



Newsletter 2. Quartal 2023

19. Mai 2023

Rückkehr zur geldpolitischen Normalität – oder ist diesmal alles anders?

Nach mehr als einem Jahrzehnt mit stetem Wirtschaftswachstum, zunehmendem globalem Handel, expansiver Geldpolitik mit Niedrig- oder Negativzinsen sowie nahezu Vollbeschäftigung, führte die Covid-19-Pandemie zu ersten Verwerfungen, welchen mit grosszügigen fiskalpolitischen Stützungsprogrammen begegnet wurde. Während das Angebot auch durch Lieferkettenprobleme eingeschränkt wurde, gab es insbesondere nach Aufhebung der Lockdowns eine erhöhte Konsumnachfrage, die bis heute anhält. Mit dem Ukrainekrieg gab es erneut einen Angebotschock, vor allem bei Energieträgern, Industriemetallen und bestimmten Grundnahrungsmitteln. Die Notenbanken reagierten erst spät mit Zinserhöhungen, als klar wurde, dass die angebotsinduzierte Inflation nicht mehr nur als ein temporäres Phänomen dargestellt werden konnte.

Die amerikanische Notenbank (Fed) handelte entschlossen und erhöhte ab März 2022 den Leitzins (Federal Funds Rate) in 10 Schritten von 0.0 bis 0.25% auf 5.0 bis 5.25% und reduzierte die Liquiditätsfazilitäten leicht, um die Nachfrage zu bremsen und die Kerninflation (ohne Energie / Nahrungsmittel) von derzeit 5.5% (per April 2023) in Richtung Zielniveau von 2.0% zu bringen. Sie nimmt damit in Kauf, dass die amerikanische Wirtschaft in Richtung leichte Rezession oder zumindest eine «Slowcession» abgeleitet, und löste eine kleine Bankenkrise unter den amerikanischen Regionalbanken aus, welche es in vielen Fällen versäumt hatten, die Zinsänderungsrisiken abzusichern. Mit den Zinserhöhungen haben festverzinsliche Anlagen, welche bis zum Verfall gehalten werden sollten, deutlich an Wert verloren, und diese Verluste mussten teilweise realisiert werden, als die Kunden liquide Mittel von den Konten abzogen, um sie bei grösseren Banken in Sicherheit zu bringen oder in besser verzinsten Anlagen wie Geldmarktfonds anzulegen. Mit einer Ausweitung des Einlegerschutzes und forcierten Übernahmen konnte die Situation zwar unter

Kontrolle gebracht werden, doch diese Entwicklungen haben zu einer restriktiveren Kreditvergabe geführt, welche sich wie eine zusätzliche Zinserhöhung auswirken. Wir sind der Meinung, dass es in den USA in diesem Jahr keine weiteren Zinserhöhungen mehr geben wird (auch weil die Stabilität des Bankensektors nochmals in Frage gestellt würde), aber wir gehen wie JPMorgan und BlackRock davon aus, dass die Zinsen länger höher bleiben und dass entgegen den Markterwartungen im Jahr 2023 nicht mehr mit Zinssenkungen zu rechnen ist. Dies könnte sich aber kurzfristig ändern, falls nicht rechtzeitig eine Einigung zur Anhebung der Schuldenobergrenze erzielt wird (Stichtag ist gemäss Moody's Analytics der 8. Juni 2023), und mittelfristig droht in den USA eine Immobilienkrise bei den Büroimmobilien, deren Eigentümer mit steigenden Leerständen und deutlich höheren Refinanzierungskosten konfrontiert sind.

Die europäische Zentralbank (EZB) initiierte die Zinserhöhungen noch später als die Fed und erhöhte die Leitzinsen ab Juli 2022 in 7 Schritten von 0.0% auf 3.75%, in Kombination mit einer Reduktion der Bilanzsumme um über 10%. Im Gegensatz zu den USA wurde dadurch die Inflation weniger stark zurückgedrängt, einerseits weil die Zinserhöhungen wohl aus Rücksicht auf stark verschuldete südliche EU-Länder weniger ausgeprägt erfolgten als eigentlich ökonomisch angezeigt, andererseits gibt es in der Eurozone mehr Zweitrundeneffekte wie substantielle Lohn-erhöhungen, welche die Kerninflation (5.6% per Ende April 2023) auch in den nächsten Quartalen auf hohem Niveau verharren lassen werden, bei gleichzeitig tiefem realem Wirtschaftswachstum. Dies lässt weitere Zinserhöhungen in der Eurozone im Verlaufe dieses Jahres erwarten. Gleichzeitig erwartet die EZB gemäss dem Bank lending survey eine weitere Verschärfung der Kreditstandards, begründet durch eine höhere Risikowahrnehmung und einen tieferen Risikoappetit der Banken.

Die Schweizer Nationalbank (SNB) führte seit Juni 2022 insgesamt 4 Zinsschritte durch und hob den Leitzins von -0.75% auf 1.5% an. Innerhalb eines Jahres liess die SNB zudem eine Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro von 7% und gegenüber dem Dollar von 11% zu, was die importierte Inflation signifikant abschwächte. Mit 2.6% per Ende April 2023 lag die Inflation somit deutlich tiefer als im europäischen Ausland, aber immer noch leicht über der avisierten Preisstabilität von weniger als 2.0% . Wir gehen davon aus, dass die SNB im Juni 2023 den Leitzins nochmals um 0.25% erhöhen wird. Eine weitere Straffung der Schweizer Geldpolitik wird unseres Erachtens nicht nötig sein, weil die gestiegenen Zinsen und auch die erzwungene Übernahme der Credit Suisse durch die UBS eine restriktivere Kreditvergabe zur Folge haben, vor allem für kleine und mittelständische Unternehmen, die sich nicht an den Kapitalmärkten oder im internationalen Bankenmarkt finanzieren können.

Wie geht es weiter? Die ökonomischen Frühindikatoren zeigen ein gemischtes Bild: einerseits ist die Konsumentenstimmung in der OECD so schlecht wie seit Beginn der Covid-19-Pandemie oder der Finanzkrise 2008 nicht mehr, und die Zinskurven sind in vielen Teilen der Welt invers, was in der Vergangenheit ein zuverlässiges Signal für eine Rezession war. Andererseits ist der Konsum immer noch stark (wenn auch leicht rückläufig wegen nachlassender Covid-19-Nachholeffekte), gestützt durch Lohnerhöhungen und tiefe Arbeitslosigkeit, und die Auftragsbestände in der europäischen Industrie sind hoch. Unserer Meinung nach handelt es sich dabei um eine fragile Situation, und es gibt globale und lokale Faktoren, welche die Aussichten trüben und sich teilweise gegenseitig verstärken:

1. Es ist erklärtes Ziel der Notenbanken, die Nachfrage und den Konsum zu senken, um die angebotsinduzierte Inflation zu bekämpfen. Kurzfristig ist es aber ein eigentlicher Kampf gegen Windmühlen, da sich das Angebot seit Anfang 2020 deutlich reduziert hat und sich durch Unternehmenskonkurse wohl zusätzlich verknappen wird, und nicht zuletzt auch weil die Zinserhöhungen erst mit einer

mehrmonatigen Verzögerung ihre Wirkung entfalten.

2. Die Inflation wird nur schwer zu bändigen sein, denn die Inflationserwartungen befinden sich sowohl kurz- als auch mittelfristig in vielen Ländern signifikant über dem Zielniveau von 2.0% . Solange der Arbeitsmarkt stark bleibt, werden die Arbeitnehmer Lohnerhöhungen durchdrücken können (insbesondere in Ländern mit einflussreichen Gewerkschaften), und zahlreiche Unternehmen geben die höheren Produktions- und Einkaufspreise an die Kunden weiter.
3. Es gibt verschiedene mittel- und langfristige Treiber der Inflation: die zunehmende Deglobalisierung mit weniger internationalen Verflechtungen der Handelsströme als Folge der Covid-19-Pandemie und des Ukrainekrieges sowie der Fachkräftemangel werden die Produktionskosten erhöhen, und auch umfangreiche Investitionen in die Digitalisierung und die Nachhaltigkeit (beispielsweise bei der Energieproduktion und -sicherheit) müssen auf die Produktpreise umgelegt werden.
4. Die kurzfristigen Realzinsen liegen in Europa noch deutlich im negativen Bereich, was in den letzten Monaten zu einer Margenausweitung der Kreditgeber geführt hat, um die Differenz zwischen Nominal- und Realzinsen zu kompensieren. Die vereinbarten Kreditmargen werden aber weiterhin Bestand haben, wenn sich die Realzinsen in den positiven Bereich bewegen.
5. Die Kreditausfallraten werden sich in den nächsten Monaten in den USA und Europa substantiell erhöhen (nicht nur bei Covid-19-Krediten), mit einem erwarteten Höhepunkt im ersten Halbjahr 2024. Zwar werden wir bei weitem nicht die Ausfallraten wie in Zeiten der globalen Finanzkrise erreichen, aber es werden einige Zulieferer von Zahlungsausfällen ihrer Kunden betroffen sein, und das Thema Gegenparteienrisiko rückt wieder vermehrt ins Bewusstsein.

Nach über zehn Jahren mit Tief- oder sogar Negativzinsen aufgrund einer (zu) lockeren Geldpolitik bedeutet das veränderte Zinsumfeld zunächst eine Rückkehr zur Normalität, in der Geld wieder einen Preis hat. Der Anpassungsprozess an die neue Ausgangslage wird mit kurzfristigen Friktionen ablaufen, bei denen ein temporäres Überschiessen nach unten oder nach oben nicht auszuschliessen ist. Wir gehen aber nicht davon aus, dass diesmal alles anders ist und wir kurz- oder mittelfristig wieder zu Nullzinsen zurückkehren werden, sondern dass uns die Themen Inflation und höhere Zinsen noch ein paar Jahre begleiten werden, falls es nicht zu einer ausgeprägten und langanhaltenden Rezession in den USA und Europa kommt.

Der Wirtschaftsabschwung wird in vielen Unternehmen zu einem Umsatzrückgang, tieferer Profitabilität und niedrigeren operativen Cashflows führen, während die höheren Zinsen

und die angestiegenen Kreditmargen den Druck auf Unternehmen mit hohem Fremdkapital zusätzlich erhöhen. Kleine und mittelständische Unternehmen ohne Zugang zum Kapitalmarkt oder zu international syndizierten Krediten sind zudem überdurchschnittlich stark von der zurückhaltenden Kreditvergabe der Banken betroffen und werden unter Umständen ganz von der Kreditversorgung abgeschnitten.

Wir empfehlen den KMUs mit Fremdkapitalbedarf, entschlossen zu handeln, den Business plan der neuen Ausgangslage anzupassen und die mittelfristige Verfügbarkeit von Fremdkapital auf kommittierter Basis sicherzustellen, sei es über Banken oder alternative Kreditgeber wie Private Debt-Fonds, institutionelle Investoren und Family offices. So können sich die Unternehmen in den turbulenten Zeiten ganz aufs operative Geschäft konzentrieren.

Über Fincerta

Fincerta ist ein unabhängiger Finanzierungsberater, der mittelständische Unternehmen in der Schweiz und in Europa bei komplexen Fremdfinanzierungsprojekten unterstützt. Mit unserer umfassenden Strukturierungs- und Finanzierungsexpertise, Zugang zu den relevanten Investoren (Banken, Private Debt-Fonds, institutionelle Investoren sowie Family offices) und unserem disziplinierten Projektmanagement erzielen wir für unsere Kunden die optimalen Konditionen.