

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF SE



31. März 2023

DAS DILEMMA DER NOTENBANKEN

Die Notenbanken befinden sich in einem ungemütlichen Dilemma: Die hohe Inflation erfordert eine Verringerung der Geldmenge und zügige, entschiedene Erhöhungen der Leitzinsen. Gleichzeitig müssen sie Liquidität schaffen, um Bankenmarkt und Finanzmärkte zu stabilisieren. Ein klassischer Zielkonflikt.

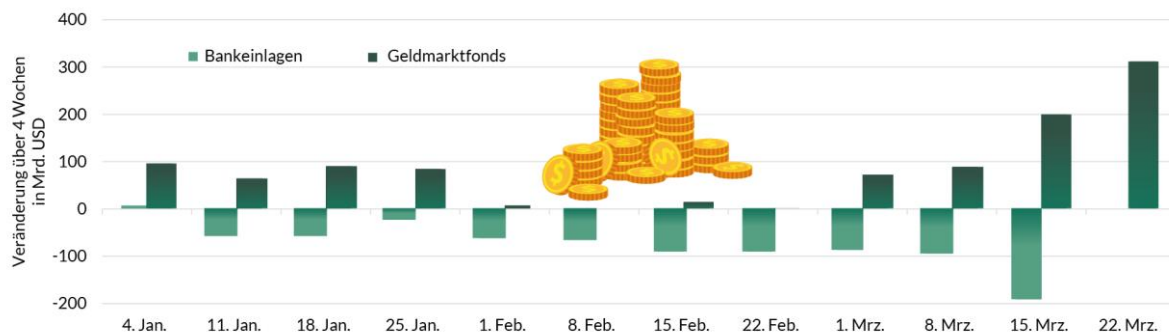
Die jetzige Lage löst bei vielen Beobachtern Erinnerungsschübe an die Finanzkrise von 2008/2009 aus. Dabei sind beide Krisen nur bedingt vergleichbar. Gerade deshalb ist es wichtig, genau nachzuvollziehen, was im Augenblick geschieht. In der Phase niedriger Zinsen haben viele Banken – in den USA, aber auch in Europa – kurzfristige Einlagen angenommen und diese in langfristige Anleihen angelegt. Doch seit Monaten steigen die Renditen und die Anleihekurse fallen.

Die aktuelle Bankenkrise ist eine klassische Vertrauenskrise. Auf dem Papier stehen die meisten Banken gut da. Die Eigenkapitalausstattung hat sich seit der Finanzkrise 2008 verbessert. Die Bankenaufsicher achten besonders auf das harte Eigenkapital, das auch als Common Equity Tier 1 Capital (CET1) bezeichnet wird. Für die US-Banken insgesamt weist die Einlagensicherung (FDIC) für Ende 2022 eine Kernkapitalquote von 9,0 Prozent aus. Für die Banken des Euroraums berichtete die EZB Anfang Februar, dass die Eigenkapitalausstattung nach CET1-Quote bei 10,4 Prozent der risikogewichteten Aktiva liege.

In den USA haben viele Banken, auch die Silicon Valley Bank, Einlagen der Kunden im hohen Maße langfristig in Anleihen angelegt, ohne das Zinsänderungsrisiko abzusichern. Werden diese bis zum Laufzeitende gehalten (Held to maturity), dann werden die Wertverluste der Anleihen nach geltenden Rechnungslegungsvorschriften nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Die unrealisierten Verluste mindern auch nicht das Eigenkapital der Banken nach den geltenden Vorschriften. Bei den US-Banken beliefen sich die gesamten unrealisierten Verluste im Wertpapierbestand Ende 2022 nach Angaben der FDIC auf 620 Milliarden Dollar. Diesen nicht realisierten Verlusten steht ein Eigenkapital von etwa 2,1 Billionen Dollar gegenüber.

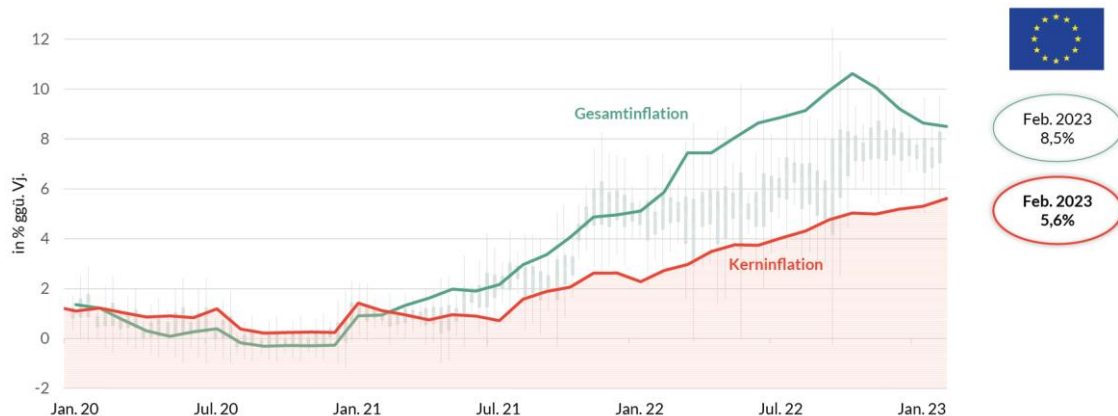
Eine Folge der Vertrauenskrise ist, dass die Anleger Einlagen bei Banken abziehen und in Geldmarktfonds anlegen. In den vier Wochen bis zum 15. März verloren die US-Banken – vor allem die kleinen – etwa 191 Milliarden Dollar an Einlagen. Umgekehrt verzeichneten Geldmarktfonds im 4-Wochen-Zeitraum bis zum 22. März 312 Milliarden Dollar an Zuflüssen (Grafik 1). Damit sind wir von einer Flucht aus dem Bankensystem noch weit entfernt. Dennoch bemühen sich Politik und Aufsichtsbehörden mit Nachdruck, einem Bank Run vorzubeugen. Sie haben Garantien für Einlagen bei Banken abgegeben und Programme zur Liquiditätssicherung der Banken aufgelegt wie das Bank Term Funding Program (BTFP) in den USA.

ENTWICKLUNG VON BANKEINLAGEN UND GELDMARKTFONDS IN DEN USA IM JAHR 2023



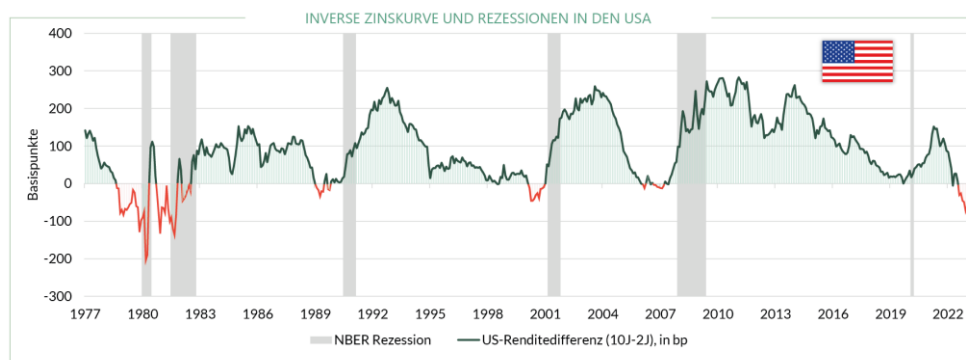
Die andere Seite des Dilemmas der Notenbank ist die nach wie vor hohe Kerninflation, die ohne die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise berechnet wird (Grafik 2). In den USA lag diese Ende Februar bei 5,5 Prozent. Gleichzeitig zeigt sich der Arbeitsmarkt stark mit einer Arbeitslosenquote von 3,6 Prozent und 10,8 Millionen offenen Stellen bei 5,9 Millionen Arbeitslosen. In der Eurozone lag die Kerninflation Ende Februar bei 5,6 Prozent und die Arbeitslosenquote Ende Januar bei 6,7 Prozent. Damit liegt die Kerninflation, an der die Notenbanken ihre Geldpolitik ausrichten, weiter über dem Ziel von 2 Prozent.

EUROZONE: GESAMT- UND KERNINFLATION



Die Zentralbanken wollten die zu hohe Kerninflation in diesem Jahr herunterführen. Doch die geplanten Zinserhöhungen können sie möglicherweise nicht energisch genug fortsetzen. Zum einen ist die Stabilität im Finanzsystem zu berücksichtigen. Zum anderen sind in Europa einige Staaten zu hoch verschuldet. Die hohen Zinssätze könnten diese überfordern. Italien liegt bei einer Schuldenquote von 147 Prozent, Spanien bei 116 Prozent, Frankreich bei 114 Prozent.

Ihr Dilemma haben die Notenbanken zuletzt dadurch gelöst, dass sie die Leitzinsen erhöhen und dem Bankensektor gleichzeitig Liquidität bereitstellen. Die stark gestiegenen Zinsen beginnen nun mit Verzögerung zu wirken. Höhere Zinsen sollen die Wirtschaftsaktivität dämpfen und so die Inflation senken. Damit steigen aber auch die wirtschaftlichen Risiken (Grafik 3).



Wir erwarten keine schwere Rezession, wie wir sie 2009 erlebt haben, als die deutsche Wirtschaft um 5,7 Prozent eingebrochen war. Allerdings halten wir eine technische Rezession für möglich, ein negatives Wirtschaftswachstum in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2023 einen schwachen Anstieg der Wirtschaftsleistung.

Anders als während der Subprime-Krise 2008/2009, liegt die Ursache heute nicht in schlechten, mehrfach verpackten Krediten, die nun gefährdet wären. Das Kernproblem sind eine zu lange Duration der Anleiheportfolios der Banken und eine Vertrauenskrise, die zu Bank Runs führen kann. Die Volatilität an den Märkten dürfte hoch bleiben. Deshalb haben wir jüngst die Aktienquote in den Portfolios, die wir betreuen, auf „leicht untergewichten“ gesenkt. Der Schutz des Vermögens unserer Kundinnen und Kunden steht für uns angesichts der höheren Volatilität derzeit im Mittelpunkt.

Wir sind nicht in Aktien der Credit Suisse, Silicon Valley Bank oder in amerikanische Regionalbanken investiert. Wir halten auch keine Aktien der Deutschen Bank, die zuletzt unter Druck geraten sind, und auch keine Aktien anderer europäischer Banken. Generell sind wir in Bankaktien untergewichtet. Unser Anlagestil zeichnet sich dadurch aus, Aktien von Unternehmen zu finden, die nur gering verschuldet sind, die ein solides, gut vorhersehbares Geschäftsmodell aufweisen, die einen zuverlässigen Cash-Flow generieren und die eine starke Position im Wettbewerb mitbringen.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
31.03.2023

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	4301	4,1	1,5	13,4
DAX 40	15585	4,2	1,4	11,9
CAC 40	7299	4,0	0,4	12,7
FTSE 100	7638	3,1	-3,0	2,5
SMI	11085	4,2	-0,1	3,3
S&P 500	4051	2,0	2,0	5,5
Nasdaq Comp.	12013	1,6	4,9	14,8
Nikkei 225	28041	0,0	0,0	7,5
CSI 300	4051	0,0	0,0	4,6
Hang Seng	20400	0,0	0,0	3,1

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	3	0,5	0,5	1
US Federal Funds *)	4,875	0	0,25	0,5
SNB Sichteinlagen	1	0,5	0,5	0,5

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	2,37	0,24	-0,28	-0,20
US T-Note 10 J.	3,56	0,18	-0,36	-0,32
Schweiz 10 J.	1,25	0,10	-0,22	-0,37

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,0876	1,1	2,5	1,6
EUR in GBP	0,8792	0,1	-0,3	0,7
EUR in CHF	0,9973	-0,7	-0,3	-0,8
US-Dollar Index **)	102,436	-0,7	-2,3	-1,0

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1977,6	0,0	8,1	8,4
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	79,45	5,9	-5,3	-7,5

Letzte Aktualisierung: 31.03.2023 14:22

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Rebecca Hettmann

+49 69 94 41 80 64

rebecca.hettmann@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2023, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.