

<https://blog.de.erste-am.com/the-good-the-bad-and-the-hawk/>

## The Good, the Bad and the Hawk

Gerhard Winzer



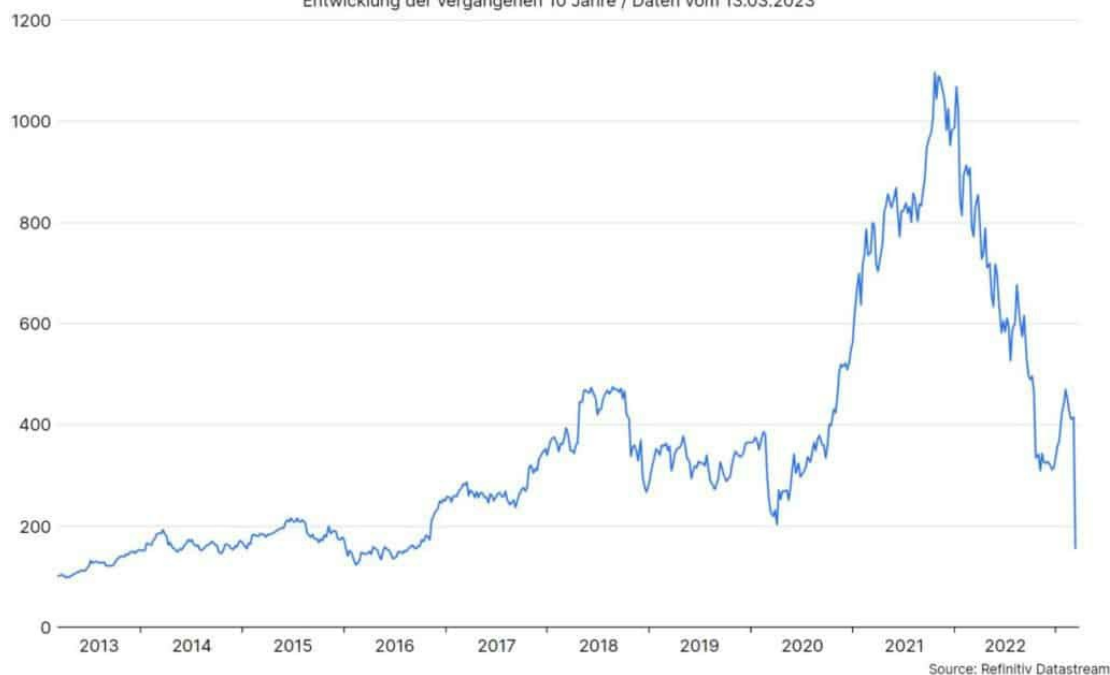
Die vergangene Woche brachte gute, schlechte und inflationskämpferische Nachrichten, allesamt aus den USA. Der Arbeitsmarkt war im Februar etwas weniger eng, aber Turbulenzen rund um eine US-Bank haben zu einer Flucht in den sicheren Hafen (US-Staatsanleihen) geführt. Mitte der Woche hat der Vorsitzende der US-Zentralbank auf die Möglichkeit von schnellere Leitzinsanhebungen auf ein höheres Niveau hingewiesen.

### Schließung der Silicon Valley Bank

Am vergangenen Freitag wurde die Silicon Valley Bank (SVB) von der staatlichen Einlagensicherungsbehörde (FDIC) geschlossen. Die Bank ist auf Startups im Technologiesektor spezialisiert. Immer mehr Kund:innen haben ihre Einlagen abgezogen. Um die Abflüsse zu bedienen, wurden Anleihen verkauft. Die Anleihen waren allerdings mit unrealisierten Buchverlusten bilanziert. Die Realisierung der Kursverluste hatte zu einem zusätzlichen Finanzierungsbedarf geführt, den niemand decken wollte.

### SVB Financial Group (SIVB) Aktienkurs

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 13.03.2023



Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 13.03.2023

Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen. Die Silicon Valley Bank ist an der US-Technologebörse NASDAQ unter dem Namen SVB Financial Group gelistet.

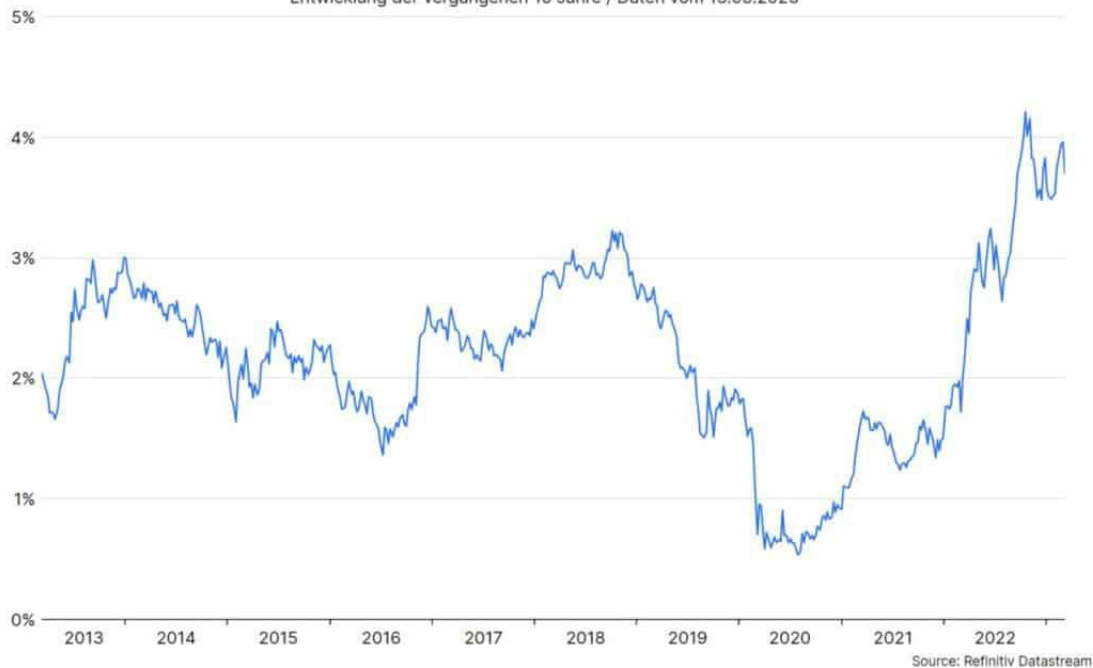
### Barwert und Duration

Die Einlagen der SVB sind in den vergangenen Jahren stark angewachsen. Diese wurden in Anleihen investiert (Staats- und Hypothekendarlehen). Die starken Renditeanstiege im

vergangenen Jahr haben allerdings zu unrealisierten Buchverlusten geführt. Hier kommt das Barwertmodell zum Tragen. Wenn die Kuponzahlung von bestehenden Anleihen mit den höheren Renditen von neuen Anleihen bewertet werden, sinkt der Kurs (der Barwert) der bestehenden Anleihen.

## Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen

Entwicklung der vergangenen 10 Jahre / Daten vom 13.03.2023



Quelle: Refinitiv Datastream; Daten vom 13.03.2023

Source: Refinitiv Datastream

Hinweis: Die Entwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Wertentwicklungen.

So lange die Anleihen bis zur Endfälligkeit hätten gehalten werden können, stellte das kein Problem dar. Bemerkenswert ist, dass die Zinssensitivität (Duration) des Anleiheportfolios im vergangenen Jahr sogar angestiegen ist. Je höher die Zinssensitivität, desto höher der Kursrückgang pro Prozentpunkt Zinsanstieg. Andere Manager:innen haben im vergangenen Jahr das Zinsrisiko (die Duration) verkürzt.

### Zielkonflikte

Im Prinzip hat eine Zentralbank drei Funktionen:

1. Niedrige Inflation
2. Vollbeschäftigung und
3. Finanzmarktstabilität.

Weil die Inflation seit einiger Zeit hoch ist, ist die Geldpolitik auf eine restriktive Haltung ausgelegt. Die Leitzinsen werden angehoben und die Anleihen auf der Zentralbankbilanz werden verkauft (Quantitative Tightening). Das gefährdet die anderen beiden Ziele. Um aus einem jüngst veröffentlichten Arbeitspapier zu zitieren: „Es gibt nach 1950 keinen Präzedenzfall für eine umfangreiche, von der Zentralbank ausgelöste Disinflation, die nicht mit erheblichen wirtschaftlichen Opfern oder einer Rezession einhergeht.“ (Managing Disinflation, Cecchetti et al, February 2023). Zudem erhöhen die schnellen Leitzinsanhebungen das Risiko für Liquiditätskrisen. Vergangenes Jahr sind die britischen Pensionskassen in eine solche geschlittert.

### Entschiedene Maßnahmen um Folgeschäden zu vermeiden

Die Schließung der SVB hat zu Sorgen vor möglichen Folgeschäden geführt. Erstens besteht die Befürchtung, dass auch anderen Banken in eine Liquiditätskrise rutschen könnten. Zweitens gibt es Sorgen, dass zahlreiche Startup Firmen ihre Einlagen nicht bekommen könnten. Diesen Sorgen treten Finanzministerin Janet Yellen und die US-Notenbank mit einigen Maßnahmen, die am Wochenende beschlossen wurden, entschieden entgegen:

1. Die US-Zentralbank bietet mit einem neuen Programm (Bank Term Funding Program – BTFP) Kredite an Banken mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr an. Die Anleihen, die dafür als Besicherung dienen, werden mit dem Nominalwert (nicht mit den aktuell niedrigeren Kursen) bewertet. Über diesen Weg könnten Banken zu Liquidität kommen, ohne die Buchverluste von Anleihen realisieren zu müssen.
2. Das Finanzministerium sichert diese Kreditvergabe aus dem Exchange Stabilization Fund im Ausmaß von US-Dollar 25 Milliarden ab.
3. Die Bedingungen des Diskontfensters werden an das BTFP angepasst. Hierbei werden im Rahmen von drei Programmen (Primary, Secondary und Seasonal Credit) den Banken besicherte Kredite zur Verfügung gestellt.
4. Alle Einlagen sollen für die Kund:innen geschützt werden (sowohl die von gesicherten als auch die nicht gesicherten).
5. Die SVB-Tochter im UK wird an HSBC verkauft.

### Mittelfristige Inflationsrisiken bleiben

Zuvor hatte der Chef der US-Zentralbank, Powell in zwei Reden vor Unterausschüssen des US-Kongresses inflationskämpferische Aussagen getätigt. Der Kernsatz war: „Sollte die Gesamtheit der Daten darauf hindeuten, dass eine schnellere Straffung gerechtfertigt ist, wären wir bereit, das Tempo der Zinserhöhungen zu erhöhen.“ Auf der positiven Seite hat am vergangenen Freitag der Arbeitsmarktbericht für den Monat Februar einen weiteren Anstieg der Beteiligungsrate gezeigt. Der Arbeitsmarkt bleibt zwar außerordentlich eng, aber es gibt eine Verbesserung. Zudem sind die durchschnittlichen Stundenlöhne um nur 0,2% im Monatsabstand angestiegen (4,6% im Jahresabstand).

Am kommenden Dienstag wird die Veröffentlichung der Konsumentenpreis-inflation für den Monat Februar große Aufmerksamkeit erhalten. Für die Kernrate (Gesamtzahl exklusive Nahrungsmittel und Energie) wird ein hoher Anstieg von 0,4% im Monatsabstand erwartet. Der annualisierte (auf das Jahr hochgerechnete) Wert beträgt 4,8% (0,4% mal 12 Monate). Auch wenn die Inflation nach wie vor viel zu hoch ist und die Hinweise für eine Inflationpersistenz zugenommen haben: Solange die Auswirkungen der Pleite der Silicon Valley Bank unklar sind, ist eine besonders restriktive Geldpolitik (Beschleunigung des Zinsanhebungszyklus) schwer vorstellbar. Damit nehmen aber die mittelfristigen Inflationsrisiken zu.

## Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Umfassende Informationen zu den mit der Veranlagung möglicherweise verbundenen Risiken sind dem Prospekt bzw. „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ des jeweiligen Fonds zu entnehmen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger:innen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.



## Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.