



Capicura Partners – Ausblick 2. Quartal 2023

30. März 2023

Vertrauenskrise im Bankensektor wirkt disinflationär

- **Knappere Kreditvergabe aufgrund Bankenkrise führt zu Wirtschaftsverlangsamung**
- **US-Notenbank kann auf weitere Zinserhöhungen verzichten und Datenlage beobachten**
- **Markt erneut zu optimistisch hinsichtlich erster Zinssenkungen – er dürfte enttäuscht werden**
- **Wahrscheinlichkeit einer Rezession gestiegen – Inflation bleibt ein Problem – Aktienmärkte zu hoch bewertet**
- **An vorsichtiger Vermögensallokation festhalten**

Der Investorenfokus um die Debatte «Hard-, Soft- oder No-Landing», welche weite Strecken des 1. Quartals dominiert hatte, wurde über Nacht durch die Schliessung der Silicon Valley Bank und den Problemen anderer US-Regionalbanken verlagert. Die Finanzkrise 2008 sitzt vielen noch tief in den Knochen, weshalb verständlicherweise auch die Nerven schneller als sonst blank liegen. Zu gross ist die Angst einer Finanzkrise 2.0, welche durch die Notrettung der Credit Suisse weiter angefacht und dadurch den Weg nach Europa gefunden hat. Obwohl die Banken seit der Finanzkrise aus regulatorischen Gründen solider aufgestellt sind und die Eigenkapitalquoten zahlreicher Institute höher sind als vom Regulator gefordert, hilft dies aktuell sehr wenig. Wenn das Vertrauen in eine Bank schwindet, kann schnell ein «Bank-Run» entstehen, auch wenn ihre Kapitaldecke und die Liquidität ausreichend sind. Zudem unterscheiden sich grosse US- und die europäischen Banken nicht nur in ihrem Geschäftsmodell stark, sondern sind auch strenger reguliert als «kleinere» US-Regionalbanken zu denen auch die Silicon Valley Bank gehört (tiefere Eigenkapital- und keine Liquiditätsanforderungen, keine Stresstests etc.).

«Investoren sollten versuchen kühlen Kopf zu bewahren»

Heute gehen «Bank-Runs» wesentlich ruhiger und subtiler vonstatten. In «Lichtgeschwindigkeit» werden via Online Banking Tools und auf Knopfdruck riesige Summen zwischen Banken

verschoben. Bilder von «Bank-Runs», wo Sparer vor einer Bank lange Schlangen bilden, gehören definitiv in die Geschichtsbücher. Zudem können Social-Media-Kanäle zu «Brandbeschleunigern» werden. Das Thema Vertrauenskrise wird uns wohl noch eine Weile begleiten, und weitere Massnahmen seitens Notenbanken und Finanzministerien können nicht ausgeschlossen werden. Man tut als Investor jedoch gut daran, einen kühlen Kopf zu bewahren und nicht überzureagieren.

«Kreditverknappung kann eine implizite Zinserhöhung von bis zu 100bp bedeuten»

Wir erwarten, dass durch die schnellen und starken Zinserhöhungen der letzten zwölf Monate sowie der aktuellen Banken-Vertrauenskrise, sich die Kreditvergabe dies- und jenseits des Atlantiks weiter verknappen wird (siehe Abb. 1).

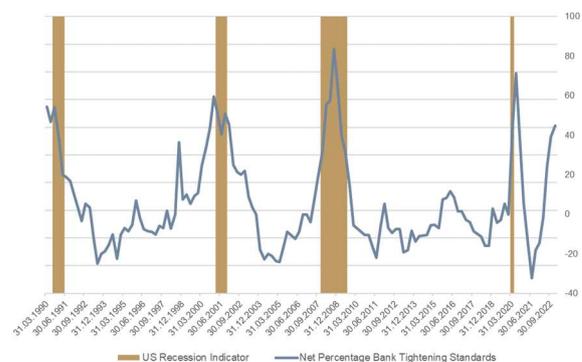


Abb. 1) Nettoanteil inländischer US-Banken, die ihre Standards für gewerbliche/industrielle Kredite an grosse und mittelständische Unternehmen verschärfen. Daten Bloomberg / FRED St. Louis FED / Chart Capicura Partners

Die restriktivere Kreditvergabe kommt einer Zinserhöhung gleich und wirkt wachstumsverlangsamend und disinflationär. Der «Impact» dieser Verknappung ist schwer zu beziffern, könnte jedoch einer impliziten Zinserhöhung zwischen 25 und 100bp entsprechen. Die US-Zentralbank wird deshalb vorsichtig sein, wenn es um weitere Zinserhöhungen geht und diese datenabhängiger gestalten (Fokus Arbeitsmarkt- und Inflationszahlen). Die US-Notenbank befindet sich allerdings in einer Zwickmühle. Sie sollte die

Inflation weiter bekämpfen (Zinsen erhöhen und Reduktion der Notenbankbilanz fortführen) und ist gleichzeitig mit Problemen im Bankensektor konfrontiert. Letztere dürfen, respektive sollten nicht aus dem Ruder laufen. Was jedoch steigt, ist die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession gegen Ende 2023. Eine Rezession wird von der inversen Zinskurve schon länger «vorausgesagt» (Differenz Rendite 10jährige/2jährige US-Staatsanleihen).

«Markt erwartet erste US-Zinssenkungen bereits im Juni – er dürfte enttäuscht werden»

Dass die FED die Zinsen wie vom Markt erwartet bereits im Juni reduziert, schliessen wir aus. Hier halten wir uns an die Rhetorik der FED (siehe blaue Linie in Abb. 2). Die Zinsen werden u.E. erst nach unten angepasst, sollte sich die Bankenkrise weiter ausweiten oder eine Rezession gegen Jahresende unausweichlich werden (gestützt auf sich abschwächende Makrodaten und enttäuschenden Unternehmenszahlen). Der Markt dürfte also erneut vom erwarteten Zins-Pfad der Federal Reserve Bank enttäuscht werden (Entwicklung Zinserwartungen siehe Abb. 2).

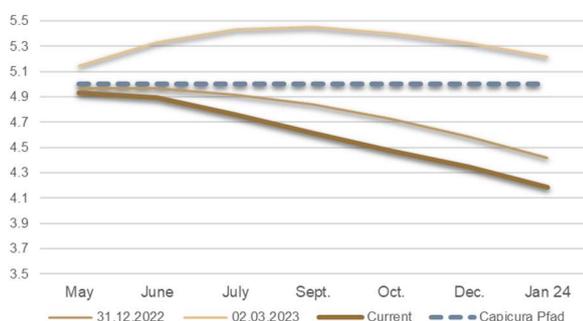


Abb. 2) Entwicklung der Zinserwartungen seit Ende 2022 (FED Fund Futures). Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners

Für die Schweiz erwartet der Markt weitere 25bp und für Europa zusätzliche 50bp Zinserhöhung. Aber auch in Europa wird aufgrund der aktuellen Unsicherheiten der Zinszenit wohl auch schon bald erreicht sein. Die sinkende Zinsdifferenz dürfte dem EUR Rückenwind bescheren, das Aufwärtspotential des US-Dollars jedoch limitieren.

«Der US-Staatsanleihenmarkt befindet sich in grossem Stress»

Der grösste Anleihenmarkt der Welt, der Markt für US-Staatsanleihen (Treasuries), befindet sich in grossem Stress. Dies indiziert der MOVE-Index (siehe Abb. 3, beige Linie).

Der MOVE-Index misst die Volatilität im Treasury Markt und bildet das Gegenstück zum VIX (Volatilitätsindex S&P500). Der MOVE-Index gilt wie der VIX als Angstbarometer und kann als Kontraindikator betrachtet werden. Wir haben in den letzten Tagen Niveaus erreicht, welche selten beobachtet werden und sogar über dem COVID Hoch liegen. Das bedeutet, dass viele Investoren die Flucht in den sicheren Hafen wie US-Staatsanleihen suchen. Das kann aber auch ein Zeichen sein, dass die langen Zinsen temporär auf einem zu tiefen Niveau angelangt sind und höhere Renditen am langen Ende zu erwarten sind, sollten sich die dunklen Wolken über dem Bankensektor wieder etwas verziehen.



Abb. 3) Merrill Lynch MOVE Index. Implizite Volatilität für US-Staatsanleihen, Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners

«Erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeiten limitieren Aufwärtspotential an den Aktienmärkten»

Die drohende Rezession kombiniert mit erhöhter Inflation (Stagflation), machen die immer noch stolz bewerteten Aktienmärkte (v.a. USA mit KGV für den S&P500 von erw. 18x 2023, 16.4x 2024) anfällig für Korrekturen. Aus diesem Grund halten wir an unserer vorsichtigen Positionierung fest. Im Obligationenmarkt sehen wir weiterhin gute Anlagemöglichkeiten, weshalb diese Vermögensklasse rund 25% in einem ausgewogenen Portfolio ausmacht. Das Liquiditätspolster gibt uns die Möglichkeit kfr. Opportunitäten wahrzunehmen (auch im Aktienmarkt falls vorhanden). Im Alternativen Bereich setzten wir auf Gold, REITs (Real Estate Investment Trusts) sowie Hedge Funds.

Vermögensallokation	
Cash	15%
Obligationen	25%
Aktien	40%
Alternative Anlagen	20%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q2 2023

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen und der in diesem Dokument enthaltenen Informationen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig Informations- und Werbezwecken. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.