

CREDIT SUISSE UND EUROPÄISCHE BANKEN WELCHE FOLGEN HAT DAS FÜR DEN MARKT?

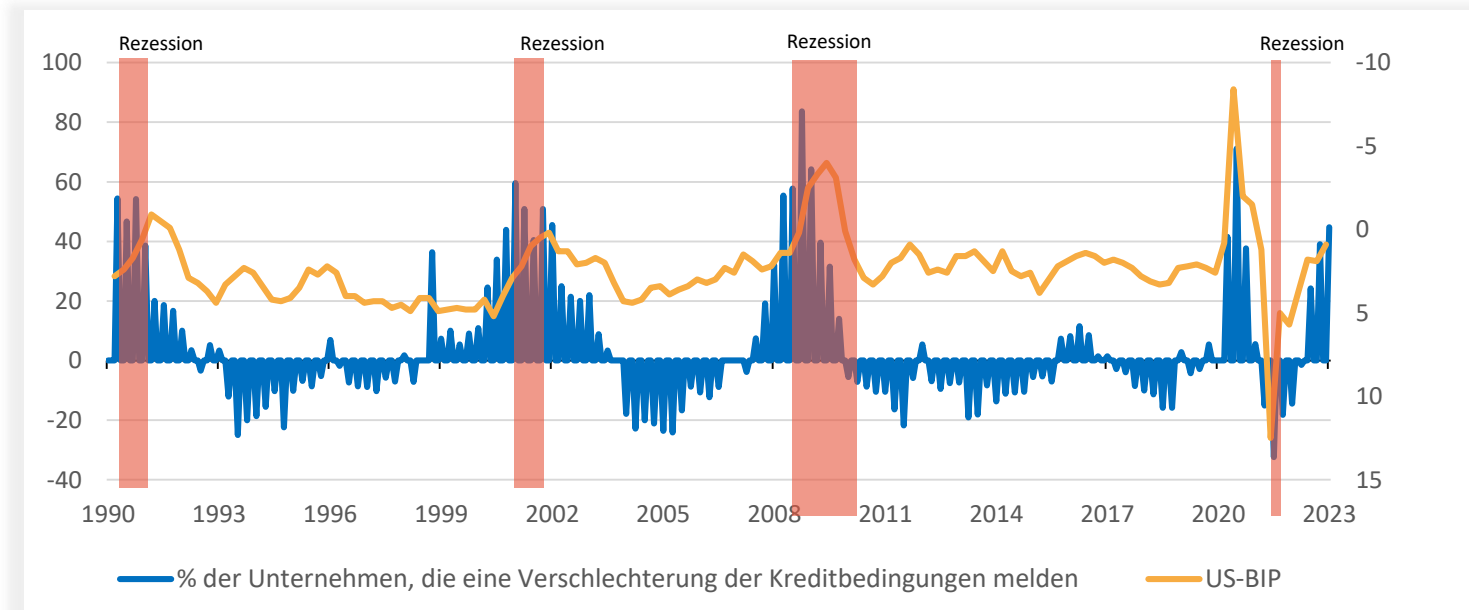
von François Rimeu, LFAM Strategist

WAS SIND DIE MAKROÖKONOMISCHEN FOLGEN DER JÜNGSTEN EREIGNISSE?

Der derzeitige Stress im Bankensektor, der sowohl in den USA als auch in Europa zu beobachten ist, ruft Erinnerungen an vergangene Finanzkrisen und insbesondere an die Krise von 2008 wach. Aus vielen Gründen ist die heutige Situation jedoch ganz anders: Die Banken sind viel besser kapitalisiert und die riskantesten Geschäftsbereiche sind fast aus ihren Bilanzen verschwunden. Wir haben einen Beitrag zu diesem Thema veröffentlicht, in dem wir die Gründe für das Scheitern der US-Regionalbanken und der Credit Suisse (auch wenn letztere offiziell nicht als gescheitert gilt) sowie die Besonderheiten dieser Kreditfälle erläutern.

Zwar stehen die Einbrüche dieser Banken nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit den von den Zentralbanken in den letzten Monaten vorgenommenen Zinserhöhungen, doch sind diese Institute die ersten Opfer der sehr angespannten Kreditbedingungen, die wir derzeit beobachten.

Die zunehmende Verschärfung der Kreditbedingungen wird durch den Senior Loan Officer Survey der Fed wie folgt veranschaulicht und zeigt die sehr starke Korrelation zwischen diesem Indikator und der Rezessionsgefahr in den USA.

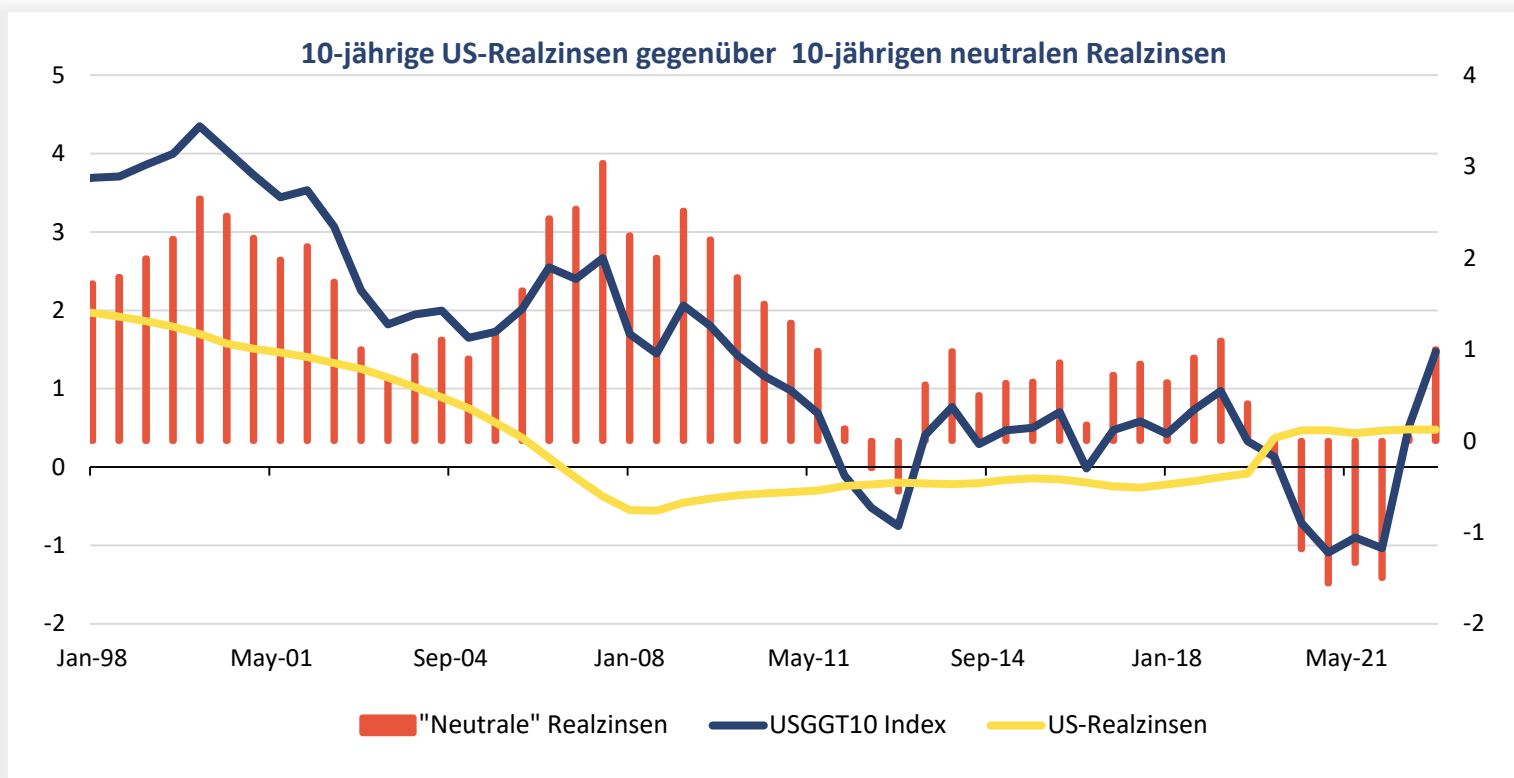


Das Gleiche gilt für Europa, wobei der Bank Lending Survey der EZB ähnliche Ergebnisse für europäische Unternehmen zeigt, insbesondere im Immobiliensektor.

Es ist äußerst schwierig, die genauen Folgen dieser Insolvenzen für das Wirtschaftswachstum abzuschätzen. Zumal die Zukunft mehrerer US-Regionalbanken, deren Aktienkurse in den letzten Tagen eingebrochen sind, nach wie vor sehr unklar ist.

Wir glauben, dass sich durch die Unruhen die Kreditbedingungen schneller verschärfen werden, da sich die Banken auf den Aufbau starker Bilanzen konzentrieren werden, selbst wenn dies auf Kosten ihres Kreditvolumens geht. Darüber hinaus haben die Fed und die EZB auf ihren jüngsten Sitzungen signalisiert, dass diese Ereignisse zu einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen beitragen und dass dies ihre Entscheidung beeinflussen könnte, die Zinssätze nicht so stark anzuheben, wie sie es zuvor geplant hatten.

Nichtsdestotrotz sind die Finanzbedingungen jetzt restriktiv, sowohl in den USA als auch in Europa (siehe Grafik), und die Wahrscheinlichkeit ähnlicher Krisen, wie wir sie gerade erlebt haben, wird mit der Zeit immer größer. Die ersten „Opfer“ waren die schwächsten Glieder des finanziellen Ökosystems. In Anbetracht der vergangenen Straffungszyklen werden weitere Opfer folgen – und die müssen nicht zwingend aus der Bankenwelt stammen. Die „verdächtigsten“ Branchen dürften solche sein, die jahrelang von extrem niedrigen Zinsen profitiert haben, die kaum reguliert sind und deren Vermögenswerte illiquide und/oder künstlich bewertet sind (Private Equity/Private Lending/Shadow Banking).



Die Zentralbanken haben unlängst eingeräumt, dass sich ihre Maßnahmen allmählich auf die schwächeren Akteure auswirken, was sie jedoch nicht zu einer radikalen Änderung ihres Vorgehens veranlassen dürfte. Sollte sich die Situation nicht verschlimmern und es ihnen gelingen, die aktuellen Probleme in den Griff zu bekommen, dürften die Auswirkungen auf Wachstum und Inflation nicht ausreichen, um ihren Straffungszyklus zu beenden.

Tatsächlich haben die jüngsten Inflationszahlen in den meisten Industrieländern insgesamt positiv überrascht. Dies war der Fall in den USA, der Eurozone und Großbritannien. Dies ändert nichts an unserer mittelfristigen Einschätzung eines allmählich abnehmenden Inflationsrisikos, die von allen Umfragen zu den Inflationserwartungen (EZB, Michigan und New York Fed) bestätigt wird. Kurzfristig dürfte dies die Zentralbanker jedoch nicht beruhigen. Auch der Arbeitsmarkt ist mit seinen weiterhin sehr niedrigen Arbeitslosenquoten nach wie vor sehr robust. Auch dies wird die Zentralbanken nicht dazu veranlassen, ihre Geldpolitik zu ändern, sofern alles andere gleich bleibt.

Über die wirtschaftlichen Auswirkungen der Bankenkrise lässt sich streiten. Ziemlich sicher ist jedoch, dass sie sich negativ auf die Bankgewinne auswirken wird, da die Zinserträge voraussichtlich sinken werden. Ebenso dürfte sich der anhaltende Rückgang der Rohstoffpreise negativ auf die Unternehmensgewinne auswirken, insbesondere im Energiesektor. Gleichzeitig sehen wir seit einigen Monaten eher enttäuschende Gewinn- und Umsatzmeldungen im US-Technologiesektor, insbesondere bei den größten Konzernen. In Anbetracht der Tatsache, dass 50 % der Aktienrückkäufe in den USA aus dem Energiesektor, von Banken und den fünf größten Technologieunternehmen stammen, ist es wahrscheinlich, dass eine der wichtigsten Stützen für die Indizes (insbesondere in den USA) in den kommenden Monaten schwinden wird.

FAZIT

Die derzeitige Situation scheint gefährlich und mahnt zur Vorsicht. Die aktuelle Bankenkrise ist ein schwerwiegendes Kreditereignis. Grundsätzlich dürfte sie jedoch die Inflations- und Wachstumsprognosen nicht so stark verändern, dass die Zentralbanken ihren Zinserhöhungszyklus beenden müssten. Auch das, was im Oktober letzten Jahres mit den Pensionsfonds in Großbritannien geschah, hatte keine größeren Folgen. Die Zentralbanken sind wachsam und setzen die entsprechenden Instrumente ein, aber sie werden auch nicht einfach aufhören.

Das Problem ist, dass mit der Zeit ein solches Ereignis immer wahrscheinlicher wird, wobei die Volatilität dann sehr stark zunimmt. Insofern ist ein drastischer Anstieg der impliziten Volatilität an den Anleihemärkten eher selten, ohne dass dies erhebliche Auswirkungen auf die Volatilität anderer Anlageklassen oder auf die Risikoprämien im Allgemeinen hat. Genau das haben wir zwar in den letzten beiden Wochen erlebt, es ist aber keineswegs sicher, dass dies auch beim nächsten Mal der Fall sein wird.

UNSERE POSITIONIERUNG

- Wir bleiben bei **unserer positiven Einschätzung der nominalen und realen Zinssätze** (insbesondere für die USA), mit einer Präferenz für die realen Zinssätze aufgrund der unserer Meinung nach **sehr positiven Asymmetrie**.
- Die Breakeven-Inflationsraten scheinen in dieser Stressphase zu stark korrigiert worden zu sein (-80 Basispunkte für die Breakeven-Inflationsraten auf 2-Jahres-Basis in den USA) angesichts des immer noch bestehenden Inflationsrisikos am Markt.

Credit

- *Subordinated Debt*: **Vorsicht im LT2-Marktsegment**, insbesondere bei Short-Calls, da der Markt für 2023 ein sehr geringes Non-Call-Risiko einpreist. Bei AT1-Anleihen sind viele Non-Calls zu erwarten (wie kürzlich bei der Deutschen Bank), wobei die Preise dieses Risiko bereits widerspiegeln.
- *Investment Grade*: Bankanleihen wurden selten so stark diskontiert wie ihre Pendants in anderen Branchen. **In der Eurozone sind wir mittelfristig positiv, während wir in den USA vorsichtiger sind**. Der übrige Markt wurde nur geringfügig diskontiert, profitiert aber von seiner hohen Duration ohne diese Stressphasen.
- *High Yield*: Spezifische Risiken werden weiterhin auftauchen, ebenso wie Ausfallraten, wobei die Bewertungen noch nicht die ganz großen Risiken widerspiegeln. Obwohl die Fundamentaldaten der Unternehmen weiterhin stark sind, **reduzieren wir unsere Allokationen, insbesondere im B-Segment**.

Equities

- Wir bleiben **generell bei niedrigen Exposures**.
- **Erhöhte Gewichtung des Versorgungssektors** zulasten von Energie- und Finanztiteln (trotz des bereits geringen Exposures gegenüber dem Finanzsektor).
- Wir bevorzugen weiterhin **Asien/China gegenüber Europa/USA**.

Veröffentlichung informativer Art für professionelle und nichtprofessionelle Kunden im Sinne der MiFID-Richtlinie 2.

Quelle: La Française Asset Management.

La Française Asset Management, eine am 1. Juli 1997 von der AMF (www.amf-france.org) unter der Nr. GP 97-076 zugelassene Verwaltungsgesellschaft. La Française AM Finance Services, eine von der ACPR zugelassene Wertpapierfirma unter der Nr. 18673 (www.acpr.banque-france.fr) zugelassen und bei der ORIAS (www.orias.fr) unter der Nr. 13007808 am 4. November 2016.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch einen Anlagevorschlag oder eine Aufforderung zum Handel an den Finanzmärkten dar. Die getroffenen Einschätzungen geben die Meinung ihrer Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und stellen keine vertragliche Verpflichtung der La Française Gruppe dar. Diese Einschätzungen können ohne Vorankündigung im Rahmen des Prospekts, der allein verbindlich ist, geändert werden. Die La Française Gruppe kann in keiner Weise für direkte oder indirekte Schäden haftbar gemacht werden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung der La Française Gruppe weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden.

Kontaktinformationen der Regulierungsbehörden: Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org.