

Vertrauenskrise im Bankensektor

Was ist passiert?

Die Finanzmärkte durchleben, insbesondere auch aus Schweizer Sicht, historische Momente. In den vergangenen Tagen wurde der Bankensektor bereits im Zusammenhang mit der Solvenz gewisser US-Finanzinstitute (Silicon Valley Bank, First Republic Bank) belastet. Nun in geschichtsträchtiger Form durch die Credit Suisse, welche bereits seit einigen Monaten unter beträchtlichen Mittelabflüssen gelitten hat und im Zusammenhang mit dieser Vertrauenskrise erneut von substanziellen Mittelrückzügen getroffen wurde. Zwar wurden letzte Woche seitens der Schweizerischen Nationalbank hohe Liquiditätsspritzen zur Verfügung gestellt, doch diese konnten nicht genügend zum Stopp der Abflüsse beitragen. Die nun getroffene Situation der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS zeigt in diesem Ereignis, dass nicht das Eigenkapital, sondern die mangelnde Liquidität den Bundesrat zum Notrecht hat greifen lassen. Zusammen mit der Schweizerischen Nationalbank und der Finma resultierte schlussendlich ein Umtauschergebnis von 22.4 CS-Aktien pro UBS-Aktie. Zudem ist bekannt geworden, dass Investoren von bestimmten eigenkapitalähnlichen Obligationen, sogenannte Additional-Tier-1-Anleihen (AT-1), ihren Einsatz vollständig verlieren. Die Papiere im Nominalwert von CHF 16 Mia. werden auf Null abgeschrieben.

Die Fragilität der aktuellen Situation zeigt sich ausserdem, in dem die Bank of Canada, die Bank of England, die Bank of Japan, die Europäische Zentralbank, die Federal Reserve und die Schweizerische Nationalbank eine koordinierte Aktion zur Stärkung der Liquiditätsversorgung via USD-Swapabkommen angekündigt haben. Diese Aktion soll dazu beitragen, dass sowohl das Vertrauen in die Zentralbanken als auch in die Geschäftsbanken wieder aufgebaut werden kann.

Wie reagieren die Finanzmärkte?

Zum Start in die Börsenwoche zeigen sich die Finanzmärkte nach wie vor beunruhigt. Die meisten Aktienindizes bewegen sich in Europa knapp gehalten im Vergleich zum Wochenschluss - die Bankaktien sind jedoch etwas stärker unter Druck. So verliert der Euro Stoxx Banks Index knapp 2%, nachdem er in der Vorwoche bereits über 13% verloren hatte. Nicht überraschend hat sich die Zinsvolatilität substanziell nach oben bewegt. Die 10-jährigen Eidgenossen notieren noch bei einer Verfallrendite von 0.71%, was einer Halbierung im Vergleich zum Stand von Anfang März entspricht. Im Zuge der Risikoaversion hat sich das Gold über die Marke von USD 2'000 pro Unze bewegt, während die Rohstoffpreise im Zusammenhang mit den steigenden Sorgen einer konjunkturell härteren Landung deutlich unter Druck geraten sind. So notiert beispielsweise der Ölpreis mit USD 70 pro Barrel (Brent) fast 20% unter dem Stand zu Jahresbeginn.

Zentralbanken auf Gratwanderung zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzmarktstabilität

Im Zuge dieser heftigen Turbulenzen haben sich die Markterwartungen der anstehenden Zinsschritte der Notenbanken substanziell zurückgebildet. Ob es fundamental gerechtfertigt ist, dass sich die Leitzinserwartungen in einem Umfeld von hartnäckiger Kerninflation so stark zurückbilden, darf sicherlich in Frage gestellt werden. Vermutlich ist viel Marktspekulation reflektiert und das Bild dürfte sich mittelfristig wieder stärker an den Fundamentaldaten ausrichten. So notiert in den USA die Kerninflation nach wie vor über 5%, in Europa werden die stark steigenden Löhne dafür sprechen, dass die Kernteuerung 2024 nur wenig sinken und hartnäckig hoch bleiben dürfte. Die Kerninflation notiert in der Schweiz mit 2.4% ebenfalls deutlich über der Zielmarke der Preisstabilität von weniger als 2%. Am 23. März wird die SNB ihre geldpolitische Lagebeurteilung abhalten. Aus dieser Perspektive kann ebenfalls geschlossen werden, dass die Währungshüter die Situation um die Credit Suisse im Vorfeld geklärt haben wollten, damit ein höherer Leitzins nicht als Brandbeschleuniger beurteilt werden kann. Aus unserer Sicht werden sich die Leitzinsen mit der hartnäckigen Teuerung weiterhin nach oben bewegen, mit grosser Wahrscheinlichkeit jedoch nicht mehr in dem ursprünglich erwarteten Tempo. So ist bei der US-Notenbank Fed für ihren geldpolitischen Entscheid vom Mittwoch noch ein Zinsschritt von 0.25% reflektiert und der Leitzinshöhepunkt hat sich von über 5.50% auf unter 5.00% zurückbewegt. Bei der Europäischen Zentralbank sind es anstelle von 4.00% noch knapp 3.50%. Die EZB hat bei ihrem Zinsschritt von 0.50% auf 3.00% von letzter Woche sehr deutlich auf den geldpolitischen Spagat hingewiesen, dass für die weiteren Schritte sowohl die «Preisstabilität» als auch die «Finanzstabilität» berücksichtigt werden. Bei der SNB zeigen die Leitzinsen ebenfalls nach oben und die Markterwartungen errechnen einen Leitzins von 1.75% per September. Um es nochmals zu betonen: Diese Erwartungswerte werden aktuell von hoher Volatilität und Spekulation begleitet. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Zentralbanken weiterhin mit aller Macht versuchen werden, beiden beschriebenen Herausforderungen mit separaten Massnahmen anzugehen - also die Preisstabilität durch Leitzinserhöhungen und die Finanzstabilität durch Bereitstellung von Liquidität.

Vertrauen unter den Banken angeschlagen

Obschon die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS im Interbankenmarkt vertrauensbildend sein sollte, zeigt sich zum heutigen Zeitpunkt, dass nach wie vor Skepsis unter den Banken zu beobachten ist. Ein Blick auf die sogenannten CDS-Prämien (Credit Default Swaps, ein Instrument zur Absicherung eines Zahlungsausfalls bei einem Kreditnehmer) zeigt, dass diese weiter ansteigen und zumindest zum heutigen Zeitpunkt noch kein Hinweis auf eine Beruhigung zu erkennen ist. In diesem Zusammenhang fällt auch die starke Nachfrage der US-Banken nach Fed-Krediten auf. Bemerkenswert ist vor allem der Anstieg der Diskontkredite auf über USD 150 Mia. Gesunde Institute versuchen nach Möglichkeit, die Aufnahme von Diskontkrediten zu vermeiden, denn folglich werden Banken, die einen Diskontkredit nutzen, verdächtigt, in Schwierigkeiten zu sein. Immerhin: Die US-Geschäftsbanken sind bestrebt, möglichst viel Beruhigung zu vermitteln: So vermeldeten Finanzministerium, Fed und Einlagesicherung in einem gemeinsamen Statement letzter Woche, dass elf Banken USD 30 Mia. in die First Republic Bank einzahlen werden, um die «Widerstandsfähigkeit des Bankensystems» zu unterstreichen.

Wie sind wir mit unseren Valiant Fonds von Credit Suisse betroffen?

Unsere Schweizer Kernanlage für Aktien Schweiz «Valiant SPI Index Plus» hielt per letztem Freitag eine Position von nur noch 0.08% an der Credit Suisse und damit ein signifikant geringeres Engagement als die Benchmark «Swiss Performance Index» mit 0.46%. Die beiden weiteren Schweizer Aktienfonds von Valiant «Valiant Swiss Equities Dividend» und «Valiant Swiss Equities Small- & Mid Caps» hielten keine Positionen der Credit Suisse. Unsere beiden Obligationenfonds in Schweizerfranken «Valiant Swiss Franc Corporate Bond» und «Valiant Swiss Franc High Grade Bond» haben zu keiner Zeit AT1-Anleihen der Credit Suisse gehalten, welche gemäss der Finma-Resolution für wertlos erklärt wurden.

Wie positionieren wir uns anlagepolitisch?

Wir setzen seit Beginn des Jahres einen klaren Fokus auf Qualität, um dem herausfordernden Umfeld Rechnung zu tragen. So halten wir ein leichtes Übergewicht im Schweizer Aktienmarkt, der sich dank seiner Ausrichtung auf defensive Branchen sowie überdurchschnittlich attraktiven Renditen historisch insbesondere in Krisenzeiten robuster reagiert als der Gesamtmarkt. In den restlichen Regionen halten wir eine neutrale Quote. Dem Hauptaugenmerk auf Qualität bleiben wir auch bei den Obligationen treu, indem wir ein Übergewicht in Unternehmensanleihen mit solider Bonität (Investment Grade) und kurzen bis mittelfristigen Laufzeiten halten, um von den attraktiven Renditen bei gleichzeitig überschaubaren Zins- und Kreditrisiken profitieren zu können.

Ein weiterer Pfeiler unserer bewährten Anlagephilosophie stellt die breite Diversifikation dar, um insbesondere auch in schwankungsanfälligen Zeiten von der Heterogenität der verschiedenen Anlageklassen profitieren zu können. So setzen wir neben den traditionellen Anlageklassen wie Aktien und Obligationen unter anderem auch auf Immobilienfonds aus der Schweiz, Wandelanleihen, Mikrofinanzanleihen sowie auf das Gold.

Der dritte Pfeiler bildet unser Fokus auf die Langfristigkeit. In Zeiten von grosser Unsicherheit investieren wir nahe der strategischen Positionierung und betreiben konsequentes Risikomanagement. Die Vergangenheit zeigte immer wieder, dass das sogenannte Market Timing, also der Versuch, zum richtigen Zeitpunkt aus- und dann wieder günstig einzusteigen, selten eine erfolgreiche Strategie darstellt. Zu oft führt der Ansatz zu einer beträchtlichen Minderperformance und erheblichen Risiken. Der langfristige Anlageerfolg ist das Resultat einer risikogerechten Anlagestrategie, die im Einklang mit dem Risikoprofil steht, eine breite Diversifikation und der Fokus auf die Langfristigkeit.

Mit besten Grüssen

Renato Flückiger, CFA

Chefökonom / Leiter Investment
Valiant Bank AG