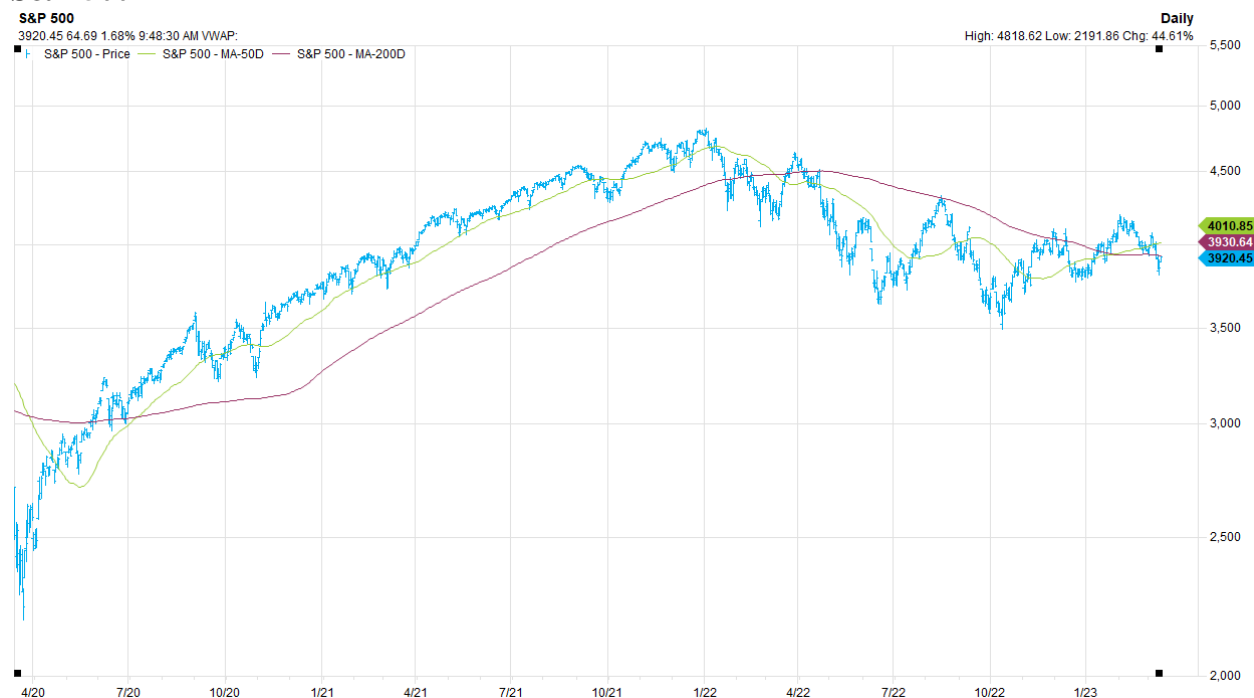


H. Terrence Riley III, CFA
14. März 2023

Kontakt: Karin Müller-Paris
+1-561-208-1081 kmm@fvc.com

S&P 500



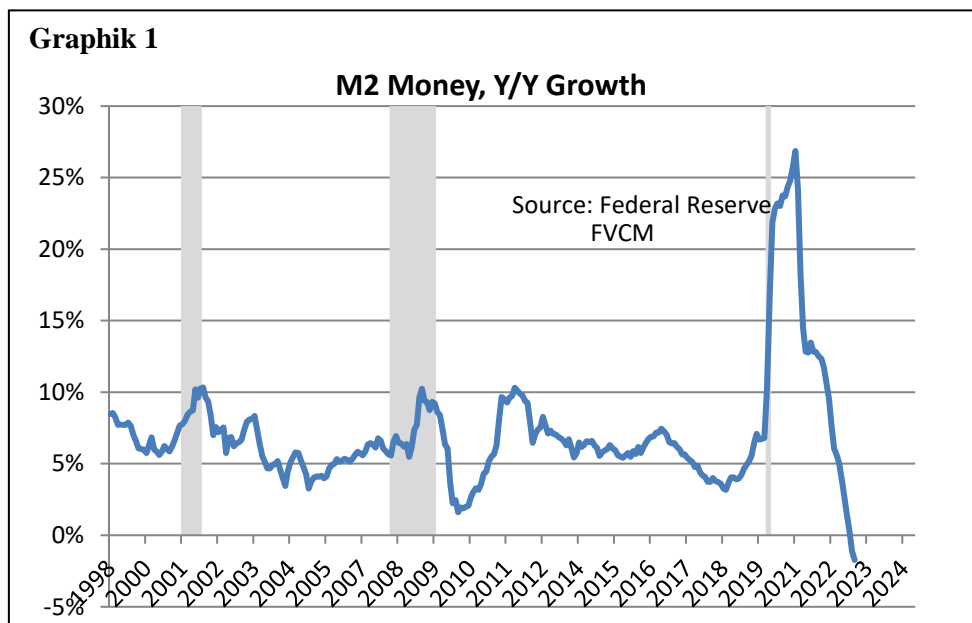
Höhere Zinssätze und Stress im Finanzsektor

Die Silicon Valley Bank (SVB), die 16. größte Bank in den USA, scheiterte aus Gründen, die eher einzigartig für die Bank selbst waren. Die zügigen Zinserhöhungen der Fed im vergangenen Jahr sind aber eine naheliegende Ursache. Die SVB geriet nicht in Schwierigkeiten, weil sie törichte Kredite an riskante Unternehmen vergab. Die SVB geriet in Schwierigkeiten, weil ihre Einlagenbasis in den letzten Jahren sehr schnell gewachsen ist und sie diese Einlagen in einige der „sichersten“ Wertpapiere der Welt recycelt hat – US-Schatzpapiere (USTs). Auf Ebene der Holdinggesellschaft stieg das Vermögen der SVB von 57 Milliarden US-Dollar Ende 2018 auf 212 Milliarden US-Dollar Ende 2022. Dieser enorme Anstieg der Vermögenswerte erfolgte, als die Niedrigzinspolitik und lockere Geldpolitik der Fed den spekulativsten Unternehmen, einschließlich Tech-Startups von denen SVB-Einlagen entgegennahm, noch mehr Auftrieb verlieh. Die lockere Geldpolitik hat auch den Krypto-Wahnsinn angeheizt, und es gab auch dort kürzlich zwei Bankpleiten, die mit der Krypto-Pleite verbunden waren (Signature Bank in New York und Silvergate Bank in Kalifornien).

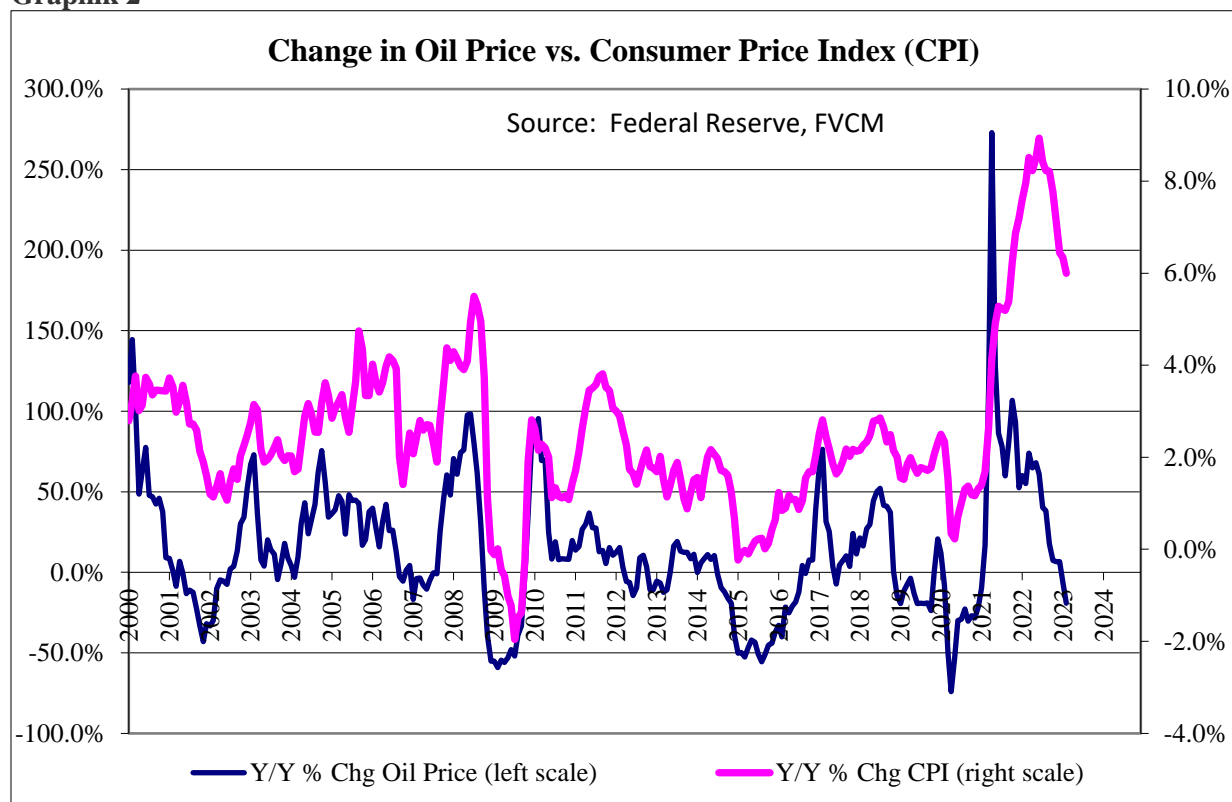
Im Falle der SVB spiegelt die Implosion die Tatsache wider, dass der Marktwert von Anleihen, sogar USTs, mit steigenden Zinsen sinkt. Die SVB litt zwar unter einem inkompetenten Risikomanagement, aber auch unter der Tatsache, dass sie von steigenden Zinsen aus zwei Richtungen getroffen wurde: 1. Eine straffere Geldpolitik führte dazu, dass viele ihrer Einleger ihre Einlagen abziehen mussten, da die Liquidität knapper wurde; 2. Zur gleichen Zeit als der Marktwert der USTs aufgrund steigender Zinssätze fiel, war die SVB gezwungen USTs zu verkaufen, um die Entnahmen von diesen Einlagen zu decken.

Bei all den Abflüssen von Einlagen hatte die SVB nicht den Luxus die USTs im Bestand bis zur Fälligkeit zu halten. Sie waren gezwungen Anleihen mit Verlust zu verkaufen, um die Geldflüsse zu decken. SVB hat auch versucht Kapital durch den Verkauf von Aktien zu beschaffen. Der CEO der Bank half dabei nicht, indem er während einer Telefonkonferenz bezüglich des Aktienangebots, alle potenziellen Investoren aufrief „ruhig zu bleiben“. Wer will schon Aktien einer Bank kaufen, bei der der CEO die Leute warnt, ruhig zu bleiben. Die SVB hatte eindeutig schwerwiegende Managementprobleme.

Stehen weitere finanzielle Schocks bevor? Dies scheint wahrscheinlich. Wie bei der SVB ist der zugrunde liegende Faktor ein langer Zyklus der lockeren Geldpolitik, der das anspornte, was die österreichischen Ökonomen wie Ludwig von Mises und Friedrich Hayek als Fehlinvestition bezeichnen würden. Für diese Fehlinvestitionen wird die Zeche bezahlt, sobald die Geldpolitik gestrafft wird. Wie wir bereits erwähnt haben, hat die SVB nicht faule oder dumme Kredite vergeben, aber in den letzten Jahren ist einfach zu viel Kapital in spekulative Technologieinvestitionen geflossen, und der jüngste Abzug von Einlagen durch diese Unternehmen hat die Bilanz der SVB in die Luft gesprengt. Wahrscheinlich stehen jetzt auch andere Banken und Unternehmen unter Druck, da die Zinssätze steigen und das Geld knapp wird. Die US-Geldmenge M2, bei der es sich um Bargeld und bestimmte Bankeinlagen handelt, schrumpft nun tatsächlich im Jahresvergleich (siehe Graphik 1 unten). Aber es sind die spekulativen Akteure auf dem Markt, die in ernsthaften Schwierigkeiten sind, nicht die soliden Unternehmen mit soliden Bilanzen.

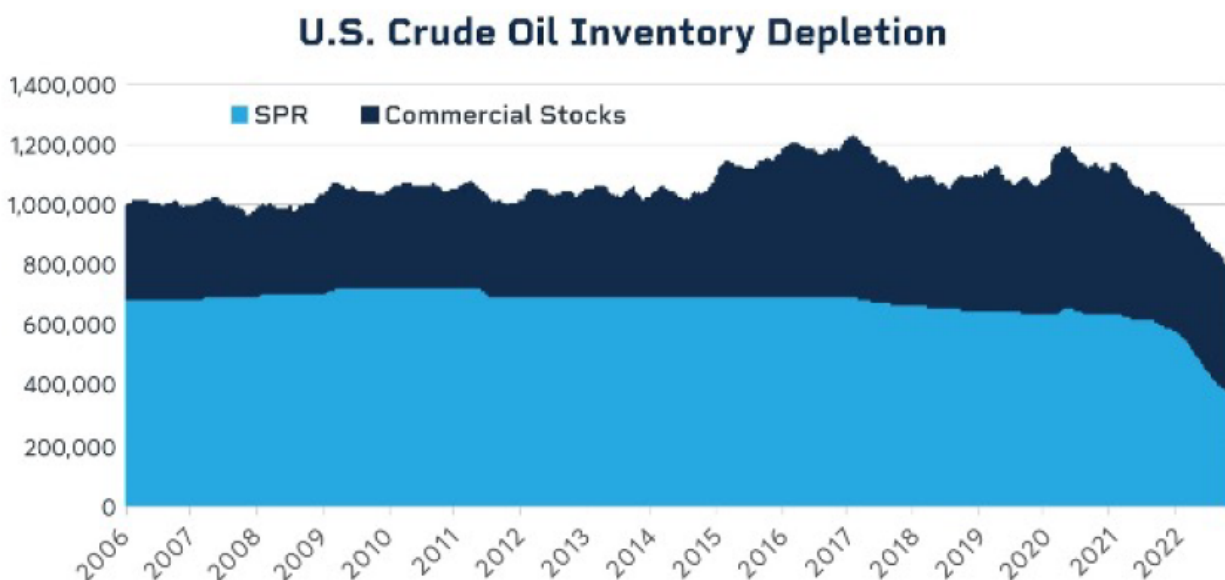


Es gab eine historische Korrelation zwischen Änderungen des Ölpreises und der Inflation (Graphik 2 unten). Es ist aber nicht klar, ob die Ursache-Wirkungs-Beziehung nur in eine Richtung geht. Letztendlich ist die Inflation, was nichts anderes aussagt, als dass die Kaufkraftparität resp. Wert einer Währung gesunken ist, der bestimmende Faktor und führt dazu, dass Rohstoffe und andere reale Güter im Preis steigen. Aber über kurze Zeiträume können Änderungen der Rohstoffpreise, insbesondere Energie, Änderungen der gemessenen Inflation verursachen. Die Rohölpreise sind im vergangenen Jahr bereits stark gefallen (mehr dazu weiter unten). Angesichts des Rückgangs der Ölpreise im vergangenen Jahr in Verbindung mit der Schrumpfung der Geldmenge scheint es gute Gründe zu der Annahme zu geben, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiter sinken wird. Ob sich die Inflation so entwickelt, ist entscheidend für die Renditen von Aktien und Anleihen bis zum Jahresende.

Graphik 2

Die gute Nachricht ist, dass *der bereits eingetretene Rückgang der Energiepreise ein Zeichen dafür ist, dass die Inflation wahrscheinlich weiter sinken wird, aber wir erwarten nicht, dass sich der Trend der fallenden Energiepreise noch lange fortsetzen wird.* Einer der Faktoren, der sich im vergangenen Jahr auf die Ölpreise ausgewirkt hat, ist die Entscheidung der derzeitigen US-Regierung, große Mengen von Öl aus der strategischen Erdölreserve (SPR) freizugeben. Ziel war es, die Energiepreise vor den Wahlen im November 2022 zu senken. Nachdem dieses Ziel erreicht war, hat die Biden-Administration ihre Absicht signalisiert, mit der Wiederauffüllung der SPR zu beginnen. Die Lagerbestände sind um 218 Millionen Barrel (38 %) gesunken, und die Lagerbestände befinden sich jetzt auf dem niedrigsten Stand seit 1984 (siehe Graphik 3 unten). Zur Erinnerung, die USA produzieren etwa 12 Millionen Barrels Öl pro Tag, also sind 218 Millionen Barrel eine große Zahl und könnten einen Einfluss auf die Preisentwicklung haben. Die Regierung hat angekündigt, dass das Energieministerium (DOE) mit dem Auffüllen des SPR beginnen wird, wenn die Ölpreise zwischen 67 und 72 US-Dollar pro Barrel liegen. Rohöl aus Texas (West Texas Intermediate oder WTI) wird jetzt zu 72 \$ pro Barrel gehandelt, und man kann das Mandat des DOE so interpretieren, dass es eine Untergrenze für den aktuellen Ölpreis gesetzt hat. Tatsächlich wird es interessant sein zu sehen, wie viel Öl das DOE tatsächlich kaufen kann, bevor die Ölpreise anfangen, über die angegebene Spanne hinaus zu steigen. Wir gehen davon aus, dass es schwierig oder unmöglich sein wird, die SPR zu den von der Administration angestrebten Preisen wieder aufzufüllen. Unter dem Strich sieht es so aus, als würden die Energiepreise nicht mehr sinken, und die nächste Bewegung ist wahrscheinlicher nach oben, insbesondere wenn die Fed ihre restriktive Geldpolitik beendet.

Graphik 3



Source: Institutional Investor, Energy Information Administration

Es sind Märkte wie diese, wo Anleger von starken Höhen und Tiefen überrollt werden können. Geldpolitik ist eine Kunst, weil es so viele unbekannte Faktoren gibt. Wenn die Fed sagt, die Geldpolitik sei „datenabhängig“, sagt sie im Grunde, dass sie nicht weiß, was als nächstes passieren wird, und dass sie die Politik ändern wird, wenn sich neue Informationen entfalten. Anfangs Februar begannen die Zinssätze zu steigen, nachdem die Beschäftigungszahlen im Januar um 517.000 (weit mehr als die erwarteten 187.000) gestiegen waren. Auch die Einzelhandelsumsätze stiegen im Januar um 3 %; weit mehr als die Erwartung von 1,9 %. Beide Zahlen implizierten, dass die Wirtschaft noch weit von einer Rezession entfernt war und dass die Fed die Zinsen weiter anheben könnte. Die Aktien reagierten schlecht und der S&P 500 fiel von Anfang Februar bis zum 1. März um 5 %. Nun aber erhöht die Implosion der SVB die Möglichkeiten, dass die Spannungen im System größer sind als bisher angenommen. Die Zinsen sind nun plötzlich gefallen, weil es scheint, dass wir kurz vor dem Ende des Aufwärtszyklus der Zinsen stehen.

Letztendlich wird die kurzfristige Richtung von Zinssätzen und Aktienkursen von der Inflation bestimmt, und wir bewegen uns in die richtige Richtung. Heute Morgen wurde der Inflationsbericht für Februar veröffentlicht und der monatliche Verbraucherpreisindex (CPI) stieg erwartungsgemäß um 0,4 %, verglichen mit 0,5 % im Januar. Der CPI stieg im Jahresvergleich um 6,0 %, gegenüber 6,4 % im Januar und deutlich unter den 9,1 % vom Juni 2022. Die Fähigkeit der Fed, die anhaltende Straffung der Geldpolitik zu stoppen, hängt von der Inflation ab und nicht von teilweisen Ausfällen des Bankensystems. Das Scheitern der SVB und anderer schlecht geführter Banken wird als Datenpunkt angesehen, der auf ein langsames Wachstum und eine niedrigere Inflation in der Zukunft hindeutet, aber es ist unwahrscheinlich, dass diese Ereignisse sich direkt auf die Politik der Fed auswirken werden. Wir glauben immer noch, dass die Fed die Zinssätze bei der Sitzung am 21. und 22. März um 0,25 % erhöhen wird, aber wir nähern uns dem Ende dieses Zyklus der steigenden Zinsen. Der Zeitpunkt dieser Schritte ist mit großer Unsicherheit behaftet. Daher sollten Anleger kurzfristig am besten nicht auf jeden starken Anstieg oder Rückgang der Aktienkurse reagieren. Eine schrittweise Akkumulation guter Unternehmen in dieser volatilen Zeit wird in den kommenden Jahren, wenn sich die Bedingungen normalisieren, wahrscheinlich zu attraktiven Renditen führen.

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben.

Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.