



Kompass

3. Quartal 2023

Die US-Bankenkrise und ihre
Auswirkungen

Der US-Schuldenstreit

Anlageimplikationen

Bankenkrise und Schuldenstreit belasten die USA

Im März 2023 erlebte der US-Bankensektor eine schwere Krise, ausgelöst durch die Zinserhöhungen der Fed und riskante Investitionen in Tech-Startups. Die US-Notenbank und Präsident Biden versuchten zwar die Situation zu stabilisieren, aber das Vertrauen der Anleger war erschüttert. Zwei Banken brachen schliesslich zusammen und eine weitere wurde übernommen. Auch die Credit Suisse erlitt in den letzten Jahren zahlreiche finanzielle Rückschläge und wurde nach anhaltendem Kurszerfall von der UBS übernommen. Um zukünftige Krisen zu verhindern, erwägen die Regulierungsbehörden deswegen strengere Massnahmen zur Stärkung des Finanzsystems. Mittlerweile konnte sich der US-Kongress hinsichtlich der Schuldenobergrenze einigen. Ansonsten hätte ein Zahlungsausfall der US-Regierung mit weitreichenden Konsequenzen für die Weltwirtschaft gedroht. Um den Staatshaushalt zu entlasten, wurden Massnahmen wie Steuererhöhungen und Ausgabensenkungen diskutiert. Wir nehmen die aktuelle Debatte auf und diskutieren einige Faktoren, die für die Schuldentragfähigkeit von Staaten relevant sind. Als Fortsetzung der letzten Ausgabe gehen wir im letzten Teil auf verschiedene Anlageimplikationen der aktuellen wirtschaftlichen Situation ein. Trotz gestiegener Realzinsen bevorzugen wir weiterhin Aktien gegenüber festverzinslichen Anleihen. Innerhalb der Aktien setzen wir jedoch weniger auf Wachstums- als vielmehr auf Qualitätsaktien. Gold verzeichnete zuletzt einen markanten Preisanstieg und ist derzeit nahe seines Allzeithochs. Aufgrund geopolitischer Spannungen und zunehmender Staatsverschuldung dürfte Gold aber nach wie vor eine attraktive Anlage sein.

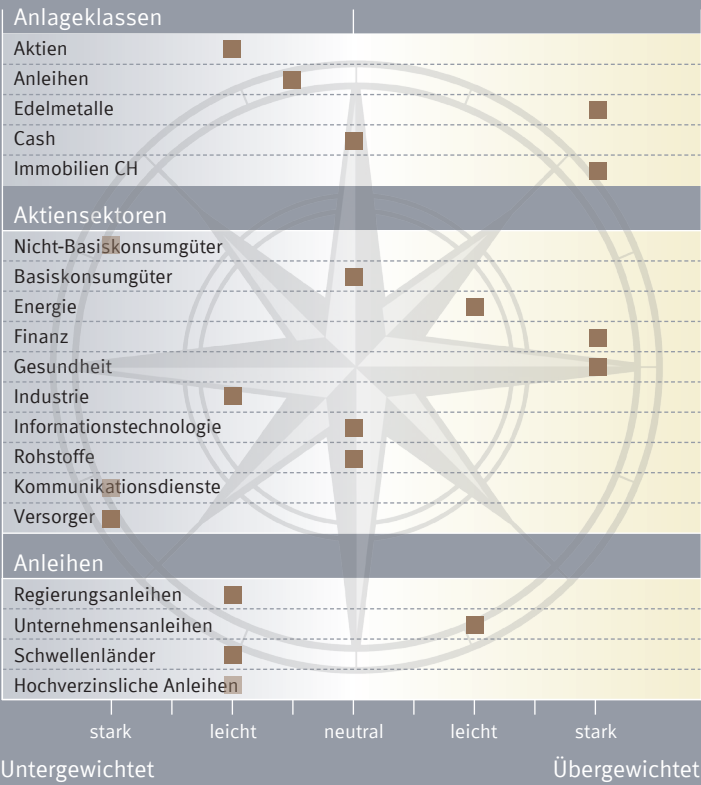
Weiterhin leichte Untergewichtung der Aktien

Die globalen Inflationszahlen bleiben nach wie vor auf sehr hohem Niveau und fallen nur langsam von ihren Höchstständen. Darüber hinaus haben die US-Bankenkrise, deren Auswirkungen bis in die Schweiz spürbar waren, und die Debatte über die Schuldenobergrenze der USA für zusätzliche Unsicherheiten auf den Finanzmärkten gesorgt. In diesem schwierigen makroökonomischen Umfeld halten wir an unserer leichten Untergewichtung der Aktien fest.

Verglichen mit der letzten Kompass-Ausgabe haben wir die Gewichtung des Industriesektors aufgrund seiner attraktiven Bewertung und seines guten Momentums auf eine leichte Untergewichtung erhöht. Als Gegenbewegung haben wir dem schlechteren Momentum des Rohstoffsektors Rechnung getragen und entsprechend seine Gewichtung auf neutral reduziert.

Unsere Allokation in Anleihen bleibt unverändert bei einer leichten Untergewichtung. Wir empfehlen weiterhin die Kreditqualität der Emittenten kritisch zu hinterfragen und nur Anleihen von erstklassigen Schuldnern zu halten. Zudem schätzen wir nach wie vor den defensiven Charakter von Gold und behalten dessen starke Übergewichtung bei.

Asset Allocation Empfehlung per 1. Juni 2023 für einen Anleger mit Basiswährung CHF

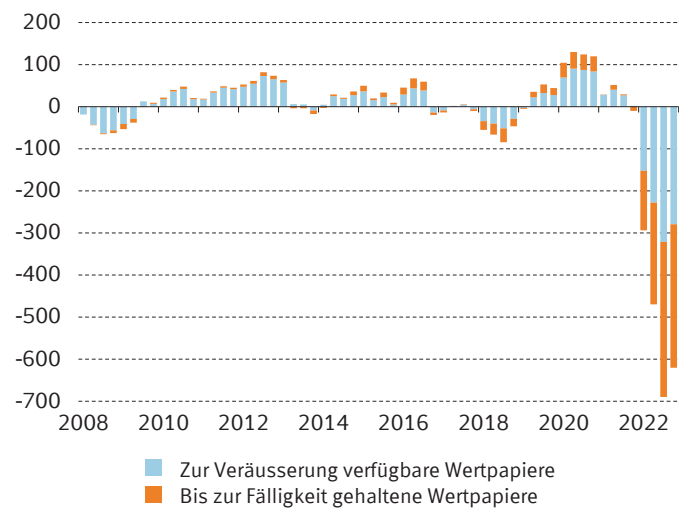


Aktualität: Die US-Bankenkrise und ihre Auswirkungen

Aktualität 1:

Quelle: FDIC

Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Anlagen von US Banken in Mrd. USD



Chronologie der US-Bankenkrise

Im März 2023 erlebte der US-Bankensektor die schwerste Krise seit 2008. Die Zinserhöhungen der Fed führten zu hohen Wertverlusten bei den Anlagen der Banken, was die Qualität der Bankenaktiva beeinträchtigte und zu einem Liquiditätsengpass führte. Zusätzlich gerieten die Silicon Valley und die Signature Bank aufgrund ihrer Investitionen in riskante Vermögenswerte, insbesondere in Tech-Startups, in Schieflage. Die nachfolgenden Bank Runs brachten die beiden Banken zum Zusammenbruch, während eine dritte von einem grösseren Finanzinstitut übernommen wurde. Zur Stabilisierung der Situation griff die US-Notenbank ein und Präsident Biden versuchte öffentlich die Sicherheit des Bankensektors zu beteuern. Aber das Vertrauen der Anleger war erschüttert, was zu einem Absturz der Bankaktien führte.

Aktualität 2:

Aktienkurs der Credit Suisse in CHF



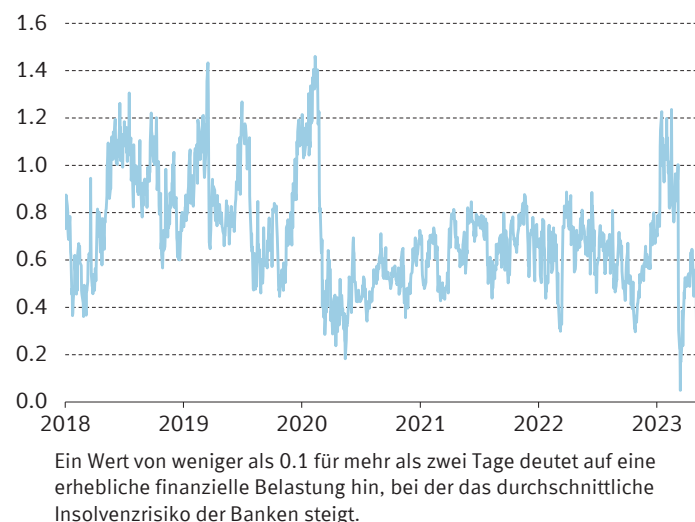
Das Ende der Credit Suisse

In den letzten Jahren hatte die Credit Suisse zahlreiche finanzielle Rückschläge und in deren Folge einen Reputationsverlust erlitten, was sich im dramatischen Kursverfall der CS-Aktie widerspiegelt. Allen voran die Milliardenverluste im Zusammenhang mit den Insolvenzen zweier Geschäftspartner der CS, Greensill und Archegos Capital, sowie der interne Beschattungsskandal, liessen das Vertrauen der Anleger schwinden. Zwei Tage nach Bidens Ansprache begann ein rapider Kursverlust der CS-Aktie, welcher auch durch die Ankündigung SNB-Notfallhilfen von bis zu 50 Mrd. CHF zu erhalten, nicht aufgehalten werden konnte. Nach Gesprächen mit der FINMA, dem Finanzdepartement und der SNB stimmte die UBS schliesslich am 19. März einer Übernahme der CS zum Preis von 3 Mrd. CHF zu.

Aktualität 3:

Quelle: Federal Reserve of Cleveland

Indikator zur Messung von Stress im US-Bankensystem



Verstärkte Regulierung nach Vertrauenskrise

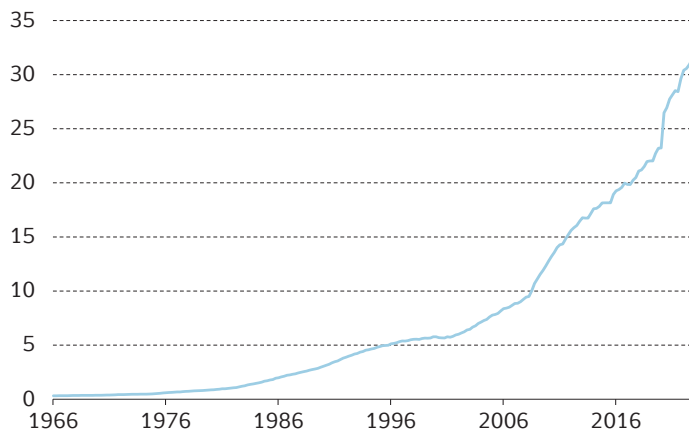
Als Reaktion auf die Bankenkrise erwägen die Regulierungsbehörden strengere Massnahmen zur Stärkung des Finanzsystems. Zu den wichtigsten Vorschlägen gehören höhere Eigenkapitalanforderungen, welche nun auch die Regionalbanken vermehrt dazu zwingen, höhere Rücklagen für mögliche Verluste zu bilden. Auch verschärfte Stresstests, bei denen schwere Wirtschaftsabschwünge simuliert werden, sind im Gespräch. Darüber hinaus wird auf höhere Transparenz gedrängt, so dass Banken mehr Informationen zu ihren Risikopositionen offenlegen müssen. Um systemische Risiken zu minimieren, gewinnt auch die Idee einer "Patientenverfügung" an Bedeutung. Dabei wären die Banken dazu verpflichtet, Pläne für eine rasche und geordnete Abwicklung im Falle einer Insolvenz zu entwickeln. Diese Massnahmen zielen darauf ab, künftige Krisen zu verhindern und Verbraucher und Wirtschaft zu schützen.

Grundtrend: Der US-Schuldenstreit

Grundtrend 1:

US Staatsverschuldung in Billionen USD

Quelle: FRED



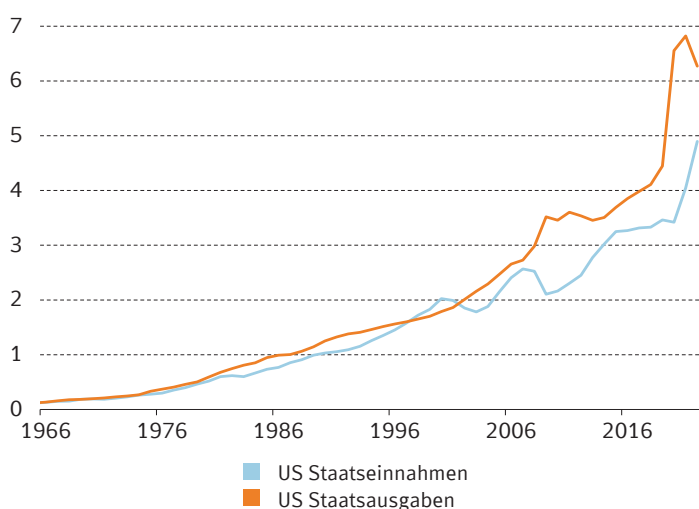
Die US-Schuldenobergrenze

Seit 1917 ist die Schuldenobergrenze der USA ein vom US-Kongress festgelegter Grenzwert für die Höhe der Staatsschulden, die das Finanzministerium ausgeben darf. Seitdem am 19. Januar das Schuldenlimit von 31,4 Billionen USD erreicht worden war, versuchte das Finanzministerium den Schuldendienst weiterzuführen. Der Kongress debattierte Ende Mai intensiv über eine 79. Anhebung der Obergrenze und einigte sich auf eine Aussetzung des Schuldenlimits bis zum 1. Januar 2025: Solange können die Schulden die Grenze übersteigen. Wäre keine Einigung erzielt worden, hätte ein Zahlungsausfall der US-Regierung gedroht. Mit dem Stellenwert des US-Dollars als Leitwährung und den US-Staatsanleihen als sicherste Anlage der Welt wären die Folgen für die globale Wirtschaft gravierend gewesen.

Grundtrend 2:

Billionen USD pro Jahr

Quelle: Congressional Budget Office



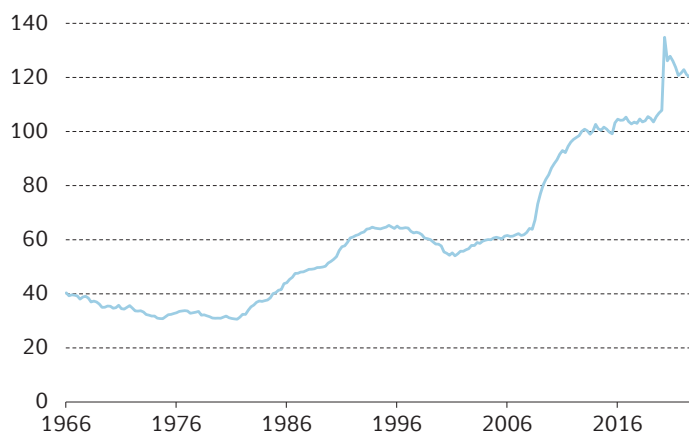
Massnahmen zum Schuldenabbau

Die Schuldenquote der USA beträgt derzeit rund 120% des BIP. Um den Staatshaushalt zu entlasten, bieten sich sowohl auf der Einnahmen- als auch der Ausgabenseite Massnahmen an. Beides könnte jedoch das Wachstum und die Beschäftigung beeinträchtigen. Um die Steuereinnahmen zu erhöhen, könnte die Regierung die Einkommensteuer anheben. Auch wären die Einführung einer Vermögenssteuer, die Schließung von Steuerschlupflöchern, verschärfte Vorschriften für Steueroasen oder höhere Strafen für Steuervermeidung möglich. Ausgabensenkungen könnten Transferzahlungen, Investitionen, sowie Pflicht- und Ermessensausgaben betreffen. Der neue Gesetzentwurf sieht eine nominelle Ausgaben- deckelung für 2023 vor, welche 2024 um 1% erhöht wird. Das Verteidigungsbudget ist davon ausgenommen.

Grundtrend 3:

US Staatsverschuldung in Prozent des BIP

Quelle: FRED



Schuldentragfähigkeit von Staaten

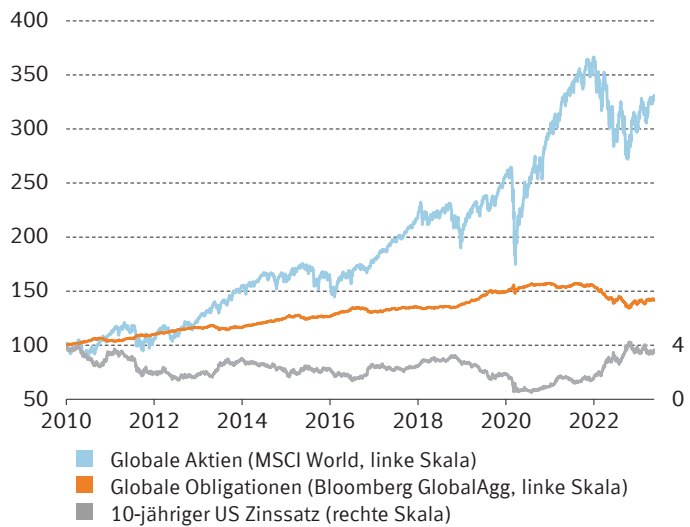
Die Schuldentragfähigkeit von Staaten bezieht sich auf die Fähigkeit, Schulden langfristig zu bedienen, ohne dabei in finanzielle Schwierigkeiten zu geraten. Entscheidende Faktoren sind das Verhältnis von Staatsschulden zur Wirtschaftsleistung (BIP), die Tilgungsfähigkeit des Landes und die Zinssätze, zu denen es Kredite aufnehmen kann. Zudem sind Wirtschaftswachstum und Inflation relevant. Eine hohe Inflation bringt zwar Unsicherheiten mit sich, verringert aber die reale Schuldenlast, da Schulden meist in nominellen Beträgen festgelegt werden. Bei einer hohen Schuldenlast in einer schwachen Konjunktur leidet oft die Schuldentragfähigkeit, weil die Steuereinnahmen die benötigten Staatsausgaben nicht decken. Ein ideales ökonomisches Umfeld für nachhaltige Staatsfinanzen umfasst daher eine solide Wirtschaft, gemeinsam mit einer effektiven Steuerpolitik und kontrollierten Staatsausgaben.

Wissen & Erfahrung: Anlageimplikationen

Wissen & Erfahrung 1:

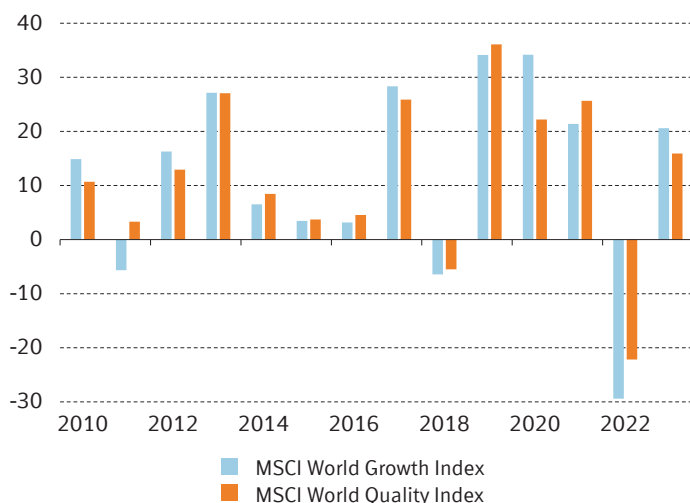
Indizierte Wertentwicklung in USD

Prozent



Wissen & Erfahrung 2:

Jährliche Wertentwicklung in USD in Prozent



Wissen & Erfahrung 3:

Goldpreis in USD pro Unze



Aktien bleiben lukrativer als Obligationen

Als Fortsetzung zur letzten Ausgabe wollen wir auf die Implikationen des aktuellen Wirtschaftsumfeldes für Anleger eingehen. Zur Erinnerung: Seit 2013 befinden wir uns in einer säkularen Stagnation, in welcher die Differenz von dem für Preisstabilität neutralen Realzins und dem potenziellen Wirtschaftswachstum negativ ist. Zwar sind die Realzinsen durch die negativen Angebotsschocks von Corona und dem Ukrainekrieg angestiegen, dennoch bleibt die Differenz zum Wachstum negativ. In einem solchen Szenario sind Aktien lukrativer als Obligationen. Das potenzielle Wachstum ist noch immer so gross, dass es sich lohnt, an den Entwicklungen der Aktienmärkte zu partizipieren. Demgegenüber mindern die weiterhin verhältnismässig tiefen Realzinsen die Attraktivität von festverzinslichen Anleihen.

Qualitäts- statt Wachstumsaktien

Üblicherweise profitieren Wachstumsaktien besonders von der negativen Differenz von Realzins und potenziellem Wirtschaftswachstum. Allerdings hat dieser Unterschied des Wachstum-Realzins-Gefüges seit 2022 abgenommen, was die Lukrativität von Wachstumsaktien beeinträchtigt. Innerhalb der Anlageklasse Aktien erachten wir deshalb Qualitätsaktien dem aktuellen Umfeld als angemessener. Qualitätsunternehmen weisen typischerweise stabile Cashflows auf und ihre Aktien sind entsprechend weniger volatil. Des Weiteren zeichnen sich solche Unternehmen durch hohe Profitabilität, gesunde Bilanzen und stabile Dividendenrenditen aus. In aller Regel haben sie auch tiefe Verschuldungsraten und sind deshalb weniger zinssensitiv, was im gegenwärtigen Umfeld zusätzlich von Vorteil ist.

Gold als "sicherer Hafen"

Das Edelmetall Gold weist im Gegensatz zu Aktien und Obligationen ein anderes Profil auf. Da Gold keine Cashflows generiert und sein Wert intrinsisch ist, reagiert es tendenziell gegensätzlich auf Zinsanpassungen. Sollte der Realzins weiterhin steigen, könnte die Nachfrage zugunsten anderer Anlageklassen verlaufen. Da sich der Realzins aber nach wie vor auf einem tiefen Niveau befindet, dürfte die Goldnachfrage derweil ungebrochen bleiben. Wie der Kursverlauf veranschaulicht, hat sich das Edelmetall zuletzt auf einem Allzeithoch befunden. Die möglichen Gründe sind vielfältig. Am gewichtigsten dürfte die Aufstockung der Goldreserven der Zentralbanken gewesen sein. Gerade vor dem Hintergrund geopolitischer Spannungen schienen zahlreiche Staaten nach Alternativen zum US-Dollar gesucht zu haben. Die zunehmende US-Staatsverschuldung könnte diese Dynamik weiter verschärfen.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkurschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG veröffentlicht den Kompass vier Mal pro Jahr. Die Publikation richtet sich an Kunden der Bank und Interessierte. Sie stellt auszugsweise dar, mit welchem Instrumentarium und mit welcher Methodologie die Bank das Geschehen rund um die Finanzmärkte verfolgt. Der Kompass leistet Orientierungshilfe, kann aber den individuellen Portfoliokontext nicht berücksichtigen. Er dient zu Informations- und Werbezwecken.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Redaktionsschluss: 5. Juni 2023

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66

contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch