



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Macro flash

APR. 2022

Verzögerung – der schädliche Feind des Investors

Von François RIMEU

La Française Asset Management's Strategist

02.04.2023

Trotz scheinbarer Resilienz der Märkte bleiben Bedenken bestehen

So weit, so gut! Der Zusammenbruch der US-Regionalbanken SVB und Signature sowie die Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS haben das Vertrauen der Märkte nicht erschüttert. Seit Beginn der „Bankenkrise“ am 6. März ist der S&P 500 Index um 0,18 % gestiegen, während der Eurostoxx 50 um -0,52 % gesunken ist (Stand: 30. März). Das Gleiche gilt für den Kreditsektor insgesamt, wobei die High-Yield-Indizes aufgrund der starken Abwärtsentwicklung der Zinssätze geringfügig im Minus landeten .

Die bisherigen makroökonomischen Daten bestätigen, dass die Situation unverändert bleibt und dass die seit Jahresbeginn abgegebenen Wachstumsprognosen nach wie vor Gültigkeit haben. Wir verzichten auf die Aufzählung aller veröffentlichten Zahlen, aber unabhängig von den PMIs, dem ZEW oder dem IFO, den Beschäftigungszahlen oder den Umfragen des Conference Board in den USA kommt man zu demselben Ergebnis: Ende März gab es keine Verschlechterung der Wirtschaftslage, und die Dienstleistungssektoren blieben sehr stabil.

Es gibt jedoch einige Faktoren, die unserer Meinung nach in den nächsten 3-6 Monaten Anlass zur Sorge geben

könnten.

Die Probleme in der regionalen US-Bankenwelt scheinen noch nicht vollständig behoben zu sein. Das US-Finanzministerium und die US-Notenbank haben sehr schnell eingegriffen, indem sie den Banken Kreditlinien zur Verfügung stellten (das neue Bank Term Funding Program), die Einlagen der SVB garantierten und generell deutlich machten, dass sie sich des regulatorischen Problems bewusst sind. Die FDIC (Federal Deposit Insurance Corp) wird bis zum 1. Mai ihre Erkenntnisse über die erforderlichen regulatorischen Änderungen veröffentlichen. Allerdings fließen die Einlagen weiterhin in Staatsfonds, die Aktienkurse der Regionalbanken erholen sich kaum, und die Konzentration einiger Bilanzsummen auf Immobilienanlagen könnte die Märkte veranlassen, die Entschlossenheit der Behörden vor dem 1. Mai zu testen. Es ist bekannt, dass „Bankenkrisen“ selten vollständig beherrschbar sind, und obwohl die Unternehmensfinanzierung immer weniger von den Banken abhängt (vor allem in den USA), dürften diese Ereignisse zu einer weiteren Verschärfung der Kreditbedingungen beitragen – vor allem, wenn man bedenkt, dass der Margendruck möglicherweise weiter anhält.

Average deposit rate of return/ Fed fund rate



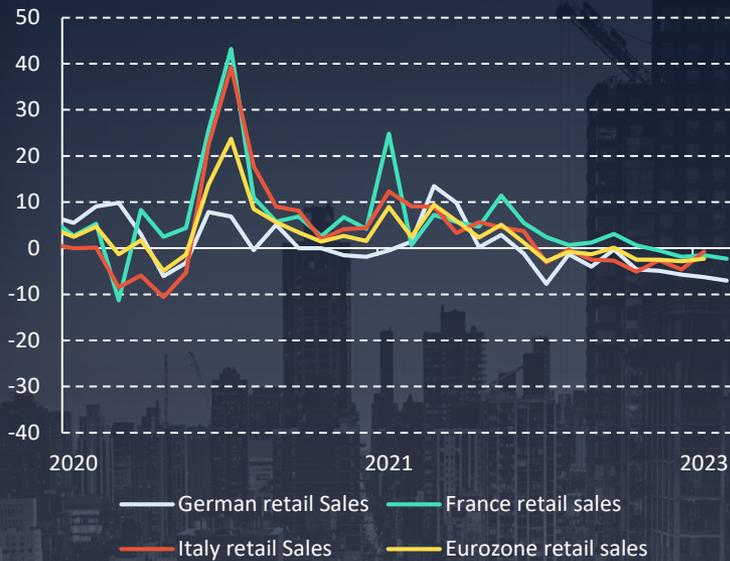
Source: Bloomberg, data as of 31/03/2023

Fed fund rate - Average deposit rate of return



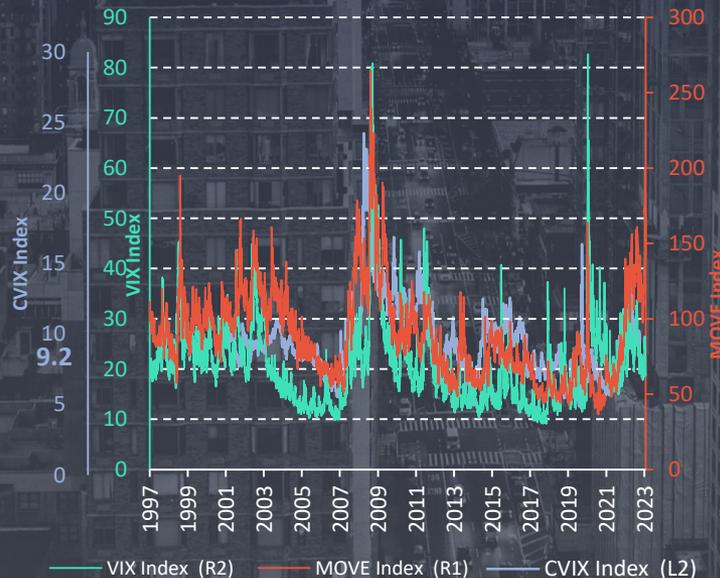
Source: Bloomberg, data as of 31/03/2023

Retail Sales



Source: Bloomberg, data as of 31/03/2023

Implied volatility: Equities, Rates, FX



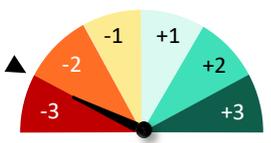
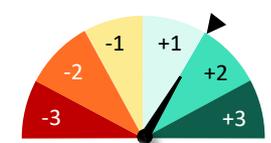
Source: Bloomberg, data as of 31/03/2023

Gefährliche Zeiten voraus?

Ein weiteres besorgniserregendes Zeichen ist die Nachfrage allgemein. Konsum ist das Lebenselixier der Industrieländer. Dies hat sich in der Welt nach Corona erneut bestätigt, vor allem durch die angesammelten Ersparnisse, die den Konsum trotz des sehr negativen Reallohnwachstums, insbesondere in Europa, aufrechterhalten haben. Diese überschüssigen Ersparnisse gehen jedoch allmählich zu Neige, wie aus den aktuellen Einzelhandelsumsätzen oder aus den Daten zum BIP-Wachstum hervorgeht. Das Verbrauchervertrauen ist weiterhin auf einem Rekordtief, sodass sich die Situation in den kommenden Monaten wohl kaum verbessern wird. Die jüngsten Einzelhandelszahlen für Deutschland zeigen bereits einen Rückgang der Verbraucherausgaben.

Für die Märkte scheinen die Ereignisse im März nur ein Strohfeder ohne wirkliche Folgen gewesen zu sein. Unserer Meinung nach handelt es sich dabei um eine erste Konsequenz der generellen Finanzbedingungen, die sich nach einer langen Phase extrem niedriger Zinsen ziemlich verschärft haben. Es war noch nie einfach, genau zu wissen, wann und wie sich solche Folgen manifestieren werden. Berücksichtigt man jedoch die

historische Zeitverzögerung zwischen dem Einsetzen der Zinsanhebungen und den wirtschaftlichen Folgen, dann scheinen wir in eine gefährliche Phase einzutreten. Könnte es sein, dass Indikatoren, die sich in der Vergangenheit bewährt haben (Umkehrung der Renditekurve, BLS-Umfrage, Senior Loan Officer, Hypothekenzins usw.), in diesem Zyklus nicht mehr für Vorhersagen geeignet sind? Natürlich ist dies eine Möglichkeit, aber ist es auch das wahrscheinlichste Szenario? Obwohl die Folgen für andere Anlageklassen bisher sehr moderat waren, sollten wir die hohe Volatilität an den Anleihemärkten im März nicht ignorieren.

Assets	LFAM Perspectives	Strategic View
Equity		Das Bankenrisiko besteht nach wie vor, die Realzinsen haben nur leicht korrigiert, das Ertragsrisiko scheint nach wie vor zu sinken: Vorsicht und Präferenz für defensive Sektoren.
Credit		Abgesehen von der Bankenwelt, deren Bewertungen sich nach der Übernahme der Credit Suisse stark verändert haben, haben die Schuldtitel von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors nur wenig reagiert. Auch hier ist Vorsicht geboten.
Rates		Kurze Zinsen sind in der Phase des Bankenstresses sehr stark gefallen. Es besteht die Gefahr einer kurzfristigen Neubewertung. Vorliebe für Realzinsen. Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung der mittelfristigen Duration.

April-Ausblick

Abgesehen von den kurzfristigen Marktschwankungen erscheinen uns die mittelfristigen Risiken beträchtlich. Wie sieht es mit den künftigen Auswirkungen der Abwärtskorrektur der Immobilienpreise aus? Wie wird sich die Nachfrage entwickeln, wenn die Sparüberschüsse wegfallen? Welche Auswirkungen hat der Lohndruck auf die Gewinnspannen? Insgesamt halten wir das „rosige“ Szenario einer sanften Disinflation und einer weichen Landung der Wirtschaft für schwer vorstellbar.

La Française Asset Management, eine am 1. Juli 1997 von der AMF (www.amf-france.org) unter der Nr. GP 97-076 zugelassene Verwaltungsgesellschaft. La Française AM Finance Services, eine von der ACPR unter der Nr. 18673 (www.acpr.banque-france.fr) zugelassene und bei der ORIAS (www.orias.fr) unter der Nr. 13007808 am 4. November 2016 registrierte Wertpapierfirma.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch einen Anlagevorschlag oder eine Aufforderung zum Handel an den Finanzmärkten dar. Die getroffenen Einschätzungen geben die Meinung ihrer Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und stellen keine vertragliche Verpflichtung seitens der La Française Gruppe dar. Diese Einschätzungen können ohne Vorankündigung im Rahmen des Prospekts, der allein verbindlich ist, geändert werden. Die La Française-Gruppe kann in keiner Weise für direkte oder indirekte Schäden haftbar gemacht werden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der La Française-Gruppe weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden.

Internet-Kontaktangaben der Aufsichtsbehörden: Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org.

AGENDA

7

April

US Consumer
Credit

7

April

US Employment

12

April

US CPI

28

April

BOJ

1

May

FDIC