



Turbulenzen bei US-Banken – häufig gestellte Fragen und Auswirkungen für die Kapitalanlage

14 März 2023, 09:17 am CET, geschrieben von UBS Editorial Team

Der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank erschüttert die globalen Finanzmärkte. Da die Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen dadurch steigt, sollten sich Anlegerinnen und Anleger Zinssätze bei Geldmarkttiteln und erstklassigen Anleihen sichern. Bei Aktien raten wir zur Diversifikation über US-Aktien und US-Finanzwerte hinaus zugunsten von Schwellenländer-, Basiskonsumgüter- und Energietiteln.

Was ist bisher geschehen?

Silicon Valley Bank, eine mittelgrosse Bank mit einer bedeutenden Präsenz im Silicon Valley, kündigte an, dass sie gezwungen sei, ein grosses Portfolio von US-Treasuries mit bedeutenden Verlusten zu verkaufen, allem Anschein nach, um damit den Abzug von Einlagen zu decken. Der Druck auf den Technologiesektor führte dazu, dass die Kunden der Bank ihre Einlagen reduzierten. Die höheren Renditen von US-Anleihen trugen unterdessen zu Marktwertverlusten in ihren Wertpapierportfolios bei.

Die am Wochenende angestrebten Bemühungen, einen Käufer für SVB zu finden, blieben erfolglos. Am Sonntagabend erklärten das US-Finanzministerium, der Einlagensicherungsfonds FDIC und die US-Notenbank, sie würden die Garantie für alle Einlagen bei der Bank übernehmen und in dieser Woche den vollen Zugriff auf sämtliche Gelder sicherstellen. Ausserdem kündigten sie an, sie würden die Kontrolle über die ähnlich angeschlagene Signature Bank in New York übernehmen und die Einlagen bei dieser Bank ebenfalls in vollem Umfang garantieren.

Um eine grössere Ausweitung der Krise zu verhindern, gab die Fed die Einrichtung eines neuen Programms zur Bankenfinanzierung bekannt, das Bank Term Funding Program (BTFP). Es bietet Banken die Möglichkeit, gegen die Hinterlegung von Treasuries und anderen Sicherheiten Kredite mit Laufzeiten von bis zu einem Jahr aufzunehmen. Wichtig ist dabei, dass die Sicherheiten zum Nennwert akzeptiert werden (statt zu Marktpreisen). Damit können Banken den Abzug von Einlagen abdecken und sind nicht gezwungen, Wertpapierportfolios sofort mit Verlust zu verkaufen.

Könnte dies auch anderen US-Banken passieren?

Einige Aspekte der Situation, in der sich die Silicon Valley Bank befand, sind einzigartig. Sie wies unter allen US-Banken das höchste Verhältnis von Wertpapieren zur Bilanzsumme auf. Ein weit überdurchschnittlicher Teil ihrer Einleger bestand aus Firmenkunden aus dem Technologiesektor. Und ihr nicht versicherter Einlagenmix war einer der höchsten in der Branche. Damit war sie besonders anfällig für einen Abzug der Einlagen und für Marktwertverluste beim Versuch, diesen Kapitalabzug zu decken.

Bis zu einem gewissen Grad treffen die fundamentalen Probleme, mit denen die Silicon Valley Bank konfrontiert war, aber auch auf andere Banken zu. Die meisten Banken investieren Kundeneinlagen in Hypotheken, Staatsanleihen und Darlehen, die in der Bilanz gehalten werden. Im letzten Jahr sind die fairen Marktwerte von Hypotheken und Staatsanleihen infolge der höheren Zinssätze gefallen.

Das ist nicht zwangsläufig ein Problem: Die Portfolios von Banken bestehen aus qualitativ hochwertigen Wertpapieren, die sehr wahrscheinlich vollumfänglich zurückgezahlt werden – sofern sie bis zur Fälligkeit gehalten werden. Wenn Banken jedoch gezwungen sind, Vermögenswerte vor der Fälligkeit zu verkaufen, besteht die Gefahr von Verlusten, wie bei der Silicon Valley Bank zu beobachten war. Wie seit Langem bekannt ist, sind Banken grundsätzlich auch anfällig für eine Panik der Einleger, wie bei der Signature Bank am Wochenende zu beobachten war.

Das Bank Term Funding Program der Fed stellt den Banken die nötigen Finanzmittel zur Verfügung, um den Abzug von Einlagen zu decken, ohne sofort Wertpapiere verkaufen zu müssen. Da die Mittel aber nur für ein Jahr bereitgestellt werden, sind die Banken immer noch mit möglichen Durationsabweichungen zwischen ihren Wertpapieren und ihren Verbindlichkeiten konfrontiert. Das Programm der Fed ist also kein Ersatz für eine robuste Einlegerbasis. Die Fazilität verschafft den Banken jedoch mehr Zeit, zusätzliches Kapital aufzutreiben, um Anforderungen von Einlegern abzudecken. Es ist auch möglich, dass die Fazilität notfalls verlängert wird, um sicherzustellen, dass die Banken über ausreichende Liquidität verfügen.

Viele kleinere Banken könnten jedoch künftig gezwungen sein, ihre Einlagenzinsen weiter anzuheben, um das Risiko eines Einlagenabzugs zu verringern. Wie die Kursbewegungen am Aktienmarkt am Montag zeigten, ist dies der Rentabilität der Banken nicht zuträglich. Banken mit höheren Kapitalquoten, geringeren Wertpapierbeständen im Verhältnis zur Bilanzsumme, starken Marken und diversifizierten Finanzierungsquellen sollten jedoch besser in der Lage sein, der aktuellen Marktdynamik standzuhalten.

Im Hinblick auf die Zahlungsfähigkeit ist auch zu beachten, dass die potenziellen Marktwertverluste erheblich geringer sind als die Kapitalbasis der US-Banken. Schätzungen des FDIC zufolge sind unrealisierte Verluste von USD 620 Mrd. derzeit im Bankensystem vorhanden. Selbst wenn wir annehmen, dass sie tatsächlich vollständig realisiert werden, wären die Auswirkungen auf die Kapitalquoten im US-Bankwesen verkraftbar. Die Silicon Valley Bank war buchstäblich die einzige US-Bank, deren Eigenkapital nahezu negativ war, wenn man die Marktwertverluste aus Wertpapieren einbezog. Zudem ist es dank der Liquiditätsfazilität der Fed kaum mehr nötig, dass die Banken die Verluste im Wertpapierportfolio bilanzwirksam erfassen. Durch den Rückgang der Anleihenrenditen in den letzten Tagen wird sich der Umfang der unrealisierten Verluste überdies verringern.

Wie sieht es in anderen Regionen aus?

Wie in den USA halten auch europäische Banken infolge der gestiegenen Anleihenrenditen Wertpapierportfolios mit unrealisierten Verlusten. Ihre Exponierung gegenüber Marktwertverlusten scheint jedoch geringer zu sein. In Europa schreiben die regulatorischen Kapitalanforderungen regelmässige Marktwertberichtigungen für Wertpapiere vor, die in der Bilanz als «zur Veräusserung verfügbar» geführt werden. Goldman Sachs schätzt die unrealisierten Verluste bei Wertpapieren, die bis zur Fälligkeit gehalten werden sollen, im Durchschnitt auf EUR 1 Mrd. Dies entspricht einer geschätzten Minderung der durchschnittlichen harten Kernkapitalquote (CET1) in Europa um rund 30 Bp. in diesem Jahr.

Selbst dies kommt erst zum Tragen, wenn die Banken gezwungen wären, vor der Fälligkeit zu verkaufen. In dieser Hinsicht lautet die gute Nachricht, dass europäische Banken in der Regel ein vielseitigeres Einlagengeschäft haben als einige der stärker auf den Technologiesektor konzentrierten US-Banken.

Welche Auswirkungen ergeben sich daraus für die Wirtschaft?

Banken sind ein wichtiges Medium zur Übertragung der Zinspolitik der Zentralbanken auf die breitere Wirtschaft. Trotz der signifikanten *Straffung* der Leitzinsen in den USA wurden die Finanzierungsbedingungen in den letzten Monaten *gелockert*, da die Kurse von Risikoanlagen stiegen, während die Treasury-Renditen gegenüber ihren Höchstwerten vom letzten Herbst zurückgegangen sind. Dies erklärt zum Teil, warum sich die US-Wirtschaft trotz der höheren Zinssätze der Fed so gut halten konnte.

Die Ereignisse der letzten Tage könnten eine Umkehr dieser Dynamik auslösen. Das grössere Gegenparteirisiko erhöhte den Stress an den Märkten für Übernachtskredite unter Banken. Andererseits könnten die Banken ihre Kreditvergabestandards verschärfen und weniger bereit sein, neue Kredite zu gewähren, um ihre Liquidität und Rentabilität zu erhalten, da sie gezwungen sind, die Zinsen anzuheben, um das Risiko eines Einlagenabzugs zu verringern. Dies würde in restriktiveren Finanzierungsbedingungen resultieren, was wiederum das Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen belasten dürfte. Konsumenten würden sich nämlich dann unter dem Strich dafür entscheiden, ihr Geld lieber zu sparen, statt es auszugeben, und Unternehmen würden aufgrund der höheren Finanzierungskosten beschliessen, Investitionschancen ungenutzt zu lassen.

Möglicherweise reicht selbst eine Änderung der Geldpolitik der Fed nicht aus, um dieses potenzielle Risiko zu vermeiden. Der Rückgang der Rendite für 2-jährige US-Treasuries um über 100 Bp. in weniger als einer Woche zeigt, dass die Anleger mit einer erheblich lockereren Geldpolitik der Fed rechnen als bisher. Die Zinsfutures eskomptieren derzeit einen Leitzinshöhepunkt bei 4,77% (deutlich unter der Erwartung von 5,69% vom letzten Mittwoch) und nehmen den Beginn der Zinssenkungen der Fed bereits ab August vorweg. Für die folgenden zwölf Monate sind Zinssenkungen um rund 125 Bp. eskomptiert. Im Hinblick auf die wirtschaftlichen Auswirkungen ist jedoch zu bedenken, dass eine expansivere Geldpolitik der Fed nicht zwangsläufig bedeutet, dass die Finanzierungsbedingungen für die breitere Wirtschaft günstiger werden.

Was bedeutet es für die Inflation, wenn die Fed eine Pause einlegt?

Der Fed dürfte es schwerfallen, die Zinsen anzuheben, nachdem sie kurz zuvor ausserordentliche Massnahmen zur Stützung des Finanzsystems ergriffen hat – vor allem, nachdem die Probleme grossteils durch die höheren Zinsen verursacht wurden. Ein Aufschub der Zinserhöhungen für einige Wochen würde keine wesentlichen Auswirkungen auf die Inflationsaussichten haben. Daher könnte die Fed beschliessen, bei der Sitzung in der nächsten Woche eine Pause einzulegen, um sich mehr Zeit zur Eindämmung der finanziellen Stabilitätsrisiken zu einzuräumen. Zugleich könnte sie das «Dot Plot» nutzen, um zu signalisieren, dass sie nach wie vor entschlossen ist, die Inflation zu bekämpfen.

Auf längere Sicht wird viel von den Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungsbedingungen der Banken für die Wirtschaft abhängen. Wenn die US-Wirtschaft dadurch in eine Rezession abrutscht, ist die Fed möglicherweise gezwungen, die Zinssätze bald zu lockern. Andererseits dürfte die Inflation ebenfalls weniger problematisch sein, wenn sich die Konsumentennachfrage abschwächt. Sollte das Wachstum relativ robust bleiben, müsste die Fed die Zinssätze möglicherweise weiter anheben, um die Inflation zu bekämpfen, während sie Probleme mit der finanziellen Stabilität im Auge behält und angeht, sobald sie auftreten.

Welche Auswirkungen ergeben sich für Anleger?

Aktien: Ausserhalb der USA diversifizieren

Wir beurteilen die Aussichten für US-Aktien während des restlichen Jahres 2023 vorsichtig. Niedrigere Anleihenrenditen und eine potenziell expansivere Geldpolitik der Fed könnten den Aktienmärkten zwar eine gewisse Erleichterung verschaffen. Doch die hohen Bewertungen, die sinkenden Gewinnschätzungen, die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer Rezession und die Gefahr weiterer unvorhergesehener Folgen der geldpolitischen Straffung verringern die Attraktivität von Anlagen an diesem Markt.

Im Gegensatz dazu erkennen wir Chancen an Aktienmärkten, die von der Wiedereröffnung in China profitieren. Dazu zählen Schwellenländeraktien, chinesische Aktien und deutsche Aktien. Die Wirtschaftsentwicklung Chinas dürfte sich in diesem Jahr robuster erweisen als in anderen Regionen. Auf Basis des Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV) ist der MSCI Emerging Markets Index mit einem Abschlag von 43% gegenüber den Industrieländern bewertet (in zwölf Monaten erwartetes KBV von 1,5x gegenüber 2,4x für den MSCI World). Solch ein Niveau stand in der Vergangenheit auf mittlere Sicht im Einklang mit positiven relativen Renditen.

Auf der Sektorebene beurteilen wir US-Finanzwerte mit «Least Preferred». Gründe dafür sind viele der genannten Probleme sowie die schwache Aktivität an den Kapitalmärkten – und nun wahrscheinlich auch eine schärfere regulatorische

Überwachung. Anlegern mit einer Gewichtung in globalen Finanzwerten über dem Benchmarkniveau (15% im MSCI All Country World Index) raten wir zur Überprüfung ihres Engagements. Innerhalb des Sektors bevorzugen wir ausgewählte Universalbanken, die in den letzten Tagen gefallen sind, aber nach wie vor über gute Kapitaldecken verfügen und ausreichend Liquidität halten, um die Anforderungen ihrer Kunden zu erfüllen, ohne Verluste in Wertpapierportfolios realisieren zu müssen. Abgesehen davon bevorzugen wir den globalen Energiesektor, Basiskonsumgüterwerte und Industrietitel.

Cash: Liquidität steuern, wenn sich die Zinserwartungen ändern

Für viele Anleger wurde es durch die höheren Zentralbankzinsen attraktiver, in der Erwartung weiterer Zinserhöhungen Cash zu halten. Die Ereignisse der letzten Tage zeigen jedoch, wie schnell sich künftige Zinserwartungen verändern können.

Im Portfoliokontext empfehlen wir Anlegern generell, nicht mehr als den Wert der erwarteten Netto-Portfolioentnahmen in den nächsten drei bis fünf Jahren in einer Liquiditätsstrategie* zu halten. Die beste Strategie zur Verwaltung der Liquidität von Anlegern besteht unseres Erachtens darin, sich die Zinsen von qualitativ höherwertigen Geldmarkttiteln und festverzinslichen Instrumenten zu sichern, die mit dem Zeithorizont der erwarteten Portfolioentnahmen übereinstimmen.

Mit einem solchen Ansatz können Anleger sicherstellen, dass sie genügend Mittel haben, um Portfolioentnahmen abzudecken. Gleichzeitig sorgen sie dafür, dass sie zu einem Zeitpunkt, an dem die Zinssätze den Höhepunkt erreichen und wieder fallen könnten, auch nicht zu viel Cash halten.

Anleihen: Nach hochwertigen Ertragschancen suchen

Wir bevorzugen allgemein das höherwertige Segment des Anleihenmarktes. Dies gilt insbesondere für erstklassige und Investment-Grade-Anleihen. Bei Schwellenländeranleihen erkennen wir jedoch ebenfalls Chancen.

Unternehmensanleihen wählen wir sehr sorgfältig aus und tendieren zu defensiven Werten. Die von uns bevorzugten defensiven Anleihenthemen haben dank des markanten Rückgangs der Zinssätze kräftig zugelegt und risikoreiche Anleihen übertroffen, bei denen die Ausweitung der Kreditrisikoprämien den vorteilhaften Effekt der Zinsentwicklung minderte.

Anleger müssen jedoch selektiv und aktiv vorgehen. Durch die steilen Zinserhöhungen der Zentralbanken besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass plötzlich wirtschaftliche Probleme auftreten. Einzelne schwächere Unternehmen laufen in diesem Fall Gefahr, in Schwierigkeiten zu geraten. Die Veränderungen der relativen Kurse von Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten, wenn die Märkte den künftigen Zinskurs der Fed vorwegnehmen, sprechen darüber hinaus für einen aktiveren Ansatz.

Bankanleihen

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die sechs grossen US-Banken, die als weltweit systemrelevante Banken gelten (Global Systemically Important Banks, kurz GSIBs) weiterhin gute Kreditprofile aufweisen, auch wenn diese Vertrauenskrise bestimmten Regionalbanken in den USA zu schaffen macht. Die GSIBs in den USA haben ein breit diversifiziertes Geschäft. Sie erzielen Wachstum in gebührenbasierten Bereichen, verfügen über ein gutes Einlagengeschäft mit einem geringeren durchschnittlichen Umfang und weisen einen niedrigeren Anteil nicht versicherter Einlagen auf. Die GSIBs unterliegen strengen regulatorischen Liquiditätsanforderungen. Unter anderem müssen sie eine Mindestliquiditätsquote erfüllen, die sie verpflichtet, ausreichend liquide Mittel zu halten, um den Abzug von Einlagen während eines 30-tägigen Stressszenarios zu verkraften. Ausserdem weisen wir darauf hin, dass Marktwertverluste in den Wertpapierportfolios von US-GSIBs in ihr regulatorisches Kapital einfließen. Das heisst, dass die Marktwertverluste von Wertpapieren in ihren robusten harten Kernkapitalquoten (CET1) berücksichtigt sind.

Systemrelevante europäische Banken wiesen während des gesamten letzten Jahres solide Fundamentaldaten auf. Sie verfügen über solide Kapitaldecken, eine hohe Aktivaqualität, reichlich liquide Mittel und eine verbesserte Rentabilität, da die steigenden Zinssätze zu höheren Nettozinserträgen führten. Trotzdem dürften die potenziell negativen Auswirkungen einer restriktiveren Geldpolitik der Zentralbanken Druck auf die Fundamentaldaten von Banken ausüben. Bisher ist noch keine Verschlechterung der Aktivaqualität eingetreten. Wir erwarten jedoch, dass sich der Trend der verbesserten Kreditperformance ab 2023 umkehrt, weil die Ausfälle bei Unternehmen und Privathaushalten zunehmen. Dennoch rechnen wir nicht mit schwerwiegenden Folgen. In den meisten Ländern dürfte die Verschlechterung aufgrund von strengerem Kreditvergabestandards verkraftbar sein.

Private Kredite

Die Transaktionsaktivität im Zusammenhang mit Wagniskapital-Krediten befand sich in den letzten zehn Jahren im Aufwärtstrend. Im Jahr 2022 ist die Nachfrage erheblich gestiegen, da Start-up-Unternehmen, die zögerten,

Kapitalerhöhungen durchzuführen oder dies nicht konnten, ohne ihre Bewertungen zu untergraben, Kreditfazilitäten nutzen. Relativ zum Gesamtumfang der Mittelbeschaffung im Private-Debt-Bereich machen Wagniskapital-Kredite jedoch weniger als 5% der Fonds und nur rund 1% des Werts der gesamten Kapitalbeschaffung aus.

Allgemein sehen wir Private Debt nach wie vor als wichtige Finanzierungsquelle für Unternehmen an, da sich die Banken zurückziehen und sich auf strengere Kontrollen einstellen. Eine restriktivere Kreditvergabe könnte einige traditionelle Kreditbanken zwar belasten. Doch private Kreditfonds sind bereit, von der Chance zu profitieren. Nach rekordhohen Kapitalbeschaffungsrunden in den letzten Jahren verfügen private Kreditgeber über reichlich liquide Mittel und befinden sich in einer guten Position, dieses Kapital einzusetzen. Private Debt nimmt zumeist die Form von Direktkrediten an mittelständische Unternehmen mit einem Private-Equity-Sponsor an. Diese Kredite sind in der Regel variabel verzinslich. Das bedeutet, dass Zinserhöhungen an die Kreditnehmer weitergereicht werden. Privatkredite reagieren nicht so schnell auf eine Ausweitung der Risikoprämien wie die öffentlichen Märkte.

Unseres Erachtens bietet Private Debt Anlegern nach wie vor eine attraktive Möglichkeit zur Diversifikation gegenüber traditionellen Anleihen. Wenn sich bestehende Anleger jedoch Sorgen über die Liquidität machen, könnten die Rückgaben bei offenen Privatkreditfonds zunehmen. Dies könnte Rücknahmebeschränkungen auslösen und die Kapazität für Entnahmen begrenzen. Aufgrund des illiquiden Charakters von Privatmarktanlagen sollten sich die Anleger der Liquiditätsrisiken und Herausforderungen von Privatkreditanlagen bewusst sein.

Währungen

Der US-Dollar hat aufgrund der niedrigeren Fed-Zinserwartungen nach den jüngsten Ereignissen nachgegeben. Kurzfristig könnte der US-Dollar dank seines Status als Zufluchtswährung relativ hoch bewertet bleiben. Auf längere Sicht rechnen wir jedoch nach wie vor mit einer Abschwächung des US-Dollar gegenüber den meisten anderen G10-Währungen. Daher könnten die Anleger unseres Erachtens Phasen mit einem starken Dollar zur Reduzierung der Allokation in der Währung nutzen.

Anleger, die sich Sorgen über das Risiko einer Finanzkrise machen, könnten eine Diversifikation in traditionellen Zufluchtsanlagen wie dem Schweizer Franken und Gold in Betracht ziehen. Für Anleger mit einer grösseren Risikobereitschaft könnte die Möglichkeit, dass die Fed ihre Geldpolitik weniger aggressiv strafft als die Europäische Zentralbank, dem Euro zugutekommen. Und Anlegern, die der Ansicht sind, dass sich die vom Binnenkonsum angetriebene Erholung in China trotz der Ereignisse im US-Bankensystem fortsetzen kann, empfehlen wir den australischen Dollar, den wir mit «Most Preferred» einstufen.

[Lesen Sie die Wachsam hier.](#)

*«Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.» Die Zeiträume können variieren. Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Eignung. Es wird keinerlei Versprechen oder Garantie abgegeben, dass mithilfe dieses Ansatzes ein Vermögen oder ein bestimmtes Finanzergebnis erzielt wird oder werden kann.

Important information: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/our-approach/marketnews/disclaimer.html>

The product documentation, i.e. the prospectus and/or the key information document (KID), if any, may be available upon request at UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurich/Switzerland. Before investing in a product please read the latest prospectus and key information document (KID) carefully and thoroughly. Version B/2020. CIO82652744
© 2022 UBS Switzerland AG. The key symbol and UBS are among the registered and unregistered trademarks of UBS. All rights reserved.