

Executive Summary

- Die in Schwierigkeiten geratenen US-Regionalbanken und die Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS verunsichern die Marktteilnehmer. Der Abschreiber der AT1-Papiere durch die CS führte zu einem empfindlichen Kursrückgang der Anlagekategorie.
- Lediglich der Vertrauensverlust führte zur Schiefelage der solide finanzierten Unternehmen. Staaten und Notenbanken sind bemüht, das Vertrauen wieder herzustellen.
- Negative Auswirkungen auf die weiterhin robuste Konjunktur können nicht ausgeschlossen werden. Unternehmen und Konsumenten drohen zurückhaltender zu werden.
- Die Geldpolitik der Notenbanken rückt stärker in den Fokus.



Fokusthema

Nachrangige AT1-Anleihen der Credit Suisse

- Die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS war eines der grossen Themen an den Finanzmärkten über die letzten Wochen. Der Deal löste unterschiedlichste Reaktionen aus. Von Erleichterung, dass es zu einer Rettung kam bis zu Vorbehalten, was die schiere Grösse des neuen Finanzmultis betrifft.
- Für Verwunderung sorgte auch das Vorgehen mit den Fremdkapitalgebern. Anleger, die in den sogenannten Additional-Tier-1-Anleihen (AT1) investiert waren, werden sich mit einem Totalausfall ihrer Investition abfinden müssen, während Aktionäre immerhin noch UBS-Aktien im Wert von 3 Milliarden Franken erhalten.
- AT1-Anleihen wurden nach der globalen Finanzkrise eingeführt. Diese von den Banken emittierten Anleihen sind so ausgestaltet, dass sie bei einer Unterschreitung einer bestimmten Eigenkapitalquote für den Anleger oder die Anlegerin zu einem Verlust führen oder in Eigenkapital gewandelt werden können. Entsprechend zahlten diese Papiere deutlich höhere Coupons im Vergleich zu anderen Anleihen.
- Im Fall der Credit Suisse sind gesamthaft Anleihen im Umfang von 16 Milliarden Schweizer Franken betroffen. Möglich macht dies ein Passus, welcher eine vollständige Abschreibung im Fall eines Trigger-Ereignisses ermöglicht. Dazu zählt auch die Gewährung einer ausserordentlichen staatlichen Unterstützung.
- Bei vielen anderen Anleihen von europäischen Banken existiert kein solcher Mechanismus. Trotzdem handeln auch die AT1-Papiere anderer Banken mit einem deutlichen Abschlag. Es dürfte für Banken in Zukunft deutlich schwieriger werden, solche Papiere auf den Markt zu bringen, da die Investoren eine höhere Entschädigung verlangen und noch genauer auf deren rechtliche Ausgestaltung achten werden.

Preis Credit Suisse AT1-Anleihe (in %), letzte 12 Monate

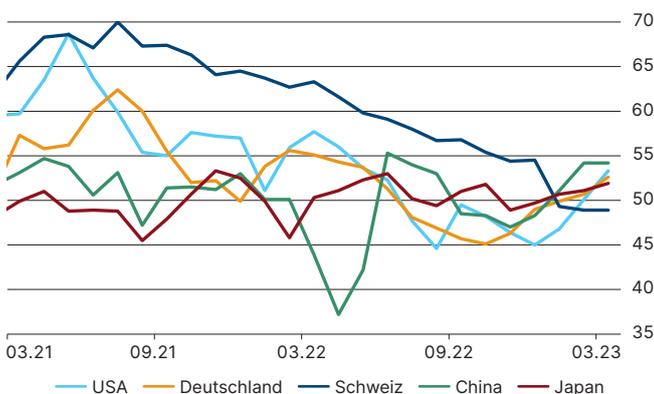


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Vertrauen in den Bankensektor trübt den Ausblick

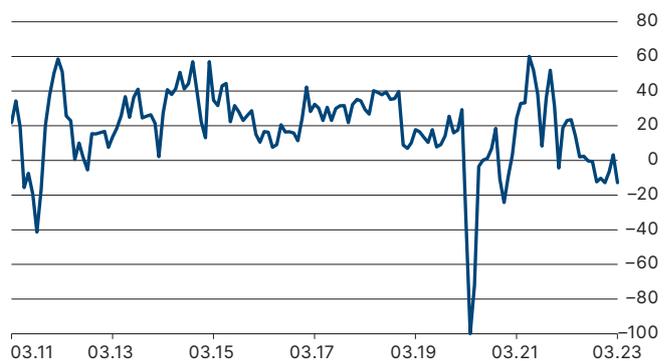
- Die drei in Schwierigkeiten befindlichen Regionalbanken (Konkurs bei Silvergate und Silicon Valley Bank sowie Rettungsversuch für die angeschlagene First Republic Bank) verunsichern die Marktteilnehmer. Eine um sich greifende Bankenkrise würde den Ausblick auf die Konjunktur eintrüben. Trotz guter Kapitalisierung und hoher Liquiditätsversorgung ist das Vertrauen in den Bankensektor angeschlagen und hat auch auf Europa übergreifen (Credit Suisse).
- Massive globale Interventionen stützen die Stimmung und sichern die Spareinlagen. Im Endeffekt droht trotzdem ein Abschwung bei der Konsumentenstimmung. Die Konsumlaune ist aber bereits vor der «Bankenkrise» unter Druck gekommen. In Frankreich beispielsweise fiel der Einzelhandelsumsatz für den Monat Februar auf Jahresbasis um 4,3%.
- Die Verfügbarkeit von Arbeitskräften bleibt in den USA knapp. Die steigenden Unsicherheiten könnten die Situation aber in Kürze wenden. Dies könnte der Beginn einer wieder lockeren Geldpolitik der US-Notenbank Fed bedeuten.
- Die durch das ZEW erhobenen Umfragewerte zur Erwartungshaltung für den Monat März fallen nach einer starken Erholung seit dem dritten Quartal 2022 nun wieder. Der Ausblick der Finanzexperten für die weitere Entwicklung der deutschen Wirtschaft haben sich erneut eingetrübt.
- Für die Einkaufsmanager des verarbeitenden Gewerbes liegen die Umfragewerte für den März weitestgehend unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Starke Zahlen aus dem Dienstleistungssektor halten den Mischindex aus beiden Werten in der Wachstumszone (S&P Global, vormals Markit). Allerdings fällt der Philadelphia-Fed-Index für das nicht-verarbeitende Gewerbe im März auf -12,8 Punkte. Insbesondere die Teilbereiche Auftragslage und Teilzeitbeschäftigung gilt es zu verfolgen.
- Der Verkauf bestehender Häuser in den USA erholt sich kräftig. Ende 2022 fielen die Verkaufszahlen auf ein Niveau, welches wir während der globalen Finanzkrise 2007/8 gesehen haben. Die gesunkenen Marktzinsen haben zu einer Erholung des Transaktionsvolumens geführt.
- In China bleibt der Immobilienmarkt ein grosser Unsicherheitsfaktor. Die Investitionen sind im Februar auf Jahresbasis um 5,7% gesunken, sind aber deutlich besser ausgefallen als befürchtet und scheinen sich nun zu erholen. Diese Wende dürfte auch im Zusammenhang mit der allgemeinen Öffnung nach der Pandemie gesehen werden und bekräftigt unsere positive Einschätzung für China und die ganze Region.
- In Japan bleiben die Aussenhandelsdaten für Februar zwar hinter den Erwartungen zurück, fallen aber beim Import mit +8,3% und Export +6,5% erfreulich aus. Zudem fällt der Konsum in Tokio für den Monat Februar nach der Aufhebung der Corona-Einschränkungen mit +20,4% im Jahresvergleich kräftig aus.

Einkaufsmanagerindizes (Industrie & Dienstleistung), 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Philadelphia-Fed-Index, seit März 2011



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

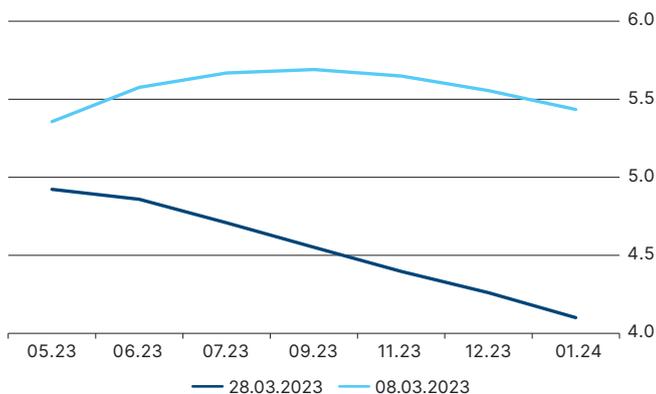
Zinswende wird nun früher erwartet

- Während die Notenbanken in der EU und der Schweiz erwartungsgemäss ihre Leitzinsen entschieden zur Inflationsbekämpfung um 50 Basispunkte angehoben haben, erhöhte die Fed die Zinsen nur um 0,25 Prozentpunkte.
- Die sich in Schieflage befindlichen Banken (Silvergate, Signature Bank, Silicon Valley Bank und First Republic Bank) haben wohl zu der dosierten Zinsanhebung der Fed geführt.
- Dennoch hat Jerome Powell das Inflationsziel von 2% einmal mehr in den Fokus der Geldpolitik der Fed gestellt. Insbesondere die weiterhin starke Konjunktur und der robuste Arbeitsmarkt würden weitere Zinserhöhungen stützen.
- Allerdings erwarten auch die Fed-Mitglieder bis Ende 2023 noch höchstens eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte. Danach sollen die Leitzinsen kontinuierlich wieder auf das Langfristziel von 2,5% sinken.
- Die Marktteilnehmer preisen auf den Fed Fund Futures mittlerweile gar keine weitere Zinserhöhung mehr ein und erwarten bis Januar 2024 sogar vier Zinssenkungen. Dieses Szenario impliziert allerdings eine deutliche Abkühlung der Konjunktur und eine merkliche Entspannung bei der Teuerung – beides ist momentan nicht erkennbar und die Erwartung aus heutiger Sicht verfehlt. Auch die Markt-

zinsen sind deutlich gesunken und haben die Lage bezüglich Fristenkongruenz der Finanzinstitute etwas entspannt. Wir erwarten aber am kurzen Laufzeitenende wieder leicht steigende Zinsen und allgemein anhaltend hohe Volatilität.

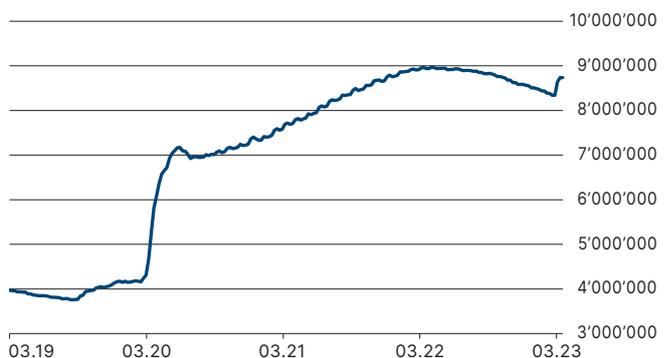
- Zur Bewältigung der Unsicherheiten im amerikanischen Bankensektor haben die Regierung und die Fed einschneidende Massnahmen ergriffen. Sämtliche Kundeneinlagen der betroffenen Banken werden durch die Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC) gesichert, gleichzeitig erhöhte die US-Notenbank die dem Finanzsystem zur Verfügung gestellte Liquidität massiv. Nur gerade in den letzten zwei Wochen wurden zwei Drittel der seit einem Jahr laufenden Bilanzreduktion wieder rückgängig gemacht. Dies erinnert an die vorübergehende quantitative Lockerung im Rahmen der Pensionskassenkrise in Grossbritannien Ende letzten Jahres. Mittlerweile wurde dort quantitativ wieder deutlich gestrafft. Ähnliches erwarten wir nach Beruhigung der Lage auch in den USA von der Fed. Die in den letzten beiden Dekaden geschaffene Liquidität ist langfristig kaum haltbar, was im Grundsatz für alle Notenbanken gilt.
- Die Fed könnte dieses zweigleisige Vorgehen mit steigenden Zinsen zur Inflationsbekämpfung und erneuter quantitativer Lockerung zur Bereitstellung ausreichender Marktliquidität und Beruhigung der Märkte bis auf weiteres aufrecht halten.

**Fed Fund Futures (implizierter Zins in %),
08.03.2023 vs 28.03.2023**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bilanzsumme der Federal Reserve



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Flucht in die «Sicherheit»?

- Im Laufe der letzten Wochen waren die Renditen in allen wichtigen Währungsräumen extrem volatil, unter dem Strich sanken sie aber deutlich. Aktuell liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 3,4%, in Europa bei rund 2,2% und in der Schweiz bei 1,2%.
- Das erneute Aufflackern einer globalen Bankenkrise (CS, Silicon Valley Bank) verbunden mit einem «Liquidity-Crunch» (Liquiditätskrise) führte zu einer deutlichen Flucht in sichere US-Staatsanleihen. Vor allem auch am kurzen Ende der Zinskurve ist dies erkennbar, wo die 2-jährigen US-Renditen von über 5% auf rund 3,8% zurückgefallen sind. Parallel dazu befindet sich die Volatilität in den Bondmärkten auf Niveaus, welche an die globale Finanzkrise 07/08 erinnern.
- Gegenwärtig wird die Debatte um die Inflationsbekämpfung von der Angst vor einer erneuten Krise und den resultierenden negativen Auswirkungen auf die Konjunktur überstrahlt. Deshalb zeichnet sich auch in der Terminkurve der Fed Fund Futures eine erneute Zinssenkung (FED Pivot) im Laufe der 2. Jahreshälfte ab.
- Bei den Unternehmensanleihen, sowohl im Investment Grade, als auch im High Yield Bereich, fand gleichzeitig eine Ausweitung der Kreditaufschläge statt. Die Ungültigerklärung der CS AT1-Anleihen hat zu gehöriger Unsicherheit bei den nachrangigen Anleihen geführt.

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 5 Jahre

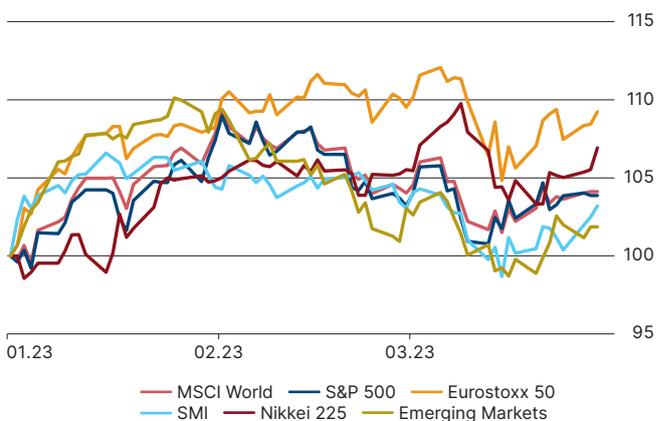


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: widerstandsfähig

- Die Aktienmärkte zeigen ob der vielen Unsicherheiten eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit. Dies ist möglicherweise ein Abbild der nach wie vor sehr unklaren Entwicklung auf der Makroebene, wo keine klare Tendenz erkennbar ist. Allerdings sind deutliche Performanceunterschiede erkennbar: Innerhalb der USA ist der zyklische, Technologie lastige Nasdaq momentan führend, in Europa hinkt der defensive Schweizer Markt hinterher.
- Im Vergleich der «Anlagestile» ist erkennbar, dass momentan die defensiveren «Value» Werte (Substanzaktien) trotz der Unsicherheit weniger gesucht werden. Dafür ist insbesondere die Bilanzqualität in diesen Tagen ein wertvolles Selektionskriterium. Die grossen US-Technologiekonzerne zeigen diese Präferenz deutlich.
- Schon bald beginnt die Berichtssaison der Unternehmen zum ersten Quartal 2023. Dies wird zu einem erneuten Lackmustest für die Märkte. Die erwarteten Gewinne sind zwar leicht zurückgekommen, einige Experten halten sie aber immer noch für zu hoch.
- Die Aktienmärkte zeigen sich widerstandskräftig und blenden die zunehmend besorgniserregende Lage aus. Sowohl der Stress im Finanzsystem als auch die geopolitische Lage sind beunruhigend. Wir bleiben in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig und in der Aktienquote neutral positioniert.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: US Dollar leicht schwächer

- Der Stress im globalen Finanzsystem hat auch zu erhöhter Volatilität in den Fremdwährungsmärkten und zu deutlich erhöhter Nachfrage nach Liquidität geführt. Die Fed ist dem durch eine Aktivierung der USD-Swaplinien auf Tagesbasis mit allen wichtigen Zentralbanken entgegen getreten.
- Üblicherweise führt dies zu einer Aufwertung des US-Dollars, was aber aktuell nicht zu beobachten ist. Eher haben die als «Safe Haven Währungen» (sichere Häfen) bekannten Schweizer Franken und Japanischer Yen etwas aufgewertet. Alles in allem halten sich aber die Bewegungen im Rahmen.
- Der Euro liegt zum Schweizer Franken wieder leicht unter der Parität, den kurzen Ausflug hatte die Schweizerische Nationalbank genutzt, um ihre Bilanz etwas zu verkleinern. Tendenziell hat wohl die «Rettung» der CS mit all ihren fragwürdigen Nebenwirkungen den Status des Schweizer Frankens global eher geschwächt. Die Kommentare hier und dort deuten jedenfalls in diese Richtung.

USD/CHF, 2 Jahre

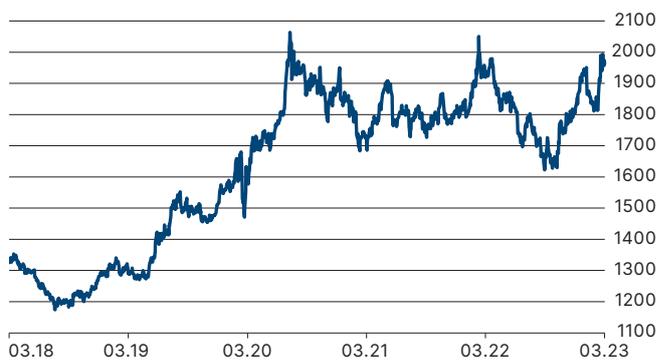


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffe: Gold freundlich

- Die Anstrengungen der Zentralbanken, unter Führung der Fed, das globale Finanzsystem durch permanentes Zurverfügungstellen von USD Swap Linien von Stress freizuhalten, ist unter dem Strich ein höchst inflationäres Gebaren in einem neuen Ausmass.
- Die zusätzliche USD-Liquidität geht zu Lasten der Kaufkraft des US-Dollars und aller anderen Fiat-Währungen. Oder bildlich gesprochen: Der Luftballon wird noch mehr aufgeblasen.
- Dieser Sachverhalt wird von der Entwicklung des Goldpreises schön nachgezeichnet. Aber auch andere «unbestechliche» Assets, wie etwa Bitcoin, haben als ultimative Realwerte positiv reagiert.
- Wir bleiben deshalb weiterhin optimistisch für das Gold und halten unsere Positionierung im Musterportfolio.

Gold in \$ pro Unze, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.



Ersparniskasse Schaffhausen AG
Münsterplatz 34
8200 Schaffhausen
+41 52 632 15 15
info@eksh.ch
ersparniskasse.ch