

1. Einleitung – Kehrtwende in der Geldpolitik



Die US Notenbank hat drei Szenarien für ihre Geldpolitik:

- a) Die US Notenbank sieht weiterhin Bedarf für Zinserhöhungen – dann nützen auch gute Unternehmensgewinne wenig, die Märkte werden belastet und drehen nach unten.
- b) Die US Notenbank hat durch ihr frühes und vehementes Erhöhen der Zinsen auf rund 5% die Inflationsgefahr gebannt und plant keine weiteren Zinserhöhungen, aber dafür eine längere Periode von hohen Zinsen. Das würde für die Märkte nur zu weiteren, jedoch geringen Kursgewinnen führen.
- c) Die höheren Zinsen verursachen eine Inflationsrückgang und eine Abkühlung des überhitzten Arbeitsmarktes. Vielleicht gibt es sogar eine mögliche Zinssenkung gegen Jahresende. Das würde die Märkte enorm beflügeln und die bisherigen Kursgewinne bestätigen.

Fazit: Disruptive Geldpolitik? So kann man den Versuch der US Notenbank, zur Normalität zurückzukehren beschreiben (Anm.: Disruptiv ► etwas Bestehendes zerstören).

2. Problemstellung - Märkte zwischen Licht und Schatten

Momentan ist der US Markt (S&P 500) neben den Nachrichten aus den Unternehmen stark von finanzpolitischen Einflüssen abhängig.

Die erneute Beschleunigung der Wirtschaftsdaten steht im Widerspruch zu einer Fed-Pause und -Kürzungen in diesem Jahr. Die Stimmung in der Weltwirtschaft hat sich aufgehellt, eine Rezession bleibt aus.

Der Vorsitzende der US Notenbank J. Powell sagte: Wir werden auf die Daten reagieren. Wenn wir beispielsweise weiterhin starke Arbeitsmarktberichte oder höhere Inflationsberichte erhalten, kann es durchaus sein, dass wir mehr tun und die Zinsen stärker anheben müssen als bisher

Fazit: Erhöht das den Inflationsdruck und zwingt die US Notenbank mit den Zinsen „Higher for Longer“ zu gehen?

2. Analyse - Händler preisen jetzt einen US Leitzins von 5,4 % bis September 2023 ein.



Die Neubewertung der Zinssätze erhöht die Chancen, das Jahr 2023 (deutlich) über 5 % zu beenden, ein ominöses Zeichen für den US Markt (S&P 500).

Fazit: Könnten wir stattdessen eine End-Rate von 6 % sehen? Vielleicht sind wir bereits bei 6 %, wenn man die Auswirkungen der quantitativen Straffung (QT) mit einrechnet, die etwa 100 Basispunkte Zinserhöhungen wert sind.

3. Taylor-Regel

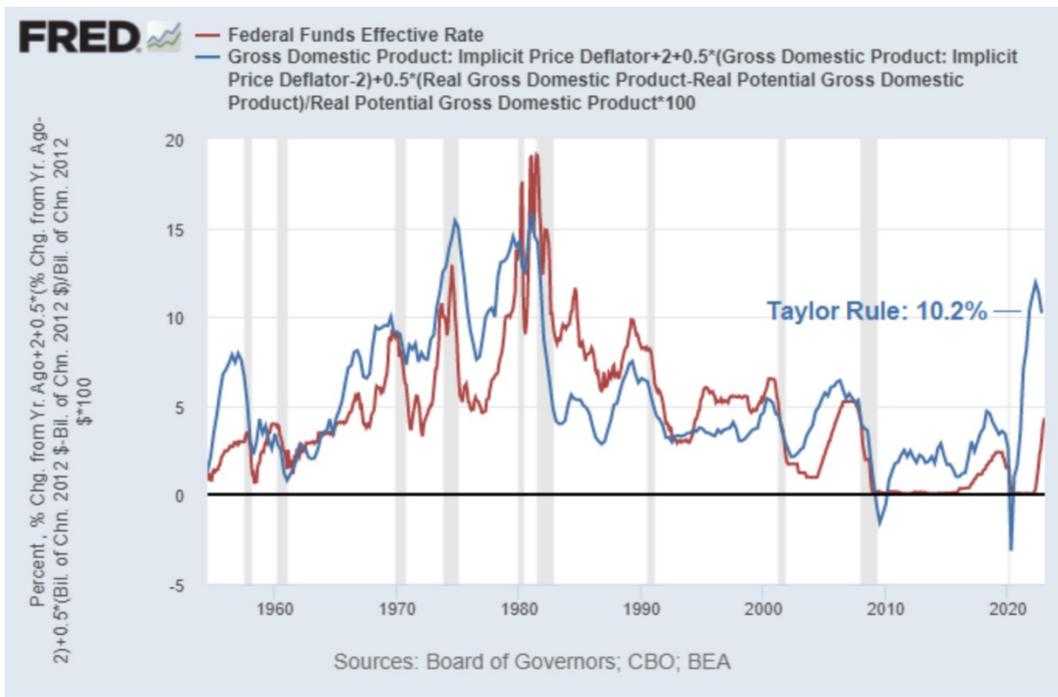
Eine kurze Beschreibung der Taylor-Regel:

Die Taylor-Regel ist eine Gleichung, die den Referenzzinssatz der US-Notenbank mit dem Niveau der Inflation und des Wirtschaftswachstums verknüpft.

Der Stanford-Ökonom John Taylor schlug die Regel ursprünglich als grobe Richtlinie für die Geldpolitik vor.

Übersetzt sagt die Taylor-Regel der US Notenbank, wie hoch sie ihren Referenzzinssatz festlegen muss, um ihre Inflations- und Wachstumsziele zu erreichen.

Das nachfolgende Diagramm zeigt den effektiven Federal Funds Rate im Vergleich zum empfohlenen Zinssatz der Taylor-Regel.

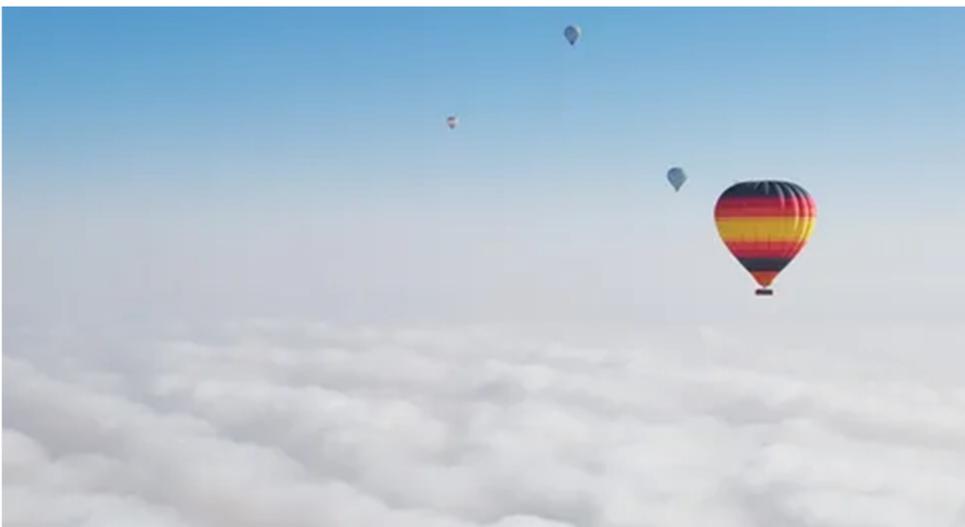


In der Vergangenheit war die Taylor-Regel ein wertvolles Instrument – insbesondere bei der Beurteilung, wie hoch die Zinsen sein müssen, um eine signifikante Inflationsperiode zu zähmen.

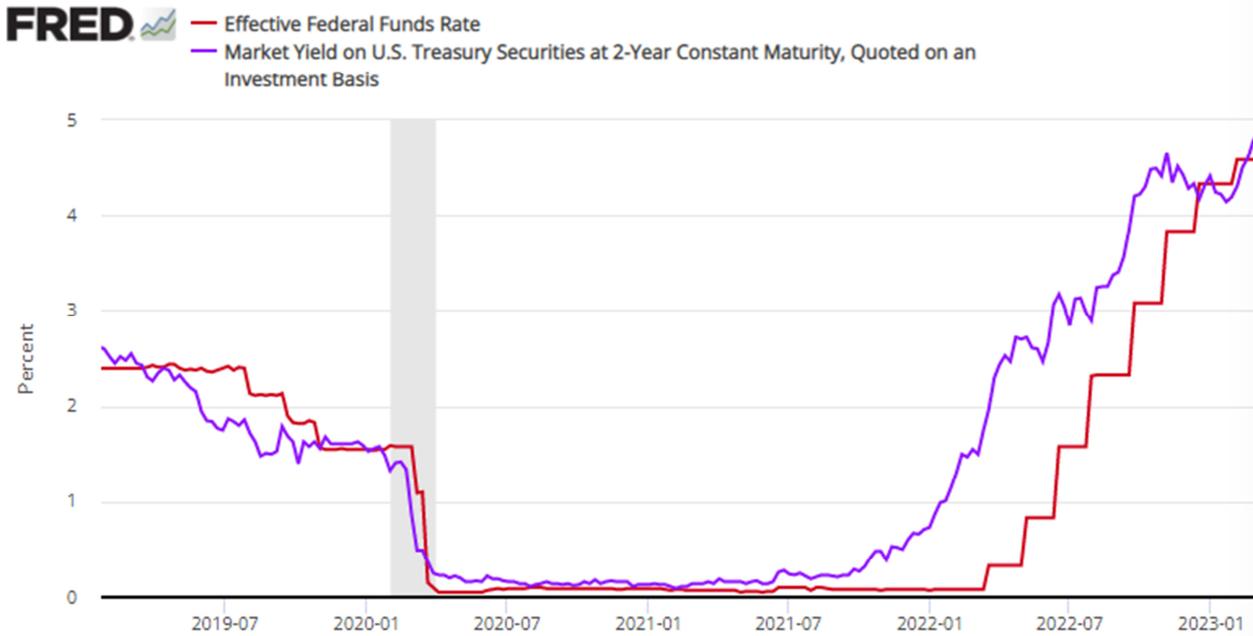
Die Taylor-Regel schlägt vor, dass ein effektiver Leitzins in der Nähe von 10 % erforderlich ist, um die Inflation dauerhaft wieder auf das politische Ziel der US Notenbank von 2 % zu senken.

Fazit: Ist uns ein viel höheres Zinsumfeld bestimmt, als es der Markt einpreist?

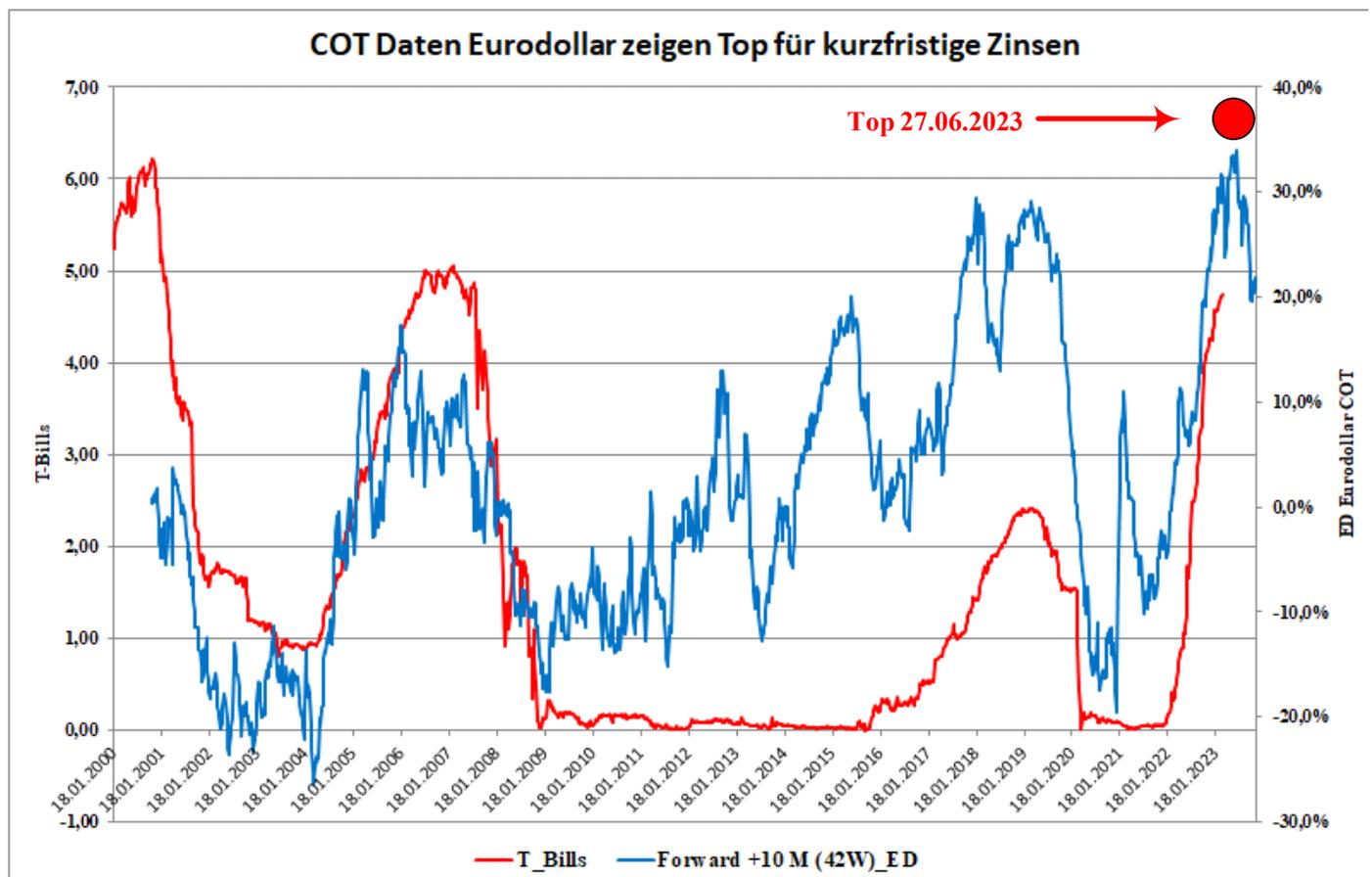
4. Wie hoch werden die US Zinsen steigen und wie lange?



Die zweijährigen US Staatsanleihen, beginnen nach einem kurzen Rückgang wieder anzusteigen und signalisieren damit, dass die kurzfristigen Zinsen der US Notenbank noch Luft nach oben haben.



Der nachfolgende Chart zeigt, dass noch weitere Monate mit steigenden kurzfristigen Zinsen vor uns liegen.



Dieses Modell besagt, dass der Höhepunkt der kurzfristigen Zinsen der US Notenbank idealerweise im Juli 2023 fällig ist.

Fazit: An den Märkten dreht sich derzeit alles darum, wie hoch die US Notenbank in diesem Zyklus die Zinsen anheben wird.

5. Meine persönliche Meinung

5.1. Preisen die Märkte eine Verschlechterung der Kreditbedingungen richtig ein?

Die nachfolgenden Charts werfen einen Blick auf die Kreditvergabestandards der Banken und ihre Beziehung zu Rezessionen und Spreads von Hochzinsanleihen.

Der nachfolgende Chart zeigt den Anteil der inländischen Banken, die ihre Kreditvergabestandards verschärft zu haben, abzüglich des Anteils der Banken, die ihre Kreditvergabestandards für gewerbliche Kredite an große und mittelständische Unternehmen gelockert haben.

Mit anderen Worten, je höher die blaue Linie im nachfolgenden Chart wird, desto strengere Kreditvergabestandards werden dargestellt.



Es ist wichtig diesen Chart zu verstehen.

Wenn Banken die Kreditvergabestandards erheblich verschärfen, führt dies zu einer Verringerung der Kreditaufnahme, da sich weniger Kunden qualifizieren. Wenn die Kreditaufnahme sinkt, die Ausgaben sinken, die Einkommen sinken und die Vermögenspreise nach unten gehen, führt dies zu noch weniger Kreditaufnahme, einem zusätzlichen Einkommensrückgang, noch niedrigeren Vermögenspreisen usw.

Es ist kein Zufall, dass jedes Mal, wenn der Nettoprozentsatz der Banken, welche die Kreditvergabestandards verschärfen, den Wert von 40 % und mehr erreicht, bald eine Rezession folgt.

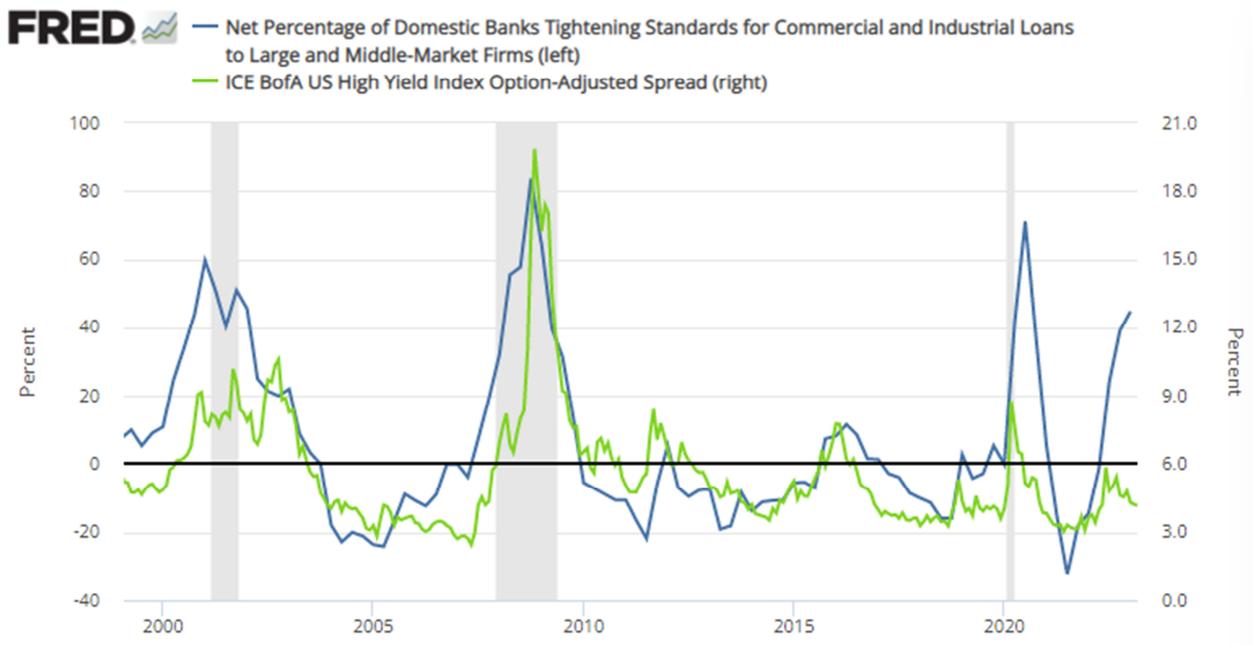
Auf diesem Niveau befinden wir uns jetzt im aktuellen Zyklus.

Wenn Banken die Kreditvergabestandards verschärfen, dann deshalb, weil sie glauben, dass ein Umfeld existiert, in dem die Wahrscheinlichkeit von Insolvenzen und hohen Kreditverlusten zunimmt. Ein rascher Anstieg der High-Yield-Spreads ist die Art und Weise, wie der Rentenmarkt die Gründe der Bank für die Verschärfung der Kreditvergabestandards bestätigt.

Historisch gesehen besteht eine hohe Korrelation zwischen dem Nettoprozensatz der Banken, die die Kreditvergabestandards verschärfen, und den Spreads für Hochzinsanleihen.

In nachfolgenden Chart gibt es eine deutliche Divergenz zwischen den blauen und grünen Linien.

High-Yield-Spreads (grün) bestätigen nicht die rasche Erhöhung der Kreditvergabestandards (blau) der Banken.



Um es klar zu sagen – die Märkte preisen die erhöhte Wahrscheinlichkeit von Kreditverlusten und Insolvenzen, die Banken am Horizont sehen, noch nicht ein.

Dies kann folgendes bedeuten:

1. Die Analyse, die Banken dazu veranlasst, die Kreditvergabestandards zu verschärfen, ist falsch.
2. Die Märkte hinken der Kurve hinterher und preisen das Risiko erhöhter Kreditverluste spät ein.

Wenn Nr. 1 richtig ist und die High-Yield-Spreads den wahren Zustand der Kreditmärkte widerspiegeln, werden die Banken dies bald erkennen, beginnen, die Kreditvergabestandards zu lockern, und das Wirtschaftswachstum wird sich beschleunigen.

Wenn Nr. 2 richtig ist, ist wahrscheinlich eine Rezession irgendwann in der 2. Hälfte des Jahres 2023 in Sicht und die Märkte haben sie noch nicht eingepreist. Dies könnte zu einer raschen Neubewertung von Risikoanlagen nach unten führen.

Fazit: Welchen Weg wird es gehen?

5.2. FED schaut auf funktionierende Kreditmärkte und nicht auf den Aktienmarkt!

Ich denke, die US Notenbank wird weiter die Zinsen erhöhen, selbst wenn die Dinge zusammenbrechen, solange sie das nicht als Problem empfinden.

Ich glaube zum Beispiel nicht, dass sich die US Notenbank Sorgen um den Einbruch der Aktienmärkte macht.

Den Fed-Put, wie er während der Finanzkrise existierte, gibt es nicht mehr.

Er existiert auf den Kreditmärkten, weil es die Aufgabe der US Notenbank ist, sicherzustellen, dass der Markt auf den Kreditmärkten ordnungsgemäß funktioniert, aber nicht mehr auf den Aktienmärkten. Das ist eine große Veränderung.

Wo besteht die größte Gefahr, dass etwas kaputt geht?

Die Notenbanken befinden sich weltweit in einem Straffungszyklus, sodass wir wahrscheinlich Markteinbrüche haben werden.

Es ist nur schwierig herauszufinden, wo - wahrscheinlich im Kreditmarkt:

Insolvenzen nehmen zu
US Zahlen zeigen den schlechtesten Start in ein Jahr seit 2010



**Ein schlechtes
Zeichen für den
Kreditmarkt?**

Wo könnte es gefährlich werden?

Ich bin ziemlich besorgt über den US-Unternehmenskreditmarkt. Etwa ein Drittel davon sind Anleihen mit BBB-Rating, und wenn sie herabgestuft werden, wird es viele Zwangsverkäufe von Anleihefonds geben, weil für diese Vermögenswerte dann der Investment-Grade entfällt. Sie könnten mit Zwangsverkäufen enden, und dann gibt es Nebenforderungen, und das führt zu weiteren Zwangsverkäufen.

Was wären die Folgen einer solchen Kaskade von Zwangsverkäufen?

Die US Notenbank müsste eingreifen, um sicherzustellen, dass der Markt für Unternehmenskredite funktioniert. Aber das Problem ist, dass sie nicht so eingreifen kann.

Die US Notenbank hat Standards in Bezug auf ihre Kaufbereitschaft, und Junk-Schulden fallen nicht darunter. Sie kann also nicht eingreifen und Junk-Schulden aufkaufen.

In diesem Fall gibt es keine offensichtliche Lösung dafür wie eine Marktverwerfung repariert werden könnte.

Das ist eine Sorge, über die Anleger nachdenken sollten, aber ich glaube nicht, dass die Anleger sich viel damit befassen.

Fazit: Geschockte Kreditmärkte sind schlecht. Eingefrorene Kreditmärkte sind noch schlimmer.

5.3. Zusammenfassung

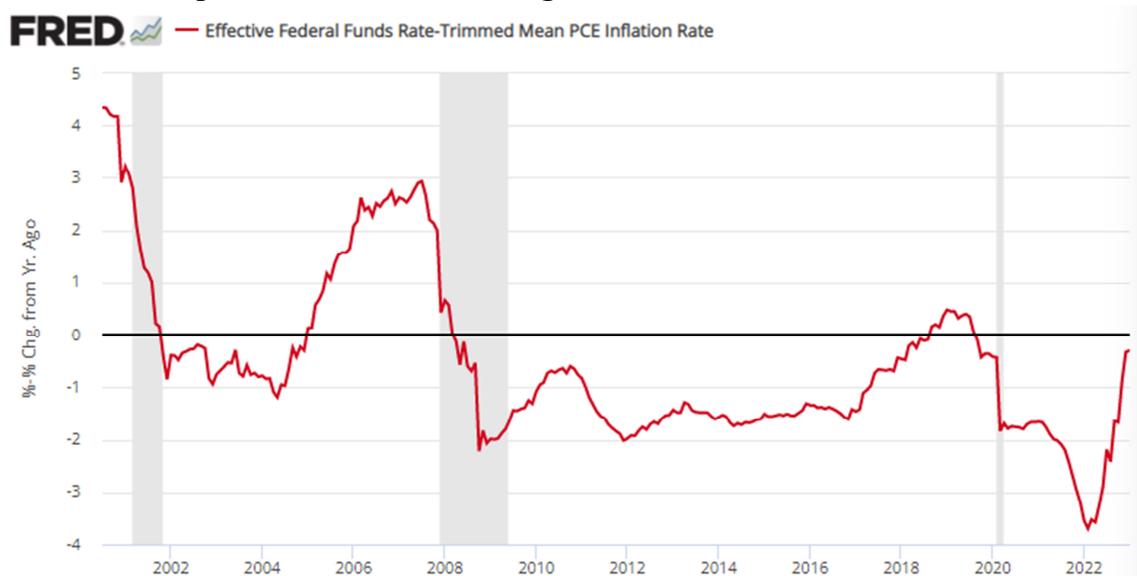
Die Finanzmärkte stehen an einem Scheideweg. Die Hoffnungen auf eine sanfte Landung der US-Wirtschaft und einen schmerzlosen Rückgang der Inflation wurden in den letzten Wochen gedämpft. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen liegt erstmals seit November wieder über 4 %. Die Stimmung an den Aktienmärkten ist gereizt.

Ein plötzlicher Anstieg der Zinssätze ist schlecht für die Wirtschaft und die Märkte, wie wir im Jahr 2022 gesehen haben.

Aber im Jahr 2023 ist die am meisten unterschätzte Makrogeschichte, dass anhaltend hohe Kreditzinsen viel schlimmer sind.

Außergewöhnliche Maßnahmen

Trotz vieler Spekulationen und Wunschdenken ist die US Notenbank entschlossen, die Realzinsen wieder in den positiven Bereich zu bringen.



Das wird eine weitere „Verknappung“ und noch niedrigere Vermögenspreise bedeuten.

Powell über die Senkung der Inflation - Dieser Prozess wird wahrscheinlich einige Zeit in Anspruch nehmen.

Wir glauben nicht, dass es glatt sein wird. Es wird wahrscheinlich holprig.

Die Fed wird weiter steigen, auch wenn die Dinge brechen.

Fazit: Powell von der US Notenbank öffnet die Tür für höhere und möglicherweise schnellere Zinserhöhungen.