



PRIO PARTNERS

BODMER CETTIER



*Alfred Escher, um 1875
Begründer der Schweizer Kreditanstalt*

Zürich, 20. März 2023

AK Nr. 32 – Déjà-vu?

Der Verkauf der Credit Suisse per Notrecht an die UBS am Sonntag, 19. März 2023, beendet die 166-jährige Geschichte der zweitgrössten Bank der Schweiz. Ein tragisches Ende für die CS. Was am anderen Ende der Welt durch die Insolvenz der Silicon Valley Bank am 10. März begann, sich durch unbedachte Worte der Saudischen Grossinvestoren der CS verstärkte, endet am Paradeplatz in Zürich: Die Credit Suisse ist Geschichte.

Spurensuche

In unserer Rolle als Vermögensverwalter müssen wir uns fragen, wie es dazu kommen konnte. Im Fall der insolventen Silicon Valley Bank liegt nach unserer Interpretation ein Missmanagement der Fristentransformation vor: Der Bank flossen in den letzten Jahren im Zuge der ultralockeren Geldpolitik Unmengen an Liquidität zu. Diese Liquidität legte die Bank vor allem in vermeintlich sicheren langfristigen US-Staatsanleihen an. Der schnelle Zinsanstieg der letzten 12 Monate hatte jedoch verheerende Folgen: Der Buchwert der langlaufenden Anleihen verlor stark an Wert und die auf Sicht gehaltenen Anleihen mussten zu Marktpreisen verbucht werden. Als erste Gerüchte der Schieflage im Markt die Runde machten und Anleger ihr Geld in Scharen abzogen, war es um die Silicon Valley Bank geschehen. Ein klassischer Bank Run.

Die Probleme der Credit Suisse sind dagegen anders gelagert und haben viel mit der Unternehmenskultur und mangelnder Risikodiversifikation zu tun. Hohe Strafzahlungen für unlautere Geschäftspraktiken gepaart mit gigantischen Verlusten aus Hochrisikogeschäften waren der Anfang vom Ende.

Der sich akzentuierende Vertrauensverlust und die rasanten Abflüsse von Kundengeldern waren dann nicht mehr zu stoppen. Die bekannten Probleme auf der Führungsebene sind aus unserer Sicht aber nur Ausdruck eines grösseren Problems gewesen: Der mangelnden Verantwortung, Verbundenheit und Nähe der Eigentümer. Und damit meinen wir nicht die vielen treuen Aktionäre, die meist als Jugendliche schon ein Sparkonto bei der SKA (der Vorgängerorganisation der CS) hatten, wir denken hier vielmehr an Staatsfonds aus der Wüste oder gigantischen Asset Managern aus den USA, für die die CS nur eine Kommastelle in ihren Bilanzen darstellt.

Am Ende des Tages sind die genannten Banken aufgrund von unzureichenden Geschäftsmodellen und unternehmerischen Fehlentscheidungen gescheitert – und so soll es auch sein. Viel wichtiger ist für uns die Frage, ob wir vor dem Anfang einer tiefgreifenden Systemkrise stehen. Einem Déjà-vu der Finanzmarktkrise 2008/2009?

Déjà-vu?

Wie es anders nicht sein kann, fangen wir mit der Beantwortung dieser Frage bei den Zentralbanken und deren Geld- und Zinspolitik an. Die zu lange zu tief gehaltenen Zinsen wurden in historisch einmaligem Tempo angehoben. Wer hätte da jemals gedacht, dass eine solche «Strategie» zu Schwierigkeiten führen könnte? Zu billiges Geld führt zu Exzessen und Fehlallokationen von Kapital. Das ist nicht neu. In Kombination mit einem historisch bemerkenswerten Tempo von Zinserhöhungen wird das Ganze zu einem Crash-Test Experiment, wo man nur hoffen kann, dass das Fahrgestell solide genug gebaut ist.

Crash-Test Experiment der Zentralbanken?

Weltweite Entwicklung der Leitzinsen, in %

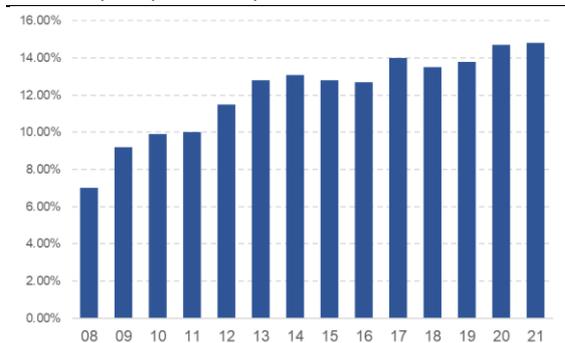


Quelle: Bloomberg, Prio Partners

Um das Finanzsystem resilienter zu gestalten, haben Politik und Zentralbanken nach der Finanzmarktkrise die Eigenkapitalanforderungen an Banken erhöht. Auch sollten die umfangreichen Revisionen der systemrelevanten Banken für Stabilität sorgen. Entsprechend hat der Bankensektor als Ganzes höhere Eigenkapital- und Liquiditätsquoten implementiert.

Eigenkapitalquoten gestiegen. Aber ob das reicht?

Ø Kernkapitalquote europäischer Banken, in %



Quelle: Deutsche Bank Research, Prio Partners

Was sich aus unserer Sicht entscheidend anders darstellt als in der Finanzkrise 2008/2009, ist die Entschlossenheit, mit der Politik und Zentralbanken Unsicherheiten im Finanzsystem schon zu Beginn begegnen. Kein Zögern; kein Lehman Moment; in dem Banker mit Kartons aus der über Nacht Pleite gegangenen Bank laufen; keine Panik. Früher sprach man von dem Zentralbank-Put und meinte damit, dass zur Not die Zentralbanken die Wirtschaft und die Märkte mit billigem Geld stützen. Heute würden wir vom Staats-Put sprechen, denn die Politik scheint gewillt, in die Märkte und insbesondere das Bankensystem einzugreifen, wenn sich Ungemach abzeichnet. Entsprechend sehen wir entscheidende Unterschiede zur Finanzmarktkrise 2008/2009. Jedoch raten wir zu Vorsicht in zinsensitiven und mit hohem Verschuldungsgrad

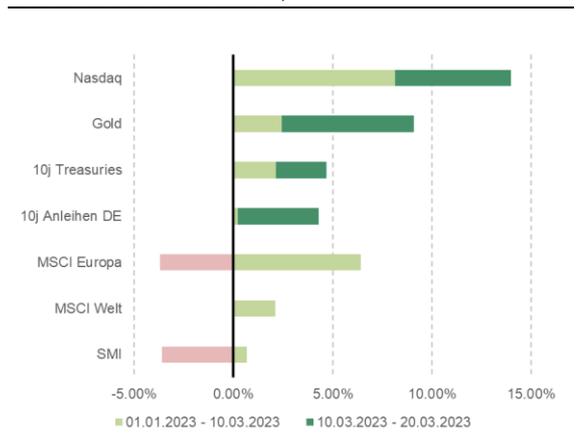
operierenden Bereichen der Wirtschaft, wie dem Immobiliensektor oder Private Equity, die jahrelang von billigem Geld profitierten.

Wendepunkt

Im Markt gibt es immer wieder Wendepunkte: Der Fall der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse ist ein solcher. An Wendepunkten ändert sich auch das Anlegerverhalten. Entsprechend sind wir besonders daran interessiert, wie sich die verschiedenen Anlageklassen und Sektoren seit Jahresanfang und jeweils vor und nach dem 10. März entwickelt haben, um Schlüsse für das Marktverhalten zu ziehen. Wir haben die auffälligsten Bewegungen in den nachfolgenden Schaubildern aufgezeigt. Die hellgrünen Balken zeigen die Entwicklung von Jahresanfang bis zum 10. März, die dunkelgrünen Balken sowie die roten Balken zeigen die Entwicklung seit dem 10. März bis heute.

Anlageklassen seit Jahresanfang

vor und nach dem 10. März, in %

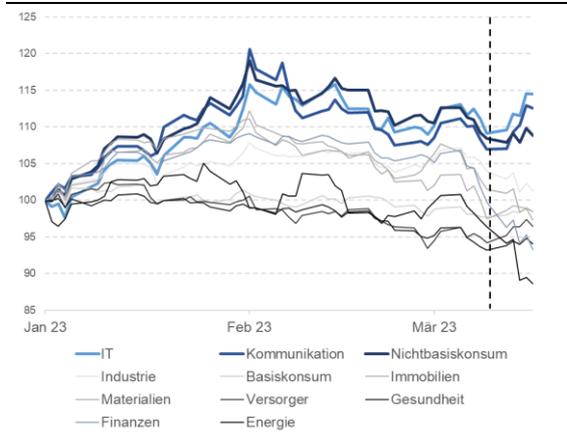


Quelle: Bloomberg, Prio Partners

Es sticht heraus, dass Technologiewerte als sicherer Hafen gesucht werden. Dies mag auch mit den stark gesunkenen Erwartungen hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen zusammenhängen. Gold hat sich (wenig überraschend) vor allem seit dem 10. März sehr gut entwickelt. Anleihen sind ebenfalls gut gelaufen, wobei der Anstieg der Risikoaversion deutlich bei den 10-jährigen deutschen Staatsanleihen zu sehen ist. Auf der Aktienseite haben insbesondere die Aktienmärkte in Europa und der Schweiz seit dem 10. März stark nachgegeben.

Auf der Aktienseite ist das Bild differenzierter, wenn man die Sicht auf die Sektorebene lenkt. Das nachfolgende Schaubild zeigt die Entwicklung.

Sektorentwicklung seit Jahresanfang
vor und nach dem 10. März, indexiert, in %



Quelle: Bloomberg, Prio Partners

Technologie-Werte und Kommunikationsunternehmen konnten sich nicht nur seit Jahresanfang, sondern vor allem auch seit dem 10. März, dem Negativtrend der anderen Branchen entziehen. Auch der Nichtbasiskonsum entwickelte sich positiv. Alle anderen Sektoren haben seit Jahresanfang und seit dem 10. März einen schwereren Stand.

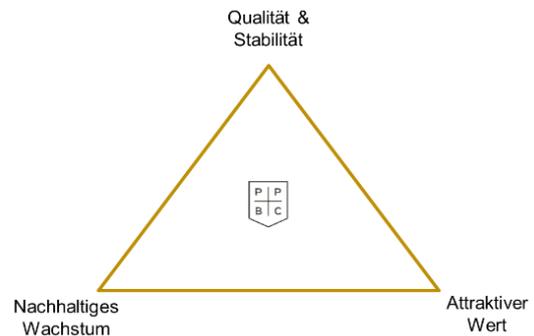
Aus diesen Beobachtungen folgt auch unsere Portfoliopositionierung, an der wir schon länger festhalten.

Unsere Portfoliopositionierung

Wir mögen Gold als ultimative Systemversicherung, sehen kurzfristige Staatsanleihen als taktisch sinnvolle Ergänzung, bewerten mittel- bis langfristige Anleihen als relativ attraktiv und präferieren Technologiewerte sowie Basiskonsumwerte.

Einmal mehr bevorzugen wir Unternehmen mit guten Bilanzen und stabilen Geschäftsmodellen. Als Orientierungsrahmen empfehlen wir das Goldene Dreieck von Prio Partners mit den Dimensionen Qualität & Stabilität, Nachhaltiges Wachstum und Attraktiver Wert.

Das Goldene Dreieck von Prio Partners



Quelle: Prio Partners

Über das Tagesgeschäft hinaus

Wir wünschen uns mehr tatsächliche Verantwortung von denjenigen, die in Grosskonzernen in der Verantwortung stehen. Auch stellen wir exzessive Vergütungssysteme in Frage, die der breiten Bevölkerung nicht mehr vermittelt werden können. Hier stehen auch die Aktionäre als Eigentümer der Firmen in der Verantwortung. Lassen Sie uns Sorge tragen für unser freiheitliches Wirtschaftssystem, dass im Einklang mit der Gesellschaft existieren muss.

Dr. Patrick Cettier