

Marktkommentar

21.02.2022

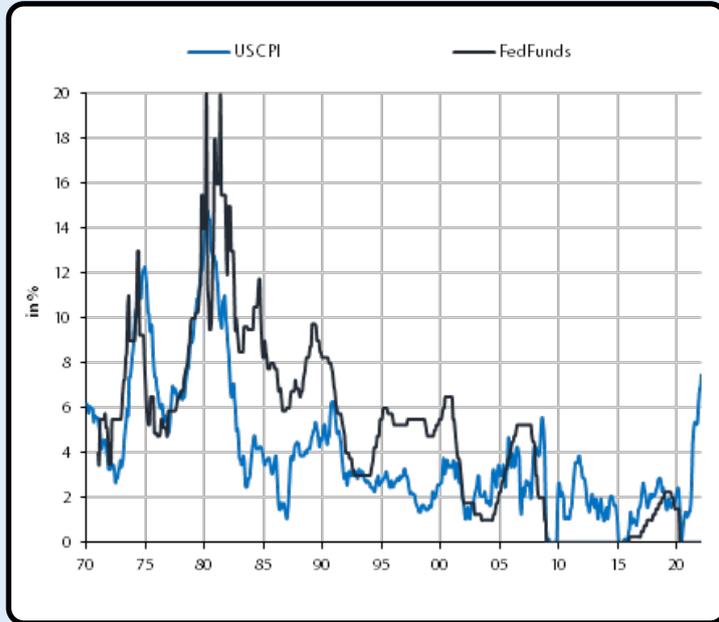


In der Geisterbahn mit der US-Notenbank.

Abgesehen von geopolitischen Problemen an den Grenzen der Ukraine, stand der Markt stark unter dem Einfluss der US-Notenbank. Die vermeintliche Inaktivität bei den Leitzinsen und dem nach wie vor stattfindenden Quantitative Easing hat viele Augen auf den Plan gerufen, der lauthals erklärten,

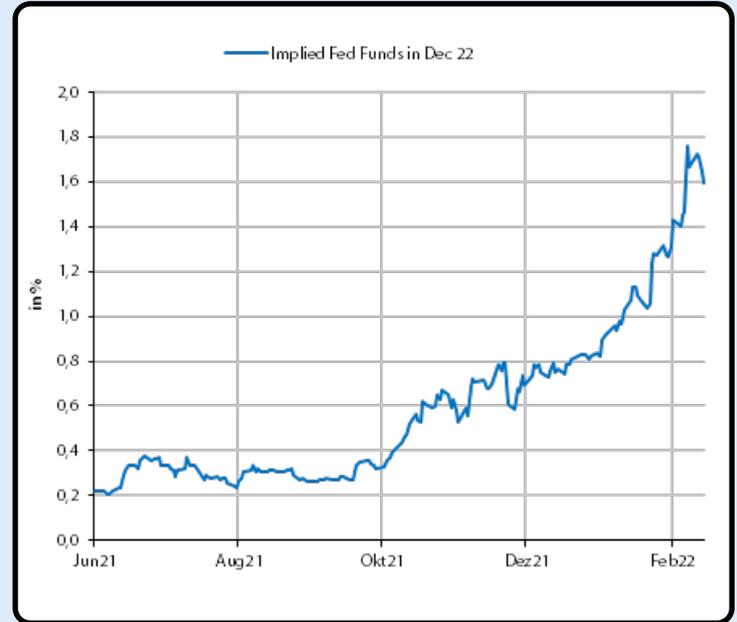
dass die Fed weit hinter der Kurve sei. Uns geht es an dieser Stelle auch nicht darum zu behaupten, wir wüssten es besser, sondern lassen den Kapitalmarkt für sich sprechen. Nicht nur, das gilt „*markets never sleep*“, sondern vor allem „*the market is always right*“!

Grafik 1:
Inflationsrate
und US-Leitzinsen



Quelle: Bloomberg; TBF

Grafik 2:
Der vom Markt erwartete Leitzins
im Dezember 2022



Quelle: Bloomberg; TBF

Der letzte Datenpunkt der Konsumentenpreis-inflation in den USA hat mit dem Wert 7,3% die Erwartungen bzw. Befürchtungen übertroffen. Ein Blick auf Grafik 1 offenbart, dass das letzte Mal bei Inflationsraten in ähnlicher Höhe die US-Leitzinsen sich im zweistelligen Bereich befanden und nicht wie aktuell bei Null. Der Markt war dann auch schnell anzunehmen, dass die Notenbank schnell und vor allem deutlich agieren müsste, um die Inflation einzufangen. Die Markterwartungen für den Leitzins am Ende dieses Jahres stiegen dann auch schnell auf fast 1,8% (siehe Grafik 2)!

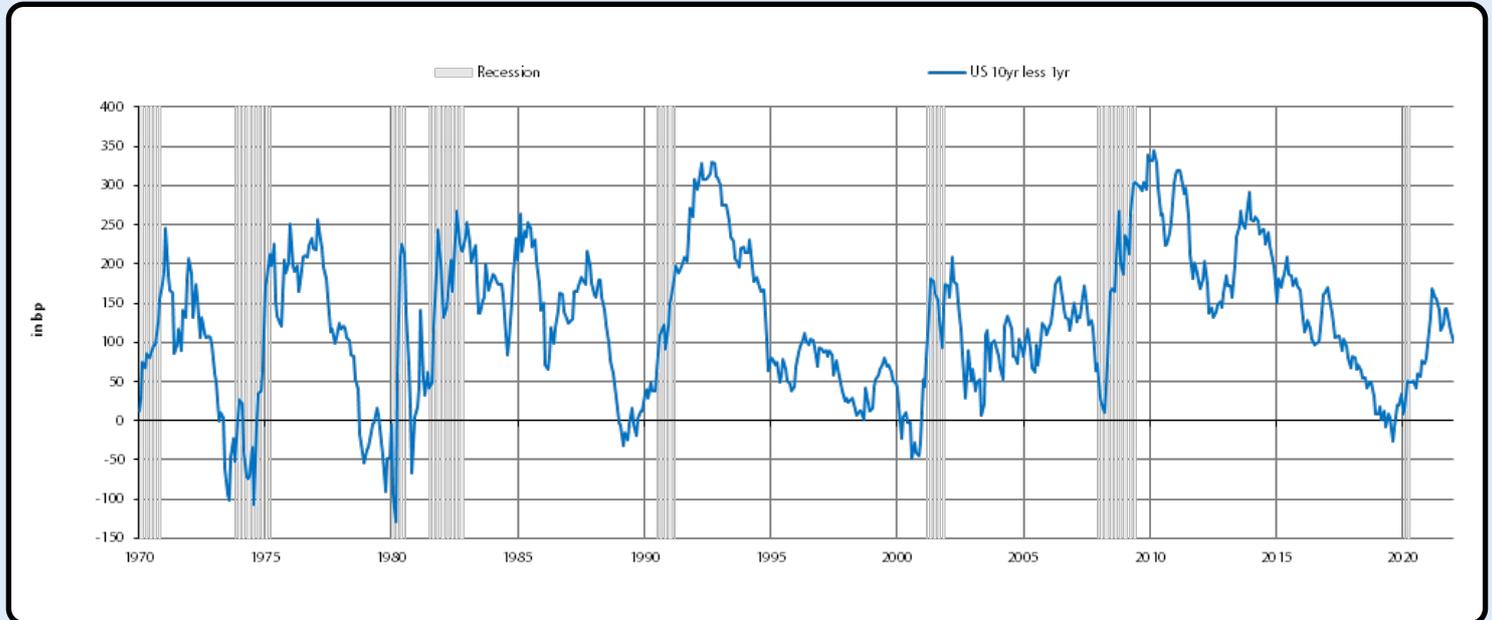
Der Fed Untätigkeit vorzuwerfen, wäre aber völlig verfehlt. Das Gegenteil ist der Fall. Der Erfolg von Geldpolitik ist schließlich nicht nur in Form von Leitzinsänderungen zu messen, vielmehr ist das Erwartungsmanagement die entscheidende Zielgröße. Daher das Analogon zur Geisterbahnfahrt. Man betritt die Geisterbahn in der Erwartung erschreckt zu werden. Trotz dieser Erwartungen gelingt dieses mehr oder weniger während der Fahrt durch den Geistertunnel. Nicht nur kommt es auf den optischen oder akustischen Schock an, sondern auch auf die äußeren Umstände des Gastes in der Geisterbahn. So ist es auch mit der Notenbank: von den Doves

Kashkari und Brainard bis hin zu den Hawks Waller und Bullard ist alles in der Geisterbahn vertreten. Mal erschrickt der eine, mal beruhigt der andere.

Wichtig ist die Reaktion des Marktes bzw. Geisterbahnfahrers auf die Monster bzw. mögliche Zinsänderungen, um erfolgreich zu sein. Die Annahme einiger Marktteilnehmer, dass die US-Volkswirtschaft ähnlich hohe Leitzinsen wie in den 70er Jahren benötigt, um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen, verkennt völlig die Tatsache, dass die Weltwirtschaft heute eine völlig andere Struktur besitzt, wie vor einem halben Jahrhundert. Volkswirtschaften sind erheblich mehr miteinander verzahnt und vernetzt als damals. Kapazitätsauslastung auf nationaler Ebene ist in vielen Fällen bedeutungslos geworden. Aber genug davon. Fakt ist, die FED hat agiert und auch recht erfolgreich, in dem durch verbale Intervention von den verschiedenen Notenbankern die Markterwartungen sich verschoben haben. Dies war bisher sicherlich effektiver als eine Zinserhöhung von 25 oder gar 50 Basispunkten.

Die Notenbank muss das große Ganze im Blick haben, nicht nur die Inflationsrate, die sie ja, wenn überhaupt, nur indirekt beeinflussen kann. Die folgende Grafik 3 zeigt, wie sehr die Kapitalmärkte die

Grafik 3:
Die Zinsdifferenz zwischen 1- und 10-Jahres Renditen und die offiziellen Rezessionsperioden bestimmt durch das NBER.



Quelle: Source: Bloomberg, NBER, TBF

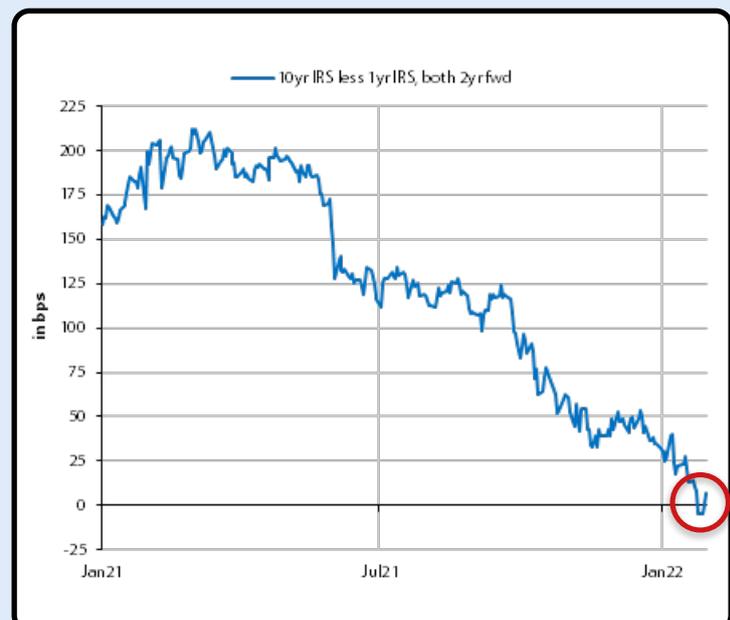
Konjunktur prognostizieren können. Hier zeigen wir die Steilheit der Zinsstrukturkurve und die Perioden der US-Rezessionen, die in den USA vom NBER¹ ex post festgelegt werden. Wenn Zinskurven invertieren, dann folgt einige Monate später eine Rezession.

Zumindest galt dies in den vergangenen fünfzig Jahren.

Aktuell befindet sich die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe nahe der 2%, ein Niveau was zuletzt vor Corona im Sommer des Jahres 2019 zu beobachten war. Gleichzeitig können wir ein sogenanntes Bear-Flattening bemerken, also ein höheres Renditelevel bei flacher werdenden Zinskurve. Vor wenigen Tagen konnte man sogar beobachten, dass zwar nicht die Spotkurve, aber die Forward Kurve invertierten (siehe Grafik 4). Die Aussagekraft davon mag nicht so groß sein, aber es ist ein Indiz dafür, das Notenbankpolitik funktioniert und deutlich vielschichtiger ist, als simple Zinsänderungen.

Wer nun glaubt, dass die Taylor Regel² eine hohe Prognosekraft für das zukünftige Leitzinsniveau birgt, der liegt sicherlich eher daneben. So wie die

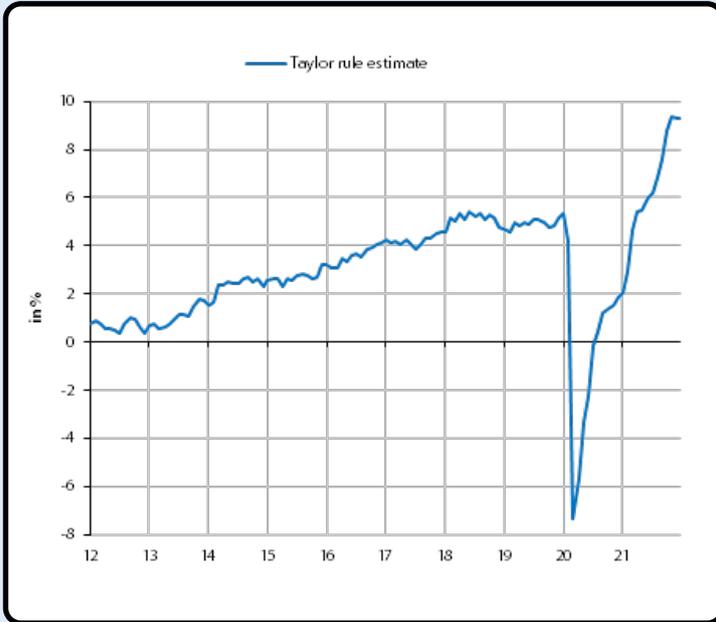
Grafik 4:
Differenz zwischen den Zinsswapsätzen für 1- und 10-Jahren zwei Jahre in der Zukunft.



Quelle: Bloomberg; TBF

¹ NBER: National Bureau of Economic Research
² Die Taylor-Regel ist eine geldpolitische Regel zur Setzung des Leitzinses durch eine Zentralbank. Benannt wurde sie nach ihrem Erfinder, dem US-Ökonomen John B. Taylor

Grafik 5:
Modellierter Leitzins nach der sogenannten Taylor-Regel



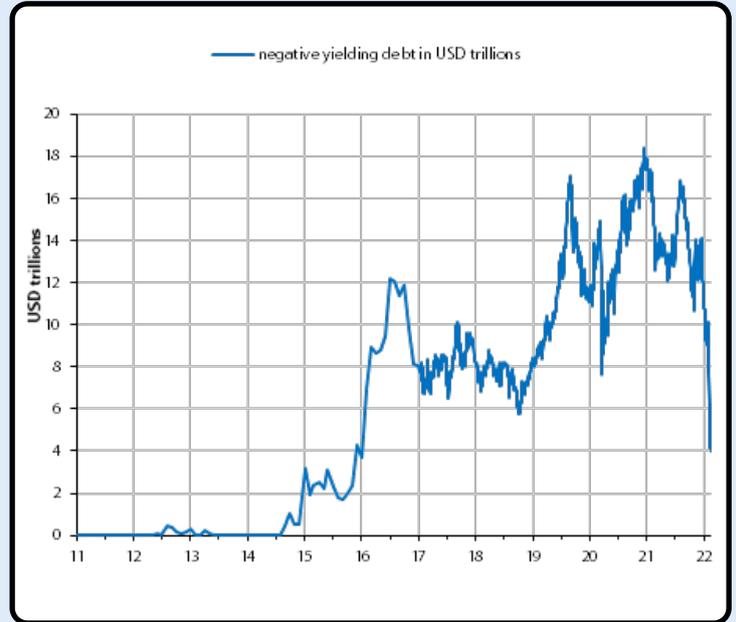
Quelle: Bloomberg; TBF

Taylor Regel im Frühjahr 2020 einen „korrekten“ Leitzins von unrealistischen -8% errechnete, so sind die aktuellen Berechnungen von +9,5% einzuordnen (siehe Grafik 5).

Wir glauben, dass die US-Notenbank zügig die Leitzinsen auf 1% erhöhen wird und dann mit weiteren Zinsschritten sehr viel Geduld aufbringen wird. Das FOMC wird sicher keinen Aktiencrash verursachen wollen, noch eine baldige und tiefe US-Rezession. Es erscheint ja auch gar nicht notwendig, wie man an den Marktparametern ablesen kann. Obwohl die US-Notenbank nur verbal interveniert hat, ist beispielsweise das Volumen der negativ rentierenden Anleihen um \$14 Billionen³ gesunken (siehe Grafik 6).

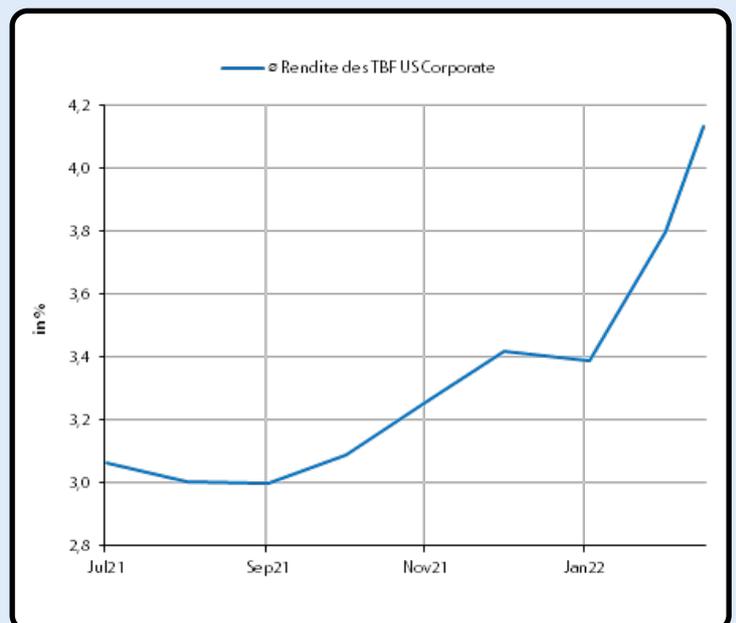
Auch anhand unseres reinen Anleihenfonds TBF US CORPORATE BONDS kann man den Effekt beobachten. Innerhalb des letzten halben Jahres ist die durchschnittliche Rendite unserer Anleiheinvestitionen um mehr als 1% auf aktuell 4,13%⁴ gestiegen.

Grafik 6:
Volumen der Anleihen mit negativer Rendite bis zur Endfälligkeit (YtM)



Quelle: Bloomberg; TBF

Grafik 7:
Gewichtete durchschnittliche Rendite der Anleihen im Fonds TBF US CORPORATE BONDS



Quelle: Bloomberg; TBF

Wir wissen nicht, wann wir den momentanen Renditegipfel erreicht haben. Wir denken aber, dass es einige Marktteilnehmer gibt, die eventuell die Rentenmärkte für die nächste Zeit zu pessimistisch beurteilen.

Wir versuchen uns nicht im Bottom-fishing hervorzutun oder gar die Richtung zu prognostizieren. Wir halten es mit den Schustern und den Leisten, und tun das, was wir können. Wir versuchen Unternehmen zu verstehen und darin Mehrwert zu generieren.

Nachdem wir 2021 lange auf vernünftige bewertete Märkte gewartet hatten, kommt uns diese Herangehensweise seit dem Hoch Mitte November 2021 zugute. Obwohl die zuvor beschriebenen Renditen anstiegen und die Volatilität am Aktienmarkt zurückgekehrt ist, konnten wir unsere Strategien auf Kurs halten.

Im Jahr 2022 sieht es daher wie folgt aus (30.12.2021 bis 15.02.2022):

- ▶ -5,86% MSCI World (€)
- ▶ -2,97% DAX
- ▶ -6,44% S&P500
- ▶ -2,24% Rexp
- ▶ -4,13% iBoxx High yield US Corporates
- ▶ -6,79% iBoxx investment grade US Corporates

- ▶ -2,08% TBF US CORPORATE BONDS USD I
- ▶ -1,25% TBF GLOBAL INCOME EUR I
- ▶ +1,51% TBF SPECIAL INCOME EUR I
- ▶ -6,23% TBF SMART POWER EUR I
- ▶ -0,82% Themis Special Situations Fund EUR T
- ▶ +10,22% TBF ATTILA GLOBAL OPPORTUNITY EUR I
- ▶ +6,17% TBF GLOBAL VALUE EUR I

Peter Dreide, unser Gründer und Eigentümer, wird in den nächsten Wochen wieder eine Vielzahl von Unternehmen in Nordamerika besuchen. Als er das letzte Mal im Herbst von seinem Research-Trip in Kanada und USA zurückkam, hatte er eine Vielzahl von Ideen mitgebracht. Die meisten davon haben wir mit Erfolg auf die ein oder andere Art in unseren Fonds umgesetzt.

Auf ein Neues.

Markets never sleep.

WERTENTWICKLUNGEN DER LETZTEN 5 JAHRE IM ÜBERBLICK				
15.02.2017 bis 15.02.2018	15.02.2018 bis 15.02.2019	15.02.2019 bis 15.02.2020	15.02.2020 bis 15.02.2021	15.02.2021 bis 15.02.2022
TBF SPECIAL INCOME EUR I				
3,89%	-2,62%	0,12%	7,18%	-2,86%
TBF GLOBAL INCOME EUR I				
3,16%	-1,23%	3,64%	4,14%	-2,67%
TBF BALANCED EUR I				
		-1,79%*	6,15%	-9,17%
TBF EUROPEAN OPPORTUNITIES EUR R				
8,41%	-11,40%	5,43%	18,00%	0,00%
TBF SMART POWER EUR R				
9,30%	-9,24%	-9,45%	27,02%	9,32%
TBF GLOBAL TECHNOLOGY USD R				
36,18%	-2,25%	-9,96%	57,49%	-16,07%
TBF GLOBAL VALUE EUR R				
15,64%	-9,34%	-3,59%	22,87%	19,23%
TBF ATTILA GLOBAL OPPORTUNITY EUR I				
17,88%	-10,46%	-12,67%	19,86%	-13,29%
TBF US CORPORATE BONDS USD I				
2,45%	2,41%	8,53%	7,31%	-1,20%
TBF JAPAN EUR R				
23,66%	-11,11%	-4,69%	26,26%	-5,42%
Themis Special Situations Fund EUR T				
	-2,25%**	4,74%	4,15%	3,65%

* Fondsstart 01.08.2019 ** Fondsstart 15.02.2018

Kontakt



Dirk Zabel
Geschäftsführung

Phone +49 40 308 533 533
E-Mail dirk.zabel@tbfsam.com



Sven Wiede
Vertriebsdirektor, CIIA

Phone +49 40 308 533 555
E-Mail sven.wiede@tbfsam.com



Lina Schlüter
Sales Managerin

Phone +49 40 308 533 544
E-Mail lina.schluerer@tbfsam.com

Wichtiger Hinweis

© 2022 TBF Global Asset Management GmbH (für vorstehende Texte und Bilder). Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken. Historische Wertentwicklungen sind keine Garantie für eine ähnliche Entwicklung in der Zukunft. Diese ist nicht prognostizierbar. Die Abbildungen kurzfristiger Zeiträume (unter 12 Monaten) müssen im Kontext zur langfristigen Entwicklung gesehen werden. Alle Angaben zur Performance verstehen sich netto, das heißt, inklusive aller Fondskosten ohne eventuell bei den Kunden anfallenden Bank-, Verwaltungs- und Transaktionsgebühren sowie Ausgabeaufschlägen. Die Angaben beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Der Fonds weist aufgrund seiner Zusammensetzung und seiner Anlagepolitik ein nicht auszuschließendes Risiko erhöhter Volatilität auf, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwankender Anteilspreise. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dies keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen darstellt. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der Wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) und der geltenden Verkaufsprospekte getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Vertragsbedingungen enthalten. Die Verkaufsprospekte werden bei der jeweiligen Depotbank und den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsprospekte sind zudem erhältlich im Internet unter: www.tbfsam.com oder auf den Internetseiten der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht zwingend die Meinung einer der in dieser Information genannten Gesellschaften dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hier genannten Gesellschaften übernehmen keine Haftung für die Verwendung dieser Information oder deren Inhalt. Änderungen dieser Information oder deren Inhalt, einschließlich Kopien hiervon, bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis des Herausgebers TBF Global Asset Management GmbH.