

Frankfurt am Main, den 28. April 2023

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Im Rückblick bescherte der März den Anlegern einen recht erfreulichen Abschluss des ersten Quartals. So verzeichneten wichtige Aktienindizes gegenüber dem Vormonat Kursgewinne, insbesondere der US-amerikanische *S&P 500* mit +3,5% (seit Jahresbeginn +7,0%) und der chinesische *Hang Seng*-Index +3,1% (+3,1%), gefolgt vom deutschen *DAX* mit +1,7% (+12,2%), dem japanischen *Topix* mit +0,6% (+6,3%) und – etwas abgeschlagen – dem europäischen *STOXX Europe 600* mit -0,7% (+7,8%, jeweils in lokaler Währung). Beeinflusst durch Währungseffekte notierten die breiten globalen Indizes entsprechend fester, insbesondere der Weltaktien-Index *MSCI ACWI* mit +0,6 (+5,4%) und der Index der Schwellenländer, *MSCI Emerging Markets*, mit +0,6% (+2,1%, jeweils in EUR).
- Was auf Monatsbasis robust wirkt, unterlag im Verlauf des Monats allerdings erheblichen Schwankungen. Auslöser waren Nachrichten zur Schließung der Silicon Valley Bank durch die US-Behörden am 10. März 2023, zu Schieflagen weiterer US-amerikanischer Banken und zur regulatorisch verordneten Übernahme der Schweizer Credit Suisse durch die UBS am 19. März 2023. Seit der sogenannten Großen Finanzkrise (*Great Financial Crisis*, GFC) im Jahr 2008 war dies die erste staatliche Übernahme einer systemrelevanten Bank. Kurzfristig führten diese Nachrichten zu einem markanten Rückzug der Investoren aus einzelnen, im Lichte dieser Nachrichten als besonders anfällig geltenden Engagements.
- Von Analysten beschrieben als „*risk off shock*“, resultierte dieser Rückzug aus der Neubewertung von Risiken durch die Marktteilnehmer. Im Rentenmarkt erhöhten sich beispielsweise die Risikoprämien für Schuldner von Hochzinsanleihen von 4,2% zum Monatsbeginn auf vorübergehend bis zu 5,2% in den USA und in Europa analog von 4,2% auf 5,5%. Umgekehrt führten die damit verbundenen Umschichtungen in Qualität und Sicherheit zu einem abrupten, beachtlichen Rückgang der Rendite der zweijährigen *US Treasuries*, nämlich um 1%-Punkt von 5,0% auf 4,0% innerhalb von zwei Handelstagen.
- Erwähnung verdient, dass die deutliche Skepsis gegenüber Banken im weiteren Monatsverlauf zwar anhielt, doch zugleich auf den Finanzsektor begrenzt blieb. Dies reflektierte auch die beherzten und koordinierten Maßnahmen, mit denen die Zentralbanken die Zahlungsfähigkeit von Banken unterstützten und die Sicherheit von Einlagen unterstrichen. Zum 31. März verzeichnete der globale Bankensektor einen monatlichen Kursverlust von ca. -12%, der Sektor der US-amerikanischen Regionalbanken (*KBW Regional Banking Index*) sogar von -23% (seit Jahresbeginn: -5,7% bzw. -20,0%, jeweils in EUR), illustriert in unserer *Graphik des Monats*. Dass sich der globale Aktienmarkt insgesamt stabil hielt, reflektierte die robuste Entwicklung anderer Sektoren, insbesondere von Technologie- und Wachstumsunternehmen (mit jeweils +6,8% bzw. +4,0% im Monatsverlauf, bezogen auf die Indexfamilie *MSCI ACWI*).
- Stimmig erscheint dies insofern, als dass die Nachrichten aus dem Bankensektor auch Fragen zum weiteren geldpolitischen Kurs der Zentralbanken aufwarfen. Erwartungsgemäß erhöhten die US-amerikanische *Federal Reserve* und die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen im März um +0,25% auf 5,0% bzw. +0,5% auf +3,5%. Abweichend von den bisherigen Erwartungen wird allerdings für dieses Kalenderjahr nun nicht mehr mit weiteren deutlichen, sondern nur noch mit eher moderaten Zinsschritten gerechnet. Hiermit plausibel erscheint die Verteuerung von Gold auf USD 1.980 pro Feinunze zum 31. März, damit +6,7% seit Jahresbeginn für EUR-Investoren.
- Berechtigt erschien die Erwartung von geldpolitischer Mäßigung auch durch die jüngsten Daten zur Inflation, die mit +5,0% in den USA und +6,9% in Europa für den März insgesamt freundlich ausfielen. Die Preise von Rohöl und Gas blieben im März insgesamt stabil und damit weiterhin – auch dank des milden Winters – deutlich niedriger als zum Beginn des Jahres. Allerdings genügten diese freundlichen Daten nicht, um die nach wie vor vorherrschende Skepsis zur weiteren konjunkturellen Entwicklung der Weltwirtschaft aufzuhellen. Gegenüber seinem vorangegangenen Bericht vom Januar rechnet der Internationale Währungsfonds (IWF) für dieses Jahr nun mit weiterhin geringem Wachstum (+2,8% vs. +2,9%), doch eher

anziehender Inflation (+7,0% vs. +6,6%). Nach dem Rückgang von Lieferengpässen wird dies vor allem in der Kombination von anziehender Nachfrage und anhaltend engen Arbeitsmärkten begründet.

- Beachtung verdient der März an den Finanzmärkten insofern, als er mit den Schieflogen einzelner Banken die Aufmerksamkeit auf die Anforderungen eines stabilen Finanzsystems wieder verdeutlichte, nachdem dieses Thema in den vergangenen Jahren wenig prominent war. Für Zentralbanken heißt dies erstmals seit Jahrzehnten, die weitere Bekämpfung der Inflation mit Maßnahmen zur Stabilität des Finanzsystems zu verbinden, insbesondere in der Regulierung von kleineren Banken. Die inzwischen nennenswerte Rendite von Staatsanleihen, alternative Angebote digitaler Akteure – wie etwa der Zins von 4,15%, den Apple inzwischen USD-Sparern bietet – sowie die Transparenz und Dynamik von *social media* bedeutet für Banken starken Wettbewerb um die Einlagen ihrer Kunden und Druck auf die Ertragsmargen. (Zum Vergleich: Bei US-amerikanischen Banken beträgt der durchschnittliche Einlagenzins derzeit nur ca. 0,4%).

Unsere Einschätzung

- Während die fundamentalen Marktdaten des März mit unserer Einschätzung einer grundsätzlich konstruktiven weiteren Entwicklung im Einklang stehen, lässt uns die jüngste Dynamik tendenziell defensiver werden. Den weiterhin gegebenen Chancen stehen in der Summe gestiegene Risiken gegenüber, bedingt insbesondere durch die Kombination von anhaltender Inflation, damit einhergehend höheren Kapitalkosten und Begrenzungen im Kreditzugang, wachsenden Ausfallrisiken und eher moderatem Wachstum in der Ertragskraft von Unternehmen.
- Von hoher Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob die jüngsten Schieflogen einzelner Banken als isolierte Einzelfälle zu betrachten sind oder eine breitere Anfälligkeit des Finanzsektors signalisieren. Wie jüngste Daten zu illiquiden Vermögensklassen – insbesondere Immobilien und *Private Equity* – nahelegen, verschärfen sich die Finanzierungsbedingungen bereits seit einiger Zeit. Drei Aspekte halten wir in diesem Zusammenhang für relevant:
 - **Kein *Déjà vu*:** Vergleiche der jüngsten Nachrichten aus dem Bankensektor mit der Finanzkrise 2008 drängen sich auf, erfordern jedoch einen zweiten Blick, der wichtige Unterschiede bietet: Im Gegensatz zu 2008 reflektieren die jüngsten Schieflogen keine Kreditausfälle im Immobilienmarkt, sondern in einem erheblichen Maße den Effekt hoher, durch steigende Zinsen bedingter Buchverluste von Staatsanleihen in den Bankbilanzen. Daneben unterliegen die systemrelevanten Banken inzwischen deutlich höheren Anforderungen an Liquidität und Eigenkapital. (Dass der Markt dies deutlich unterscheidet, zeigt die Differenz zwischen dem globalen, weitgehend systemrelevanten Bankensektor und den weniger regulierten US-amerikanischen Regionalbanken in unserer *Graphik des Monats*.)
 - **Bremseffekte:** Unabhängig von der aufsichtsrechtlichen Stabilität einzelner Institute haben die hohe Bedeutung von Einlagen und die Bewertung des Eigenkapitals – also die jüngst gefallen Aktienkurse – direkte Auswirkungen auf ihre Kreditvergabe. Sinkt das Kreditvolumen und verschärfen sich die Anforderungen an Schuldner, steigen mit den Finanzierungskosten auch deren Ausfallrisiken – mit möglicherweise erheblichen Bremseffekten für die weitere Konjunktur.
 - **Rückenwind für *soft landing*?** Günstig wäre diese Entwicklung, wenn die Finanzierungskosten nur moderat steigen, die Kreditausfälle gering bleiben, die damit verbundene Drosselung der Konjunktur die Inflation senkt und es damit den Zentralbanken erleichtert, die Zinsschrauben zu lockern und die Konjunktur geldpolitisch zu fördern. In diesem Sinne könnte eine größere Zurückhaltung der Banken das häufig zitierte Szenario einer glimpflichen, im Kern stabilen weiteren Entwicklung – das sogenannte *soft landing* - fördern. Dies ist ein mögliches Szenario der weiteren weltwirtschaftlichen Entwicklung – doch nicht das einzige.
- In unserer Investitionsstrategie kombinieren wir weiterhin defensive mit wachstumsorientierten Aktienengagements mit einem hohen Grad an internationaler Diversifizierung, zum Beispiel durch Engagements in Japan. Anleihen in EUR gewinnen an Bedeutung.

Positionierung

In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:

- Erhöhung von Anleihen in EUR;
- Absicherung von Aktienengagements im Finanzsektor;
- Erhöhung von Engagements in europäischen Aktien, finanziert durch Gewinnmitnahmen im Energiesektor und bei US-amerikanischen Aktien;
- Reduzierung von marktneutralen Engagements („Absolute Return“-Konzepte im Rahmen unserer sogenannten Hantel-Strategie).

Graphik des Monats:

Wertentwicklung von Aktien: Globaler Bankensektor (gelb) vs. US-amerikanische Regionalbanken (blau) vs. Weltaktienmarkt (MSCI ACWI – rot) und deutschem DAX (grün)

31. Dezember 2022 – 31. März 2023



1.3.2023 9.3.2023

Quelle: *infront Financial Technology GmbH*; eigene Analyse

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 Marktbericht 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 Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.