassungsquote als auch die Arbeitslosenquote bleiben unter dem Niveau vor der Pandemie. Trotz erhöhter Entlassungen im Technologiebereich liegt die Jobfindungsrate in den Technologie- und Nicht-Tech-Sektoren über dem historischen Trend. Unterdessen haben Unternehmen eine Verbesserung der Verfügbarkeit von Arbeitskräften festgestellt.

INFLATION: Die US-Shelter-Inflationskomponente (allg. Unterkünfte) bleibt hartnäckig, was auch an der Methodik liegt, dass neue wie auch laufende Mietverträge berücksichtigt werden. Wir erwarten, dass sie aktuell ihren Höhepunkt erreicht hat und sich zum Jahresende hin verlangsamt. Aufgrund geringerer Zweitrundeneffekte im Vergleich zur Eurozone sollte sich die US-Kerninflation aber zügiger zurückbilden.

GELDPOLITIK: Die FED und auch die EZB spielen aktuell auf Zeit. Beide haben ihre angekündigten Schritte im März absolviert, bevor das Bankenbeben die USA und Europa erreichte. Auf Sicht fahren lautet jetzt kurzfristig das Motto. Durch Basiseffekte sollte sich die Inflation im April deutlich abschwächen und den Notenbanken mehr Möglichkeiten gewähren. Wir gehen davon aus, dass die EZB-Politik noch zwei weitere 25-Bp-Schritte vorsieht, um auf einen Zinsspitzen (Terminal Rate) von 3,5% zu kommen. Die FED dürfte vermutlich noch zwei weitere Zinsschritte auf 5,25 % umsetzen. Alles unter der Annahme, dass sich die Bankenkrise nicht weiter verschärft und eine tiefere Rezession droht.

AKTIEN: US-Aktien wurden zunehmend von Mikrofaktoren getrieben, was unseren Glauben an Selektivität stützt. Selbst wenn die Marktvolatilität nachlässt, erwarten wir, dass niedrigere Aktienkorrelationen die Streuung der Renditen und die Gelegenheiten für aktives Management erhöhen würden. Europäische Titel halten wir weiterhin für kurzfristig attraktiver, da die Bewertung deutlich niedriger ist als in den USA und die Aktivitätsnormalisierung in China für eine dauerhaftere, ertragsgetriebene Erholung im Vergleich zu der bewertungsgetriebenen Rallye der letzten Zeit sorgen kann. Defensive Branchen halten wir für aussichtsreicher als zyklische Branchen. Ausgewählte Technologietitel betrachten wir wieder vorsichtig optimistisch, weswegen wir hier leicht aufgebaut haben. Die diesjährige Rallye wurde hauptsächlich durch „Short-Covering“ der Verlierer des letzten Jahres vorangetrieben.

ZINSEN: Der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken ist zwar noch nicht abgeschlossen, nähert sich aber im Verlauf des 2. Quartals dem Zinsspitzen. Der Konsens der Marktteilnehmer erwartet insbesondere in den USA bereits erste Zinssenkungen für das 2. Halbjahr 2023. Dies halten wir für verfrüht.

ANLEIHEN: Rentenmärkte signalisieren erhöhte Rezessionsgefahr, Aktienmärkte hingegen präferieren ein Soft Landing Szenario. In diesem Umfeld bevorzugen wir gute bis beste Bonitäten mit zurzeit noch kürzeren Laufzeiten. Für eine Verlängerung der Duration sollten sich im Laufe des 2. Quartals 2023 gute Gelegenheiten ergeben. Erstmals seit über 10 Jahren bieten klassische Pfandbriefe (AAA) wieder interessante Anlagemöglichkeiten.

WÄHRUNGEN: Die agilere Zinspolitik (Höhe und Tempo der Zinsanpassungen) der FED, die den USD/EUR im letzten Jahr maßgeblich beflügelte, könnte im Falle früherer Zinssenkungen den USD im laufenden Jahr weiter belasten. Wir erwarten weiterhin eine Handelsspanne von 1,00 – 1,10, wobei das Risiko einer weiteren Abschwächung des USD zuletzt gestiegen ist.

GOLD: Der Goldpreis könnte kurzfristig nach dem rasanten Anstieg etwas konsolidieren. Sollte es erste Tendenzen zu einem Zinshöhepunkt geben, wird die Rallye hier weitergehen können. Ebenfalls sollte es von Seiten der Banken zusätzlichen Stress im System geben. Damit erfüllt die Anlageklasse ihre diversifizierende Aufgabe im Gesamtkontext.

3. Bericht vom Markt – Globale Sicht

„Es ist nichts vorbei, bevor es vorüber ist.“ Dieses Zitat von Oliver Cromwell beschreibt die aktuelle Situation an den Märkten sehr gut. Im letzten Marktbericht hatten wir die aus unserer Sicht wichtigsten Einflussfaktoren für das Jahr 2023 genannt, welche weiterhin Gültigkeit besitzen:

1. Die Weiterentwicklung und Höhe der Inflation,
2. die Handlungen der Notenbanken
3. die Auswirkungen, Höhe und Länge des zu erwartenden wirtschaftlichen Rückgangs / Schadens.

So haben die großen Zentralbanken in den letzten Monaten trotz der Volatilität an den Märkten weiter an der Zinsschraube gedreht. Gemeinsam ließen sie verlauten, dass die Höhe der Inflation weiter zu hoch sei, um den Zinserhöhungszyklus jetzt schon zu beenden. Die jüngsten – teils dramatischen – Entwicklungen im Bankensektor haben ihre Meinung nicht geändert. Die Markterwartung, sich auf Kosten der Inflation auf die Finanzstabilität zu konzentrieren, weisen die Notenbanker entschieden zurück. Die Zentralbanken verschärfen absichtlich die finanziellen Bedingungen, um ihre jeweiligen Volkswirtschaften zu bremsen. Die Inflation soll dadurch gesenkt, aber eine unnötig schmerzhaft, tiefe Rezession vermieden werden („Soft Landing“). Die aktuelle Störung der Banken hat jedoch sehr wohl Einfluss auf die Notenbanker, da besonders in den USA weitere Risiken im weniger regulierten Regionalbankensegment schlummern. Damit werden die Auswirkungen der Bremspolitik weniger kalkulierbar und der richtige Grad der Kalibrierung für zukünftige Straffungen schwerer.

Wir gehen einen Schritt zurück, um die aktuelle Situation einzuordnen. So sind die jüngsten Probleme der Banken direkt auf den schnellsten Zinserhöhungszyklus seit Beginn der Aufzeichnungen zurückzuführen. Wir sehen zwar aktuell noch keine systemischen Risiken im Finanzmarkt, aber es sind deutlich höhere Abwärtsrisiken im aktuellen Konjunkturverlauf entstanden. Diese ergeben sich aus den ansteigenden Refinanzierungskosten, strengeren Kreditvergabestandards und langsamerem Kreditwachstum. Dieses dürften die Notenbanken im Auge behalten und in ihre zukünftigen, geldpolitischen Entscheidungen mit einfließen lassen. Überraschen dürften sie die aktuellen Entwicklungen dabei jedoch nicht.

Die sehr schnellen und prozentual größten Zinserhöhungen in der US-Geschichte forderten ihre ersten größeren (Banken-) Opfer. Durch die starken Zinsanstiege im letzten Jahr entstanden nicht nur auf Anleihepositionen in Privatdepots, sondern auch bei Banken, Versicherungen und ebenso den großen Notenbanken erhebliche Buchverluste. Viele dieser Positionen in den Bankbilanzen wurden zu einem Zeitpunkt mit Depositengeldern der Kunden erworben, als die US-Zinsen deutlich niedriger notierten. Es sollte ein kleiner Zinsertrag gegenüber der sehr geringen Kontoverzinsung der Kundengelder erzeugt werden. Nachdem die Zinsen sehr schnell wieder auf 4,5% in den USA anzogen, ergaben sich um die 30% Kursverluste auf ebendiese Anleihen und damit Milliardenbuchverluste. Grundsätzlich können Kursverluste auf Anleihen, die als Bilanzposition aufgenommen werden, bis zum Laufzeitende (zu 100%) ausgesessen werden. Auch müssen Unternehmen diese nicht abschreiben, solange sie nicht mit Verlust verkauft werden oder eine dauerhafte Wertminderung zu erwarten ist. Dieses Prozedere funktioniert allerdings bei Banken nur so lange, wie keine Einlagen von Kunden im größeren Maße abgezogen werden und keine alternativen Liquiditätsquellen erschlossen werden können. Genau dies geschah bei der SVB, deren Geschäftsmodell sehr konzentriert auf wenige Kunden aus dem Technologiebereich und Private Equity bzw. Venture Capital ausgerichtet war. Diese (Unternehmer-) Kunden hielten auch noch sehr hohe Beträge auf den Konten. Mehr als 90% dieser Gelder lagen oberhalb der US-Einlagengarantie von USD 250.000. Als sich Gerüchte über Probleme der Bank herumsprachen, setzte sehr schnell ein „Bank Run“ ein (massive Einlagenrückforderung seitens der Kunden), was zu den bekannten Konsequenzen führte.

Daraufhin reagierten der Staat und die Aufsichtsbehörden sehr schnell und garantierte den Banken die Nominalwerte (also 100%) der in den Bilanzen auf der Aktivseite stehenden Anleihen, auch wenn deren Marktpreis deutlich darunter notierte. Die Banken können somit die Anleihen in Höhe des Anschaffungskurs von 100% als Beleihungspfand nutzen. Damit wird ein Dominoeffekt im US-Bankensystem verhindert und durch die genannte Stützungsmaßnahme Liquidität von ca. USD 150 Mrd. bereitgestellt. Diese dürfe die Märkte kurzfristig beruhigen.

In Zukunft werden Banken mit ihrer Liquidität deutlich vorsichtiger umgehen und weniger Kredite vergeben. Dies sollte sich wachstumsdämpfend um ca. 0.5% auf das US-BIP auswirken, die Gefahr einer US-Rezession im Laufe des Jahres wird dadurch wahrscheinlicher. Da sich auch die

Inflationsraten (die Kernrate im Februar lag immer noch bei 5,5%) als weiterhin hartnäckig erweisen, dürfte die Notenbank offiziell weiter auf Zinserhöhungen bestehen.

Erwarteter Spitzenzinssatz (Terminal Rate) der FED



Quelle: Bloomberg

Der Markt hingegen nimmt eine andere Sichtweise ein, wie die obige Grafik zeigt. Er erwartet in diesem Jahr schon wieder erste Zinssenkungen. Die vom Markt implizierte Jahresendrate des US-Marktzinssatzes ist deutlich gesunken und notierte aktuell unterhalb des oberen Zielbereichs in Höhe von 5%. Die Anleger rechnen also damit, dass die Notenbanken die Zinsen nicht ohne weiteren erheblichen Stress am Markt anheben könnten. Wer behält nun Recht?

Die EZB sah in der Volatilität an den Finanzmärkten ebenfalls keinen Grund eine Pause einzulegen oder eine geringere Zinsanhebung vorzunehmen. Dennoch gab die EZB in ihrem Statement keine besonderen Hinweise darauf, wie der nächste geldpolitische Schritt aussehen könnte. Sie will die Finanzbedingungen weiter straffen, möchte aber auch wissen, was auf sie in nächster Zeit zukommt. Grundsätzlich gibt es in Europa eine strengere Regulatorik für Banken und damit höhere Eigenkapitalquoten. Das Credit Suisse-Debakel ist hier als Sonderfall einzustufen, der operative Gründe hatte, da die Bank seit über fünf Jahren Verluste verzeichnete, begleitet von einigen Skandalen. Grundsätzlich ist das europäische Bankensystem deutlich solider aufgestellt als vor der Finanzkrise (2008).

Aber wann würden die Zentralbanken sich mehr um die Finanzstabilität als um die Inflation kümmern? Wenn die durch ihre „Antiinflationpolitik“ hervorgebrachten volkswirtschaftlichen Schäden den volkswirtschaftlichen Nutzen übersteigen. Dies könnte z.B. dann der Fall sein, wenn der Realwirtschaft ein solch schwerer Schlag versetzt wird, dass schwerer volkswirtschaftlicher Schaden in Form einer heftigen Rezession mit weiteren massiven Ausstrahleffekten z.B. auf den Arbeitsmarkt eintreten würde.

In ihren letzten Statements teilte jedoch die FED, wie auch die EZB dem Markt indirekt mit, dass dieses Szenario jetzt noch nicht der Fall sei. Vielmehr wären beide bereit, noch mehr wirtschaftliche Schmerzen in Kauf zu nehmen, um die Inflation zu senken. So rechnet z.B. die FED in den nächsten zwei Jahren mit unterdurchschnittlichem Wachstum (2023 und 2024), um die Inflation bis Ende 2025 (fast) auf das Zielniveau zu bringen.

Die Notenbanken gehen also vorerst nicht auf die aktuellen Risiken im Bankensektor ein, da hierdurch auch ein wachstums- und inflationsdämpfender Effekt einsetzt. Sollten die Verwerfungen im Bankensektor eine weitere Straffung der Geldpolitik verzögern, ist eine sanfte Landung der Wirtschaft zwar immer noch möglich, aber die Abwärtsrisiken werden definitiv größer. Der Vorsitzende Jerome Powell hat nun die weniger beneidenswerte Aufgabe, ein Vorbild unter seinen Vorgängern zu wählen: Folgt er Paul Volcker, dem Bekämpfer der Inflation? Oder eher Ben Bernanke, dem Krisenfeuerwehrmann?

Der Anleihemarkt, der weiterhin eine inverse Zinsstrukturkurve aufweist, erwartet eine Rezession noch in diesem Jahr. Der Aktienmarkt steigt weiter und spekuliert auf Zinssenkungen noch in diesem Jahr und somit zusätzliche Liquidität für die Börsen.

Während sich die Zentralbanken immer mehr dem Höhepunkt ihres Straffungszyklus gewollt oder ungewollt nähern, sollte aber trotzdem Vorsicht walten, da die nächsten Probleme mit einem schwächeren Wirtschaftswachstum oder sogar Kontraktion (Rezession) gerade erst in den

Startlöchern stehen. Hinzu kommen die weiteren Liquiditätseinschränkungen der EZB und der FED (Quantitativ Tightening), die unvermindert weiterlaufen. Waren in den ersten zwei Monaten des Jahres das US-Finanzministerium und die expansive japanische Notenbank expansive Gegenpole dazu, kann in den nächsten Monaten nicht mehr davon ausgegangen werden.

Konjunkturelle Abschwächungstendenzen signalisiert auch der Einbruch der Rohstoffpreise. Diese könnten ebenfalls die US-Inflation stärker als erwartet nach unten drücken und der FED mit der Zeit den Vorwand liefern, eine Pause einzulegen. So sind in den vergangenen zwölf Monaten der Ölpreis und die Industrierohstoffe um etwa 30 % und die Agrarpreise um etwa 20 % gefallen. Dies wirkt sich ebenfalls deflationär aus, da die Lebensmittel- und Energieinflation nachzieht und stark ins Negative kippen könnten. Da die Miet- und Wohninflation (Shelter) ebenfalls ein nachlaufender Wert ist, bestünde die Möglichkeit, dass sich die Inflationsraten doch schneller abmildern als die aktuellen Daten vermuten lassen.

In China stellt der Staat nach der Wiedereröffnung der Wirtschaft die Weichen auf Wachstum. Auf dem vor kurzem beendeten National Peoples Congress wurde dieses noch einmal in den Mittelpunkt gerückt. Gerade im Bereich Informationstechnologie, Biotechnologie und bei erneuerbaren Energien will man weiter stark wachsen und dadurch unabhängiger vom Ausland werden. Diese Bereiche repräsentieren aktuell bereits ca. 17% des chinesischen BIPs. Auch der angeschlagene Immobiliensektor wird weiter unterschützt. Damit dürfte China der Wachstumsmotor weltweit sein. Unterstützt wird dieses Wachstum durch preiswerte russische Energie. Die letzten PMI-Daten (Einkaufsmanagerindizes als Vorlaufindikator) lassen ein moderates Wachstum in China vermuten.

Der Besuch des chinesischen Staatschefs Jinping Xi in Russland wurde als diplomatische und PR-Rettung für Wladimir Putin gesehen, der immer isolierter scheint und nun mit Anklagen wegen Kriegsverbrechen konfrontiert ist. Und es war vor allem Xis Auftritt, der seines Status als Seniorpartner in den chinesisch-russischen Beziehungen stärkte. Xis Vorschlag eines Friedensabkommens über Putins Krieg gegen die Ukraine wurde von der Regierung in Kiew und seinen Verbündeten rundweg als Belohnung für die russische Aggression zurückgewiesen. Aber auch das Zusammenbringen der Rivalen Saudi-Arabien und Iran und eine evtl. Aufnahme in den BRICS - Wirtschaftsverband zeigt, dass China außenpolitisch seine Macht weiter ausbauen kann. Die BRICS Länder sind inzwischen den G7 Ländern in ihrer Wirtschaftskraft überlegen und wachsen dazu in den nächsten Jahren wesentlich stärker. Hier zeigt sich, wo zukünftiger Wohlstand und Wachstum seine Quelle auf der Welt hat.

Wie geht man jetzt mit diesem Gesamtmarktumfeld um? Wir setzen vermehrt auf Unternehmen, die wenig kapitalintensiv sind und somit auch in Phasen steigender Zinsen einen Vorteil haben. Eine starke Preissetzungsmacht sorgt für Margenstärke. Interessanter werden wieder große gut positionierte Technologieunternehmen, die über eine sehr gute Kapitalbasis und Wachstumsperspektiven verfügen. Aktien mit China-Exposure erachten wir als sinnvoll, da hier Wachstum erwartet wird. Ebenfalls erscheinen kurzlaufende Anleihen in diesem Jahr weiter spannend. Das Risiko des jeweiligen Emittenten, Staat oder Unternehmen, sollte jedoch gut und ausreichend analysiert werden. Gold und taktische Liquidität runden ein stabiles Portfolio ab.

4. Aktienmarkt

4.1 *Schwieriges Marko-Umfeld, starker Aktienmarkt*

Die Aktienmärkte legten auf Indexebene ein außerordentlich gutes erstes Quartal hin. Gründe hierfür waren die Hoffnung auf schnellere Zinssenkungen der Notenbanken, sowie dem Rückkauf von zuvor leerverkauften Aktien („short covering“), die im letzten Jahr besonders starke Verluste hinnehmen mussten. Für europäische, exportlastige Werte unterstützten die nachlassenden Energiepreise bei Öl & Gas, sowie die Wiedereröffnung Chinas. Defensive Value- und Dividendentitel standen dagegen wenig im Fokus der Anleger und notieren teilweise sogar unter ihren Jahresanfangsständen. Bankwerte, die wir in den Vermögensverwaltungsmandaten nicht einsetzen, erlebten eine Achterbahnfahrt und schlossen das Quartal nach einer zwischenzeitlich Rallye von über 10% bis Ende Februar doch noch im Minus ab. Überwiegend Wachstumsaktien und zyklische Branchen legten im ersten Quartal besonders stark zu.

Die Vermögensverwaltungsmandate konnten den positiven Jahresauftrag gedämpft mitnehmen und notierten per se im Plus. Unsere Ausrichtung ist defensiv, so dass sich viele Titel in den Mandaten eher unterdurchschnittlich entwickelt haben. Die Bankenkrise im März relativierte diese Entwicklung

teilweise und so konnten die Aktien gerade in der schwierigen Marktphase das Portfolio stabilisieren. Besonders in Krisensituationen sehen wir uns in der Pflicht, das Portfolio robust und stabil aufzustellen, so dass massive Kursverluste vermieden bzw. eingrenzt werden können. Nach der starken Korrektur im Jahr 2022 halten wir die großen Wachstumstitel, welche bei nicht wachsender Gesamtwirtschaft tendenziell gute Kurschancen aufweisen, wieder für attraktiv. Wir haben erste Käufe bereits vorgenommen. Da das zweite Quartal saisonal durchaus noch positiv verläuft, halten wir eine Kombination von defensiven und dividendenstarken Titeln (aus den Branchen GESUNDHEIT und VERSORGER, ÖL, VERSICHERUNGEN, BASISKONSUM, TELEKOMMUNIKATION) in Kombination mit ausgewählten großen Technologiewerten und Aktien mit hohem China-Expoure für eine ausgewogene und attraktive Portfoliozusammenstellung.

4.2 Was bräuchte es für einen nachhaltig neuen Bullenmarkt?

Was wäre, wenn die Märkte in einen neuen Bullenmarkt einmünden? Ein stärker eintretendes Wachstum würde den größten Unterschied zu unserer aktuellen Gesamtmarkterwartung ausmachen. Wir bleiben aber vorsichtig: Zyklusindikatoren und Prognosen deuten weiterhin auf eine Verlangsamung der Wirtschaft in den USA hin, ein Umfeld, das für Aktien historisch schwierig ist und eher qualitativ hochwertigen Anleihen nützt. Eine weitere Verschärfung der Kreditvergabestandards der Banken, sowie die Liquiditätsreduzierung der Notenbanken (Quantitativ Tightening) sorgen ebenfalls für nicht günstige Rahmenbedingungen. Da die breite Investorenbasis vorsichtig gestimmt ist, unterstützt das Sentiment kurzfristig steigende Aktienkurse.

Was wäre ein Bullenfall, der uns dazu bringt, mittelfristig unsere Meinung zu ändern? Ein schwächeres Wachstum mit geldpolitischer Lockerung war oftmals ein schlechtes Umfeld für Renditen von Risikoanlagen (siehe z.B. die Jahre 2001, 2007 und auch Februar 2020). Stattdessen wäre ein besseres Wachstum, das im Vorlauf mit einer Erholung der PMIs (Purchasing Managers Index, also den Einkaufsmanagerindizes) und somit ein "falsches Signal" unserer Ansicht generieren würde, für unseren top-down-Betrachtung am hilfreichsten. Auf Unternehmensebene (bottom-up-Ebene) würde ein Rückgang des Gesamtmarktes um 10 bis 15 % die prognostizierten Aktienrenditen (Aktienprämie) wieder auf ein attraktiveres Niveau heben.

Nach den Banken-Turbulenzen Mitte März hat sich in den letzten Wochen eine gewisse Ruhe über die Märkte gelegt, neben der Volatilität konnten auch die Aktienmärkte neue Höchststände erreichen und auch an den Kreditmärkten war eine gewisse Stabilisierung zu beobachten. Wir sind der Ansicht, dass sich die Anleger bei der Beurteilung der bevorstehenden Konsequenzen und Implikationen der jüngsten Ereignisse im Wesentlichen in einer abwartenden Haltung befinden.

Historisch lang anhaltender Pessimismus unter Investoren (Saldo AAI Bullen minus Bären)



Quelle: Bloomberg

Der AAI Sentiment Index befindet sich auf einem Tiefststand. Die allgemeine Widerstandsfähigkeit der Märkte und Volkswirtschaften / Gewinne, die der jüngsten Volatilität vorausging, geben möglicherweise Anlass zu einer gewissen Hoffnung, dass das mikroökonomische Umfeld auf Unternehmensebene trotz der jüngsten Ereignisse günstig bleiben kann. Eine solche Sichtweise ignoriert jedoch die Tatsache, dass wir klare Belege dafür haben, dass eine straffere Geldpolitik zu greifen beginnt. In den kommenden Wochen erwarten wir Berichte über Probleme im Zusammenhang mit der Verfügbarkeit von Krediten (z. B. bei Autofinanzierungen und bei

Gewerbeimmobilien), gefolgt von einer erneuten Schwäche bei einigen der traditionelleren Wirtschaftsindikatoren und letztlich auch Gewinnrevisionen bei Unternehmen. Zusätzlich zu den schwächeren fundamentalen Trends gehen wir davon aus, dass weitere finanzielle Probleme evtl. sogar größere Unfälle nicht ausgeschlossen werden können, wenn auch nicht unbedingt aus dem etablierten europäischen Bankensektor. Somit sind zyklische Engagements aus unserer Sicht weit weniger interessant, als Aktien mit eher defensiven Qualitäten und wachstumsstabilen Merkmalen. Vier Kriterien halten wir bei der Einzeltitelauswahl daher für besonders wichtig: Die Bewertung, die Rentabilität, die Preissetzungsmacht und das Ertragsrisiko in einer kontraktiven Phase.

5. Anleihenmarkt

5.1 *Dilemma zwischen hoher Inflation und Rezessionssorgen*

Im abgelaufenen Quartal haben insbesondere die Leitzinserwartungen das Geschehen bestimmt. Anfang März 2023 gingen die Marktteilnehmer noch davon aus, dass der EZB-Einlagenszinssatz im Jahr 2023 mit 4% seinen Hochpunkt erreichen sollte. Im Zuge der Stresssituation im Bankensystem fiel diese Erwartung aber wieder deutlich, so dass der Zinsgipfel nun bei rund 3,6% erwartet wird.

Allerdings kristallisiert sich mit der zum Ende des Quartals eintretenden Beruhigung an den Märkten eine Entkopplung von FED und EZB als eine der zentralen Hinterlassenschaften heraus. Während die EZB im März trotz Bankenkrise ihren Leitzins planmäßig um 50bp auf 3% Einlagensatz erhöht hat, agierte die FED deutlich vorsichtiger im Hinblick auf die konjunkturellen Auswirkungen des Bankenstresses und erhöhte den Leitzins nur um 25bp.

Der seit Beginn 2022 zu beobachtende deutliche Zinsanstieg war bisher ursächlich für die Schieflage einzelner US-Banken. Er könnte zusätzlich den besonders zinssensitiven Immobilienmarkt stärker in Mitleidenschaft ziehen und US-Banken weiter belasten. Insbesondere bei Gewerbe- / Büroimmobilien sind als Folge der Pandemie bzw. durch den Trend zu mehr Home-Office bereits aktuell hohe Leerstandsquoten zu verzeichnen. Knapp drei Billionen USD an Krediten haben US-Banken bzw. die in Amerika tätigen Töchter ausländischer Institute im Gewerbeimmobilienbereich (Commercial Real Estate, CRE) in ihren Büchern. Davon entfallen rund 2/3 auf kleine bis mittelgroße Regionalbanken, die seit der Trump-Ära stark von der Regulierung befreit sind. In den Bilanzen dieser Bankengruppe machen Gewerbeimmobilien 28,5% der gesamten Aktiva aus. Bei den Großbanken sind es im Schnitt nur 6,5% der Aktivseite. Es ist davon auszugehen, dass in den nächsten Monaten weitere kleine bis mittelgroße Banken in Schieflage geraten. Das könnte die „Einlagenflucht“ bei kleineren Adressen hin zu den Top 10 Banken der USA zur Folge haben. In solch einem Umfeld wird die FED und die Bankenaufsicht zeitnah intervenieren und eine zweite „Globale Finanzkrise“ wie im Jahr 2008 zu verhindern wissen. Aber die Kreditvergabestandards, insbesondere im amerikanischen Mittelstand, der einen wichtigen Teil des BIP beisteuert, würden sich eintrüben mit entsprechend negativen Folgen auf die Konjunkturentwicklung bis hin zum Abgleiten in eine Rezession. In diesem Kontext sollte der Zinsgipfel in USA mit 5,25% (FED-Funds untere Grenze) und Euroland bei 3,5% (Einlagensatz) im Laufe des 2. Quartals erreicht werden.

5.2 *Unternehmensanleihen: Qualität und Pfandbriefe sollten favorisiert werden*

Während der Anleihenmarkt immer noch eine bevorstehende Rezession, sowohl für die USA als auch Europa, durch die inverse Zinskurve signalisiert, favorisiert der Aktienmarkt weiter das Szenario einer weichen Landung („Soft-Landing“) der Wirtschaft. In der Historie hat der Anleihemarkt meist die verlässlicheren Signale geliefert. Auch die Tatsache, dass z.B. in Deutschland in den letzten 50 Jahren stets im Anschluss an einen Zinserhöhungszyklus eine Rezession folgte, spricht dafür. Wir erwarten keine tiefe Rezession, da der Arbeitsmarkt sich als recht stabil erweist und die Resilienz der meisten Unternehmen beachtlich ist. Dennoch bleiben wir trotz der auf den ersten Blick attraktiven Zinsaufschläge für Hochzinsanleihen vorsichtig und bevorzugen bessere Bonitäten. Neben einer erhöhten Rezessionsgefahr können die jüngst aufgetauchten Probleme im Bankensektor zu einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen führen, was in der Regel schwächere Schuldner besonders trifft und sich in höheren Risikoaufschlägen (Credit Spreads) und höheren Zahlungsausfällen niederschlägt. In diesem Marktumfeld bevorzugen wir weiter gute bis sehr gute Bonitäten kurzer bis mittlerer Laufzeiten. Selbst klassische AAA Pfandbriefe rentieren aktuell wieder über 3% p.a.. Durch das Zeichnen von Neuemissionen, wie z.B. der DZ Bank, Aareal Bank sowie Unicredit haben wir die Pfandbriefquote seit Jahresbeginn stärker ausgebaut.

Investments in längere Laufzeiten sollten erst dann vorgenommen werden, wenn der Zinsgipfel absehbar ist bzw. die Notenbanken eine Pause ihres Erhöhungszyklus in Aussicht stellen. Dies erwarten wir weiterhin im Verlauf des 2. bzw. 3. Quartals 2023.

6. Währungen

Das Wechselkursverhältnis zwischen EUR und USD entwickelte sich im ersten Quartal unter Schwankungen seitwärts. Im Zuge der Unsicherheit durch die Bankenrettungen konnte der USD temporär vom Status des sicheren Hafens profitieren, wertete unter dem Strich aber 1,2% gegenüber dem EUR ab.

In Summe legte der EUR mit Ausnahme des Britischen Pfundes (+0,8%) gegenüber allen Währungspaaren der G-10 Staaten zu. Am stärksten verlor die Norwegische Krone (-7,6%), gefolgt vom Australischen Dollar (-3,1%) und dem Neuseeländischen Dollar (-2,7%).

Für die weitere Entwicklung des US-Dollars im Jahr 2023 spielt aus unserer Sicht die Notenbankpolitik der FED eine wesentliche Rolle. Die agilere Zinspolitik (Höhe und Tempo der Zinsanpassungen) der FED, die den USD/EUR im letzten Jahr maßgeblich beflügelt hat, könnte im Falle früherer Zinssenkungen den USD im laufenden Jahr weiter belasten. Wir erwarten weiterhin eine Handelsspanne von 1,00 – 1,10, wobei das Risiko einer weiteren Abschwächung des USD auf bis zu 1,15 USD/EUR zuletzt gestiegen ist.

7. Gold

Der Goldpreis in USD konnte im abgelaufenen Quartal deutlich hinzugewinnen. Viele Anleger flüchteten gerade Mitte März in das Edelmetall. Die zuletzt schwächeren Inflationsraten und der hierdurch steigende Realzins sollten den Goldpreis auf seinem aktuell erhöhten Niveau von USD 2.000 pro Feinunze etwas bremsen. Realzinsen sind die wichtigste Einflussgrößen für den Goldpreis. Kommt es gegen Ende des Jahres zu den vom Markt erwarteten Zinssenkungen, dürfte eine zweite Anstiegswelle bevorstehen. Ebenfalls würde durch einen schwächelnden Aktienmarkt oder entstehende „Unfälle“ durch einen „credit crunch“ (Kreditklemme) Gold als „sicherer Hafen“ oder „Fluchtwährung“ gesucht werden. Wir erwarten einen Goldpreis im zweiten Quartal in etwa auf aktuellem Stand von ca. 1.950 USD pro Feinunze und sehen im zweiten Halbjahr weiter steigende Notierungen. Seine Absicherungsfunktion im Portfoliokontext stellte Gold im 1. Quartal einmal mehr unter Beweis und fungiert damit als die „Versicherung für den Fall der Fälle“. Es bleibt für uns ein wichtiger Baustein eines breit diversifizierten Portfolios.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.