



CIO View Market Views

Ausgabe 16. März 2023 | Thematischer CIO View | Dr. Bernd Scherer | LBBW Asset Management

Breaking Bad?

Big Picture – Regulierungsversagen bei Banken und die FED

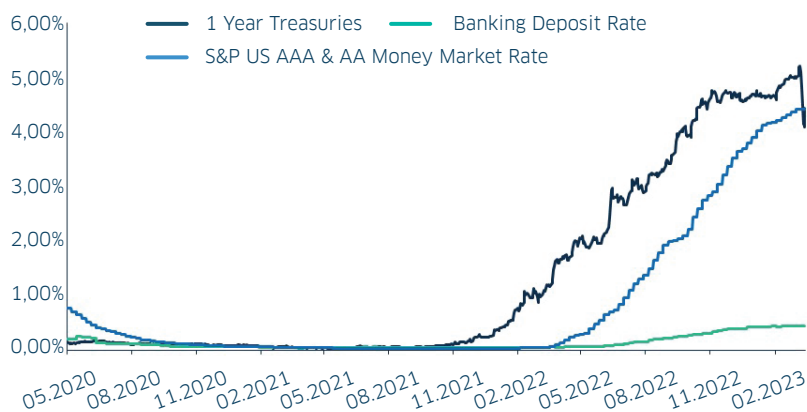
Die aggressiven kumulativen Zinserhöhungen der FED haben die Zinsen steigen und die Zinskurve invertieren lassen. Mit der üblichen verzögerten Wirkung der Geldpolitik setzt dies Banken in den USA an mehreren Stellen unter Druck. Gewinne sinken, weil die Fristentransformation (Aufnahme von Geldern am kurzen Ende und Anlage am langen Ende in Form von Wertpapieren oder Krediten) nicht mehr funktioniert. Gleichzeitig kommt die (Marktwert-) Bilanz von beiden Seiten unter Druck. Der Anstieg der langen Zinsen führt zu Marktwertverlusten auf der Aktivseite, während der Anstieg der kurzen Zinsen die Attraktivität von Bankeinlagen deutlich mindert. Für Anleger mit mehr als 250 Tausend USD Anlagevolumen ist es deutlich attraktiver in kurzlaufende Staatsanleihen oder Geldmarktfonds zu investieren, als eine geringere Einlagenverzinsung bei höherem Totalverlustisiko zu akzeptieren. Abbildung 1 veranschaulicht diesen Zusammenhang sehr schön. Seit Ende 2021 werden Einlagen unattraktiv.



Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz
Dr. Bernd Scherer

Abb. 1: Einlagenzinsen versus US-Staatsanleihen und Geldmarktfonds

S&P US AAA & AA Money Market Rate vs Banking Deposit rate vs 1 Year treasuries



In normalen Zeiten schützen Rechnungslegungsvorschriften (im Bankbuch) davor, die Verluste auf der Aktivseite offenzulegen. Dies geht so lange gut, bis die Offenlegung nicht durch den Abfluss von Einlagen (oder Nichtverlängerung oder kurzfristigen Verbindlichkeiten bzw. ziehen von Kreditlinien) erzwungen wird. Immer dann, wenn Geld fließt, wird aus dem Buchwert ein Marktwert. Die Besorgnis des Marktes ist, dass ein fortgesetzter Run auf Einlagen diesen Prozess beschleunigen wird. Für die großen US-Banken ist dies unwahrscheinlich. Diese besitzen typischerweise ein viel kleineres Verhältnis von Wertpapieren zu Einlagen. Das Problem besteht zwar prinzipiell immer, ist aber graduell deutlich geringer. Das Problem sind die kleineren und vulnerableren Banken (keine Marktmacht auf der Einlagenseite und gering diversifizierte Einlagenbasis). Da in den USA aber regionale Banken für etwa 50% der industriellen Kreditversorgung zuständig sind, kann dies zu einer Kreditklemme führen. Ob dies ein Fehler der FED ist oder Absicht um Inflation durch geringere Wirtschaftsaktivität zu senken, liegt im Auge des Betrachters. Man kann es auch als konsistent mit einer FED induzierten Rezession sehen. Da die FED aber selbst Verursacher des Zinsanstiegs ist, musste sie mit diesen Konsequenzen rechnen und kann sich also nicht auf Ausnahmen in Dodd/Frank für kleinere Institute berufen. Vor allem weil die FED die Durations-Lücke durch die Nullzinspolitik lange selbst provoziert hat. Es war einfach attraktiv in einen von der FED alimentierten carry trade einzusteigen und carry bei Finanzierungskosten zu fast Null aufs Buch zu nehmen. Die Nebenwirkungen dieser Politik sehen wir heute.

Small Picture – Größenwahn im Silicon Valley

Den Katalysator für die Fokussierung des Marktes auf die Wirkungen der Geldpolitik im Bankensektor hat die Silicon Valley Bank (SVB), eine für viele weitgehend unbekannte Bank, geliefert. Die Einlagen der Bank waren auf eine kleine regionale Kundengruppe aus einer einzigen Industrie (Tech) konzentriert. Zusätzlich hat die Bank ihr Exposure erhöht, in dem sie in Venture Capital Runden den bestehenden Eigentümern Kreditfinanzierung angeboten hat (um die Verwässerung zu reduzieren). Allerdings nur wenn das Geld auf den Konten der Bank gehalten wurde. Abgerundet wurde das Paket durch Zinsen, die höher als die der Konkurrenz waren und durch die Finanzierung der Häuser der start-up Besitzer. Um dennoch profitabel zu sein ist die Bank auf der Aktivseite einen hohen Missmatch in den Fristigkeiten eingegangen. Die Konstruktion hat ihr Ende gefunden, als Gerüchte um die, durch Zinsanstieg induzierten Verluste, auf der Anlagenseite die Runde machten. Diejenigen, die so lange von dem Konstrukt profitierten, haben den Gefallen nicht erwidert und ihr Geld sehr schnell abgezogen, bis die Bank abgewickelt werden musste. Viele der Silicon Valley Millionäre und start-up Besitzer hätten einen großen Teil ihres Vermögens verloren, hätte man den Markt gewähren lassen. Gerettet wurden sie von der Politik (genauer der Federal Deposit Insurance Company, FDIC), die rückwirkend alle Einlagen über 250.000 USD besichert hat.

In Zukunft besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass wir noch von der ein oder anderen unbekannten Bank hören werden. Warum? Weil kleine Banken keine Marktmacht haben und höhere Zinsen auf Einlagen geben müssen. In Folge müssen sie dann auch höhere Risiken eingehen.

Clear Picture: Reaktionen in den USA

Ziel von FED und FDIC war es einen Run auf das Bankensystem zu verhindern und aus dem initial idiosynkratischen Fall der SVB kein systemisches Ereignis werden zu lassen. So wurden die Einlagen der Silicon Valley Bank und der Signature Bank von der Einlagensicherung garantiert. Optimisten sehen das als eine implizite Garantie für den Gesamtsektor. Letzteres hätte der Markt gerne gesehen. Es ist aber sehr unwahrscheinlich, dass diese kommen wird, da sie eine Zustimmung des US Kongress erfordert und die Republikaner nicht daran interessiert sein dürften. Wer Moral Hazard als Gefahr für die marktwirtschaftliche Ordnung sieht, kann sich dem wahrscheinlich anschließen. Die FED hat zeitgleich mit dem Bank Term Funding Program (BTFP) eine attraktive Quelle für das Funding von illiquiden, aber solventen Banken geschaffen. Treasuries und MBS mit Staatsgarantie können zu 100% Nominalwert zu marktgerechten Zinsen beliehen werden, auch wenn sie weit unter par notieren. Damit erzwingen Abflüsse bei Einlagen keine Fire-Sales auf der Anlagenseite mehr. So attraktiv BTFP ist, so schwer wird es Banken fallen, daran teilzunehmen. Der Nachteil der Stigmatisierung ist zu groß.

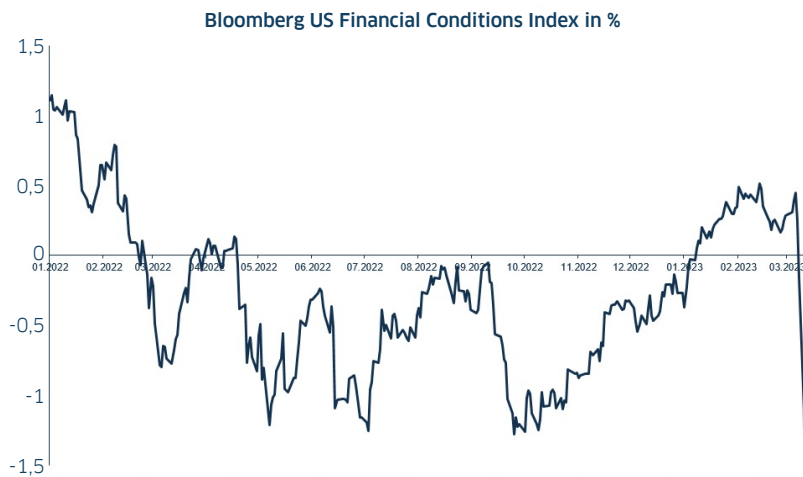
Wie in der Vergangenheit auch wird dieser Markteingriff den Sektor teuer zu stehen kommen. Die FDIC wird die Kosten auf alle Banken umlegen und die Regulierung wird zunehmen. Hinzu kommen zu erwartende Downgrades durch Ratingagenturen und ein verringertes Kreditgeschäft über vorsichtigeren Kreditvergaben.

Blurred Picture – Bis zum nächsten Investmentcommittee

Der Abverkauf an den Aktienmärkten sieht auf den ersten Blick übertrieben aus. Mit dem Anstieg der Risikoaversion hat sich im Wesentlichen der Diskontfaktor erhöht. Geht die Risikoaversion wieder zurück, werden auch die Kurse schnell wieder steigen. Gleiches gilt für den Bankensektor. Vor allem für große Banken mit diversifizierten Geschäftsmodellen und noch mehr in Europa (wo Anleihen bezogen auf Einlagen nur etwa 20% ausmachen). Es wird keine Bankenkrise geben, aber sicher mehr Aufmerksamkeit bezüglich der Marktwerte in Bank und Handelsbuch, der Einlagenentwicklung und dem Verhältnis von Anleihen auf der Aktivseite zu Einlagen auf der Passivseite. Sollte sich wider Erwarten die Situation der Banken verschlechtern, so wird das BTFP Liquidität schaffen und Aktien, wie Anleihenmärkte, stützen. Die regulatorische Aufmerksamkeit ist hoch und Banken sind besser kapitalisiert als 2008. Belastend in Europa ist allenfalls die Unsicherheit über die ökonomische Position von Credit-Suisse. Aber auch hier hatten Regulator und Bank lange Zeit sich mit den Themen auseinanderzusetzen und nach Lösungen zu suchen.

Die Zentralbanken werden sich nicht von weiteren Zinsschritterwartungen (25bps in USA und 25bps-50bps in Europa) abbringen lassen. Alles andere würde sich nach Panik anfühlen. Danach würde ich mit einer Pause rechnen, um die Wirkung der kumulierten Geldpolitik zu beobachten. An dem langfristig negativen Trend für Anleihen wird sich voraussichtlich nichts ändern. Restriktivere Kreditbedingungen entsprechen wahrscheinlich zwischen 50bps und 100bps Zinsanstieg. Bankstress hat zu restriktiven Finanzbedingungen geführt, wie Abbildung 2 zeigt.

Abb. 2: Bloomberg US Financial Conditions Index (1. Jan 2022 – 15. März 2023)



Damit sollten sich auch Credit-Spreads leicht ausweiten. Wie weit, hängt von der Bedeutung kleinerer Banken für die US-Volkswirtschaft ab und wie stark restriktivere Finanzierungsbedingungen auf den Nichtfinanzsektor übergreifen.

Der USD könnte wieder schwächer gehen. Vor allem wenn sich die Bankenkrise fortsetzt und neues USD Funding zu einem Überangebot an USD führt.

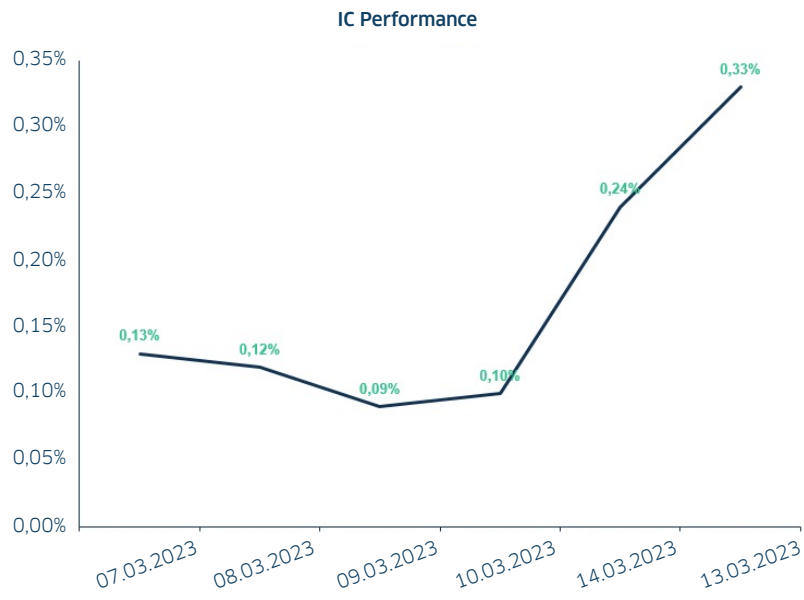
Tail-Risiken sehe ich im Bereich der Schattenbanken und von Finanzierungsmodellen mit variablen kurzfristigen Zinsen (FRN). Bei Immobilienentwicklung und Private-Debt Fonds ist besondere Sorgfalt angebracht.

Positionierung im Modellportfolio der LBBW AM

Wie hat sich unser TAA-Modellportfolio seit Ausbruch der US-Bankenkrise entwickelt? Tatsächlich hat sich unser Portfolio als sehr robust erwiesen und von der enormen Volatilität profitiert. Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der aktiven YTD Performance über die letzte Woche. Diese ist um 0.2% gestiegen (für ein angestrebtes aktives Risiko von 1% pro Jahr, also 0.13% pro Woche).

Im Gegensatz zum Konsensus waren Aktien im Schnitt untergewichtet (+0.13% Beitrag). Unser Untergewicht in europäische Staatsanleihen hat uns durch die Flucht in sichere Staatsanleihen (3.67% Performance in einer Woche!) nicht geholfen (-0.23% Beitrag). Wir hatten diese Position aber durch ein Übergewicht in Gold (+0.32% Beitrag) gehedgt. Weitere positive Beiträge lieferten das Untergewicht in High Yield und das Übergewicht in Investment Grade Anleihen. Bei letzteren wurde die Spreadausweitung von der Zinssenkung überkompensiert.

Abb. 3: Entwicklung des TAA Portfolios in der Bankenkrise.



Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen. Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Impressum

Herausgeber:

Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)

Redaktion:

LBBW Asset Management
Investmentgesellschaft mbH
Dr. Bernd Scherer
Qingzi Guo

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**thematischer_cio_view@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

16.03.2023