

Börsenmonitor März 2023



- **An den US-Börsen setzt sich die Konsolidierung mit etwas mehr Abwärtsdynamik fort. Die Krise der US-Regionalbanken hat die Marktkorrektur befördert, der Dow Jones hat vom Topp Mitte Januar über 6% eingebüßt. Die Volatilität hat wegen dieser neuen Unsicherheit sprunghaft zugenommen.**
- **Die Zinsen stürzen in diesem Umfeld, in dem Investoren auf der sicheren Seite stehen wollen, regelrecht ab. Anleihen bieten eine echte Investmentalternative. Die US-Zentralbank könnte wegen der leicht angekratzten Finanzstabilität im US-Bankensystem jetzt tatsächlich etwas vorsichtiger mit ihrer Zinspolitik agieren. Auf der anderen Seite steigt die Inflation in der Kernrate weiter an. Die Notenbanken geraten noch tiefer in ein Dilemma.**
- **Die leichte Panik bezüglich der regionalen US-Banken und der angeschlagenen Credit Suisse in Europa sollte sich nach einer gewissen Zeit wieder legen. Die Börsen haben diese Verschonungspause gebraucht, und sie sollte noch eine Zeitlang anhalten.**

Zins- und Inflationsängste, dazu Unruhe um einige Banken, treiben Anleger aus Aktien: Der Dow Jones sinkt um mehr als 6% von seinem Hoch Mitte Januar ab und steht jetzt auch knapp 3% unter seinem Jahresanfangsstand. In Europa und im DAX halten die Gewinne länger, die Kurse fielen erst mit Verzögerung nach der Unsicherheit um die kriselnde, und als systemisch betrachtete, Schweizer Großbank Credit Suisse. Der DAX liegt seit Jahresanfang immer noch um gut 7% vorne. Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich seit der Energiekrise und dem gedrückten Kurslevel im vergangenen Herbst zwar verbessert, aber die deutlich gestiegenen Zinsen und die jüngste Nervosität um die Bankensystemstabilität lassen die Rezessionsangst nicht komplett verschwinden.

Europäische Aktien haben wegen der gesunkenen Energiepreise im Vergleich zu den US-Titeln deutlich Boden gutgemacht. Solche Phasen der Überperformance europäischer im Vergleich zu amerikanischen Aktien sind eher selten und halten leider meistens auch nicht sehr lange an. Am Dienstag vorletzter Woche erreichte der DAX noch ein Jahreshoch von 15.706 Punkten, während der Dow Jones nur zwei Tage später auf ein Jahrestief absackte, und die Abwärtstendenz in der letzten Woche

angesichts der Regionalbankenkrise in den USA fortgesetzt hat. Zwischen dem Jahreshoch am 13. Januar und dem Tief vom Mittwoch liegen 2.319 Punkte oder ein Kursverlust von 8,3%.

Bankaktien unter Druck – das weckt Erinnerungen an 2008: Die Situation ist aber trotzdem eine völlig andere als damals. Der erste Schock kam aus den USA mit dem überraschenden Zusammenbruch der kalifornischen Silicon Valley Bank, eines der größten Start-Up- und Wagniskapitalfinanzierer in der Technologie-Region. Nach einer Welle von Einlagenabzügen wird die Bank nun unter Führung der Einlagensicherungsorganisation FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) abgewickelt und bekommt von der Zentralbank einen Liquiditätsrahmen eingeräumt. Mit der gleichzeitig erfolgten Garantie aller Einlagen über 250.000 USD durch die Notenbank sollte das Problem eingegrenzt bleiben und sich nicht in eine systemische Bankenkrise in den USA ausweiten. Immerhin handelt es sich um die größte US-Bankpleite seit der Finanzkrise 2008 und mit einer Bilanzsumme von 209 Mrd. USD ist die Nummer 16 unter den US-Banken betroffen.

Nur wenige Tage später verstärkte sich in Europa der Vertrauensverlust in die Großbank Credit Suisse, die nach einem Jahresverlust von 7,3 Mrd. CHF im Geschäftsjahr 2022 bilanzielle Unstimmigkeiten und Missstände bei der internen Kontrolle einräumen musste. Nach einem Geldabfluss in der Vermögensverwaltung der Bank von 123 Mrd. CHF im Vorjahr, und davon allein 110 Mrd. im vierten Quartal, sorgte der Vertrauensschwund für einen massiven Abverkauf der Aktie auf neue Tiefstpreise, der andere Bankaktien in Europa mit nach unten riss. Die Schweizer Nationalbank SNB öffnete dem Bankhaus eine Liquiditätslinie über 50 Mrd. CHF. Das reicht für eine kurzfristige Stabilisierung aus, für eine dauerhafte Lösung ist aber ein umfassenderes Konzept bis hin zu einer Verschmelzung mit einem anderen Institut oder einer Aufspaltung nötig.

Verlierer- und Gewinnerbranchen: Die größten Kursverluste gab es zuletzt neben dem Bankensektor vor allem bei den großen Energie- und Rohölwerten, da auch der Erdölpreis massiv unter Druck geriet. Aber auch seit

Jahresbeginn liegen die US-Energiewerte mit durchschnittlich minus 11,7% noch hinter den Banken mit minus 6,9% im S&P500-Index Ranking ganz unten, in Europa sind es im Stoxx600-Index ebenfalls die Ölwerte (-4,7%) und die Rohstofftitel (-7,8%) mit Glencore und Rio Tinto an der Spitze der Verlierer.

Auf der Gewinnerseite finden sich in den USA ganz oben die großen Technologiekonzerne (+15,3% im Mittel) mit den führenden Halbleiterherstellern Nvidia und AMD, der Softwareaktie Salesforce und Apple, sowie mit plus 15,1% Anbieter von Kommunikationsdienstleistungen wie META (Facebook) und plus 10,5% Konsum- und Handelswerte einschließlich des weltgrößten Online-Händlers Amazon. In Europa formieren ebenfalls Technologiewerte (+15,2%) mit SAP und ASML, Einzelhändler (+14,8%), vornehmlich aus dem Luxusgütersegment wie Hermes, LVMH und Kering, sowie in der Nach-Pandemie die Reise- und Freizeitbranche (+14,1%) und überraschend der Autosektor (+13,8%) die Spitze.

Viel Bewegung an den Zinsmärkten: Zuviel Inflation und immer wieder kernige Aussagen von Seiten der Notenbanken haben die Renditen an den Zinsmärkten ab Anfang Februar zunächst nach oben befördert. Erst mit dem Aufflackern der Regionalbankenkrise in Amerika und der durchgeschüttelten Credit Suisse in Europa ging es schlagartig in die andere Richtung und die Zinsen sanken wieder, vor allem im zweijährigen Bereich mit heftigsten Ausschlägen.

In den USA schossen die zweijährigen Renditen zwischen Anfang Februar bis zum 8. März von 4,1% auf 5,1% in die Höhe, um dann wieder die komplette Wegstrecke bis auf aktuell 4,1% zurückzufallen. Bei den zehnjährigen Staatsanleihen ging es von 3,4% auf 4,2% nach oben und dann wieder runter bis 3,5% heute. In Deutschland bewegten sich zweijährige Papiere erst bis auf 3,3% hoch und dann wieder auf den Ausgangspunkt von gut 2,5% zurück. Zehnjährige Bundesanleihen pendelten von 2,1% bis auf 2,7% Anfang März und wieder zurück auf 2,2% Mitte März. Die Achterbahnfahrt bei den Renditen könnte noch ein Stück lang weitergehen, je nach Inflationsdaten und eventueller neuer Hiobsbotschaften aus der Bankenwelt.

Die Inflation hält sich zäher als erhofft:

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat im Moment mehr Erfolg, die Inflation zu brechen als die Europäische Zentralbank (EZB). In den USA ist der Anstieg der Konsumentenpreise immerhin seit acht Monaten in Folge rückläufig, von 9,1% im Juni auf 6,0% im Februar. Auch der Erzeugerpreisanstieg hat sich im selben Zeitraum von 11,2% über acht Monate am Stück auf zuletzt 4,6% ermäßigt.

Als hartnäckiger erweist sich die im Mittelpunkt der Geldpolitik der Zentralbanken stehende Kernrate, unter Ausschluss der Energie- und Nahrungsmittelpreise. Sie fiel sechs Monate in Folge auf 5,5% im Februar, im Dienstleistungssektor ohne Energie stieg die Teuerung allerdings seit vier Monaten ohne Unterbrechung in Folge bis auf 7,3% an. Hier anzusetzen liegt denn auch im Fokus der Fed, ist aber schwer einzuhegen, weil von Personalkosten und damit Lohnsteigerungen dominiert. Am US-Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung und Arbeitskräftemangel, die Lohnverhandlungsmacht liegt bei den Arbeitnehmern. Deswegen argumentieren nicht wenige Fed-Mitglieder, dass vor einem leichten Einknicken des Arbeitsmarkts auch die Inflation nicht gebrochen werden kann.

Das gleiche Bild in der Eurozone, die Kernrate hat sich ausgehend von 3,7% im Juni 2022 über mehrere Monate bis auf 5,6% im Februar beschleunigt und liegt jetzt sogar leicht oberhalb der Teuerung in den USA. Noch deutlich höher als dort ist die Preissteigerung in der Eurozone einschließlich Energie und Nahrungsmittel. Sie lag im Februar mit 8,5% um 2,5% höher als in den Vereinigten Staaten. Zwar geht sie seit dem Hochpunkt im Oktober dank günstigerer Energiepreise langsam zurück, aber konträr steigen die Lebensmittelpreise immer schneller an, zuletzt mit einer Jahresrate von 15,0%. Nach 4,2% im Februar vergangenen Jahres und 10,6% vor einem halben Jahr im August.

Der Umkehrschub bei der Kerninflation als der eigentlichen Zielgröße kommt den Notenbanken äußerst ungelegen und veranlasst sie regelmäßig zu harten Aussagen über Inflationsbekämpfung und Zinspolitik, wie etwa EZB-

Präsidentin Christine Lagarde nach der jüngsten Zinsanhebung: Die Inflation ist viel zu lange schon viel zu hoch.

Die Notenbanken stecken tiefer in der Klemme:

Die jüngsten Turbulenzen um die US-Regionalbanken und die Credit Suisse in Europa haben einen Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung, mit steigenden/hohen Zinsen, und der Finanzstabilität im Bankensektor mit nicht zu schnell steigenden und zu hohen Zinsen, sichtbar gemacht. Die Notenbankern könnten sich gezwungen sehen zwischen Preisstabilität oder Finanzstabilität abzuwägen.

Allerdings gibt es in der Eurozone für die EZB ein klares Mandat: Geldwertstabilität und Inflationsbekämpfung. Die Fed in den USA hat ein Doppelziel, Vollbeschäftigung und Preisstabilität, sie kann und muss flexibler abwägen. Trotzdem befinden sich die Zentralbanken in einer Zwickmühle, ein Pausieren in der Zinspolitik kann die Finanzstabilität sicherstellen, aber auch zu einem Wiederaufflackern der Inflation und einer längerfristigen Geldentwertung führen. Egal welches der beiden Ziele verfehlt würde, es wäre sehr negativ für die Kapitalmärkte.

Die EZB erhöht trotzdem zum sechsten Mal den Leitzins:

Wenig irritiert von der aktuellen Unruhe um die Bankaktien und die Großbank Credit Suisse zeigten sich die Geldhüter der Eurozone bei ihrer jüngsten Zinsentscheidung am Donnerstag. Sie hoben den Hauptrefinanzierungssatz mit einem grossen Sprung von einem halben Prozentpunkt auf 3,5% und den Einlagensatz für Bankgelder bei der EZB ebenfalls in einem Schritt von einem halben Prozent auf 3,0% an.

Ein automatisches Fortschreiben weiterer Zinsschritte, obwohl von der Inflationsentwicklung her angebracht, vermied die EZB aber vor dem Hintergrund der angeknacksten Finanzstabilität und macht ihre weitere Zinspolitik „datenabhängig“. Damit versucht sie, sich eine größtmögliche Flexibilität zu bewahren.

Ein Jahr Zeitenwende – die Börsenbilanz:

An der Börse hat sich in den vergangenen zwölf Monaten bestimmt nicht alles gewandelt. Eine Wende lässt sich in der Geldpolitik, an den Zinsmärkten und in der Diagnose Inflation statt Deflation konstatieren. Aber ansonsten hängen die Aktienkurse wie eh und je von den Gewinnen und der Ertragsstärke der Unternehmen und den Zinsen ab. Geopolitische Veränderungen oder Störungen hatten stets in bestimmten Zeitperioden Einfluss auf die Börsen. Nach einem Jahr Krieg in der Ukraine fallen und steigen Zinsen, Aktienkurse und Währungen wie immer schon. Selbst die Rohstoffpreise einschließlich des Rohöls sind wieder auf ein Normalniveau zurückgefallen. Insofern gilt für die Börse: Business as usual.

Nach der jetzt laufenden Konsolidierungsphase, die noch eine Zeitlang weitergehen sollte, sehen wir ab dem zweiten Halbjahr bessere Börsenperspektiven. Bei niedrigerer Inflation, weniger restriktiven Notenbanken und Zinsen, die ihren zyklischen Hochpunkt überschritten haben, sollte sich die gegenwärtig noch schwache Weltwirtschaft, auch mit Hilfe von mehr Wachstum in China, befestigen. Und die zentral wichtigen Unternehmensgewinne können mit Blick auf 2024 und das Folgejahr wieder steigen.

FIDUKA, 16. März 2023