

Das (erste?) prominente Opfer des Zinserhöhungszyklus 2022

Wird sich der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank auch auf andere Märkte auswirken?

IN KÜRZE

- Der Kampf der globalen Zentralbanken gegen die Inflation durch den scharfen Zinserhöhungszyklus hat seine ersten prominenten Opfer gefordert.
- Durch entschlossenes Handeln haben die US-Behörden wahrscheinlich eine systemische Krise vorerst vermieden.
- Dennoch scheint an den Märkten vorerst Wachsamkeit geboten.

Warum die SVB in Konkurs ging

Vor einer Woche sah es so aus, als ob der US-Arbeitsmarktbericht und vielleicht auch die Auftritte des Präsidenten der US-Notenbank (Fed), Jay Powell, die dominierenden Themen der Woche sein würden. Doch es kam anders. Die Schwierigkeiten der "Silicon Valley Bank" SVB ließen die Anleger in vermeintlich sichere Anlagen flüchten, was zu Renditerückgängen bei den Staatsanleihen und zu Verlusten an den Aktienmärkten führte.

Die große Frage ist natürlich, ob die Probleme dieses einen kalifornischen Instituts ein Hinweis auf größere, möglicherweise sogar systemische Probleme sein könnten. Nach dem derzeitigen Stand der Dinge sind es wahrscheinlich Mängel bei der Fristentransformation, die die Bank in Schwierigkeiten gebracht haben¹. Die Einlagen bei der SVB haben sich von 2017 bis Ende 2021 mehr als vervierfacht, von 44 Milliarden auf 189 Milliarden Dollar, während der Darlehensbestand der Bank nur von 23 auf 66 Milliarden Dollar anstieg; stattdessen wurden die Kundengelder zunehmend in langlaufende Staats- und hypothekarisch gesicherte Wertpapiere (MBS) investiert, die natürlich mit den steigenden Renditen in den letzten Quartalen an Marktwert verloren. Als Kunden aus der kalifornischen Start-up-Szene ihre Einlagen abziehen wollten (oder mussten?), mussten die Anleihen liquidiert und damit die Verluste realisiert werden. Dies kostete die SVB angeblich 1,8 Milliarden Dollar, die die Bank durch den Verkauf von Aktien kompensieren wollte. Doch dieser Plan ging nicht auf, da a) der Aktienkurs abstürzte und b) die Einleger weitere 42 Milliarden Dollar abzogen. Ein Bank-Run, wie man früher sagte. Die gute Nachricht ist, dass die Verluste offenbar nicht aus dem Kreditportfolio stammen². Am Freitag übernahm die U.S. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) die Bank, was zunächst bedeutete, dass Kleinanleger bis zu einer Höhe von 250.000 Dollar abgesichert sind. 93 Prozent der Einlagen wären durch diese Garantie nicht gedeckt gewesen, doch mit dem Eingriff der Behörden am Sonntag ergab sich auch das.

¹ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/03/10/what-does-silicon-valley-banks-collapse-mean-for-the-financial-system>

² Mark-to-Market-Verluste infolge von Renditeerhöhungen sind vorübergehender Natur, da alle Anleihen bei Fälligkeit zum Nennwert zurückgezahlt werden. Verluste im Kreditbuch, die dadurch entstehen, dass Gläubiger ihren Verpflichtungen nicht nachkommen, sind in der Regel dauerhaft.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar.

US-Regulierungsbehörden schreiten ein

Am Sonntag gaben die US-Aufsichtsbehörden bekannt, dass am Montag alle Einleger der SVB und der Signature Bank, einer weiteren Bank mit einem hohen Anteil an unversicherten Einlagen und erheblichem Engagement in Kryptowährungen, die für insolvent erklärt und von der FDIC übernommen wurde, auf ihr Geld zugreifen können³.

Um das US-Bankensystem vor einer weiteren Ansteckung zu schützen, kündigte die Fed am Sonntag eine Notfallkreditfazilität an. Diese neue Fazilität, das Bank Term Funding Program (BTFP), wird Kreditgebern bis zu einem Jahr lang Darlehen gegen Sicherheiten wie US-Staatsanleihen, Schuldtitel von Agenturen, hypothekarisch gesicherte Wertpapiere und andere "qualifizierte Vermögenswerte" zur Verfügung stellen. Da diese Vermögenswerte zum Nennwert bewertet werden, sollen diese Kredite Banken unterstützen, die diese Wertpapiere sonst zum Marktpreis verkaufen (und Verluste realisieren) müssten, um den Abzug von Einlagen einzudämmen.

Ansteckungsgefahr vorerst reduziert

Gehen wir einen Schritt zurück: Jeder Zinserhöhungszyklus der Fed hat seine Opfer gefordert, vom Crash von '87⁴ bis zur Tequila-Krise⁵, Orange County⁶ und so weiter. Diesmal war es für die Fed viel schwieriger, die Wirtschaft zu bremsen und damit die Inflation wieder in den Griff zu bekommen, weil die Märkte ruhig blieben. Daher gingen wir noch vergangene Woche davon aus, dass es vielleicht mehr Unruhe an den Märkten, also restriktivere finanzielle Bedingungen bräuchte, um die wirtschaftliche Dynamik zu dämpfen, damit die Inflation besiegt wird und sich die Märkte wieder beruhigen können. Dem schienen wir etwas näher gekommen zu sein, wenngleich die Märkte das teils wieder konterkariert haben, indem sie die Erwartungen für die Fed-Zinserhöhungen reduzierten. Doch vielleicht geht die SVB als prominentes Opfer des Zinserhöhungszyklus 2022 in die Geschichtsbücher ein.

Gerät eine Bank in Schieflage, bleiben die Auswirkungen nicht auf das unmittelbare Umfeld der Bank beschränkt, sondern können in vier Schritten auf den gesamten Sektor und die Wirtschaft übergreifen, wie wir glauben. Nachdem die direkte Auswirkung (1. Ordnung), nämlich der Konkurs der SVB und die Konkursverwaltung durch die FDIC, abgeschlossen ist, ist die Auswirkung zweiter Ordnung, das Verhalten der Kunden, die nicht versicherte Einlagen bei anderen Banken halten. Das Hauptaugenmerk dürfte wahrscheinlich auf den regionalen Banken in den USA liegen. Analysten wiederum werden wahrscheinlich insbesondere die Vergleichsgruppe der SVB unter die Lupe nehmen, um zu sehen, welche Institute auf der Aktivseite ihrer Bilanzen eine ähnliche Fristenstruktur aufweisen könnten. Der Effekt dritter Ordnung wäre ein Übergreifen auf anfällige Unternehmen mit schwachen Bilanzen, wie z.B. Hochzinsanleihen, Unternehmen im Start-up-Sektor oder solche, die mit Kryptoanlagen zu tun haben. Der Effekt 4. Ordnung - und der letzte - wären Massenliquidationen auf den Märkten und damit eine weit verbreitete Ansteckung, zum Beispiel wenn Anleger mangels Alternativen Unternehmensanleiheportfolios über Aktienderivate absichern müssten.

Mit der Signature Bank haben wir das erste Opfer der Effekte zweiter Ordnung gesehen. Unserer Meinung nach wird der wichtigste Faktor sein, wie die US-Behörden in den kommenden Tagen mit der Krise umgehen. Mit den am Sonntag angekündigten Maßnahmen haben sie die ersten Schritte unternommen, um das Vertrauen wiederherzustellen und das Abziehen größerer Einlagenbestände zu vermeiden.

Vergleiche mit der großen Finanzkrise von 2008 scheinen aus heutiger Sicht jedenfalls nicht angebracht: Die Gruppe der gefährdeten Unternehmen, die potenziell betroffen sein könnte, ist wahrscheinlich zu klein, verglichen mit der enormen Größe

³ Quelle: Financial Times Ltd, "Federal Reserve announces emergency lending facility to shore up US banks" Stand 12.03.23

⁴ Am 19. Oktober 1987, der auch als "Schwarzer Montag" bezeichnet wird, stürzten die Aktienmärkte weltweit ab, als Reaktion auf ein allgemeines Gefühl der Überbewertung der Märkte, nachdem eine Kombination von Nachrichten die Marktteilnehmer zum Verkauf veranlasste.

⁵ 1994 brach der mexikanische Peso fast zusammen, da die Bindung der Währung an den Dollar, die hohe Verschuldung in US-Dollar und die steigenden Zinsen in den USA die Devisenreserven schrumpfen ließen.

⁶ 1994 ging Orange County, CA, in Konkurs, da riskante Investitionen und eine hohe Kreditaufnahme angesichts steigender Zinsen zu hohen Verlusten führten.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar.

des US-Immobilienmarktes, der 2008 riesige Verluste im Finanzsektor verursacht hatte. Die Banken hingegen befinden sich in Bezug auf ihre Finanzierungsposition in einer wesentlich solideren Lage als vor der Finanzkrise.

Auswirkungen auf die Anlageklassen

Wir erwarten, dass die Märkte nach dem entschlossenen Handeln der US-Regulierungsbehörden am Wochenende eine Verschnaufpause einlegen werden. Unserer Ansicht nach ist jedoch weiterhin Vorsicht geboten, da Analysten und Ökonomen die Auswirkungen der gestiegenen Zinsen auf Banken, Unternehmen und die Wirtschaft als Ganzes genauer bewerten werden.

Anleihen und Währungen:

Wir haben unsere Einschätzung zu [strukturierten US-Finanzprodukten](#) auf "neutral" herabgestuft, da wir davon ausgehen, dass der Markt noch einige Zeit nervös sein wird und sich im Modus der Liquiditätserhaltung befindet. Die SVB hält keine großen Bestände an strukturierten Non-Agency-Finanzierungen, ist jedoch stark in [Agency-CMBS](#) und [MBS](#) engagiert.

Wir bleiben neutral gegenüber [US- und Euro-Hochzinsanleihen](#), da sich die Risikoprämien deutlich ausgeweitet haben, während die Fundamentaldaten solide und die Ausfallraten niedrig bleiben.

Mit Blick auf die Märkte für [Staatsanleihen](#) ist die entscheidende Frage, ob die jüngsten Ereignisse bedeuten könnten, dass die Fed nun einen Gang zurückschaltet oder zumindest das Tempo der Zinserhöhungen nicht auf 50 [Basispunkte](#) erhöht. Nachdem sowohl die Märkte als auch viele Kommentatoren die US-Notenbank zunehmend dazu gedrängt hatten, den Zinserhöhungszyklus wieder zu beschleunigen, wurden die Erwartungen für den weiteren Verlauf der Fed-Leitzinsen über die vergangenen paar Tage wieder zurückgeschraubt. Man kann davon ausgehen, dass die Zentralbank etwas vorsichtiger vorgehen wird, vorausgesetzt, dass morgen kein verheerender US-Inflationsbericht für Februar veröffentlicht wird. Alles in allem würden wir angesichts der vorherrschenden Inflationsrisiken nicht mit einer abrupten Kehrtwende der US-Notenbank rechnen. In Europa tagt am Donnerstag der Rat der Europäischen Zentralbank. Auch hier ist nicht mit einem massiven Richtungswechsel zu rechnen.

Da wir davon ausgehen, dass die Fed im Vergleich zu den jüngsten Erwartungen etwas vorsichtiger sein wird, könnte der [Dollar](#) gegenüber dem Euro etwas schwächer werden, aber es sind keine großen Bewegungen zu erwarten.

Aktien:

Wir bleiben zunächst bei unserer grundlegend positiven Einschätzung des [europäischen Bankensektors](#), werden aber genau beobachten müssen, inwieweit sich das Kundenverhalten auch hier im Zuge der SVB-Pleite ändern wird. Während die britische Regierung derzeit an Maßnahmen zur Unterstützung britischer Technologiekonzerne arbeitet, die von der separaten britischen Bankeinheit der SVB-Gruppe betroffen sind⁷, gehen wir davon aus, dass die Ansteckungseffekte auf europäische Banken begrenzt sein werden, da nur acht Prozent der SVB-Einlagen außerhalb der USA liegen.

In den [USA](#) bietet die immer noch hohe Rendite der 3- bis 24-monatigen Treasuries nicht nur Alternativen zu Aktien, sondern auch zu Bankeinlagen, da die meisten noch niedrigere Renditen aufweisen und wahrscheinlich nicht so schnell auf ein ähnliches Niveau angehoben werden dürften. Der Wettbewerb zwischen den Banken um die Einlagen der Sparer wird sich daher unserer Ansicht nach verschärfen. In diesem Kampf sehen wir [kleinere Banken](#) als benachteiligt an. Sie bieten weniger Dienstleistungen an, und die gewerblichen Kunden könnten versucht sein, ihr Geld nun woanders anzulegen. Darüber hinaus sind kleinere US-Banken im Durchschnitt stärker in den schwierigeren Bereichen der Wirtschaft engagiert, wie z.B. bei Gewerbeimmobilien, und haben aufgrund ihrer regionalen Ausrichtung auch ein höheres Engagement im Bürosektor.

Alternative Anlagen:

Kleine Banken sind wichtige Akteure bei der Finanzierung und Entwicklung von [Immobilien](#). Sollten die jüngsten Ereignisse zu einem Rückgang der Kreditvergabe in diesem Bereich führen, könnte dies zu einem geringeren Angebot und damit zu höheren Immobilienbewertungen führen. Andererseits könnte die Schließung von Start-ups zu einem größeren Angebot an Gewerbeimmobilien führen. Eine geringere Kreditvergabe der Banken könnte auch Möglichkeiten für [Private Credit](#) bieten.

⁷ Quelle: Financial Times Ltd, "UK prepares cash lifeline for tech companies hit by Silicon Valley Bank collapse" Stand 12.03.23

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar.

Glossar

Dollar (USD)

Währungseinheit der USA

Euro (EUR)

Währung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

Hochzinsanleihen (High Yield)

Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Krypto Assets

Digitale Repräsentation eines Wertes oder vertraglichen Rechts, welcher mit Hilfe einer Distributed-Ledger-Technologie (Blockchain) erschaffen, transferiert und gespeichert wird sowie durch Kryptografie authentifiziert wird.

Mortgage-backed security (MBS)

Englischer Begriff für hypotheckenbesicherte Wertpapiere

Risikoprämie / Risikoaufschlag

Erwartete Rendite einer Anlage minus risikofreiem Zins

US Federal Reserve (Fed)

Zentralbank der USA

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. So darf dieses Dokument weder innerhalb der USA, noch an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässigen Personen direkt oder indirekt vertrieben werden.

DWS Investment GmbH 2023

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Stand: 13.03.2023; 094993_1 (03/2023)