

Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten

Der Inhalt dieser Beiträge dient nur der Information und als Diskussionsgrundlage. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben: Benelli Consulting – www.benelli-consulting.ch

Contents 2023

III Quartal 202

1. Die Turbulenzen im Banken- und Finanzsektor sind noch nicht vorbei.

2. Das Anlageumfeld hat sich verändert.

- **Die Anleihemärkte reagierten zuerst.**
- **Die Banken werden unter Druck gesetzt.**
- **Liquiditätsprobleme bei fremdfinanzierten Anlagen**
- **"Zombie"-Unternehmen unter Druck**

3. Finanzielle Repression mit hoher Inflation, hohen Zinssätzen, aber niedrigen realen Zinssätzen

4. Aktienmärkte bleiben gefährdet.

- **Das größte Risiko bei einem Anstieg der Realzinsen.**

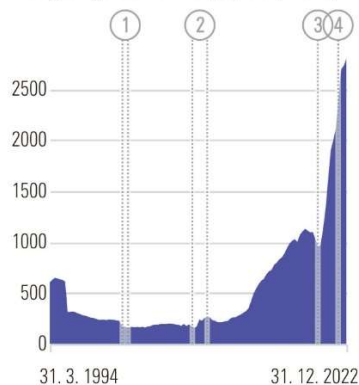
1. Die Turbulenzen im Banken- und Finanzsektor sind noch nicht vorbei.

Die zur Bekämpfung der Inflation notwendige Erhöhung der Zinssätze ist ein Testfall für die Stabilität des Finanzsystems. Steigende Zinssätze legen offen, wer übermässige Risiken eingegangen ist. Wertpapiere und Immobilienanlagen verlieren an Wert, da die Kapitalkosten steigen. Wenn die Anleger zu zweifeln beginnen und ihr Vermögen abziehen wollen, können die weniger flüssigen Vermögenswerte nur mit grösseren Verlusten liquidiert werden.

Ein Leitzins von bis zu 5 % ist für viele kleine und mittlere US-Banken offensichtlich zu hoch. Sie dachten, dass die Zinsen für immer niedrig bleiben würden, und haben das Zinsrisiko nicht ausreichend abgesichert. Einige von ihnen sehen sich aufgrund negativer Wertveränderungen in ihren Bilanzen mit enormen Buchverlusten konfrontiert. Auch wenn sich einiges in den Büchern verbergen lässt, z. B. indem Anleihen nicht zu Marktpreisen bewertet werden, drückt dies auf die Rentabilität und wenn das Eigenkapital nicht mehr ausreicht, wird die Lage prekär. Dies hat die US-Banken dazu veranlasst, die Rückstellungen zu erhöhen und grosse Abschreibungen auf Wertpapiere vorzunehmen.

Die amerikanische Finanzbranche sitzt auf enormen Buchverlusten

Zur Fälligkeit gebuchte Wertpapiere (Mrd. \$)



- ① Geplatze Internetblase ② Finanzkrise
③ Beginn der Corona-Krise
④ Erste Zinserhöhung

QUELLE: FRED

NZZ / cri.

In Europa wird das Problem noch nicht erkannt, doch auch hier scheint die Situation nicht viel besser zu sein. Seit der Finanzkrise 2008 arbeiten die Banken in einem schwierigen Umfeld. Es besteht die Sorge, dass die EU-Banken die Herausforderungen nicht richtig einschätzen.

In den letzten Jahren haben die Banken in grossem Umfang Staatsanleihen gekauft, die bis vor kurzem zu sehr niedrigen Zinssätzen ausgegeben wurden. Mit steigenden Zinsen sind diese Anleihen nun viel weniger wert, was die Kapitalbasis vieler Banken verschlechtert. Besonders akut ist das Problem bei Anleihen hoch verschuldeter Länder wie Italien, da steigende Zinsen die Bedienung der Schulden verteuern und die von den Anlegern geforderte Risikoprämie erhöhen.

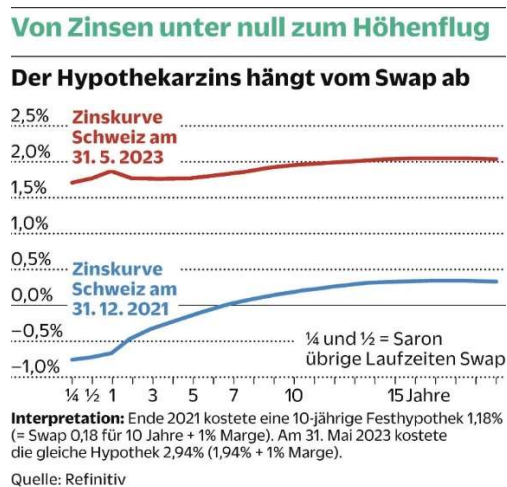
Dies lässt Zweifel aufkommen, ob sich die EZB wirklich auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren kann, wenn Staaten und Banken nach einer langen Phase niedriger Zinsen wegen schneller Zinserhöhungen nun in Schwierigkeiten geraten. Politisch attraktiver wären eine finanzielle Repression und höhere Inflationsraten von vielleicht 4 - 5% für einige Zeit.

2. Das Anlageumfeld hat sich verändert.

Die Finanzmärkte haben sich nicht nur an das billige Geld gewöhnt, sondern durch die jahrzehntelange Niedrigzinspolitik auch Risiken angehäuft, die jederzeit zum Tragen kommen können. Nun beginnen sich die drastischen Zinserhöhungen auf den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft auszuwirken.

- **Die Anleihemärkte reagierten zuerst.** Aufgrund der Straffung der Geldpolitik haben die Anleihemärkte im vergangenen Jahr etwa 15 % ihres Wertes verloren. In Erwartung steigender Zinsen hatten wir bereits vor einigen Jahren empfohlen, die Laufzeit des Portfolios zu reduzieren und variabel verzinsliche Anleihen (Floating Rate Notes, Insurance-Linked Securities usw.) und insbesondere inflationsgeschützte Anleihen wie TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) zu bevorzugen.

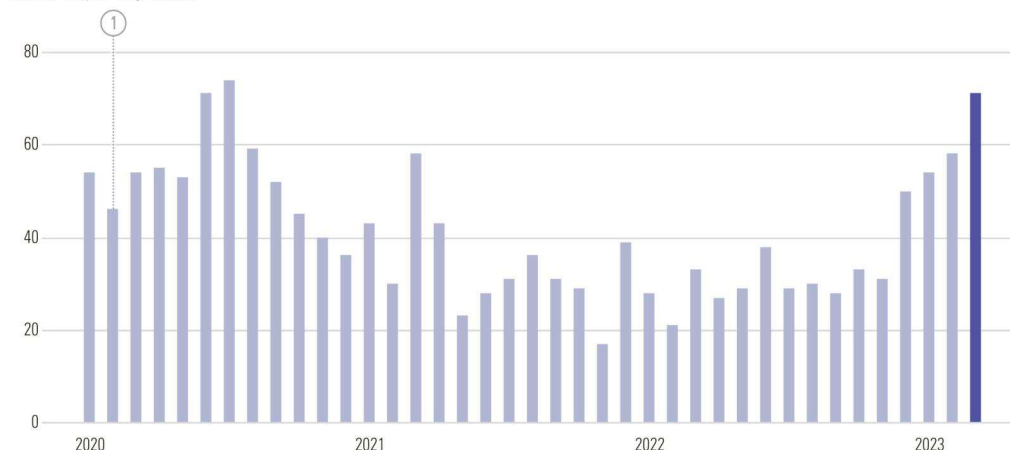
- Als zweite Reaktion wurden die Banken unter Druck gesetzt.** Der Fall der Silicon Valley Bank zeigt, zeigt das Problem der Banken bei steigenden Zinsen, wenn sie Ausleihungen langfristig zu niedrigen Zinsen binden, sich aber kurzfristig finanzieren. Anlagen in langfristige Staatsanleihen werden oft als Eigenkapital betrachtet und ihre Bewertungen sind in der Vergangenheit auf den überschwemmten Geldmärkten stetig gestiegen. Jetzt, mit dem starken Anstieg der Zinssätze, sinken die Marktwerte wieder, wodurch Finanzinstitute, die grosse Positionen aufgebaut hatten, in Gefahr geraten. Aufgrund des Ungleichgewichts zwischen den Vermögenswerten auf der Aktivseite der Bilanz und den Verbindlichkeiten auf der Passivseite (Asset-Liability Mismatch) sind diese Finanzinstitute in Schwierigkeiten geraten. In diesem Zusammenhang empfehlen wir seit langem, die Anlagestruktur an die Risikofähigkeit der Anleger anzupassen.
- Die dritte Reaktion dürften Liquiditätsprobleme bei stark fremdfinanzierten Anlagen sein.** Viele Anleger haben in der Periode niedriger Zinssätze ihre Investitionen in illiquide Anlagen erhöht, indem sie geringere Liquidität gegen höhere Renditen eingetauscht haben. Illiquide Anlagen können nicht sofort ohne einen grösseren Verlust gegenüber dem Marktpreis verkauft werden. Beispiele hierfür sind Anlagen in Private-Equity-Vehikel, aber auch Immobilien. Besonders gefährdet sind Anleger, die ihre Rendite durch eine hohe Hebelwirkung weiter steigern wollten. Daher bevorzugen wir weiterhin Qualitätsaktien, z. B. Value-Titel.



- Schliesslich werden auch die "Zombie"-Unternehmen unter Druck geraten,** die bei geringer Rentabilität hohe Kredite aufgenommen haben und nun bei höheren Zinsen nicht mehr weiterbestehen können. Viele Unternehmen können ohne billiges Geld und Konjunkturmassnahmen nicht überleben. Infolgedessen dürften die Risikoprämien von Unternehmensanleihen weiter steigen und wir raten weiterhin dazu, sie unterzugewichten.

In den USA geraten wegen höherer Zinsen mehr Firmen in die Insolvenz

Anzahl Chapter 11 je Monat*



① Beginn der Pandemie

* unter den von S&P Global Market Intelligence beobachteten Unternehmen.

QUELLE: S&P

NZZ / cri.

3. Finanzielle Repression mit hoher Inflation, hohen Zinssätzen, aber niedrigen realen Zinssätzen

Das Investitionsumfeld der letzten Jahre hat sich verändert. Die Zeiten niedriger Zinsen und niedriger Inflation sind vorbei und die Anleger müssen mit der neuen Realität leben.

Angesichts des anhaltenden politischen Drucks glauben wir, dass die neue Realität noch eine Weile von anhaltender Inflation und hohen Nominalzinsen bei niedrigen Realzinsen geprägt sein wird. Dieses Umfeld der finanziellen Repression ist gut für Schuldner und hoch verschuldete Länder, aber unangenehm für Investoren. Der Sparer ist der grösste Verlierer und es ist für alle Anleger äusserst wichtig, ihr Vermögen vor Inflation zu schützen und eine reale Rendite zu erzielen.

4. Aktienmärkte bleiben gefährdet.

Das grösste Risiko für die Aktienmärkte bleibt ein Anstieg der Realzinsen. Bis heute war dies nicht der Fall, doch die Situation könnte sich langsam ändern.

Solange der Zinsanstieg geringer ist als die Inflationsrate und der Realzins niedrig bleibt, können einige Unternehmen ihre Preise an die Inflation anpassen, um die höheren Refinanzierungs- und Produktionskosten auszugleichen. Daher haben wir in der Vergangenheit empfohlen, Unternehmen mit guter Qualität (Value) und Preismacht zu bevorzugen. In den USA gab es bisher, wie von uns erwartet, tatsächlich keine Rezession und seit Jahresbeginn sind die Märkte trotz starker Schwankungen sogar etwas gestiegen.

Aus heutiger Sicht ist jedoch eine weitere Straffung der Geldpolitik nicht mehr auszuschliessen und ein Überborden der Fed könnte der Auslöser für eine weitere Korrektur der Aktienmärkte sein. Weitere Zinserhöhungen würden nämlich zu einem Anstieg der inflationsbereinigten Realzinsen führen und damit den lindernden Effekt der Inflation überkompensieren. Das Risiko einer Rezession würde auch in den USA steigen.