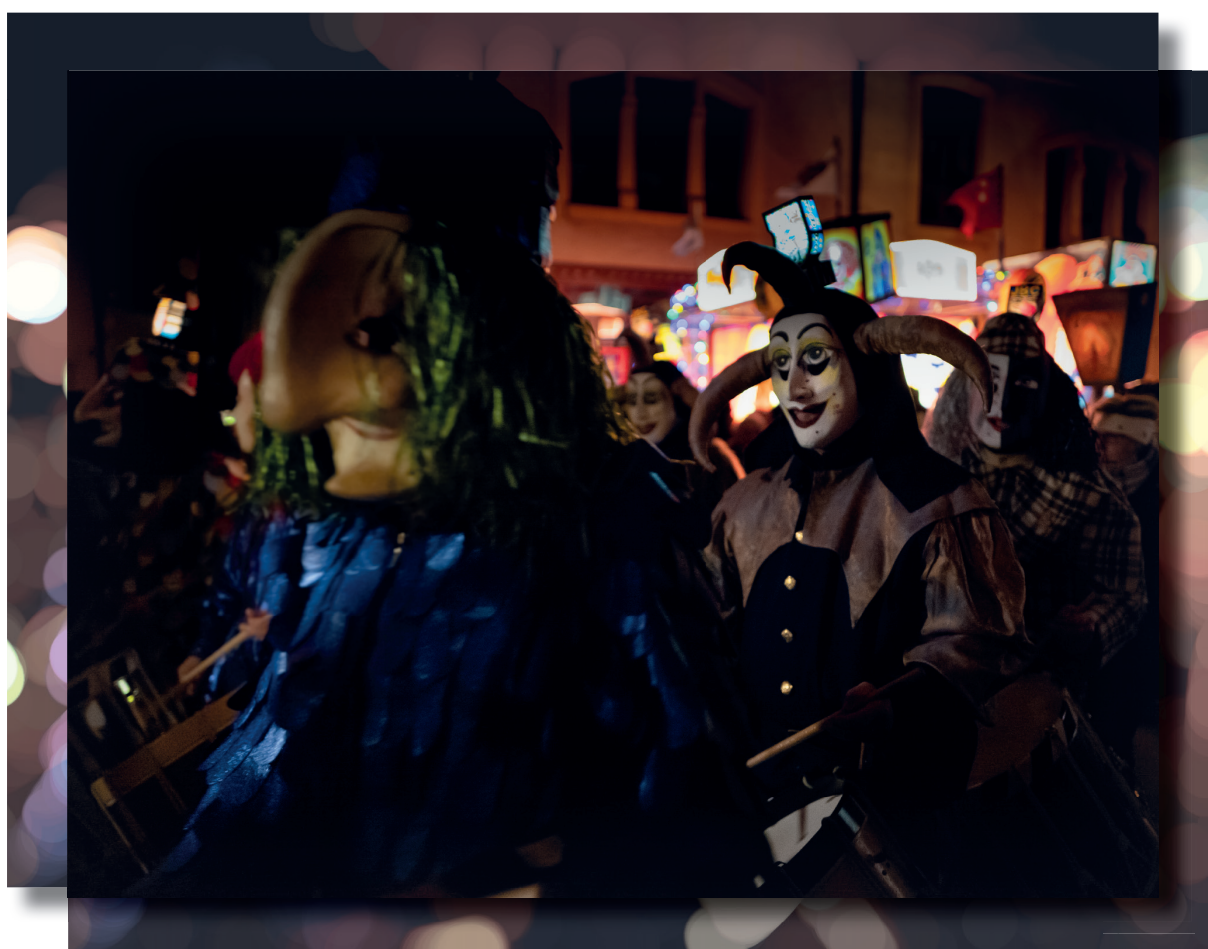

VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Der Marktkommentar



03|2023

DER MARKTKOMMENTAR MÄRZ 2023

Dieser Teil des Materials: (i) ist als gesamtwirtschaftlicher Marktkommentar gedacht, (ii) enthält keine Aussagen oder Ratschläge zu konkreten handelbaren Wertpapieren oder Finanzprodukten und (iii) berücksichtigt nicht Ihre persönlichen Umstände. Daher darf es nicht als Form einer regulierten Finanzberatung, Rechts-, Steuer- oder sonstigen regulierten Dienstleistung angesehen werden.

Der Abverkauf zum Jahresende führte im Januar zu einer klassischen Entlastungsrallye, welche im Februar in einen fundamental losgelösten Selbstläufer überging. Komplette außer Acht gelassen wurde die veränderte Zinspolitik der Notenbanken, hier speziell die stark restriktive US-amerikanische FED. Deren Vorsitzender Jerome Powell vertritt klar den Kurs, die hohe Inflation in ihre Schranken zu weisen. Anfang März stand er Rede und Antwort vor dem Kongressausschuss und referierte über die Geldpolitik.

Wir bekommen sehr differenzierte Signale aus den Kapitalmärkten. Innerhalb von vier Wochen stiegen die Renditen der europäischen Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren um satte 70, in den USA um 40 Basispunkte. Hingegen fielen die Renditeaufschläge (Zins-Spread) auf hochverzinsliche Anleihen, welche im iTraxx Europe Crossover Index abgebildet sind, von 474 auf 395 Basispunkte. Unzählige europäische Investmentbanken sind sehr bemüht, dass sich im Privatbesitz befindliche Firmen (Private Equity) mit ihren hoch verschuldeten Kapitalstrukturen über Wasser halten werden.

In den vergangenen Wochen gingen Immobiliengesellschaften mit ihren Anleihen baden, welche von nicht weniger renommierten Kapitalgesellschaften, wie PIMCO oder Blackstone, gestützt wurden. Bei PIMCO betrifft es 1,7 Milliarden US-Dollar durch Büroimmobilien besicherte Anleihen und bei Blackstone 562 Millionen US-Dollar. Unzählige kleinere besicherte Anleihen wurden im Schnellverfahren abgewickelt und die Immobilien an die Gläubiger übergeben. Unglaubliche 17 Prozent der gesamten Büroflächen in den USA stehen im Moment leer. Im laufenden Jahr werden Anleihen, besichert durch Büroimmobilien, mit einem Volumen von 92 Milliarden US-Dollar zur Tilgung fällig, weitere 58 Milliarden im 2024 – fast die Hälfte mit einer variablen Verzinsung.

Blackstone erwarb im 2015 in Chicago für 1,3 Milliarden US-Dollar den 110-stöckigen Willis Tower (ursprünglich Sears Tower), der höchste Preis, welcher jemals für eine Büroimmobilie außerhalb von New York bezahlt wurde. Renovationskosten von 546 Millionen US-Dollar führten im 2018 zu einer Erhöhung der bestehenden Hypotheken, welche heute mit 1,8 Milliarden US-Dollar in den Büchern der Deutschen Bank und der Barclays Bank stehen. Im 2022 wurde die Fälligkeit wegen mangelnder Refinanzierungsmöglichkeiten um ein Jahr herausgeschoben. Vergangenen Monat wurden die Zinskonditionen erneut angepasst und die monatlichen Finanzierungskosten stiegen um gewaltige 300 Prozent – mit einer Leerstandsquote von über 20 Prozent!

Nicht ganz überraschend platzte nun in Kalifornien die Private Equity-Blase. Die SVB (Silicon Valley Bank), einer der Vorreiter in der risikobasierenden Finanzierung von Start-ups, Private Equity über Anschlussfinanzierungen von innovativen Unternehmungen. Die Bank verlor in wenigen Tagen 14 Milliarden US-Dollar an Börsenwert, nachdem SVB einen Verlust von 1,8 Milliarden US-Dollar auf den Verkauf eines 21 Milliarden schweren Anleiheportfolios bekannt geben musste. Die Liquidation wurde forciert durch einen massiven Bankensturm (Bank-Run) von institutionellen Anlegern, welche dem Institut das Vertrauen entzogen.

Wenige Tage zuvor musste die im Kryptomarkt engagierte Silvergate Capital Corp., ebenfalls eine in Kalifornien ansässige Bank, ihre Schließung bekannt geben. Auch hier fand ein Ansturm auf die Bank statt. Der Abzug von Einlagen durch Bankkunden führte zur Liquidation von Kapitalanlagen der Bank, die zu Verlusten in Milliardenhöhe führten. Das Problem liegt bei der Bilanzierung von Kapitalanlagen der US-Banken, welche Anlagen in Anleihen als „gehalten bis zur Endfälligkeit“ ausweisen. Dadurch müssen Kursverluste auf den Anlagen nicht provisioniert werden. Die staatliche US-Einlagensicherung FDIC (Federal Deposit Insurance Corp.) beziffert per Ende 2022 den unrealisierten Verlust auf Anleihebestände bei Banken auf 620 Milliarden US-Dollar.

Diese Daten stehen jedem Investor zur Verfügung und sind aus den Jahresabschlüssen der Banken ersichtlich. Die Bank of America verwies in einer Fußnote, dass der aktuelle Marktwert des bis zur Fälligkeit gehaltenen Anleiheportfolios mit 524 Milliarden US-Dollar um 109 Milliarden tiefer ist, als in der Bilanz ausgewiesen. Bei SVB beträgt diese Zahl gewaltige 15,1 Milliarden US-Dollar oder das gesamte Eigenkapital!

Wir können nun darüber schmunzeln, dass in den USA plötzlich die Solvenz der Banken infrage gestellt wird. Dem Geschäftsmuster eines Minenfeldes ähnlich, ist es bei der europäischen Konkurrenz kaum anders und kommt oft

mit einer kleinen Zeitverzögerung an die Oberfläche. Was soll man weiter dazu kommentieren, wenn die Schweizer Nationalbank für das abgelaufene Geschäftsjahr einen Verlust von 132 Milliarden Schweizer Franken vermelden muss. Es ist aber faszinierend, dass genau aus einer geografischen Ecke ein „Reset“ der ausufernden Spekulation ausgelöst wird, wo man dies nie erwartet hätte.

In den Aktienmärkten schwang der Optimismus regelrecht obenaus, denn rekordhohe Gewinnmargen bescherten vielen Unternehmungen einen „goldenen“ Jahresabschluss. Preisdisziplin und künstliche Verknappung des Angebots ermöglichten widerstandslos Preiserhöhungen durchzusetzen. Dies nutzen alle Firmen in einer Lieferkette und geben diese weiter. Nun stehen viele Hersteller seitens Regierungen in der Kritik, die Situation zulasten der Konsumenten auszunutzen. Es sind Firmen wie Mondelez oder Nestlé, welche ihren Angestellten einen inflationsangepassten Lohnausgleich verweigern, jedoch die Verkaufspreise erhöhen.

Permanent muss nun die chinesische Wirtschaft erhalten, um eine bevorstehende Rezession abzuwenden. Die weitverbreitete These der Wiedereröffnung der Wirtschaft soll die treibende Kraft und der Retter der westlichen Wirtschaftsblöcke sein. Viele Bereiche des chinesischen Hochtechnologiesektors sind weiterhin von der Versorgung von wichtigen Bauteilen abgeschnitten. Die US-Regierung erhöht permanent die Sanktionen, ohne vom Markt wirklich wahrgenommen zu werden. Hier bleibt schon einmal der treibende Faktor des Wachstums aus. Die sogenannte „Old Economy“, von welcher sich die chinesische Regierung lange abwenden wollte, kann dieses Defizit nicht kompensieren.

Im Jahresvergleich fielen die Exporte in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres um 6,8 Prozent, die Importe um 10,2 Prozent. Ökonomen verweisen auf gefallene Rohstoffpreise und einen höheren Außenhandelswert des US-Dollars. Schaut man aber genauer in die (glaubwürdigen) Statistiken, ist ein Volumenrückgang bei Erdöl von 1,9 und bei Erdgas von 9,4 Prozent ersichtlich. Der stärkste Rückgang gab es bei Halbleiter von 26,5 Prozent, nachdem diese bereits für das gesamte vergangene Jahr um 15,3 Prozent zurückgingen.

So verwundert es, dass Investoren kaum zwischen dem Abarbeiten von Auftragsbestand und dem neuen Auftragseingang Parallelen ziehen können. Mit der Veröffentlichung der letzten Quartalszahlen hätten diese hellhörig werden müssen, verschleiern die Firmen die Aussichten doch mit vagen Worten. Viele Schlüsselindustrien sind bereits heute mit einem Nachfragerückgang konfrontiert und versuchen durch die Stilllegung von Kapazitäten und Entlassungen dem negativen Trend entgegenzuwirken. Es macht sich hier eine gefährliche Schere von sozialem Konflikt auf, welcher sich irgendwann entladen kann.

Seit Ende des Jahres haben sich die fundamentalen Eckwerte der globalen Wirtschaft kaum verändert. Das Aufleben der Aktienmärkte führte zu einer gefühlten Verbesserung im Empfinden des wirtschaftlichen Umfeldes, doch bleiben die realen Aufträge/Bestellungen vielerorts aus. Es wird interessant, welche Seite den wirklichen Stand widerspiegelt und mit realen Wirtschaftsdaten belegt wird.

Die ersten beiden Monate des neuen Jahres sollten nicht als garantierte Trendwende angesehen werden, bleiben Aktien einiger wichtiger Sektoren doch verdächtig im Korrekturmodus stecken. Die Auswirkungen von höheren Leitzinsen und den damit verbundenen steigenden Finanzierungskosten, werden ebenso wenig eskomptiert, wie die Möglichkeit der damit verbundenen Kürzung bei den Ausschüttungen (Dividenden) der Firmen.

Ich wünsche allen ein frohes Osterfest, denn der nächste Marktkommentar wird erst nach Ostern verfasst.



Roger Maurer

In diesem von mir verfassten Marktkommentar gilt es eine gewisse Stimmung der Finanzmärkte einzufangen und darzulegen. Da dieses Dokument öffentlich publiziert wird, können keine gezielten Anlageempfehlungen niedergeschrieben werden, noch ist dieser Marktkommentar ein zugrunde liegendes Instrument, seine Anlageentscheide zu treffen. Er soll jedoch verdeutlichen, mit welcher Weitsicht Entscheide ausgearbeitet werden. Es gilt das Motto: möglichst viele Informationen, auch wenn diese im Moment nicht ins Gewicht fallen, einzubeziehen.