

WSH Werte als Kontinuum

WSH TELEX

Montag, der 08. Mai 2023



Die Zentralbanken zwischen den Stühlen

von Univ.-Prof. Dr. André Schmidt

In der vergangenen Woche haben sowohl die EZB als auch die US-Fed ihre Leitzinsen weiterhin erhöht. Der Kampf gegen die höheren Inflationsraten findet somit seine Fortsetzung. Aus ökonomischer Sicht lässt sich dies auch sehr gut begründen. Dennoch verharren die Inflationsraten nach wie vor auf einem hohen Niveau. Dabei zeigt sich, dass die aktuellen Inflationsraten weniger konjunkturell als strukturell bedingt sind. Das Kernproblem für die Zentralbanken ist dabei, dass der Kampf struktureller Inflationsursachen weitaus langwieriger ist und insgesamt schwieriger mit den traditionellen geldpolitischen Instrumenten bekämpft werden kann. Bisher haben die Zinsschritte sowohl in den USA als auch in Europa nur begrenzt die Inflationsraten reduzieren können.

Aus gesamtwirtschaftlicher und vor allem finanzmarktpolitischer Sicht ist die aktuelle Zinserhöhungspolitik nicht ohne Risiko, denn vor allem der Bankensektor und die Finanzmärkte leiden unter den steigenden Zinsen, sofern dadurch die Vermögenswerte der Anleihen auf der Aktivseite der Bankbilanzen abgeschrieben werden müssen. Aber es sind nicht nur die Banken, die massiv unter den Zinserhöhungen leiden, auch der Versicherungssektor sieht sich mit ähnlichen Problemen konfrontiert. Wirtschaftsprüfer berichten zuhauf, dass sie zurzeit wenig Freude bei der Erstellung des Testats bei insbesondere kleineren Versicherungsgesellschaften haben. Insofern führen die steigenden Zinsen auf den Finanzmärkten zu einer erheblichen Verunsicherung. Insbesondere die Sorge vor den Ansteckungseffekten nach den Erfahrungen der Silicon Valley Bank, Credite Suisse und nun First Republic Bank.

Dabei gilt, dass die steigenden Zinsen weniger für die Großbanken ein ernstes Problem darstellen, als vielmehr für die kleinen regionalen Geschäftsbanken, die wir insbesondere in den USA antreffen. Dabei stellt sich die zentrale Frage, ob es sich hierbei nur um spezielle Einzelfälle eines schlechten Risikomanagements handelt, oder ob die Situation im US-amerikanischen Markt doch als weitaus risikoreicher anzusehen ist, als es bisher wahrgenommen wurde. In diesem Zusammenhang gibt die Ende April erschienene Studie der Stanford University „Monetary Tightening and U.S.-Bank Fragility in 2023“ wenig Anlass zum Optimismus.

Update Ökonomie und Kapitalmärkte „Die Zentralbanken zwischen den Stühlen“

Hierbei stellten die Ökonomen der Stanford University fest, dass die Vermögenswerte der meisten Banken in den USA massiven Wertverlusten aufgrund der gestiegenen Zinsen ausgesetzt sind. Sie konstatieren insgesamt eine Deckungslücke von 300 Mrd. USD, die nicht durch einen Einlagensicherungsfonds gedeckt wären. Verschärft wurde diese Entwicklung im US-Bankenmarkt vor allem durch das schnelle und hohe Einlagenwachstum in den vergangenen vier Jahren. Aktuell befinden sich die Bankeinlagen im Vergleich zum BIP in den USA auf einem historischen Höchststand. Die Ursachen für dieses massive Einlagenwachstum findet sich vor allem in der hohen Kreditnachfrage zu Beginn der Pandemie, der expansiven Geldpolitik der Notenbanken, den hohen Transferzahlung des Staates während der Pandemie sowie in den deutlich gestiegenen Sparquoten wieder.

Dies alles zusammen hat in den USA zu einer Einlageschwemme geführt, denen nun sinkende Vermögenswerte gegenüberstehen. Daher schlussfolgern die Ökonomen der Stanford University, dass sich das Risiko einer Finanzmarktkrise in den USA deutlich erhöht hat. Diese Entwicklung betrifft aber nicht nur den US-Bankenmarkt sondern vor allem auch wichtige institutionelle Anleger, wie bspw. Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, die durch die gestiegenen Zinsen mit massiven Wertverlusten zu rechnen haben. Die Bedingungen an den US-Finanzmärkten haben sich daher – so die Einschätzung der Experten – in den letzten Wochen massiv verschlechtert. Damit rückt die US Fed in das Rampenlicht. Sie hat es in der Hand, ob sie die Finanzmarktstabilität mit weiteren Zinserhöhungen gefährden will, oder ob sie bereit ist, mithilfe höherer Inflationsraten die Märkte zu stabilisieren. Es ist davon auszugehen, dass die US Fed, wenn sie schon zwischen zwei Übeln wählen muss, sich für das kleinere Übel entscheidet. Daher ist es nicht unrealistisch zu erwarten, dass die Politik der steigenden Zinsen in diesem Sommer ihr Ende finden wird. Allein die Verhinderung von potentiellen Kollateralschäden an den Finanzmärkten könnte die Notenbank zwingen, die Zinserhöhungspolitik aufzugeben. Das könnte vor allem dadurch auch begünstigt werden, dass sowohl in den USA als auch in der Eurozone die wirtschaftliche Konjunktur deutlich an Dynamik verliert. Dies könnte für die Zentralbanken der Anlass sein, die Exitstrategie aus der Zinserhöhungspolitik zu wählen. Daher ist es derzeit nicht verkehrt, wenn die Akteure an den Finanzmärkten auf sinkende Zinsen ab Herbst dieses Jahres setzen.

Börsenbericht

vom WSH Kapitalmarktteam

Die abgelaufene Woche hatte einiges an Datenpunkten, Veröffentlichungen sowie wegweisenden Entscheidungen zu bieten. Einmal mehr standen die Banken im Mittelpunkt. Dies gilt sowohl für die Notenbanken als auch für die amerikanischen Regionalbanken. Den Beginn machten die europäischen Verbraucherpreise als auch die aktuelle Kreditvergabesituation europäischer Banken. Beides Datenpunkte, die das Potential hatten, die Entscheidung der EZB zwei Tage vor der Zinssitzung maßgeblich zu beeinflussen. Die disinflationäre Entwicklung verlor weiter an Dynamik, sodass die Inflation bei 7 Prozent verharrt. Die Kernrate, die Energie- und Lebensmittelpreise ausklammert, sank hingegen auf 5,6 Prozent, nachdem sie im März noch ein Rekordhoch von 5,7 Prozent erzielt hatte. Haupttreiber der Gesamtinflation bleiben die Preise für Lebensmittel, Dienstleistungen sowie für Energie.

Kurz vor den Inflationsdaten veröffentlichte die EZB ihre Erkenntnisse zur aktuellen Kreditvergabe sowie -nachfrage in der Eurozone. Im ersten Quartal wurden die Kreditvergabekonditionen weiter verschärft. Als Kernpunkte wurde eine höhere Risikobewertung und niedrigere Risikotoleranz angeführt. Perspektivisch erwarten die europäischen Banken eine weitere Verschärfung der Kreditstandards und damit einhergehend eine weitere Belastung der Kreditnachfrage. Der Rückgang im vergangenen Quartal war der höchste seit der Weltfinanzkrise. Aus den Ergebnissen lässt sich ablesen, dass sich die straffe Zinspolitik zunehmend in der Realwirtschaft niederschlägt.

Da beide Datenpunkte nicht deutlich außerhalb der Prognosespannen lagen, konnte die EZB die Zinsen so anheben, wie im Vorfeld erwartet. Dabei wurde das Tempo der Zinsschritte reduziert und die Anhebung erfolgte über 25 Basispunkte auf nun 3,75% im Leitzins. Der Anleihebestand, der durch die Ankaufprogramme luftige Höhen erreicht hat, wird weiter über 15 Mrd. Euro pro Monat abgebaut.

Update Ökonomie und Kapitalmärkte „Die Zentralbanken zwischen den Stühlen“

Auch die Wiederanlage von fälligen Geldern wird ab Juli eingestellt, sodass sich die Bilanz pro Monat um 25 Mrd. Euro reduzieren wird. Auf der nachfolgenden Pressekonferenz führte Frau Lagarde die Diskussionspunkte des Rates aus. Die Entscheidung sei nicht einstimmig gefallen. Einzelne Mitglieder stimmten für eine höhere Anhebung. Die bisherigen Zinserhöhungen würden sich in den Finanzierungsbedingungen widerspiegeln, wobei die zeitliche Verzögerung und das Ausmaß der Weitergabe an die Realwirtschaft nach wie vor ungewiss seien. Konkrete Aussichten zum weiteren Zinsweg gab es nicht, jedoch eindeutige Signale, dass die Inflation weiterhin viel zu hoch sei, es weiterhin Aufwärtsrisiken für die Inflation gebe sowie der Kurs noch nicht ausreichend restriktiv sei. Demnach können wir uns wohl noch auf 1 bis 2 weitere Zinserhöhungen einstellen. Vom Markt werden derzeit Anhebungen über insgesamt 50 Basispunkte erwartet.

Vor der EZB war die US Fed an der Reihe und agierte wie im Vorfeld vom Markt erwartet. Das Gremium um Jerome Powell hob die Zinsen um 0,25% an, der Leitzins befindet sich nun in der Spanne von 5 – 5,25% und ist damit womöglich am Ende angelangt. Auch in Amerika ist der weitere Zinsweg unbekannt. Laut Jerome Powell habe man sich in der letzten Sitzung noch nicht festgelegt und auch eine Pause im Anhebungszyklus wurde nicht entschieden. Die gesamte Situation soll im Juni neu bewertet werden. Gewisse Aussagen und Signale deuten jedoch darauf hin, dass die US Fed ein ausreichend restriktives Niveau erreicht habe. Bisher entsprach dies den Markterwartungen. Bei einem Punkt sah Jerome Powell sich jedoch dazu veranlasst, den Erwartungen zu widersprechen: Basisszenario für die US Fed ist weiterhin eine milde Rezession im späteren Jahresverlauf. Diese sollte aber nicht ausreichen, um die Inflation zeitnah in Richtung des Ziels von 2% zu drücken, sodass er derzeit keine Datenpunkte sieht, um die Zinsen in diesem Jahr wieder senken zu können. Der Markt hingegen preist derzeit Zinssenkungen ab September ein. Dies könnte noch eine spannende Entwicklung nehmen. Jerome Powell äußerte sich auch zur aktuellen Bankensituation in den Vereinigten Staaten. Seiner Einschätzung nach, sieht er die amerikanische Bankenlandschaft gut und robust aufgestellt, sodass die aktuellen Turbulenzen verarbeitet werden können. Diese Verarbeitung erfolgt derzeit in Form von Verkäufen und Übernahmen. Die ersten Fälle, SVB und Signature Bank, sind immer noch erst ein paar Wochen alt. Am Montag wurde bekannt, dass JPMorgan Chase die angeschlagene Regionalbank First Republic übernimmt. Allein im ersten Quartal habe die Bank mehr als 100 Mrd. USD an Einlagen an ihre Kunden auszahlen müssen.

Update Ökonomie und Kapitalmärkte „Die Zentralbanken zwischen den Stühlen“

Die nächste Bank, die einen strategischen Verkauf anstrebt, ist die PacWest Bancorp. Im letzten Earnings Call teilte die Bank zwar mit, dass sich die Einlagen stabilisiert hätten, allerdings würden sich immer mehr Investoren von der Aktie verabschieden. Seit Beginn der Bankenturbulenzen hat die Aktie mehr als 80% an Wert eingebüßt.

Beim Blick auf die Märkte zeigt sich weiterhin ein recht robustes Bild, trotz der schwierigen Gemengelage. So pendelt der Dax seit Mitte April um die Marke von 15.800 Punkten, ohne wesentlich nach oben oder unten auszubrechen. Aufgrund der Bankenturbulenzen hatte der S&P 500 zwar eine volatilere Phase und bewegte sich in der Spanne von 4.050 bis 4.170 Punkten. auf Monatssicht steht jedoch nur ein Rückgang von weniger als einem Prozent zu Buche.

Herzliche Grüße aus Düsseldorf



Christoph Weber
Geschäftsführender Gesellschafter



Professor Dr. André Schmidt
Geschäftsleiter Strategie



Maximilian Klein
Bereich Kapitalmärkte