

BERICHT FÜR DAS 1. QUARTAL 2023

In der Erwartung, dass der Inflations- und auch der Zinsanstieg im weiteren Jahresverlauf beendet und sogar umgekehrt werden könnten, begann das Jahr mit Kursgewinnen an den Aktien- und Anleihemärkten. Im Februar wurden diese Hoffnungen kleiner und im März wurde eine neue Bankenkrise zum beherrschenden Thema an den Kapitalmärkten.

Konjunktur, Inflation und Leitzinsen

Die Kapitalmärkte beschäftigten sich in den ersten Wochen des neuen Jahres vor allem mit solchen Fragen, wie sich Konjunktur, Inflation und Zinsen weiterentwickeln. Seit Sommer des vergangenen Jahres hatte die Sorge um sich gegriffen, die Weltwirtschaft stehe vor einem starken Abschwung und viele Volkswirtschaften somit vor einer Rezession, also einer Phase von mindestens einem halben Jahr mit rückläufiger Wirtschaftsleistung. Nicht zuletzt die schnellen und weitreichenden Leitzinserhöhungen durch die Notenbanken befeuerten diese Befürchtungen.

Allerdings wurden Ängste, der Konjunkturabschwung führe in eine schwere Rezession, kleiner. Vor allem aus den USA und Japan kamen in den ersten Wochen des Jahres Signale für eine robuste Entwicklung. Und für China sollten aus dem plötzlichen Ende der strengen Lockdown-Politik positive Impulse erwachsen. In Europa zeichnete sich unterdessen ab, dass eine schwerere Energiekrise trotz des Gaslieferstopps aus Russland verhindert werden konnte. Die milde Witterung und Sparmaßnahmen ließen den Energieverbrauch zurückgehen.

Die mit Spannung erwarteten US-Inflationszahlen für Dezember entsprachen den vorherrschenden Erwartungen und lieferten deshalb kaum neue Impulse. Im Dezember lagen die Verbraucherpreise in den USA 6,5 Prozent über dem Vorjahresniveau. Die Kerninflationsrate fiel ebenfalls wie erwartet von 6,0 auf 5,7 Prozent. Erst in der dritten Woche des Jahres sorgten Daten zur Industrieproduktion und den Einzelhandelsumsätzen für Ernüchterung, zeigten sie doch eine Abschwächung der US-Konjunktur. Trotzdem erhöhte die US-Notenbank Federal Reserve, kurz Fed, die Spanne für ihren wichtigsten Leitzins, die Federal Funds Rate, Anfang Februar um 0,25 Prozentpunkte auf 4,50 bis 4,75

Prozent. Dies war die achte US-Leitzinserhöhung seit März vergangenen Jahres, allerdings nicht die letzte. Auch die EZB-Zinserhöhung um 0,50 Prozentpunkte und die Ankündigung weiterer Zinsschritte entsprachen den Erwartungen. Erst als die im Februar veröffentlichten US-Arbeitsmarktdaten gut ausfielen, führte das zu Kursverlusten an den Börsen, weil der starke Beschäftigungsanstieg für eine anhaltend hohe Inflation und damit weitere Zinserhöhungen sprach. Auch der in der ersten Monatshälfte steigende Ölpreis bestärkte Inflations- und Zins-sorgen, zumal die US-Inflation für den Januar mit 6,4 Prozent bekannt gegeben wurde. Mehrheitlich war ein stärkerer Rückgang der Teuerung erwartet worden. Wichtige Vertreter der Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks machten deutlich, dass sie an ihrem Zinserhöhungskurs festhalten. Daraufhin gab es sowohl an den Anleihe- als auch an den Aktienmärkten Gewinnmitnahmen.

Im März wurde eine neue Bankenkrise zum beherrschenden Thema an den Kapitalmärkten. Trotzdem verzichteten weder die Fed noch die EZB auf weitere Leitzinserhöhungen. Das Ziel der Inflationsbekämpfung werde nicht aufgegeben. Es wurde beteuert, das Bankensystem sei stabil und die Versorgung der Kreditinstitute mit Liquidität durch zusätzliche Maßnahmen gesichert. Die EZB erhöhte ihre Leitzinsen Mitte März um je 50 Basispunkte. Der Hauptrefinanzierungssatz stieg damit auf 3,5 Prozent. Er gilt als wichtigster Euro-Leitzins. Zum Hauptrefinanzierungssatz können Geschäftsbanken den größeren Teil ihres Liquiditätsbedarfs bei der Zentralbank refinanzieren.

Der Spitzenrefinanzierungssatz stieg auf 3,75 Prozent und blieb damit, wie seit 2014 üblich, einen Viertelprozentpunkt höher. Der Einlagenzinssatz der EZB, mit dem sie Guthaben der Geschäftsbanken verzinst, wurde von 2,5 auf 3,0 Prozent angehoben. Wenige Tage später hob die Fed ihren Leitzins auf 4,75 bis 5,00 Prozent an. Und auch andere Notenbanken erhöhten ihre Leitzinsen zur Inflationsbekämpfung weiter, so die Schweizerische Nationalbank (SNB) auf 1,5 Prozent und die Bank of England auf 4,25 Prozent.

Beiderseits des Atlantiks gibt es keine historischen Vorbilder für einen so raschen und starken Anstieg

der Zinsen, zumal das Ausgangsniveau ungewöhnlich niedrig war. Die schnelle Abfolge größerer Zinserhöhungen stellt die Märkte vor eine bislang unbekannte Belastungsprobe.

Renten, Währungen und Rohstoffe

Die **Rentenmärkte** erlebten einen guten Jahresauftakt. Durch Kursgewinne fiel die Rendite der als Maßstab geltenden US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit von 3,88 Prozent zum Jahreswechsel bis auf 3,37 Prozent Mitte Januar. Der Bund-Future, der die Kursentwicklung deutscher Bundesanleihen widerspiegelt, stieg von 132,8 auf 140,6 Punkte. Im Februar erlebten die Rentenmärkte dann aber eine verlustreiche Gegenbewegung. Die Ankündigungen weiterer Zinserhöhungen ließen die zehnjährige US-Rendite bis Anfang März auf 4,09 Prozent steigen und den Bund-Future bis auf 131,5 Punkte fallen.

Mit dem Beginn der Bankenkrise kam es dann bis Mitte März zu einem Rückgang der Marktzinsen. So kehrte die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen in die Bandbreite von 3,4 bis 3,6 Prozent zurück. Weil die raschen und in Summe hohen Leitzinserhöhungen als eine Ursache der Bankenkrise galten, rechnete der Markt damit, dass die großen Notenbanken nun das Tempo ihrer Leitzinserhöhungen zumindest verlangsamen würden, um die Stabilität des Finanzsystems nicht zusätzlich zu gefährden. Ende März lag die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen mit 3,49 Prozent 39 Basispunkte niedriger als zum Jahreswechsel. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sank im ersten Quartal um 29 Basispunkte auf 2,28 Prozent. Der Bund-Future verzeichnet für die ersten drei Monate des Jahres per saldo ein Plus von 2,6 Prozent (auf 136,2 Prozent).

Die **Devisenmärkte** zeigten sich im ersten Quartal ohne dramatische Entwicklungen. Der US-Dollar schwächte sich unter kleineren Schwankungen gegen Euro um 1,3 Prozent auf 1,084 US-Dollar je Euro und gegen japanischen Yen um 1,4 Prozent auf 132,8 Yen je US-Dollar ab. Wie schon im vierten Quartal setzte sich damit die für 2023 erwartete Verlangsamung des US-Zinsanstiegs durch, womit der Zinsvorteil des US-Dollars gegenüber Euro und Yen kleiner werden dürfte.

Bei **Kryptowährungen** kam es im Januar nach der Veröffentlichung des Inflationsrückgangs zu Kursgewinnen, während die anderen Märkte wenig auf die US-Inflationszahlen für Dezember reagierten. Im März führten die Pleiten der kalifornischen Banken Silvergate und Silicon Valley Bank kurzfristig zu Kursverlusten bei Digitalwährungen. Silvergate stellte für viele Kryptobörsen wichtige Dienste wie Echtzeit-Zahlungen zur Verfügung. Die Silicon Valley Bank finanzierte vor allem Hightech-Start-up-Unternehmen. Der gemeinsame Gegenwert der inzwischen rund 23.000 verschiedenen Digitalwährungen sank kurzzeitig unter eine Billion US-Dollar, erholte sich aber deutlich, als die US-Behörden den vollständigen Schutz der Kundeneinlagen bei den beiden Banken erklärten. Zudem half auch hier die Hoffnung auf eine weniger restriktive US-Geldpolitik. Letztendlich dürfte die Bankenkrise zur starken Kurserholung der Kryptowährungen maßgeblich beigetragen haben, weil diese sich originär als Alternative zum Finanzsystem der von Notenbanken gesteuerten Papierwährungen verstehen. Der Bitcoin-Wechselkurs stieg im ersten Quartal um 70 Prozent auf rund 28.100 US-Dollar.

An den **Rohstoffmärkten** blieb es vergleichsweise ruhig. Nachdem die Konjunktursorgen das Preisniveau im Sommer 2022 belastet hatten, veränderten sich die meisten Rohstoffpreise im ersten Quartal relativ wenig. Der Bloomberg Commodity Index fiel um 6,5 Prozent – vor allem wegen des Rückgangs beim Ölpreis. Ein Barrel der europäischen Ölsorte Brent kostete am Quartalsende mit knapp 80 US-Dollar 7,3 Prozent weniger als drei Monate zuvor. Der Kupferpreis setzte seine Erholung unter Schwankungen fort und kletterte im ersten Quartal um knapp 7 Prozent.

Bei den **Edelmetallen** konnte vor allem Gold von der Bankenkrise profitieren. Nachdem der Preis für eine Unze im Februar bis auf kaum mehr als 1.800 US-Dollar gesunken war, ging es angesichts der Sorgen um das Finanzsystem im März deutlich aufwärts. Für das erste Quartal ergibt sich ein Goldpreisanstieg um 8,0 Prozent auf 1.969 US-Dollar pro Unze. Der Aufwärtstrend dürfte somit schon im April die Rekordhochs aus den Jahren 2020 und 2022 bei 2.070 bzw. 2.075 US-Dollar testen. Für einen in Euro rechnenden Anleger fiel der Goldpreisanstieg wegen des schwächeren Dollars

mit plus 6,6 Prozent auf 1.816 Euro pro Unze kleiner aus. Die anderen Edelmetalle konnten dagegen nicht von der Krise profitieren. Der Silberpreis veränderte sich auf Dollar-Basis kaum (auf 24,07 US-Dollar pro Unze) und sackte in Euro leicht ab. Platin verlor 6,6 Prozent auf 997,50 US-Dollar pro Unze und bei Palladium setzte sich der bereits im vierten Quartal beobachtete Rückzug der Investoren mit minus 18,1 Prozent auf 1.467 US-Dollar pro Unze fort.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte erlebten einen guten Jahresauftakt, konnten dann aber nur teilweise an die Gewinne aus den beiden Auftaktwochen des Jahres anknüpfen. So kam es im ersten Quartal zu einer Umkehr von Trends, die das Vorjahr geprägt hatten. Während Öl-Aktien unter dem fallenden Ölpreis litten (MSCI World Energie minus 3,3 Prozent), erholten sich Technologieaktien in der Hoffnung auf ein Ende der rigiden Geldpolitik der Notenbanken (MSCI World Technologie plus 20,4 Prozent). Auch der von großen US-Technologiekonzernen wie Alphabet (Google) und Meta (Facebook) geprägte Index für Telekommunikationsdienstleister erholte sich im ersten Quartal überdurchschnittlich (nämlich um 17,2 Prozent).

Während die Verlautbarungen einiger großer US-Tech-Konzerne, darunter Apple und Amazon, verhalten aufgenommen wurden, weil das hohe Umsatz- und Gewinnwachstum der vergangenen Jahre nicht gehalten werden kann, überraschte Meta Anfang Februar positiv.

Im März beendete die Bankenkrise in den USA die Existenz mehrerer kleinerer Banken und in Europa einer der beiden schweizerischen Großbanken. Die Credit Suisse wird mittels einer Übernahme durch ihre Konkurrentin UBS gerettet. Aus Sorge vor einer Ausbreitung der Bankenkrise zogen sich Anleger auch aus anderen Bankaktien zurück, was dem MSCI World-Index für Finanztitel einen Rückgang von 1,7 Prozent im ersten Quartal bescherte, während der Gesamtindex ein Plus von 7,2 Prozent schaffte.

Weil die Bankenkrise die Kreditbedingungen weiter verschärfen dürfte, wird von ihr eine dämpfende Wirkung auf die Konjunktur erwartet. Deshalb gaben

Aktien aus konjunktorempfindlichen Sektoren bis zum Quartalsende einen Teil ihrer Kursgewinne wieder ab, beispielsweise Aktien aus der Rohstoffbranche. Beim MSCI Weltaktienindex für die Branche Grundstoffe verblieb ein Plus von 5,0 Prozent.

Der Dow Jones Industrial Average rutschte im März auf den tiefsten Stand seit Oktober und beendete das Quartal nur dank einer Kurserholung in der letzten Märzwoche lediglich 0,4 Prozent höher als zu seinem Stand am Jahreswechsel. Von der Hoffnung auf ein Ende der Leitzinserhöhungen getragen legte der Nasdaq-100-Index im Verlauf der drei Monate 20,5 Prozent zu und beendete das erste Quartal mit einem neuen Jahreshoch bei 13.181 Zählern – immerhin dem höchsten Wert seit August des Vorjahres. Die Masse der kleineren US-Aktien vermochte dem kaum zu folgen. Der S&P-500-Index kommt für das erste Quartal auf ein Plus von 7,0 Prozent, der Nebenwerte-Index Russell-2000 nur auf plus 2,3 Prozent. Und der Nasdaq Biotech Index verzeichnet sogar einen Quartalsrückgang um 2,1 Prozent.

In der Breite erholten sich die europäischen Aktienmärkte noch stärker als US-Aktien. Der Euro-STOXX-50 fiel allerdings unter dem Eindruck der Bankenkrise zeitweilig auf die Marke von 4.000 Punkten zurück, nachdem Anfang März noch ein neues Jahreshoch bei 4.324 Zählern erreicht worden war. Nur knapp darunter, bei 4.315 Punkten, beendete der Eurozonen-Leitindex das erste Quartal mit einem Plus von 13,7 Prozent.

Ähnlich gut entwickelten sich der französische CAC-40 (plus 13,1 Prozent) und der deutsche DAX (plus 12,2 Prozent). Mit den Euro-Aktienmärkten nicht mithalten konnten die Aktienmärkte Großbritanniens und der Schweiz, wo die Leitindizes FTSE-100 bzw. SMI das Quartal nur mit Zuwächsen von 2,4 bzw. 3,5 Prozent beenden konnten. In beiden Fällen belastete die Bankenkrise den Markt schwer. Im Endergebnis blieb somit der paneuropäische STOXX-50-Index mit einem Plus von lediglich 7,9 Prozent auf 3.941 Zähler wieder hinter dem Euro-STOXX-50 zurück.

An den **asiatischen Aktienmärkten** blieb die Entwicklung noch uneinheitlicher. Die Börse Tokio schüttelte das überraschende Zinssignal der japanischen Notenbank aus dem vorausgegangenen Quartal ab. Der Nikkei-225-Index gewann im ersten

Quartal 7,5 Prozent auf 28.042 Punkte und der repräsentativere Topix-Index legte um 5,9 Prozent zu.

Die chinesischen Aktienmärkte profitierten von der belebten Wirtschaft nach dem Ende der Lockdown-Politik. Nach den entsprechend begründeten Kursgewinnen, vor allem im vergangenen November, ging es im ersten Quartal langsamer voran. Der Hang Seng Index stieg im ersten Quartal um 3,0 Prozent und der Hang Seng China Enterprise (HSCE) um 3,8 Prozent. Der MSCI China weist für das erste Quartal ein Plus von 5,1 Prozent aus. Höhere Kursgewinne waren dank der Erholung der Hochtechnologie-Aktien an den Börsen Seoul (Südkorea) und Taipeh (Taiwan) zu verzeichnen. Der südkoreanische KOSPI stieg im Berichtszeitraum um 10,8 Prozent und der Taiwan Weighted Index um 12,1 Prozent. Am in den Vorjahren weit gestiegenen indischen Aktienmarkt gab es dagegen Kursrückgänge. Der BSE Sensex der Börse in Mumbai verlor im ersten Quartal per saldo 3,0 Prozent.

Sehr differenziert fiel auch die Kursentwicklung an den **Aktienmärkten Lateinamerikas** aus. Die brasilianische Börse in Sao Paulo blieb das zweite Quartal in Folge deutlich hinter dem mexikanischen Aktienmarkt zurück. Der brasilianische Bovespa-Index beendete das erste Quartal mit einem Rückgang um 7,2 Prozent (MSCI Brazil minus 6,9 Prozent), während der mexikanische IPC Index 10,1 Prozent gewann.

Die **Aktienkurse der Goldminenbetreiber** profitierten weiterhin vom steigenden Goldpreis. Der FT Goldmines Branchenindex verzeichnet im ersten Quartal einen Anstieg um 11,2 Prozent.