

Kapitalmärkte Blickpunkt

Ausgabe 13.03.2023 | LBBW Research | Macro/Strategy

Turbulenzen um die Silicon Valley Bank

Auf einen Blick

- Warum ist die SVB kollabiert und wie hat die Politik reagiert?
- Ist dies ein neuer „Lehman“-Moment?
- Was bedeutet die Auflösung der US-Regionalbank Silicon Valley für Europas Banken?
- Rücken die Notenbanken von ihren geldpolitischen Straffungsplänen ab?
- Wird die US-Wirtschaft nun in eine Rezession abstürzen?
- Was erwartet das LBBW Research in diesem Umfeld für die Aktienmärkte?
- Werden sich die Risikospreads nun wieder stark ausweiten?
- Welche Effekte sind durch die Insolvenz der Silicon Valley Bank auf den Krypto-Sektor zu erwarten?

F: Warum ist die SVB kollabiert und wie hat die Politik reagiert?

Eine sehr spezielle Nischen-Ausrichtung der SVB gepaart mit erstaunlichen Management-Fehlern führte zum Kollaps der mittelgroßen US-Bank (212 Mrd. USD Bilanzsumme; Nettogewinn 2022: 1,5 Mrd. USD). Ein massiver Einlagenzufluss in den Corona-Jahren u.a. von positiven Refinanzierungsrunden der Risikokapital-hungrigen Start-ups verdreifachte das SVB-Einlagenvolumen. Ganz überwiegend wurde letzteres in sichere, aber überwiegend langlaufende US-Staatsanleihen angelegt. Die extremen Zinssteigerungen der letzten Quartale ließ die Jungunternehmer in Q1-23 mangels alternativer Quellen verstärkt auf die Einlagen zurückgreifen. SVB konnte die Liquidität nur durch den verlustreichen Verkauf von längerlaufenden Anleihebeständen und durch eine Kapitalerhöhung generieren. Die Einlagen waren deutlich weniger stabil als gedacht – dagegen war die Anlagepolitik des Managements umso aggressiver. Der Anfang einer dramatischen Misstrauenskrise, die immer neues Abziehen von Einlagen zur Folge hatte (Teufelskreis).

Martin Peter

Senior Investment Analyst
+49 711 127-42746
martin.peter@LBBW.de

Christian Götz

Senior Investment Analyst
+49 711 127-74470
christian.goetz@LBBW.de

Elmar Völker

Senior Fixed Income Analyst
+49 711 127-76369
elmar.voelker@LBBW.de

Dirk Chlench

Senior Economist
+49 711 127-76136
dirk.chlench@LBBW.de

Frank Klumpp

Senior Equity Strategist
+49 711 127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

Michael Köhler

Senior Credit Analyst
+49 711 127-42664
michael.koehler@LBBW.de

Dr. Guido Zimmermann

Senior Economist
+49 711 127-71640
guido.zimmermann@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de

 LBBW_Research

Erstellt am:
13.03.2023 18:58

Über das Wochenende fanden Krisentreffen von US-Präsident Biden und Bankenaufsichtsbehörden (inkl. Fed) statt. Wir begrüßen die schnellen Entscheidungen: 1) Entgegen dem „nicht-versicherten“ Status eines Großteils der Einlagen der Firmenkunden von SVB garantiert die Politik die komplette Einlagenhöhe und sorgt für die nötige Liquidität auf Seiten der Unternehmen. Etwaige Firmenpleiten und höhere Arbeitslosenzahlen sollen so vermieden werden. 2) Für viele andere, vor allem deutlich kleinere Banken, wird ein Liquiditätstopf installiert („Bank Term Funding Program“/BTFP). Die Institute können zum Nominalwert ihre Staatsanleihen ohne (!) Abschreibungsnotwendigkeit als Sicherheit einreichen, um einen einjährigen Kredit zu erhalten. Mögliche unerwartete Auszahlungswünsche der Kunden können so ohne Belastung des eigenen Kernkapitals bedient werden.

F: Ist dies ein neuer „Lehman“-Moment?

Wir halten die Situation nicht für einen neuen „Lehman“-Moment. Dafür ist die SVB zu klein, aber vor allem zu wenig vernetzt. Vernetzungen über den Interbankenmarkt mit in- und ausländischen Banken dürften u.E. sehr übersichtlich sein, sodass eine systemische Ansteckung unwahrscheinlich ist. Zudem ist der US-Bankensektor im Vergleich zu 2008 deutlich stärker kapitalisiert: So lag die durchschnittliche Kernkapitalquote („Tier 1“) aller US-Banken mit einer Bilanzsumme >10 Mrd. USD Ende 2022 bei 13,08% gegenüber 8,98% im Herbst 2008. Etwaige größere Bewertungsverluste lassen sich zudem – vor allem bei den großen, systemrelevanten Konzernen (G-SIBs) – allein durch den temporären Stopp der Vollausschüttungspolitik (Dividenden und Aktienrückkäufe) abpuffern.

Dennoch erwarten wir einen verstärkten regulatorischen Gegenwind in den nächsten Quartalen. In den Fokus der Bankenaufsicht gehören aus unserer Sicht verstärkt die Vielzahl der kleinen, überwiegend regional aktiven Institute mit Bilanzsummen <20 Mrd. USD sowie der Schattenbank-Sektor. Hohe unrealisierte Verluste in den Wertpapierportfolien dürften 2023 für weitere, aber deutlich kleinere Pleiten sorgen. Die Erwartungshaltung der Investoren bezüglich einer sehr positiven Entwicklung des Zinsüberschusses dürfte aufgrund höherer Funding-Kosten revidiert werden. Wir rechnen damit, dass Kunden verstärkt Umschichtungen weg von unverzinsten Einlagen vornehmen werden. Insgesamt dürfte eine Flucht in Qualität die kleineren und mittleren Banken weiter schwächen. Eine beträchtliche Anzahl der SVB-Kunden hat Einlagenbestände gemäß Medienberichten bereits in Richtung der US-Großbanken transferiert. Die Management-Teams der Großbanken gehen für H2-23 überwiegend von einer „milden Rezession“ in den USA aus. Sollte die verschärfte Zinserhöhungspolitik stattdessen eine unerwartet starke Rezession herbeiführen, müssten die meisten Konzerne ihre Risikovor-sorge weiter sehr deutlich steigern.

F: Was bedeutet die Auflösung der US-Regionalbank Silicon Valley für Europas Banken?

Aus unserer Sicht ergibt sich hieraus keine Gefahr für das europäische Bankensystem. Hiesige Institute sind in aller Regel breit diversifiziert, haben eine solide Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung und sind nicht mit der Technologie- bzw. Kryptobranche verflochten. Die Situation bei

der Silicon Valley Bank ist nicht vergleichbar mit den Geschäftsaktivitäten der EU-Häuser. Die britische Tochter der Silicon Valley Bank wurde zu einem symbolischen Preis an die solide Großbank HSBC verkauft. Sie ist Medienberichten zufolge der größte Ableger der US-Regionalbank in Europa. In Deutschland hat die BaFin über die Zweigstelle ein Moratorium verhängt. Diese verfügt nur über eine Teilbanklizenz. Insofern ergeben sich aus unserer Sicht keine Ansteckungseffekte bei Europas Banken, wenngleich die schnelle Zinswende der EZB auch hier zu negativen Bewertungseffekten in den festverzinslichen Anlagenportfolios geführt hat. Allerdings haben diese Aktiva normalerweise in den Bankbilanzen hierzulande kein allzugroßes Gewicht, und bei den Krediten sehen wir eine insgesamt zufriedenstellende Qualität. Das Geschäftsumfeld ist sicherlich in Europa herausfordernd, aber die Häuser sind gut aufgestellt. Wir verweisen diesbezüglich auf unseren Blickpunkt Financials vom 09.03.2023 zur Berichtssaison 2022.

Während wir die fundamentalen Auswirkungen des Zusammenbruchs der US-Bank auf hiesige Banken für sehr begrenzt halten, sind wir hinsichtlich des psychologischen Effekts auf die Kapitalmarktteilnehmer anderer Meinung. Das Risikobewusstsein hinsichtlich der Financials ist durch dieses Ereignis zurückgekehrt, sei es bei Aktien oder Anleihen. Der iTraxx Senior Financials hat heute entsprechend negativ reagiert, bei den Cash Bonds fiel die Reaktion schwächer aus. Diese Stimmung könnte zunächst anhalten.

F: Rücken die Notenbanken von ihren geldpolitischen Straffungsplänen ab?

Die Sorge vor breiteren Ansteckungseffekten im Finanzsektor hat in den zurückliegenden beiden Handelstagen eine massive Korrektur der Leitzinserwartungen sowohl für die USA als auch den Euroraum ausgelöst. Die Erwartung bezüglich des Leitzinsgipfels hat sich in beiden Fällen um fast 100 Bp gegenüber den Höchstständen der Vorwoche nach unten verschoben. Wir sehen diese starke Reaktion einerseits als Teil einer technischen Korrektur der zuvor explosionsartig angeschwollenen Zinserhöhungsspekulationen. Letztere waren durch immer neue „hawkische“ Signale der Währungshüter, zuletzt von Fed-Chef Powell vor dem US-Kongress, angeheizt worden. Andererseits spekulieren die Marktteilnehmer nun darauf, dass die Zinserhöhungspläne der Notenbanker obsolet werden könnten. Sie greifen diesbezüglich u.E. auf das Muster vergangener Krisenereignisse zurück, als die Währungshüter stets mit einer Lockerung der Geldpolitik und einer Öffnung der Liquiditätsschleusen bereitstanden, um Engpässe zu beheben und nicht zuletzt die Finanzmarktakteure zu beruhigen. Es steht u.E. außer Frage, dass die jüngsten Probleme im US-Bankensektor der ohnedies schwierigen Aufgabe der Zentralbanken, ihre Geldpolitik in Zeiten extrem großer makroökonomischer Unsicherheit festzulegen, eine zusätzliche Komplikation hinzufügen.

Da sich die Auflösung der Silicon Valley Bank zumindest indirekt als Folge des ausgeprägten und vor allem sehr schnellen US-Zinsanstiegs darstellen lässt, spielt sie tendenziell den geldpolitischen Tauben in die Karten. Letztere waren in der öffentlichen Debatte zuletzt sowohl in den USA als auch im Euroraum zwar nur noch schwach vernehmbar. Ihre Warnungen vor den Gefahren einer überzogenen geldpolitischen Straffung für Wirtschaft und Finanzstabilität gewinnen nun jedoch an Gewicht. Auf dem anstehenden EZB-Ratstreffen am 16. März und erst recht im

Rahmen der FOMC-Sitzung am 21./22. März dürften die Implikationen der US-Bankenpleiten daher ein wichtiges Diskussionsthema darstellen. Wir gehen derzeit aber nicht davon aus, dass dies in eine Abkehr von weiteren Zinsanhebungen münden wird. Fed-Chef Powell hat erst vor Wochenfrist deutlich gemacht, wie wichtig eine hinreichend restriktive Geldpolitik ist, um die zu hohe Inflation einzudämmen. Er öffnete gar die Tür für einen Zinsschritt um 50 Bp. Ein „großer“ Zinsschritt dürfte nun zwar vom Tisch sein. Wir gehen gleichwohl davon aus, dass die geldpolitische Güterabwägung der Fed weiterhin zugunsten der Inflationsbekämpfung ausfällt. Dies gilt u.E. solange, wie die US-Notenbanker die Bankenturbulenzen nicht als Ausdruck einer beginnenden systemischen Krise einstufen. Mit anderen Worten: Die Bankenturbulenzen werden mittels zusätzlicher Liquiditätsbereitstellung geglättet, während die Geldpolitik mittels einer Zinsanhebung um 25 Bp weiter gestrafft wird. Bis auf weiteres halten wir zudem an unserer Prognose fest, dass der US-Leitzins (aktuell: 4,75%) bei 5,50% seinen Gipfel erreichen wird. Die Finanzmarktteilnehmer haben ihre „Gipfelerwartung“ dagegen auf 5% zurückgeschraubt.

US-Leitzins, Markterwartung für Leitzinsgipfel und Rendite 10-jähriger US-Treasuries



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Für die EZB gilt: Eine Bankenpleite im Lehman-Stil mit anschließendem Crash am Aktienmarkt wäre gewiss ein aufschiebendes Ereignis für die bereits fest angekündigte Leitzinsanhebung um 50 Bp. Dennoch sieht es bislang so aus, als habe der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank für den Bankensektor im Euroraum nur beherrschbare Auswirkungen. Die Inflation bleibt daher das Hauptaugenmerk der EZB und ein Zinsschritt um 50 Basispunkte der wahrscheinlichste Ausgang der EZB-Ratssitzung am 16. März. Dafür auch hilfreich dürfte sein, dass die Spreads der Staatsanleihen der EWU-Mitgliedstaaten, vor allem von Italien, bislang nur wenig auf die Turbulenzen in Übersee reagiert haben.

Davon abgesehen dürften die Marktturbulenzen jenen Stimmen im EZB-Rat mehr Gewicht geben, die dazu mahnten, auf Sicht zu fahren, anstatt sich in Sachen Zinserhöhungen vorab schon auf eine Serie von Erhöhungen festzulegen. „Mehr Visco, weniger Nagel“, könnte man in Anlehnung an ein geflügeltes Wort von Altkanzler Gerhard Schröder und mit Blick auf bekannte Exponenten beider EZB-Flügel sagen. Das geldpolitische Statement der EZB zu Beginn der Pressekonferenz dürfte die vom Markt noch vor Kurzen als wahrscheinlich gehaltenen 4% als „Zinsgipfel“ wackeln lassen, indem im Monetary Policy Statement der EZB wieder

stärker auf die Datenabhängigkeit der nächsten Zinsschritte verwiesen wird. Dem Wording des Statements kommt vor diesem Hintergrund dieses Mal besondere Bedeutung zu. Wir halten an unserer aktuellen Prognose für den Einlagesatz (aktuell 2,50%) von 3,75% bis Jahresende fest. Der Markt sieht nach deutlicher Abwärtskorrektur der Zinserwartungen aktuell sogar nur noch einen Anstieg der Leitzinsen auf rund 3,25% als wahrscheinlich an. Die neuen Projektionen für Inflation und BIP-Wachstum dürften indes mehr oder weniger das inzwischen gewohnte Bild bestätigen: Die Inflation wird noch bis weit ins Jahr 2025 hinein deutlich über dem Ziel der EZB liegen. Eine Straffung der Geldpolitik bleibt daher Trumpf im Euroraum.

F: Wird die US-Wirtschaft nun in eine Rezession abstürzen?

Die US-Konjunkturindikatoren sind zu Beginn dieses Jahres mehrheitlich überraschend kräftig ausgefallen. Insbesondere am US-Arbeitsmarkt sind keine Anzeichen von Schwäche auszumachen. Im Zuge dessen haben wir kürzlich unsere US-Wachstumsprognose für das laufende Jahr von 0,5% auf 1,5% angehoben. Gleichwohl bleiben die längerfristigen Perspektiven für die US-Wirtschaft eingetrübt. Der Index der US-Frühindikatoren lag im Januar 2023 rund 6% unterhalb seines Wertes im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Auf einen derartigen Rückgang des Index folgte in der Vergangenheit immer eine Rezession. Zudem befindet sich die Differenz der Renditen von 10-jährigen und 2-jährigen US-Staatsanleihen seit einigen Monaten deutlich im negativen Bereich. Auch dies ist ein klassisches Rezessionssignal. Es kommt erschwerend hinzu, dass die US-Geschäftsbanken – mitunter in Reaktion auf die inverse Zinsstrukturkurve – ihre Kreditvergabekriterien verschärft haben. Es ist zu mutmaßen, dass die Geschäftsbanken vor dem Hintergrund der jüngsten Ereignisse bei der Silicon Valley Bank mit der Herausreichung von Krediten noch zögerlicher vorgehen werden als bislang. Die Verbraucher wiederum dürften angesichts der in den zurückliegenden Tagen erfolgten Rückgänge am US-Aktienmarkt weniger Neigung zu größeren Anschaffungen verspüren. Die Federal Reserve dürfte – im Gegensatz zu vorangegangenen Phasen von Kapitalmarkturbulenzen – der US-Wirtschaft keine helfende Hand reichen können. Die US-Notenbank hat angesichts der hartnäckig hohen Inflation unseres Erachtens keinen Spielraum, ihre Zinserhöhungsphase zu beenden – von Leitzinssenkungen ganz zu schweigen. Die Reaktion der Federal Reserve auf die Turbulenzen beschränkt sich bislang auf die Bereitstellung einer neuen Refinanzierungsfazilität. Dabei werden eingereichte Sicherheiten zum Nominalwert bewertet. Da die meisten langlaufenden US-Staatsanleihen vor dem Hintergrund der Zinswende unter pari notieren, dürfte diese Ausgestaltung der Fazilität eine zusätzliche Unterstützung für die US-Geschäftsbanken sein, welche die Fazilität in Anspruch nehmen. Im Ergebnis bekräftigt uns die jüngste Entwicklung in unserer Einschätzung, dass die US-Wirtschaft gegen Ende dieses Jahres in eine Rezession abgleiten wird. Wir erachten die Bremswirkung der Turbulenzen um die Silicon Valley Bank jedoch nicht als so gravierend, dass eine weitere Herabsetzung unserer ohnehin schon niedrigen US-Wachstumsprognose für das nächste Jahr angezeigt ist. Wir behalten daher die Prognose bei, dass die US-Wirtschaft im Jahresdurchschnitt 2024 stagnieren wird.

F: Was erwartet das LBBW Research in diesem Umfeld für die Aktienmärkte?

Lange Zeit hielten sich europäische Aktien widerstandsfähig gegenüber Störfeuern aus den USA: Spätestens mit der Insolvenz der Silicon Valley Bank hat sich dies geändert: Der US-Aktienmarkt tendiert schwach, und rund um den Globus folgten die übrigen Börsenplätze. Nach dem fulminanten Jahresstart ist erst einmal „risk-off“ angesagt. Zu den größten Verlierern zählten naturgemäß Banken, die bis zuletzt ganz vorn auf den Kauflisten der Anleger standen, weil sie von der Zinswende profitieren. Wie geht es nun weiter?

Zunächst zur Assetklasse Aktien insgesamt: Die Rally seit Oktober vorigen Jahres, die sich zu Jahresbeginn 2023 fortsetzte, hatte eine Reihe von Auslösern: Das Ende der Zero-Covid-Politik in der Volksrepublik China, das Ausbleiben der Gasmangellage sowie die deutlich besser als befürchtet ausgefallene Konjunkturentwicklung, vor allem in Deutschland. Auch in den USA präsentierte sich die Konjunktur sehr robust. Zwischenzeitlich wurde gar ein „Best-Case“ eingepreist, wonach ein Soft Landing bei gleichzeitigem Inflationsrückgang gelingen könnte. Inzwischen sind beide Aspekte wieder mit deutlich mehr Fragezeichen behaftet: So könnte die Konjunktur in den USA erst zeitverzögert (2024) in eine Rezession rutschen, und die Inflation scheint hartnäckiger als erhofft. Nach der jüngsten Konsolidierung ist der US-Markt auf Basis der 12-Monats-Forward-Gewinne nach wie vor mit einem KGV von ca. 17 bewertet, was weiterhin über dem langjährigen Durchschnitt liegt. Dies lässt nur wenig Spielraum für Enttäuschungen. Zwar gehen wir nicht davon aus, dass es sich bei der SVP-Auflösung um einen „Lehman 2.0“-Moment handelt. Dennoch dürften kurzfristig die Risiken überwiegen. Dies gilt sowohl für die Bewertung als auch für die weitere Gewinnentwicklung, wo das Risiko von Abwärtsrevisionen angestiegen ist. Wir bleiben daher mit Blick auf die weitere Entwicklung an den Aktienmärkten vorsichtig. Das schwierige Fahrwasser dürfte mit Blick auf die kommenden Monate anhalten.

Nun zur Brancheneinschätzung: Zwei Aspekte sind u.E. nach den jüngsten Turbulenzen rund um SVB, Silvergate und Signature Bank hinzugekommen. Zum einen dürften Wachstumstitel nach dem ebenfalls guten Jahresstart nun wieder kritischer beäugt werden. Zum anderen dürften die Risikoprämien für Bankaktien ansteigen, sprich: die Bewertungsrelationen der Bankkonzerne unter Druck kommen. Dieser Sektor war im Februar der „most crowded trade“ in der monatlichen Fondsmanagerumfrage der Bank of America. Auch in unserer Branchen-Allokationsempfehlung zählten europäische Banken bislang zu unseren Favoriten. Seit der Aufnahme in den Kreis unserer Sektor-Favoriten im September 2022 hat der Stoxx Europe 600 Bankenindex 23% zugelegt. Auf Basis von aggregierten Konsensschätzungen (12-Monats-Forward) sind Bankentitel mit einem KGV von knapp 8 nach wie vor günstig bewertet. Das Chance-Risikoprofil hat sich dennoch eingetrübt. Wir stufen den Sektor daher auf „neutral“ zurück.

F: Werden sich die Risikospreads nun wieder stark ausweiten?

Den starken Verwerfungen an den globalen Kapitalmärkten konnten sich auch die Credit-Märkte nicht entziehen. Von niedrigem Niveau aus weiteten sich die Spreads aus. Die Anstiege konzentrierten vor allem auf den Bereich der Kreditderivate und weniger auf die Cash-Bonds. Dieses Muster ist nicht unüblich. Aufgrund geringer Liquidität bei Unternehmensanleihen scheuen die Investoren im ersten Schritt meist den direkten Verkauf und greifen zunächst zu Absicherungsmaßnahmen. Großvolumige Portfolio-Umschichtungen werden dementsprechend in der Regel nur in Erwartung einer längerfristigen Trendwende vorgenommen.

iTraxx Europe vs. EUR Investment-Grade Asset Swap Spread (in Bp.)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

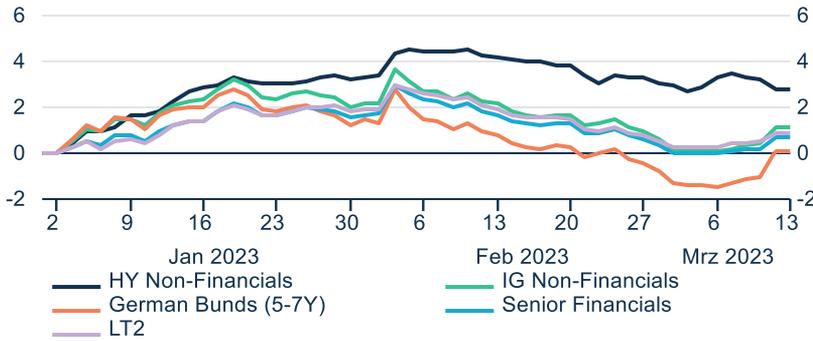
Die jüngsten Spreadausweitungen sollten vor dem Hintergrund der zuvor aufgetretenen monatelangen Rally gesehen werden. Auf den niedrigen Niveaus wirkte viel Positives eingepreist. Weitere positive Fundamentaldaten zeigten zuletzt kaum noch Wirkung, die Anfälligkeit gegenüber negativen Nachrichten war im Gegenzug gestiegen. Der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank war nun offensichtlich der Trigger zu einer wieder stärkeren Risikoaversion. Wir hatten in unserer Publikation „Anleihen Weekly“ mehrfach darauf hingewiesen, dass kurzfristig eine Ausweitung der Risikoprämien nicht unwahrscheinlich ist. Unsere Prognosen implizierten dementsprechend eine Spreadausweitung in der ersten Jahreshälfte.

Negative Rückwirkungen könnten kurzfristig auch bei den Neuemissionen auftreten. In unsicheren Marktphasen nimmt die Aktivität am Primärmarkt typischerweise ab – nicht nur aufgrund fehlender Kaufbereitschaft, sondern häufig auch aufgrund der Tatsache, dass die Emittenten eine ruhigere Marktphase abwarten möchten. Der Jahresauftakt am Neuemissionsmarkt war sehr stark. Viele Unternehmen haben das zur Verfügung stehende Fenster genutzt und ihren Finanzierungsbedarf gedeckt. Auch in den Vorjahren hat die Mehrheit der Firmen ihre „Hausaufgaben“ erledigt und ihre Finanzierung überwiegend langfristig ausgerichtet. Von Einzelfällen abgesehen scheint somit eine temporäre Schwäche am Primärmarkt gut verkraftbar.

Beim Blick auf die Total Returns der Asset Klasse muss berücksichtigt werden, dass aktuell gegenläufige Effekte auftreten. So belastete zwar

der Spreadanstieg die Performance, doch der parallel auftretende allgemeine Renditerückgang kompensiert dies weitgehend. Im Investment-grade-Segment überlagerte zuletzt sogar der letztgenannte Treiber, so dass sich die Renditen rückläufig entwickelten. Der Total Return stieg somit trotz der Spreadausweitung (vgl. Chart unten). Dies schützt zwar nicht vor möglichen zukünftigen Verlusten bei einer fortgesetzten Eskalation an den Kapitalmärkten, aber aktuell dürfte zumindest bewertungsseitig noch kein großer Verkaufsdruck auftreten.

Total Return verschiedener Fixed-Income-Klassen (in %)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Ausblick: Die jüngsten Turbulenzen könnten kurzfristig noch nachwirken – die Volatilität dürfte zunächst erhöht bleiben. Nach einer langen Phase rückläufiger Spreads könnte nun zunächst eine Konsolidierungsphase anstehen. Allerdings werten wir dies nicht als nachhaltige Trendwende zu einer längeren Phase stark steigender Risikoaufschläge. Eine systemische Krise ist nicht unser Basisszenario, daher gehen wir im weiteren Jahresverlauf von einer Rückkehr in ruhigeres Fahrwasser aus.

Dann sollten auch wieder die positiven Aspekte eines Credit-Investments in den Vordergrund treten. Die Frühindikatoren signalisieren derzeit, dass die anstehende Rezession deutlich milder ausfallen dürfte als noch vor einigen Monaten erwartet. Der Anstieg der Ausfallraten sollte sich demzufolge in Grenzen halten. Die zu erwartenden Ausfälle werden auf den aktuellen Spreadlevels u.E. mehr als kompensiert. Der Anstieg der Risikoprämien sollte somit nur temporärer Natur sein.

F: Welche Effekte sind durch die Insolvenz der Silicon Valley Bank auf den Krypto-Sektor zu erwarten?

Der Krypto-Sektor musste im letzten Jahr jede Menge negative Schocks verarbeiten. Nicht nur zog die Pleite der wichtigen Krypto-Börse FTX negative Kaskadeneffekte mit weiteren Pleiten nach sich, sondern beschädigte das Image des Sektors insbesondere bei institutionellen Investoren nachhaltig. Zuletzt musste eine für den Sektor wichtige Bank – Silvergate – seine Segel streichen. Silvergate hatte sich von einer obskuren, kleinen Bank zu einem wichtigen Spieler für den Krypto-Sektor entwickelt. Silvergate diente durch ihre Banklizenz als eines der wichtigen Tore für Gelder aus dem traditionellen Finanzsektor in den Krypto-Sektor. Nun

muss der Krypto-Sektor mit dem Zusammenbruch von SVB einen weiteren Schlag hinnehmen. Prominent getroffen wurde nämlich der wichtige Anbieter der Stablecoin USDC, Circle.

Stablecoins sind Kryptowährungen, die mit sicheren Aktiva unterlegt sind. Durch die Besicherung sinkt die Volatilität der Kryptowährung. Hierdurch können Stablecoins als Zahlungsverkehrsmedien im blockchain-basierten Decentralized-Finance-Sektor eingesetzt werden. Stablecoins dienen aber auch quasi als Medium für Akteure im DeFi-Sektor, Gelder „sicher zu parken“.

Die beiden wichtigsten Stablecoin-Anbieter sind Circle und Tether. Tether ist ein notorisch intransparenter Anbieter und wurde in der Vergangenheit mehrfach regulatorisch negativ auffällig. Der Anbieter Circle versuchte dagegen in der Vergangenheit, alle regulatorischen Anforderungen klar und sauber zu erfüllen. Insbesondere beanspruchte Circle, dass seine Stablecoin mit USD-basierten Aktiva zu 100% unterlegt sei. Pech nun, dass sich herausstellt, dass Circle rund 3 Mrd. USD von rund 40 Mrd. USD an Reserven für USDC auf Konten bei SVB liegen hatte. SVB diente Circle als eine von sechs Banken, die die 25% Cash-Anteile an den Reserven der Stablecoin USDC verwalten.

Entsprechend verlor der Stablecoin USDC von Circle seine Bindung an den USD und entpuppte sich damit doch als ziemlich instabil. Dies dürfte der Regulierung erneut Munition geben, Stablecoins streng zu regulieren.

Interessanterweise kam es bislang zu keinen weiteren Verwerfungen auf dem Krypto-Markt. Vielleicht kein Wunder. Denn der Sektor hatte in den letzten Monaten schon mit extrem vielen negativen Nachrichten und Ereignissen zu kämpfen. Er ist schlechte Nachrichten gewohnt.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

