

Executive Summary

- Die Liquiditätshilfe der Fed für US-Banken, die unter Abfluss von Einlagen leiden, hat die Turbulenzen im Bankensektor beruhigt und gleichzeitig auf dem Markt Hoffnungen auf einen baldigen Pivot der Fed geweckt.
- Die Märkte verhalten sich derzeit so, als sei gerade QE angekündigt worden, was sich in einer Rotation in die bekannten „Liquiditäts-Trades“ zeigt: Tech-Mega-Caps und Vermögenswerte ohne wahrgenommene Gegenparteiisiken der Banken (d. h. Gold, USTs, BTC). Die Rallye konzentriert sich auf die FANG-Werte, während die Banken in der Nähe der Tiefststände verharren, was auf weiterhin vorhandene Markt-Fragilität hindeutet.
- Die noch vor wenigen Wochen herrschenden Befürchtungen einer imminents Systemkrise haben sich nicht bewahrheitet, aber die Wahrscheinlichkeit einer harten Landung in der zweiten Jahreshälfte ist unseres Erachtens gestiegen.
- Die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor werden die Kreditkonditionen weiter verschärfen, wodurch das ohnehin schon verlangsamte Wachstumsumfeld zusätzlich belastet wird.
- Das Trilemma der Fed mit den widersprüchlichen Zielen der Inflationsbekämpfung, der Abkühlung des Arbeitsmarkts und der Gewährleistung der Finanzstabilität hat sich weiter verschärft.

Anleihenmärkte sind besorgt, während Aktien ruhig bleiben

- Wir stellen eine deutliche Divergenz zwischen dem Anleihenmarkt und Risikoanlagen fest, wobei bei den Anleihen eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA in diesem Jahr signalisiert wird (z. B. durch eine Wiederansteilung der Zinskurve), während die breiten Aktienmärkte und HY-Anleihen keine harte Landung einpreisen.
- Mit der Zwangsübernahme der Credit Suisse ist eine der 30 weltweit systemrelevanten Banken verschwunden. Wir können nicht ausschließen, dass weitere Geldhäuser in Schieflage geraten, doch die größere Sorge gilt unserer Meinung nach den Folgen der bereits eingetretenen Ereignisse in Bezug auf den Kreditzyklus.

Marktentwicklungen

Welt

- Historisch gesehen, neigt der Bankensektor dazu, die Kreditvergabestandards zu verschärfen, wenn sich Banken bei der Federal Reserve Emergency-Cash geliehen haben. Darauf folgten eine Verlangsamung der Wirtschaft, schwierigere Geschäftsbedingungen und höhere Arbeitslosigkeit.

- Zum 15. März verzeichnen wir in den USA einen Einlagenverlust von rund 600 Mrd. USD seit Beginn der Zinserhöhungen durch die Fed. Dies ist die größte nominale Einlagenflucht in der Geschichte des US-Bankwesens.
- Die Einlagen bei Geschäftsbanken sind im Jahresvergleich um 3,33 % gesunken, was den stärksten Rückgang seit Beginn der Aufzeichnungen und das Doppelte des vorherigen Rekords von 1994 bedeutet (Daten seit 1974).

Europa

- Europäische Immobilienaktien werden derzeit auf einem Bewertungsniveau wie während der globalen Finanzkrise gehandelt. Der Stoxx 600 Real Estate-Index ist in den letzten 12 Monaten um 37 % gefallen (Total Return in EUR).
- Die hohe Verschuldung und die Abhängigkeit von Hypotheken machen den Sektor anfällig für steigende Zinssätze. Der prozentuale Anteil der Verschuldung am Unternehmenswert ist auf 60 % gestiegen, den höchsten Stand seit 2009.

Schweiz

- Laut KOF-Konjunkturbarometer haben sich die Wirtschaftsaussichten in der Schweiz im März zum ersten Mal seit vier Monaten nicht weiter aufgehellt, sind aber weiterhin deutlich besser als noch vor einigen Monaten.
- Die SNB erhöhte den Leitzins um weitere 50 Basispunkte auf 1,50 %. Damit liegt der Leitzins auf dem höchsten Stand seit fast 15 Jahren.

Könnten Gewerbeimmobilien zu einer Kreditkrise führen?

Der Stress im Bankensektor hat Besorgnis über ein Übergreifen auf die Gewerbeimmobilienbranche (CRE) geschürt. Die Befürchtung ist, dass CRE im Laufe des Jahres eine Kreditkrise auslösen könnte, da nach der Pandemie eine Reihe von Faktoren wie Arbeit im Homeoffice, fallende Vermietungsquoten, sinkende Schätzwerte und zunehmende Zahlungsausfälle zusammenkommen. Zweifelsohne wird der Sektor in den kommenden Monaten vor einem schwierigen fundamentalen Umfeld stehen, verbunden mit höheren Finanzierungskosten bei steigendem Refinanzierungsbedarf und strengeren Kreditvergabestandards.

- US CRE hat ein Marktvolumen von 21 Billionen USD gemäss Nareit Research.
- Die Finanzierung von CRE in den USA unterscheidet sich von jenen für Wohnimmobilien durch ihre endfälligen Tilgungen, welche alle 5 – 10 Jahre refinanziert werden müssen. In diesem Jahr werden 450 Mrd. USD an CRE-Schulden fällig. Bis 2027 kommen jährlich weitere

550 Mrd. USD hinzu, insgesamt 2,5 Billionen an Refinanzierungsbedarf.

- Allein im März gab es bei CRE bereits Ausfälle in Höhe von 3 Mrd. USD (Brookfield bei Office-Krediten in LA in Höhe von 748 Mio. USD; PIMCO bei einem Portfolio von Asset Backed Mortgage Notes in Höhe von 1,7 Mrd. USD; Blackstone bei nordischen CMBS in Höhe von 562 Mio. USD).
- Ca. 70% der CRE-Kredite stammen von US Regionalbanken, definiert als US-Banken mit Vermögenswerten von bis zu 250 Mrd. USD.
- Die jüngsten Daten von Real Capital Analytics zeigen, dass der Leerstand bei Büroflächen in den USA mit 18,7 % so hoch ist wie nie zuvor. Die Bürobelegungsraten liegen in den Grossstädten bei etwa 50 %, und für ein Fünftel aller US-Büroflächen wird keine Miete gezahlt. All dies bedeutet, dass ein Grossteil der US-Bürogebäude wahrscheinlich deutlich weniger wert ist als zum Zeitpunkt der Vergabe dieser Kredite.

Wir sind nach wie vor der Meinung, dass die Fed den eingeschlagenen Weg zur Inflationsbekämpfung nur reaktiv, nicht aber proaktiv aufgeben wird, da die Wirtschaft dafür wohl noch nicht genug gelitten hat. Wir erwarten in dieser Hinsicht, dass die strengeren Kreditbedingungen in der zweiten Jahreshälfte greifen werden.

Der nächste Marktkatalysator dürfte die bevorstehende Gewinnsaison für das erste Quartal sein. Wir gehen davon aus, dass schwache Management-Prognosen die nächste Welle von Analystenrevisionen nach unten auslösen werden.

Positionierung

Wir betrachten die Kursentwicklung der letzten zwei Wochen an den Risikomärkten als zu sorglos und von der Hoffnung auf QE-ähnliche Liquiditätsspritzen getrieben.

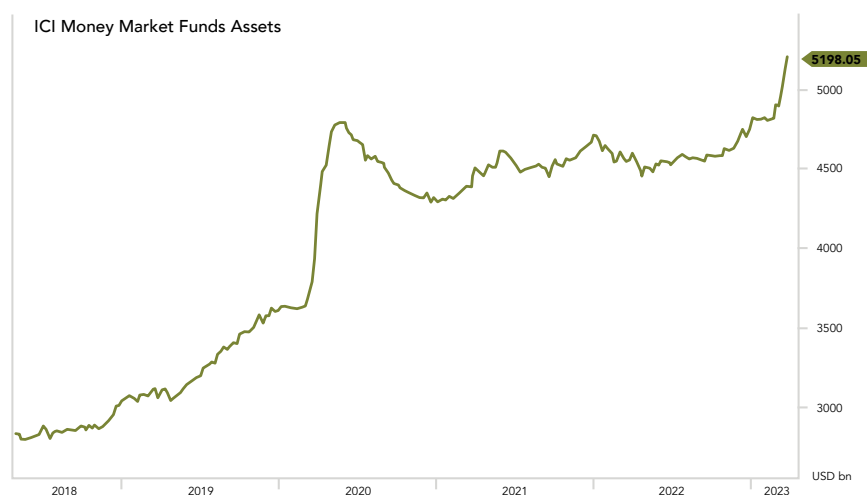
- › Das von der Fed neu eingeführte „Bank Term Funding Program“ (BTFP) soll eine Eskalationsspirale der durch Einlagenabflüsse ausgelösten Zwangsverkäufe aufhalten. Die meisten Analysten, denen wir folgen, sind der Meinung, es handle sich hierbei nicht um QE – wir stimmen dem zu. Dafür gibt es mehrere Gründe: Die zwei wichtigsten sind, dass es sich um besicherte Kredite handelt (und nicht um „Zuschüsse“ wie bei QE), und dass die Duration nur vorübergehend für bis zu einem Jahr von den Märkten genommen wird (während QE zeitlich unbestimmt ist).
- › Bislang hat dies den Aktienmarkt nicht davon abgehalten, ein von Liquidität getriebenes Marktumfeld bei schwächerem Wachstum einzupreisen – wobei die großen Gewinner Qualitätsfaktoren (man denke an FANGs mit starken Bilanzen und ohne Notwendigkeit, die Finanzierungsmärkte anzuzapfen) und Vermögenswerte sind, die von sinkenden Realzinsen profitieren. Vor diesem Hintergrund verzeichnete Gold gerade das höchste Quartals-Closing der Geschichte.

Wir sehen unser Portfolio für das aktuelle Umfeld gut positioniert: kein Engagement bei Banken, qualitativ hochwertige Aktien mit einem Long-Put-Overlay, eine beträchtliche Goldposition und immer noch viele kurzlaufende AAA-Staatsanleihen, welche wir nutzen werden, um Aktien und/oder Unternehmensanleihen zu kaufen, wenn der Markt die von uns erwartete harte Landung eingepreist hat.

Chart

Nach Angaben der BofA verzeichneten die weltweiten Geldmarktfonds in der Woche zum 29. März Zuflüsse von mehr als 60 Mrd. USD. Der Gesamtbetrag der US-Geldmarktfonds ist seit Anfang März um 305 Mrd. USD auf insgesamt 5,2 Billionen USD gestiegen.

Zuflüsse in Geldmarktfonds verdeutlichen die Einlagenflucht



Quelle: Bloomberg

Quellen: Bloomberg, Barclays, Morgan Stanley, Kepler Cheuvreux, Nordea, Goldman Sachs, The Market Ear, Credit Suisse, Bernstein, TheMacroCompass, Financial Times, Finanz und Wirtschaft, Reuters, Data Trek, Citigroup, Bank of America, Bernstein, Piper Sandler, Pictet, Nick Timiraos, FactSet, BNP, Saxobank, Steno Research

Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen eine Marketingmitteilung der FINAD (FINAD AG, Zürich; FINAD GmbH, Wien oder FINAD GmbH, Zweigniederlassung Hamburg) dar. Dieses Dokument dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und für die persönliche Verwendung durch den Empfänger dieses Dokuments (nachfolgend «Empfänger» genannt). Sie stellt weder ein verbindliches Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der FINAD zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Verkauf oder zur Rückgabe von Anlagen oder zur Investition in eine bestimmte Handelsstrategie oder zur Tätigkeit eines sonstigen Geschäfts in irgendeiner Rechtsordnung dar. Sie stellt keine Empfehlung der FINAD in rechtlicher, buchhalterischer oder steuerlicher Hinsicht oder eine Zusicherung bezüglich Eignung oder Angemessenheit einer bestimmten Anlagestrategie, Transaktion oder Investition für den einzelnen Empfänger dar. Ein Bezug auf die Performance der Vergangenheit ist nicht als Hinweis auf die Zukunft zu verstehen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Informationen und Analysen wurden aus Quellen zusammengetragen, die als zuverlässig und glaubwürdig gelten. Die FINAD gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Alle Meinungen und Ansichten stellen Einschätzungen dar, die zum Zeitpunkt der Drucklegung galten; Änderungen bleiben jederzeit vorbehalten, wobei keine Verpflichtung zur Aktualisierung und Mitteilung besteht. Bevor Empfänger eine Anlage-, Transaktions- oder sonstige finanzielle Entscheidung treffen, sollten sie die Eignung einer solchen Investition, Transaktion oder sonstigen Geschäfts für ihre speziellen Verhältnisse abklären und unabhängig (allenfalls mit ihren professionellen Beratern) die besonderen Risiken sowie die rechtlichen, regulatorischen, kreditmäßigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, diese Publikation zum persönlichen Gebrauch anzufordern, zugestellt zu erhalten und zu benutzen. FINAD lehnt diesbezüglich jegliche Haftung ab. Eine Anlage in den in diesem Dokument erwähnten Fonds und sonstige Finanzinstrumente sollten erst nach vorheriger sorgfältiger Lektüre und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospekts, des Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen und nach vorgängiger Konsultation Ihres Kundenberaters sowie – soweit erforderlich – Ihres eigenen Rechts- und/oder Steuerberaters erfolgen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, die entsprechenden Fondsdokumente anzufordern und zu erhalten. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder US-Personen ausgehändigt werden.

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der FINAD weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Für die Schweiz: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zürich, Schweiz ist eine auf Finanzdienstleistungen und Vermögensverwaltung spezialisierte unabhängige Aktiengesellschaft, errichtet nach schweizerischem Recht. Die FINAD ist der Selbstregulierungsorganisation SRO-AOOS angeschlossen. Weiter ist die FINAD angeschlossen an die OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>). Beschwerden über die FINAD können an die SRO AOOS oder die OFS gerichtet werden.

Für Österreich: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Wien, Österreich ist eine Wertpapierfirma gemäß § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018) und als solche berechtigt, die Wertpapierdienstleistungen der Anlageberatung, der Portfolioverwaltung sowie der Annahme und Übermittlung von Aufträgen, jeweils hinsichtlich Finanzinstrumenten, zu erbringen. FINAD ist nicht berechtigt, Dienstleistungen zu erbringen, die das Halten von Geld, Wertpapieren oder sonstigen Instrumenten von Kunden umfassen. FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien (www.fma.gv.at). Beschwerden über die FINAD können an die FMA gerichtet werden.

Für Deutschland: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburg, Deutschland ist die deutsche Zweigniederlassung der FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Wien, Österreich. FINAD ist ein auf Anlageberatung, Anlagevermittlung und Vermögensverwaltung (Finanzportfolioverwaltung) spezialisiertes unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien (www.fma.gv.at) sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main (www.bafin.de). Beschwerden über die FINAD können an die FMA oder die BaFin gerichtet werden.

FINAD ist nicht zur Ausübung der Rechtsanwaltschaft, Steuerberatung oder Wirtschaftsprüfung berechtigt.

© Copyright FINAD – alle Rechte vorbehalten.

FINAD

Financial Advisors | Since 1976