

Balthasars Börsenbrief

März 2023

Inhalt

Where are we heading?	1
„Big in Japan“	8
Strategischer Ausblick	11
Persönlicher Kommentar	12
Zusammenfassung & Portfolio-Update	13

Where are we heading ?

Das Mantra „Don't fight the Fed!“...

Seit fast einem Jahr kämpfen die Aktienanleger gegen die US-Zentralbank und trotzen damit der uralten Maxime: „Don't fight the Fed!“ Das Ergebnis ist ein ausgewaschener Bärenmarkt (Chart 1).

CHART 1

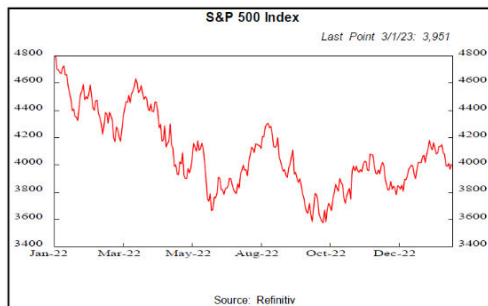
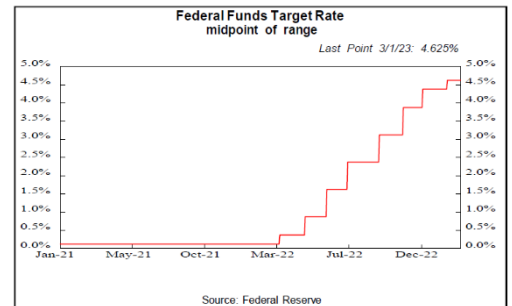


CHART 2



hat nach wie vor Richtigkeit und...

Nach den Ausverkäufen an den Aktienmärkten haben die Aktienbullen gehofft, dass die Zentralbanken einen Gang zurückschalten und die Kreditvergabe lockern würden. **Anfang letzten Monats prognostizierten Fed-Futures-Kontrakte, dass die Fed ihren Referenzzinssatz von derzeit 4,5% bis 4,75% um die Jahresmitte auf 4,75% bis 5% anheben und dann mit Zinssenkungen beginnen würde.**

... führt zu den, in den letzten Monaten gesehenen, Schaukelbörsen.

Aktien erholten sich bis Fed-Vorsitzende Powell und andere Vertreter der Zentralbank unmissverständlich betonten, dass ihre Kreditbeschränkungskampagne zur Rückführung der Inflation auf 2% noch lange nicht beendet sei. Die jüngsten Berichte über die robuste Inflation und die Verbraucherausgaben untermauern die Position der Fed.

Der Verlust der Glaubwürdigkeit der FED im Rahmen der Inflationsentwicklungen, wurde durch rigides Handeln weggewischt.

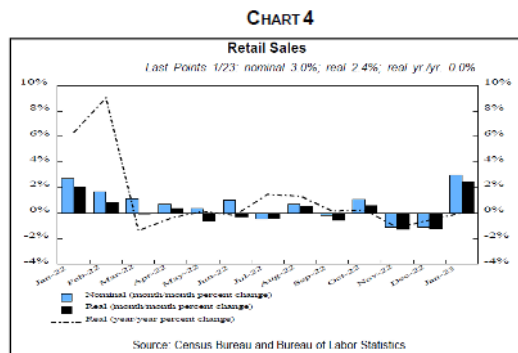
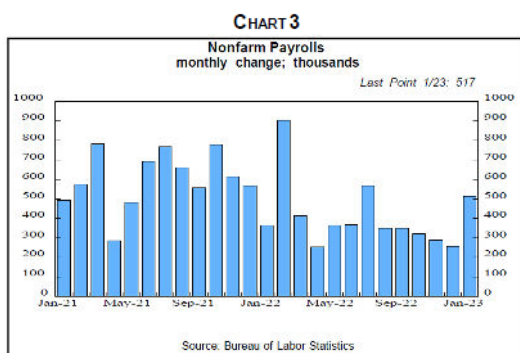
Positivere Daten aus dem Verbraucherausgaben und...

...vor allem aus dem Arbeitsmarkt haben zu einem volatilen Februar am Aktienmarkt geführt.

Der sehr starke Arbeitsmarkt in Form der neugeschaffenen Stellen und ...

Die Erwartung eines Powell-Put und die Tatsache, dass die Fed nur langsam auf die ansteigende Inflation reagierte (Chart 2), hat die Glaubwürdigkeit der Zentralbank strapaziert und Powell dazu gezwungen, eine sehr aggressive Haltung zur Eindämmung der Inflation einzunehmen. Dies hat zu einer ungewöhnlichen Situation geführt, in der **gute Nachrichten für die Wirtschaft schlechte Nachrichten für Aktien sind**, da sie eine noch stärkere Kreditbeschränkung bedeuten. Der jüngste Rückgang der Aktienkurse als Reaktion auf die gute Entwicklung der Beschäftigung und der Verbraucherausgaben ist ein deutlicher Beweis dafür.

Im vergangenen Herbst war das monatliche **Wachstum der neu geschaffenen Stellen** rückläufig, doch **im Januar stiegen sie um 517.000 an** - etwa das Doppelte des Dezembers (Chart 3). **Das Einkommen nach Steuern stieg im Januar um 2,0% gegenüber Dezember** und um 1,4% bereinigt um die Inflation, die von Dezember bis Januar um 0,6% anstieg. Die Einzelhandelsumsätze, die von April bis Dezember letzten Jahres schwach waren, stiegen im Januar gegenüber Dezember um 3,0%, da die Ausgaben für Waren um 2,3% und die Ausgaben in Restaurants um 7,2% zunahmen (Chart 4). Inflationbereinigt stiegen die gesamten Einzelhandelsausgaben im Januar gegenüber Dezember um 2,4%.



... der nach wie vor geringeren Erwerbsquote im Vergleich zu vor der Pandemie, lassen den Druck auf die FED hochbleiben.

Dennoch sehen wir auch einen Verlust an Einkommen durch mehr Teilzeitbeschäftigung und einem freiwilligen Verzicht an Lebensqualität.

Angesichts der deprimierenden Wirkung der Pandemie auf das Arbeitsengagement der Amerikaner **liegt die Erwerbsquote weiterhin unter dem Niveau vor der Pandemie** und der Prozentsatz der Bevölkerung, der sich im Ruhestand befindet, steigt weiter über den Trend vor der Pandemie, der natürlich die alternden Nachkriegsgeburten berücksichtigt. **Im Januar stieg die Zahl der Teilzeitbeschäftigten um 1,2 Millionen**, aber 857.000 von ihnen arbeiteten freiwillig weniger als 35 Stunden pro Woche. Die 22,1 Millionen Menschen, die im Januar freiwillig Teilzeit arbeiteten, sind fast sechsmal so viele wie die Teilzeitbeschäftigten, die mehr Stunden arbeiten wollen - der höchste Anteil seit zwei Jahrzehnten. **Dennoch tauschen viele Amerikaner in der Zeit nach der Pandemie ihren Vollzeit- oder Vollzeit Arbeitsplatz gegen einen niedrigeren Lebensstandard ein**, zumindest bis Januar. Außerdem verdienen Teilzeitbeschäftigte im Allgemeinen weniger pro Stunde als Vollzeitbeschäftigte und haben in der Regel keinen Anspruch auf Gesundheitsversorgung und andere Leistungen.

Im letzten Quartal 22 wuchs das BIP, allerdings waren über 50% davon auf die Erhöhung der Lagerbestände zurückzuführen.

Des weiteren wuchs, vor allem bei den Millennials, der Schuldenstand weiter kräftig an.

Was in Kombination mit der hohen Inflation zu geringeren Ausgaben von langlebigen Konsumentenartikeln führt.

Und der Druck wird noch höher durch die weitere Verschiebung des Zinspivots.

Der sprunghafte Anstieg der Löhne ist für die Verbraucher gut,...

...kann aber noch nicht die realen Kaufkraftverluste aus 2022 ausgleichen.

Im vierten Quartal wuchs das reale BIP gegenüber dem dritten Quartal nur noch **mit einer Jahresrate von 2,7%, wovon 1,5 Prozentpunkte auf einen Anstieg der Lagerbestände zurückzuführen waren**. Dies deutet auf eine bevorstehende Konjunkturschwäche hin, da die Unternehmen, insbesondere der Einzelhandel, Aufträge und Produktion zurückfahren, um unerwünschte Waren loszuwerden. Im Januar stiegen die Lagerbestände des Einzelhandels gegenüber Januar 2022 um 12% und die des Großhandels um 16%.

Verschuldete Millennials

Erwachsene in ihren 30ern sind besonders durch hohe Schulden belastet.

Im vierten Quartal 2022 beliefen sich ihre Gesamtverpflichtungen auf 3,8 Billionen US-Dollar, was einem Anstieg von 27% gegenüber Ende 2019 entspricht. Das ist der stärkste Anstieg aller Altersgruppen und gleichzeitig der schnellste Anstieg der Schulden in den drei Jahren seit der Finanzkrise 2008.

Die Inflation und die schwache Kaufkraft zwingen die amerikanischen Verbraucher dazu, mehr für Lebensmittel und **weniger für Elektronik, Kleidung, Heimwerken und andere diskretionäre Ausgaben auszugeben**. Diese Abkehr von den früheren Ausgaben für Haushaltswaren und Verbesserungen, die durch die Pandemie ausgelöst wurden, hat die Führungskräfte von Home Depot und Walmart beunruhigt. Insgesamt blieb das Weihnachtsgeschäft im vergangenen Jahr hinter den Erwartungen der Retailer zurück.

Im Januar sagten die Terminmärkte eine Anhebung des Leitzinses um 25 Basispunkte in diesem Monat sowie im Mai und Juni voraus, so dass er von derzeit 4,5% bis 4,75 % auf 5,25% bis 5,5% steigen würde. **Nach den Berichten über die starken Verbraucherausgaben und die Inflation vom 24. Februar stieg jedoch die Wahrscheinlichkeit von einer Anhebung um 50 Basispunkte auf der Sitzung vom 21. bis 22. März oder eines weiteren Zinsschrittes im Juli.**

Nur eine vorübergehende Erscheinung?

Die sprunghaften Anstiege bei den Löhnen und Gehältern im Januar könnten sich als vorübergehende Erscheinung erweisen, wenn die frühere Schwäche wieder einsetzt. Die Inflation hat die Lohnerhöhungen überholt, so dass die Reallöhne in 2022 niedriger waren als 2021 (Chart 5). In den 12 Monaten bis Januar stiegen die durchschnittlichen Stundenlöhne für Arbeitnehmer im privaten Sektor außerhalb der Landwirtschaft um 4,4%, ein Rückgang gegenüber 5,6% in dem im März 2022. **Die Löhne hinken in der Regel der Inflation hinterher**, aber das Ausbleiben einer Aufholjagd seit fast zwei Jahren deutet darauf hin, dass die Arbeitsmärkte nicht so angespannt waren, wie viele glauben. Außerdem waren die vergangenen Perioden mit hoher Inflation Zeiten mit geringerem Reallohnwachstum.

Auch das Verbrauchervertrauen ist nach wie vor im Sinkflug.

Das Verbrauchervertrauen ist nach Angaben des Conference Board **im Februar erneut gesunken** und liegt 20,2% niedriger als im Juni 2021. Knapp 18% der Verbraucher beurteilten die Lage als gut, gegenüber 20% im Januar. In den nächsten sechs Monaten erwarten 14% der Verbraucher eine Verbesserung der Lage, gegenüber 18% im Januar, und 13% erwarten einen Anstieg ihres Einkommens, gegenüber 17% im Januar.

CHART 5

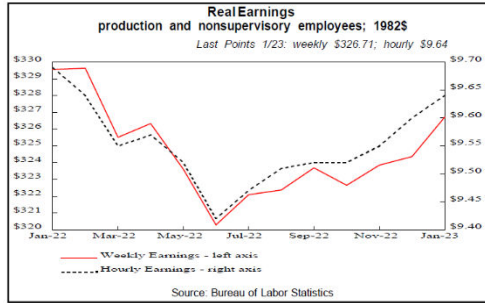
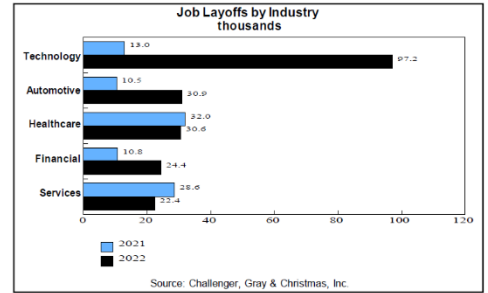


CHART 6



Die in der Öffentlichkeit hochgepushten Arbeitsplatzreduktionen im High-Tech-Bereich sind eine Anpassung an die viel zu optimistischen Erwartungen aus 2021 und 2022.

Arbeitsplatzabbau

Der Abbau von Arbeitsplätzen im Hightech-Bereich wurde in der Öffentlichkeit breitgetreten (Chart 6), folgte aber auf einen enormen Anstieg in den Vorjahren, der, wie die CEOs der Technologiebranche jetzt zugeben, auf überschwängliche Expansionspläne zurückzuführen war. Sie waren davon ausgegangen, dass die heilsame Wirkung der Pandemie auf die Ausgaben im Technologiebereich auf unbestimmte Zeit anhalten würde. **Ein deutlicheres Zeichen für die sich abschwächende Wirtschaft ist jedoch die wachsende Zahl der Ankündigungen von Stellenstreichungen in Nicht-Tech-Bereichen. Das Gleiche gilt für die schwächelnden Zeitarbeitskräfte** (Chart 7), die als erste entlassen werden, wenn sich die Konjunktur abschwächt, da ihr Weggang die Arbeitsmoral weniger beeinträchtigt als Entlassungen von Vollzeitbeschäftigten, insbesondere von solchen mit langer Betriebszugehörigkeit. Laut Challenger, Gray & Christmas kündigten die Arbeitgeber in den USA im Januar ca. 103.000 Entlassungen an, ein Anstieg um 136 % gegenüber der Ankündigung von Dezember (Chart 8). Das sind 440% mehr als die Entlassungen im Januar 2022 und der höchste Wert seit in einem Januar seit 2009, mitten in der Großen Rezession.

Wichtiger sind die wachsende Anzahl von Stellenstreichungen in anderen Sektoren sowie sinkende Anzahl an Zeitarbeitskräfte und lassen ein Abkühlen der Wirtschaft erahnen.

CHART 7

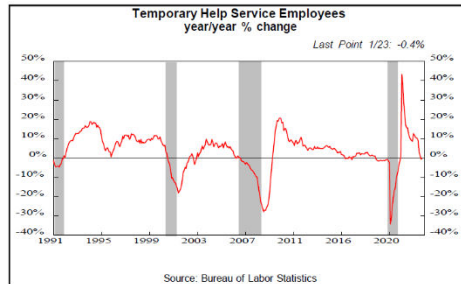


CHART 8



Ein weiteres Risiko besteht in der Verfestigung von zukünftigen Inflationserwartungen.

Dies würde, wie in dem 1970-er Jahren, zu einer Preisspirale führen.

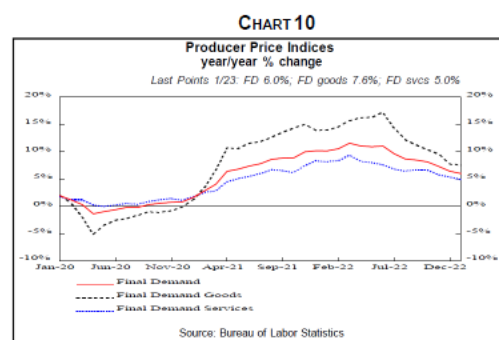
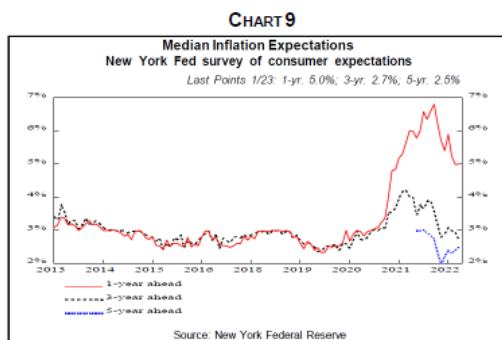
Aktuell ist dies noch nicht zu erkennen, ...

...was sich in geringeren Inflationserwartungen widerspiegelt.

Inflationserwartungen

Eine wichtige Befürchtung der Fed ist, dass Unternehmen und Verbraucher bei anhaltend hohen Inflationsraten Inflationserwartungen entwickeln werden. In den späten 1960er und 1970er-Jahren überzeugte die anhaltend hohe Inflation potenzielle Käufer davon, dass die Preise weiter steigen würden. Also kauften sie früher als nötig, um den Preissteigerungen zuvorzukommen. Dies belastete die Kapazitäten und Lagerbestände der Unternehmen, so dass die Preise stiegen und sich diese Erwartungen erfüllten. Es folgten weitere Vorziehkäufe, die eine sich selbst verstärkende Preisspirale in Gang setzten.

Bislang sind die Erwartungen der Verbraucher genau das Gegenteil, und die Erwartungen an die künftige Inflation sind rückläufig (Chart 9). Die Inflationserwartungen der Haushalte für das nächste Jahr werden in der Regel stark von der aktuellen Inflation beeinflusst, liegen aber jetzt bei 5% und damit unter dem Anstieg des Verbraucherpreisindex von 6,4% im Januar gegenüber dem Vorjahr. In drei Jahren rechnen die Verbraucher mit einer geringeren Inflation, nämlich 2,7%, und in fünf Jahren mit 2,5%. Diese längerfristige Sichtweise entspricht der Inflation in den Jahren vor der Pandemie.



Auch die Unternehmen zeigen eine entspanntere Sichtweise auf die künftige Inflation. Einzel- und Großhändler versuchen, die bereits erwähnten überschüssigen Lagerbestände abzubauen, anstatt sie in der Erwartung zu halten, sie später zu höheren Preisen zu verkaufen.

Die größte Sorge der FED ist aktuell die Inflationsentwicklung im Dienstleistungssektor, da diese die wesentlichen Inflationstreiber sind.

Fed verlagert Inflation auf Dienstleistungen

In den letzten Monaten war die Inflation im Dienstleistungssektor die größte Sorge der FED. Es stimmt, dass der frühere sprunghafte Anstieg der Inflation in erster Linie auf den Anstieg der Warenpreise zurückzuführen war. Etwa 5,4% des Anstiegs des Erzeugerpreisindex und 5,0% des Anstiegs des VPI waren auf den sprunghaften Anstieg der Energiepreise zurückzuführen und das trotz des geringes Gewichts von Energie im VPI und PPI.

Die Inflation konnte durch sinkende Energiepreise gedrückt werden.

Dennoch haben Anpassungen in der Versorgungskette, die Begrenzung des Preises, den westliche Länder für russisches Öl zahlen, verstärkte Bohrungen und der milde Winter die Energiepreise nach unten gedrückt. Die Erdgaspreise sind seit Mitte Dezember um 65% auf den niedrigsten Stand seit 2020 gefallen. Es überrascht nicht, dass die Produktion der Versorgungsunternehmen im Januar gegenüber Dezember um 9,9% und

gegenüber dem Vorjahr um 8,9% zurückging. In der Zwischenzeit ist Rohöl der Sorte Brent von 123 \$ im Juni letzten Jahres auf 83 \$ pro Barrel gefallen. In letzter Zeit hielt der Erdgasverbrauch in den USA mit der Produktion Schritt, was für die Wintermonate höchst ungewöhnlich ist.

Die **Erzeugerpreise für Dienstleistungen stiegen im Januar um 5,0%** gegenüber dem Vorjahr (Chart 10), und da der größte Teil der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor aus Arbeit besteht, ist die Fed über die Lohninflation besorgt. Sie liegt bei den Jahresraten immer noch über 5,1% und damit weit über dem Inflationsziel von 2%.

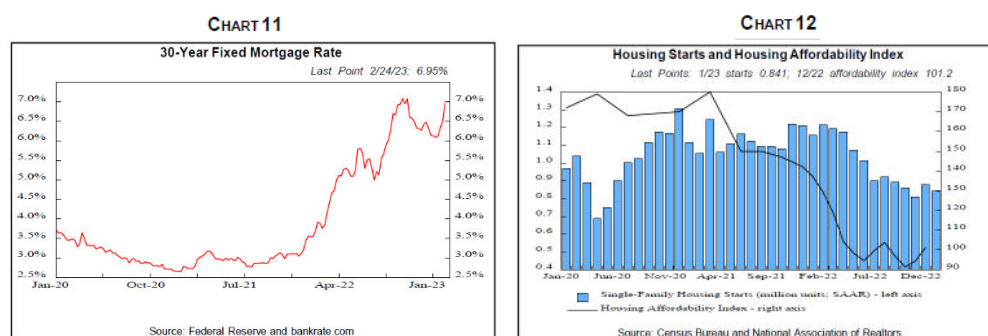
Wohnungsmarkt

Es ist kein Wunder, dass **die Zinserhöhungen der FED den Wohnungsbausektor dezimiert haben**, da der Wohnungsbau so stark fremdfinanziert ist. Aufgrund des starken Hebels bei der Finanzierung kann sich selbst ein Wertverlust von 3 % der Immobilienpreise stark auf das Eigenkapital auswirken. **Steigende Hypothekenzinsen machen eine Refinanzierung zu niedrigeren Zinssätzen für fast alle Hausbesitzer unmöglich**, ganz zu schweigen von einer Cash-out-Refinanzierung. Steigende Hypothekenzinsen **verdrängen auch die meisten potenziellen Hauskäufer aus dem Markt**.

Die massive Zinswende ist nun endgültig am Immobilienmarkt angekommen.

Gerade die starke Hebelung führt zu Problemen.

Der starke Anstieg der Hypothekenzinsen...



Die Auswirkungen des sprunghaften Anstiegs der Hypothekenzinsen (Chart 11) sind verheerenden. **Die Zahl der Baubeginne war im Januar um 21% niedriger als im Vorjahresmonat**, da sich die Erschwinglichkeit von Häusern und Wohnungen dramatisch verschlechtert hat (Chart 12). Die Zahl der Hypothekenanträge für den Kauf und die Refinanzierung von Häusern ist ebenso eingebrochen, wie der Verkauf bestehender Häuser. **Analysen zufolge zahlen 85% der Hausbesitzer weniger als 5% für ihre Hypothek, so dass sie keine Möglichkeit haben, ihre Hypothek zu refinanzieren, geschweige denn eine neue Wohnung zu kaufen, da die Zinsen derzeit bei 7% liegen.** Im vierten Quartal 2022 sind Käufe der Häuser gegenüber dem Vorjahr um 46% zurückgegangen.

Der Einbruch im Wohnungsbausektor **hat viele deflationäre Auswirkungen**. Wenn man neue Möbel, Maklergebühren, Umzugskosten usw. hinzurechnet, macht der Wohnungsbau etwa 10% des BIP aus. Ferner ist er aufgrund seiner extremen Volatilität, auch ein Bestandteil der Inflationskomponente **durch den sogenannten „Owners Equivalent Rent (OWR)“**. Das Konzept besteht darin, dass Hauseigentümer ihre Häuser von sich selbst zu marktüblichen Mietpreisen mieten. Diese Komponente ist für

...hat die Zahl der Baubeginne und die Häuserverkäufe massiv sinken lassen.

Refinanzierungen und Neuabschlüsse sind für die Mehrheit nicht mehr darstellbar.

Der Einbruch hat aber auch deflationäre Tendenzen, vor allem durch die Berechnungsmethoden in den USA.

Bis zu ¼ der Inflationsrate lässt sich allen auf das Owners Equivalent Rent-Konzept zurückführen.

Der entschlossene Kampf der FED gegen die Inflation wird in einer Rezession enden.

Dies kann aus den historischen Daten und dem Verhalten der FED in der Vergangenheit abgeleitet werden.

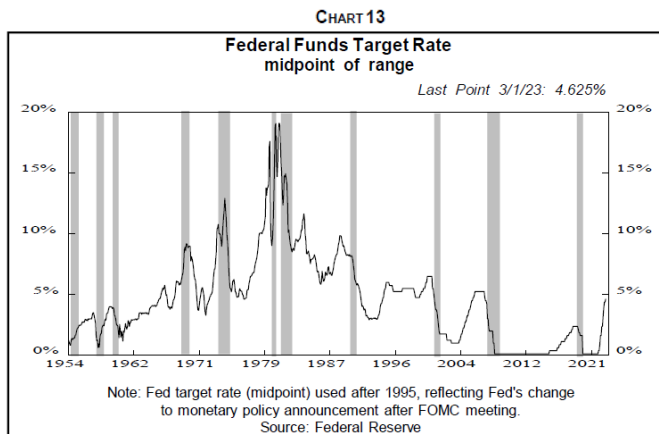
Allerdings kann es durchaus möglich sein, dass die FED dieses Mal zu fest auf dem Bremspedal steht und...

...zusammen mit einem langeseren Abbau an Personal zu einer längeren Rezession führen kann.

25,4% des VPI und **15,9% des PCE-Deflators verantwortlich, der von der FED bevorzugten Messgröße**. Ohne OER wäre der VPI im Januar gegenüber dem Vorjahr um 4,8% gestiegen ggü. den gemeldeten 6,5%. **Darüber hinaus drückt der schwächelnde Mietmarkt auf die Mietkosten**, was sich bald in der OER und dem gesamten VPI niederschlagen wird. Finanziell angeschlagene Mieter können sich Mietvertragsverlängerungen nicht mehr leisten, und der Anteil derjenigen, die im Januar ihren Mietvertrag verlängerten, fiel auf 52%, den niedrigsten Wert für einen Januar seit 2018. Die Neuvermietungen lagen im Januar immer noch um 2% bis 6% höher als ein Jahr zuvor. Auch die Mieten für Einfamilienhäuser stiegen früher sprunghaft an, haben sich aber seither abgeschwächt. Gleichzeitig hat das Angebot die Nachfrage eingeholt, mit dem stärksten Anstieg bei neuen Wohnungen seit 1986. Die Bauträger haben sich beeilt, von den hohen Mieten zu profitieren, und haben in diesem Jahr fast eine halbe Million neuer Wohnungen in Betrieb genommen.

Aussichten für die Rezession

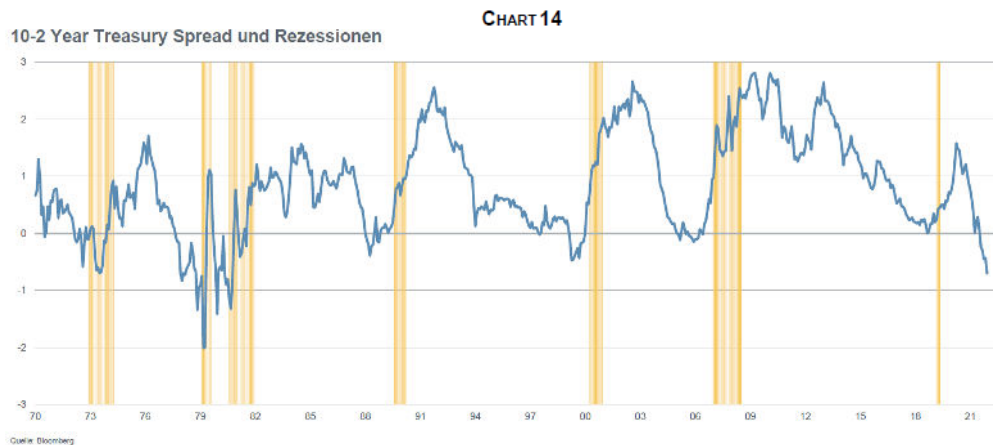
Es ist kaum zu glauben, dass die erneute Entschlossenheit der Fed, die Inflation einzudämmen, das Wirtschaftswachstum nicht beenden und keine Rezession auslösen könnte. Bis die Rezession offiziell verkündet wird verlassen wir uns weiterhin auf die Vielzahl von Indikatoren, die bereits auf eine Rezession hindeuten. **Wenn die Fed die Zinsen anhebt, folgt in der Regel eine Rezession. Das war bei den letzten vier Anhebungen eindeutig der Fall**, und wird es wahrscheinlich auch jetzt sein (Chart 13).



In diesen früheren Zyklen ging die Fed vor dem Beginn eines Konjunkturhochs von der Kreditbeschränkung zur Lockerung über. Als sie merkte, dass sie eine Rezession ausgelöst hatte, kehrte sie die Geldpolitik um. Dieses Mal wird es jedoch wahrscheinlich anders sein, **da die FED so entschlossen ist, die Inflation zu bekämpfen, dass sie die restriktive Kreditvergabe wahrscheinlich zu lange hinauszögern und den Leitzins erst dann senken wird, wenn die Rezession schon weit fortgeschritten ist**. Dies und die Tatsache, dass die Arbeitgeber nur langsam Personal abbauen, nachdem sie so viel Zeit und Mühe darauf verwendet haben, in den zuvor angespannten Arbeitsmärkten neue Mitarbeiter einzustellen, wird die Rezession wahrscheinlich über die normale Dauer von drei bis vier Quartalen hinaus verlängern.

Die Inversion der Zinskurven ist seit über 60 Jahren ein fast sicherer Indikator für Rezessionen gewesen,

Wenn die kurzfristigen Zinssätze steigen, steigen auch die langfristigen Zinssätze, allerdings nicht so stark. **Die Renditekurve** der Staatsanleihen kehrt sich also um, wie es in letzter Zeit der Fall war, sie wird „invers“, wobei die Rendite der zweijährigen Staatsanleihen die der zehnjährigen übersteigt (Chart 14) - **ein fast sicheres Zeichen für eine Rezession seit über 60 Jahren.**



Immer mehr Frühindikatoren kühlen sich ab.

Der Aktienmarkt ist ein weiterer beständiger Frühindikator, und der Rückgang des S&P 500 um 15 % gegenüber seinem Höchststand Anfang 2022 deutet auf eine Rezession hin. Das Gleiche gilt für den **U.S. Leading Economic Indicators Index, der eine Vielzahl von Wirtschaftsreihen enthält, die in Wirtschaftszyklen führend sind und eindeutig einen Konjunkturabschwung voraussagt.**

Der Niedergang von Spekulationen kündigt ebenfalls häufig Rezessionen an, wenn er nicht sogar wesentlich zu ihnen beiträgt. Das gilt für den Zusammenbruch der Dot-Com-Aktien in den späten 1990er Jahren und für den Niedergang der Subprime-Hypotheken in der Großen Rezession 2007-2009. Diesmal wurde die weit verbreitete Finanzspekulation durch die pandemischen Rettungsgelder des Staates und die Großzügigkeit der Federal Reserve angeheizt. Eine Vielzahl von Bereichen war daran beteiligt, darunter auch Zweckgesellschaften (SPACs), die den Anlegern im Wesentlichen sagten: „Give me your money and then we’ll buy real, for-sure companies“.

Noch nicht so im Rampenlicht stehendes Risiko am Kapitalmarkt bannt sich in Japan an.

„Big in Japan“

Seit Beginn der 1990er Jahre ist Japan von einer jahrzehntelangen Krise geplagt, die von einer Deflation gekennzeichnet war. Die Regierung und die Zentralbank waren stets bemüht, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln und den Staat aus der Krise zu führen. Vor allem die **Bank of Japan (BoJ) versuchte mit Nullzinsen, Zinskurvensteuerung (YCC - Yield Curve Control) und den Kauf von Staatsanleihen und Aktien die Liquidität an den Märkten zu stimulieren.** Außerdem wurde durch QE und Kauf von US-Treasuries versucht, den YEN abzuwerten. Japan ist aktuell der größte

Hier hat die BoJ seit mehr als 40 Jahren mit Tools wie Nullzinsen, Zinskurvensteuerung und Kauf von Wertpapieren am Markt eingegriffen.

Durch Kauf von amerikanischen Staatsanleihen wurde ein Yen-Abwertung bestärkt, um aus der Deflation zu entkommen.

Doch nun wendet sich die Politik und das Zinsband für 10-jährige JGBs wurde angehoben.

Allerdings liegen die Zinserwartungen am Markt fast doppelt so hoch.

Auch die Inflation ist nun endlich angekommen und befindet sich auf einem 40 Jahreshoch.

Die Löhne sind so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr gestiegen, was zu einer Umkehr der Notenbankpolitik führen wird.

Dies könnte sich allerdings zu einem globalen Risiko auf den Zinsmärkten entwickeln,...

... die Bewegungen der Anleiherenditen der wichtigsten Industrieländer miteinander verbunden sind.

ausländische Gläubiger der USA und hält Staatsanleihen i.H.v. über 1,1 Billion USD. Doch nun wendet sich das Blatt.

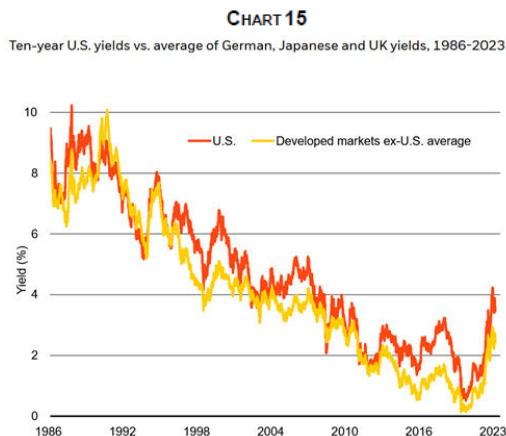
Die BoJ war die letzte Zentralbank der Industrieländer (DM), die sich in den stärksten globalen geldpolitischen Straffungszyklen seit Jahrzehnten zurückgehalten hat. **Im Dezember überraschte die BoJ die Märkte mit ihrer Entscheidung, das Band um ihr Renditeziel für 10-jährige japanische Staatsanleihen von +/- 25 Basispunkten zuvor auf +/- 50 Basispunkte um 0% zu erweitern.** Dies löste an den Märkten Spekulationen aus, dass weitere Anpassungen – einschließlich einer weiteren Ausweitung des Bandes – bevorstanden. **Zehnjährige Zinsswaps – ein Maß für die marktimplizierte Preisgestaltung für 10-jährige Renditen – werden aktuell zwischen 0,8 - 0,9% gehandelt.** Das liegt über der Rendite von 0,5% für 10-jährige japanischer Staatsanleihen (JGBs), was darauf hindeutet, dass der Markt weiterhin auf höhere Renditen in der Zukunft setzt. Mitte Januar ließ sie ihre Politik der Zinskurvenkontrolle – die die Renditen 10-jähriger JGs seit 2016 auf nahe 0% gehalten hat – unverändert.

Die Inflation, die in Japan lange Zeit ausblieb, hat dank eines schwächeren Yen und höherer Energiepreise ein Vierzigjahreshoch erreicht (Januar 4,3% – gegenüber dem Vorjahresmonat). Entscheidend ist, dass sich dies jetzt in höheren Löhnen niederschlägt. Wir sind der Meinung, dass dies der BoJ den Weg ebnet, ihre Politik zurückzufahren, die nach ihren eigenen Maßstäben ihr Ziel erreicht haben könnte: einen nachhaltigen Anstieg der Inflation in Richtung ihres 2%-Ziels zu fördern, der durch Lohnwachstum untermauert wird. Die geldpolitische Lockerung der BoJ ging mit unablässigen Anleihekäufen zur Begrenzung der Renditen und Käufen von Aktien großer Unternehmen weiter als die anderer großer Zentralbanken. Gouverneur Haruhiko Kuroda leitete die Bemühungen als Teil des Kampfes des ehemaligen Premierministers Shinzo Abe gegen die Deflation, was als "Abenomics" bezeichnet wird. Jetzt, da die **Löhne so stark gestiegen sind wie seit Jahrzehnten nicht mehr, kann die BoJ damit beginnen, diese Maßnahmen zurückzufahren.** Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass dies einfach sein wird, ohne die Märkte zu verunsichern. Wir sehen jegliche Spitzen in japanischen Renditen, die sich **aus der Abschaffung der YCC ergibt, als ein globales Risiko, das andere Anleiherenditen in die Höhe treiben und die Risikobereitschaft beeinträchtigen könnte.**

Allerdings muss die BOJ auch den Sachverhalt im Blick behalten, dass sie das Risiko ausgleichen muss, dass inländische Banken – große Inhaber von Staatsanleihen – von einem zu starken Rückgang der JGB-Preise aufgrund einer Änderung der Politik getroffen werden.

Wir sehen zwei wichtige Auswirkungen auf den Markt aus einer möglichen Verschiebung weg von YCC in den kommenden Monaten: Erstens das Übergreifen höherer Renditen japanischer Staatsanleihen (JGB) auf globale Anleiherenditen, da die Bewegungen der Anleiherenditen der wichtigsten Industrieländer miteinander verbunden sind (siehe Grafik). **Höhere JGB-Renditen in Verbindung mit den hohen Kosten für die Absicherung des Fremdwährungsrisikos schwächen die Argumente für inländische Institute, US-Treasuries zu halten.**

Zweitens bedeutet eine Verringerung der politischen Divergenz zwischen Japan und anderen DMs einen stärkeren Yen.



Die Abkehr von QE kann zu abrupten Marktanpassungen führen und Spekulationen anregen.

Dies könnte sich vor allem auf durch die Abwicklung des Carry-Trades gegenüber dem USD und damit sich negativ auf US-Zinsen auswirken.

Deshalb sollten auch japanische Aktien in der persönlichen Aktienauswahl untergewichtet werden.

Wer diese trotzdem halten möchte, dann nur in lokaler Währung und in ausgewählten Sektoren.

Wir sehen den Schritt der BOJ als die jüngste Folge von Zentralbanken, die weltweit von einer Senkung der langfristigen Renditen (quantitative Lockerung) zu einer Anhebung (quantitative Straffung) übergehen. **Im Fall der BOJ ist die Abkehr von YCC wie die Abkehr von einem festen Wechselkursregime.** Dies kann zu abrupten Marktanpassungen führen und zu Spekulationen anregen. Das untermauert, warum wir glauben, dass Anleger zunehmend eine höhere Vergütung – oder Laufzeitprämie – verlangen werden, um langfristige Staatsanleihen zu halten.

Stetig steigende 10-jährige JGB-Renditen könnten ein weiterer Treiber für Laufzeitprämien bei US-Staatsanleihen sein. Warum? **Höhere JGB-Renditen könnten bedeuten, dass japanische Großinvestoren – laut Daten des US-Finanzministeriums die größte Kohorte unter den ausländischen Käufern von US-Schuldentiteln, aber auch von französischen Staatsanleihen – im Inland bessere Renditen erzielen könnten. Bereinigt um Absicherungskosten werden Renditen von über 1% auf den die Attraktivität der 10-jährigen US-Staatsanleihe in Frage stellen würden, die derzeit um die 4% gehandelt wird.** Sollten also die Markterwartungen eintreffen, müssten der Zins der 10-jährigen US-Staatsanleihe gegenüber der 10-jährigen japanischen Staatsanleihe noch Potential nach oben haben, was sich wiederum negativ auf den Preis der Anleihen auswirkt.

Diese Risiken veranlassen uns, japanische Aktien unterzugewichten. Die rückläufigen Gewinnwachstumserwartungen spiegeln bereits einige Risiken des sich verlangsamenden Wachstums wider - wir erwarten, dass **Japans Exportsektor darunter leiden wird.** Allerdings sehen wir auch den positiven Effekt aus den Unternehmensreformen der Abenomics, die als "dritter Pfeil" bekannt sind. Unserer Ansicht nach ist Japan ein aktionärsfreundlicherer Markt geworden, da die Unternehmen ihre Aktienrückkäufe und Dividenden erhöhen. In Anbetracht der politischen Risiken bevorzugen wir für ausländische Anleger japanische Aktienengagements in lokaler Währung - und wir bevorzugen auch Sektoren, die von der Automatisierung, der Digitalisierung und dem Tourismus profitieren werden.

Ende 2021 war dieser historisch einmalige Zinsanhebungszyklus für alle Marktteilnehmer nicht erkennbar.

Ein „No-Landing-Szenario“ geht davon aus, dass Wirtschaftszyklen nicht mehr existieren und die Wirtschaft immer weiter um die Trendwachstumsrate weiter wächst.

Allerdings durchläuft das BIP regelmäßig Zyklen und der Wachstumstrend nimmt stetig ab

Persönliche Ersparnisse sind auf einem 12-Jahres-Tief und Kreditkartenschulden auf ein 25+-Jahreshoch.

Die Arbeitsmarktindikatoren sind noch positiv, was für einen nachlaufenden Indikator auch nicht verwunderlich ist.

Rückgang von Investitionen sind negativ für den Arbeitsmarkt.

Die hohen Zinsen fressen sich immer weiter durch die Wirtschaft und werden ihre negativen Auswirkungen bald zeigen.

Strategischer Ausblick

Die letzten Jahre waren für Ökonomen, die Fed und Anlageexperten demütigend. Ende 2021 erwartete niemand, dass die Fed die Zinsen innerhalb eines Jahres um über 4% anheben und die Inflation sich dem Niveau von vor 40 Jahren nähern würde. Leider stellt die aktuelle Geldpolitik so gut wie sicher, dass sich der Wirtschaftszyklus so abspielen wird, wie er es immer tut.

Während die Wirtschaft unvorhersehbar erscheinen mag, ist die wirtschaftliche Zukunft vorhersehbar. **Das No-Landing-Szenario geht davon aus, dass Wirtschaftszyklen nicht mehr existieren.** Der Wirtschaftskreislauf ist lebendig und gut. Aber das Timing seiner Höhen und Tiefen mit beispiellosen Mengen an fiskalischen und geldpolitischen Anreizen, die immer noch durch die Wirtschaft und die Märkte fließen, erweist sich als unglaublich herausfordernd. Im Gegensatz zu einer sanften Landung, die das dämpfende Wirtschaftswachstum der Fed-Maßnahmen vorsieht, geht **das No-Landing-Szenario davon aus, dass die Wirtschaft weiterhin mit oder über der Trendwachstumsrate wachsen wird.** Dieser Optimismus setzt voraus, dass **die restriktive Geldpolitik der Fed die Wirtschaft nicht ins Stolpern bringt. Allerdings durchläuft das BIP regelmäßig Zyklen und der Wachstumstrend nimmt stetig ab.**

Die persönlichen Ersparnisse sind auf ein 12-Jahres-Tief gefallen. Das Wachstum der Kreditkartenschulden ist auf ein 25+-Jahreshoch angeschwollen. Solange die Löhne nicht steigen, werden viele Verbraucher ihre Spareinlagen aufbrauchen und die Kreditkartenlimits erreicht werden. Darüber hinaus werden höhere Zinssätze für Kreditkarten ihre Ausgabefähigkeit verringern. Der persönliche Konsum in den USA macht fast 70% der Wirtschaftstätigkeit aus.

Die **prominenten Arbeitsmarktindikatoren zeichnen für sich genommen ein außergewöhnlich freundliches Bild** der Beschäftigungslage. **Allerdings ist dieser Indikator ein sehr nachlaufender Indikator.** Demnach ist bereits bei vielen der üblicherweise leicht vorauslaufenden Indikatoren – wie z.B. den Teilzeitbeschäftigten – eine merkliche Verschlechterung der Lage zu erkennen. **Eine besondere Rolle spielen hier die Kreditvergabestandards, die einen deutlichen Rückgang der Investitionen ankündigen.** Alles in allem sind **somit dunkle Wolken über dem US-Arbeitsmarkt aufgezogen.** Wir sehen es daher ungeachtet der Diskussionen um einen strukturellen Arbeitskräftemangel als sehr wahrscheinlich an, dass die Beschäftigung in den kommenden Quartalen sinkt und die Arbeitslosenquote entsprechend steigt.

Mit jedem Tag werden die Auswirkungen der Zinserhöhungen die Wirtschaft stärker belasten. Das Verständnis des Fortschreitens der Verschlechterung der Wirtschaftstätigkeit und der Zeitverzögerung zwischen geldpolitischen Änderungen und den vollständigen Folgen zu verstehen hilft, dass ein Szenario ohne Landung ein Wunschtraum ist.

Wir hoffen auf eine weiche Landung, befürchten aber, dass die eher typische harte Landung der wahrscheinlichere Weg ist. Wir warnen diejenigen, die glauben, dass die Wirtschaft nicht von den Zinssätzen beeinflusst wird. Es ist gefährlich zu glauben, dass es diesmal anders ist!

Persönlicher Kommentar - *Wie kann man wieder den Einstieg finden*

Ich will kein „Influencer“ sein denke ich mir jedes Mal, wenn ich mit der Frage womit ich mich beruflich beschäftige konfrontiert werde. Der Begriff „Youtuber“ gefällt mir auch nicht besser; jedes Mal muss ich an unsere ex Kanzlerin Merkel denken, die in einem Gespräch eine echte Influencerin mit den Worten: „ah, Sie betrieben also Selbstdarstellung“ entzauberte. Man kann Merkels Politik in vielerlei Hinsicht kritisieren, aber Diplomatie ist ihre Stärke. Dennoch; meine Berufung – die deutsche Sprache ist zum Glück sehr klar in ihrer Ausdrucksform – ist es nicht anderen Menschen meine Art zu leben aufzudrücken und mich dabei ins Rampen Licht zu stellen, sondern der Neugierde folgend meinen schier unendlichen Wissensdrang zu befriedigen und die Erkenntnisse meiner Leidenschaft mit der Welt zu teilen. Meine Neugierde ist mein Wegweiser und innerer Kompass und hat mich bisher zu allem, was mir in meinem Leben teuer und wichtig ist geführt. Die finanzielle Freiheit, die mir ein Leben in Freiheit ermöglicht, ist ein Produkt aus meinem Mut, mich entgegen sämtlicher Konventionen von der Neugierde geleitet auf meine Passion zu fokussieren. So bin ich über Kryptowährungen in die wundervolle Welt der Finanzen gestolpert und werde noch immer tag Täglich von der Börse fasziniert. Dass ich über die Sozialen Medien diese Passion mit euch leben und teilen kann, erfüllt mich und dass mich Nachrichten erreichen wie unser „educational content“ Früchte trägt, macht mich stolz. Insbesondere im Lichte des permanenten Warnens vor risikobehafteten Assets durch das Jahr 2022 hindurch haben uns viele Nachrichten von Zuschauern und Lesern erreicht, die Gewinne mitgenommen haben und nun auf Cash Polstern sitzen. Benjamin Graham beschreibt den Markt als manisch depressiven Patienten, der immer von einem Extrem ins andere wankt und trifft damit den Nagel auf den Kopf. Ebenso passend ist das Bild des Pendels, das von unten nach oben immer um den Mittelwert schwirrt; dass man also insbesondere bei Risiko Assets wie Kryptowährungen wo die Möglichkeit des Totalverlustes besteht in euphorischen Phasen Gewinne mitnehmen sollte, ist einleuchtend. Doch viele Leser fragen sich, wann sie denn wieder in den Markt einsteigen sollten, schließlich gibt es keine Möglichkeit nicht investiert zu sein und ein Investment in Cash verliert in 90% aller Marktphasen – man sollte also die Gefahr, nicht investiert zu sein, auch nicht unterschätzen. Leider gibt es keinen einfachen Ausweg aus der Misere und aus diesem Grund haben wir ein Beta Portfolio aufgesetzt und unterscheiden zwischen aktiver und passiver Geldanlage. Mit dem passiven Teil, der in ein global diversifiziertes Portfolio mit negativen Korrelationen, also ein Beta Portfolio investiert ist, steigt man niemals aus, sondern kauft monatlich per Sparplan immer zu und lässt den Zinseszins den Rest erledigen. Dieses Portfolio beinhaltet den Teil des Vermögens, den man unter keinen Umständen verlieren mag. Mit dem aktiven Teil des Portfolios geht man konkrete Wetten ein mit dem Wissen, dass 80% der aktiven Marktteilnehmer, den Markt nicht schlagen. Es zählt also das Risiko Management und die erfolgreiche Identifikation des aktuellen Marktumfeldes. So habe ich zur Zeit circa 30% des aktiven Portfolios in langlaufendes US-Staatanleihen investiert, um mich gegen die US-Rezession abzusichern. Ebenso halte ich Positionen in chinesischen Aktien, Rohstoff Aktien, Banken, Chip Herstellern und Industriemetallen. Mexiko profitiert wie wir bereits in vergangenen Briefen betont haben von dem „Reshoring der USA, was den mexikanischen Aktien Index auf neue All Zeit Hochs springen lässt, was ich genau wie bei der Rally in den Kryptos genutzt habe, um Gewinne mitzunehmen – der Rest läuft einfach weiter. Gold sieht stärker aus als Silber und ist gerade in einer Gegenbewegung, die ich genau verfolge. Meine USD habe ich in kurzlaufende US-Treasuries gepackt und meine Euro halte ich einfach als Cash Reserve bis ich Chancen in Euro Anleihen sehe. Meine aktiven Positionen sind aber alle mit einem Stop Loss versehen, so dass ich meine Verluste im Fall, dass ich mit meinen Annahmen falsch lege, genau kontrolliere. Ein diszipliniertes Risiko Management ist in diesen unsicheren Zeiten über Erfolg oder Niederlage an der Börse entscheidend. Da niemand außer notorische Klugscheißer die Entwicklung an der Börse mit 100% Sicherheit voraussagen kann, empfehlen wir alldenjenigen, die überproportional viel Cash halten, via „cost average“ über das gesamte Jahr 2023 wieder in die Märkte zu finden. Ein jeder Bärenmarkt endet in einen neuen

Bullenmarkt, nur das Timing ist herausfordernd. Eine Summe X durch 12 zu teilen und jeden Monat zu investieren oder durch 52 zu teilen und jede Woche nachzukaufen, ermöglicht keinen Einstieg zu den besten Bedingungen, aber sicher auch keinen Einstieg zu den schlechtesten Bedingungen. Bekanntlich ist es an der Börse oftmals entscheidender nicht falsch zu liegen, als richtig zu liegen.

Zusammenfassung & Portfolio-Update

Obwohl der US-Arbeitsmarkt weiterhin stark erscheint, gehen wir von einer US-Rezession aus; Frühindikatoren deuten auf eine Abkühlung der US-Wirtschaft hin, angeführt vom Rückgang an den Aktienmärkten. Insbesondere der sprunghafte Anstieg der Finanzierungskosten 2022 wird dieses Jahr starke Folgen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten hinterlassen. Die Folgen eines Anstieges der Refinanzierungskosten benötigen im Schnitt mehrere Quartale, um sich in der Wirtschaft vollends zu entfalten; impulsive Bärenmarkt-Rallys begleiten den Anpassungsprozess, lenken aber von einer Realität ab, die im Begriff ist, sich neu zu gestalten. Bisher hat ein jeder Zinsanhebungszyklus fatale Folgeschäden im Getriebe der Weltwirtschaft hinterlassen und damit die nächsten Zinssenkungen eingeleitet. Steigende Anleihenrenditen, der Rückgang der Profitabilität des S&P 500 und eine fallende Inflation lassen Renten im Vergleich zu Aktien an Attraktivität gewinnen: insbesondere, sobald die realen Renditen positiv werden, sind Anleihen für risikoaverse Investoren eine Alternative zu Aktien. Der Boden der Aktienmärkte war bisher erst nach Erreichen des Kotzpunktes – „pukepoint“ oder auch „washout“ genannt - gefunden, nachdem auch der letzter Bulle alle Aktien abgestoßen und geschworen hatte, nie wieder welche zu kaufen. Die Rally im Januar wurde durch die Erwartung an fallende Zinsen gespeist, was allerdings kein gutes Zeichen für Aktien ist, da die FED die Zinsen nur aufgrund einer Rezession senkt. Der Bondmarkt, das sogenannte „Smart Money“ hat sich auch entschieden gegen die Aktionäre positioniert und auf steigende Renditen gesetzt; einer der beiden wird recht behalten und wir vertrauen auf den Bondmarkt. Die Headline-Inflation sollte aufgrund der fallenden Energiepreise im Vergleich zum Vorjahr weiter bis unter die Core-Rate fallen. Ein erneutes Aufbäumen der Inflation in einer zweiten Welle, aufgrund von steigender Energienachfrage im Rahmen der Öffnung Chinas und steigender Löhne ist zu erwarten. Während die Wirtschaft in diesem Jahr ein neues Equilibrium inmitten der neuen Realität findet, schwebt der schwankender Immobilienmarkt als Damoklesschwert über den Finanzmärkten. Ebenso birgt der sich am Horizont anbahnender Politikwechsel der BoJ das Risiko von steigenden Renditen für japanische Anleihen und damit verbundene Kapitalflüsse in den Yen. Mit der steigenden Inflation in Japan begleitet von starkem Lohnwachstum hat die BoJ ihr Ziel erreicht und ein Anhalten der „Yield Curve Control“, würde zu einer Rückabkopplung des „Carry Trades“ führen, was Druck auf US-Staatsanleihen, Dollar und Euro auswirken würde. Diese Veränderungen im Gleichgewicht der Weltwirtschaft tangieren den langfristig orientierten Investor nur bedingt, sodass wir mit der monatlichen Sparrate diesen Monat unsere Positionen auf die Emerging Markets - sowohl im Bond als im Aktien Bereich - aufstocken. Wie versprochen investieren wir 100% der Einnahmen des Börsenbriefes transparent in unser Beta Portfolio, um aufzuzeigen wie man seriös langfristig Vermögensaufbaut, siehe Screenshot S. 14. Für aktive Investoren bieten sich Chancen insbesondere bei Rohstoff, China und Bankaktien. Die starken Gewinne im Crypto Bereich sowie im mexikanischen Aktienmarkt bieten eine ideale Möglichkeit für Teilgewinn-

mitnahmen. Gegeben der kurzfristigen Risiken auf der Aktienseite lohnt es sich darüber hinaus, US-Dollar Bestände in kurzlaufende US-Treasuries zu parken, um sich bis zu 4.8 % Zinsen und das Potential von Kursgewinnen bei fallenden Zinsen ins Portfolio zu holen. Zur Absicherung gegen die US-Rezession setzen wir auf langlaufende US-Anleihen. Der abnehmende Risikoaufschlag (spread) der US Investment Grade Unternehmensanleihen zu den kurzlaufenden US-Staatsanleihen rechtfertigt unserer Ansicht nach nicht mehr das Risiko.

Beta Portfolio Überblick, Stand: 07.03.2023

Name	Ticker	Gewichtung	Initial Invest	Now	Profit/Loss	
MSCI Emerging Markets	MXFS	20%	2379	€ 2,325.24	-2%	
iShares EURO STOXX Mid UCITS ETF	IQQM/ DJMC	10%	1181.67	€ 1,190.16	1%	
iShares Global Clean Energy UCITS ETF USD	IQQH/ INRG	10%	1193.62	€ 1,174.15	-2%	
Wisdom Tree Industrial Metals	OD7Z	5%	640.41	€ 608.85	-5%	
Emerging Market Bonds	EMDD	20%	\$ 2,478.71	€ 2,385.65	-4%	
UBS ETF (LU) Bloomberg US Liquid Corporates 1-5 Year UCITS ETF (USD)	LDCU	10%	1195.31	€ 1,189.50	0%	
Xtrackers II ESG Global Aggregate Bond ETF 1D	XBAG	10%	1557.9	€ 1,512.88	-3%	
EUWAX Gold II ETC auf Gold	EWG2	10%	1205.9	€ 1,176.00	-2%	
iShs Gbl Tmbr&Frstr ETF USD D	WOOD	5%	\$ 601.43	€ 567.68	-6%	profit/loss Eur
			12433.949	€ 12,130.11	-2%	€ (303.84)

Rechtlicher Hinweis

Balthasars Börsenbrief beruht auf Quellen, die wir für glaubwürdig halten. Die hier gegebenen Kommentare, Analysen und Meinungen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl wir der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, können für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Dokument – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – ist ohne vorherige Zustimmung unsererseits nicht gestattet.