

CIO Special

12. Juni 2023

Autoren:
Deepak Puri, CFA®
Chief Investment Officer Americas

Sam Matthews
Leiter Chief Investment Office Americas

Wolf Kisker
Senior Kapitalmarktstrategie

01 **Schuldenobergrenze bringt neue Herausforderungen**

02 **Wo man auf Kaufbereitschaft trifft**

03 **Schlussfolgerungen**

US-Haushalt: Was kommt nach dem Schulden-Deal?

Wichtige Schlussfolgerungen

- Es wird erwartet, dass das US-Finanzministerium bis zum Jahresende Schuldscheine im Wert von rund 1,1 Billionen USD emittieren wird, um die Staatskassen wieder aufzufüllen.
- In Verbindung mit der laufenden quantitativen Straffung der Fed könnte dies die Liquidität mit einer jährlichen Rate von 6% verringern und zu weiteren Abflüssen von Bankeinlagen führen.
- Reduzierte Bankeinlagen könnten kurzfristig Gegenwind für risikoreichere Anlagen - insbesondere Aktien und Hochzinsanleihen - bedeuten.

01 **Schuldenobergrenze bringt neue Herausforderungen**

Am 3. Juni unterzeichnete US-Präsident Joe Biden das Gesetz zur Aussetzung der US-Schuldengrenze bis zum 1. Januar 2025. Seit Mitte Januar, als das US-Schuldenlimit erreicht wurde, hat das US-Finanzministerium seine Verpflichtungen weiterhin durch außerordentliche Maßnahmen finanziert, die den Kassenbestand des Finanzministeriums, das Treasury General Account (TGA), auf knapp 45 Mrd. USD reduziert haben.

Wie das US-Finanzministerium Anfang dieses Monats mitteilte, wird der Kassenbestand des TGA bis Ende Juni voraussichtlich auf 550 Mrd. USD ansteigen und drei Monate später 600 Mrd. USD erreichen - hauptsächlich durch die Ausgabe von kurzfristigen Schatzbriefen (T-Bills). Im Anschluss an die Gesetzgebung zur Schuldenobergrenze 2017-2018 emittierte das Finanzministerium in etwa sechs Wochen Schatzbriefe im Wert von 500 Mrd. USD, um die leeren Kassen der TGA zu füllen. Analysten zufolge könnte sich dieser Betrag an neuen T-Bill-Emissionen in den nächsten vier Monaten auf 750 Mrd. USD belaufen und bis zum Jahresende sogar 1,1 Bio. USD übersteigen.

Dies wird wahrscheinlich eine weitere Belastung für die schwindende Liquidität darstellen, da die Bankeinlagen zurückgehen und die Märkte möglicherweise nicht darauf vorbereitet sind. Das quantitative Straffungsprogramm (QT) der Federal Reserve hat bereits teilweise für rückläufige Bankeinlagen gesorgt, da Bankkunden in Erwartung einer Rezession Bargeld gehortet haben. Die Neuemissionen von US-Staatsanleihen, der am 5. Juni wieder aufgenommen wurden, werden sich wahrscheinlich auf alle Anlageklassen auswirken - auch weil diese auf eine bereits durch QT reduzierte Geldmenge treffen.

Nach Analystenschätzungen könnte das erwartete Emissionsvolumen in Verbindung mit der strafferen Geldpolitik der Fed die Geldmenge mit einer jährlichen Rate von 6% verringern - nach einem jährlichen Zuwachs im Lauf der vergangenen Jahre. Das Angebot zusätzlicher kurzfristiger Staatsanleihen dürfte auf eine Vielzahl von Käufergruppen treffen: Banken, Geldmarktfonds und mehrere Käufer, die allgemein als "Nichtbanken" eingestuft werden, d.h. Haushalte, Pensionsfonds, Hedge-Fonds, Private Equity, Privatstiftungen und Unternehmen.



Bitte scannen Sie diesen QR Code, um weitere Publikationen abzurufen (www.postbank.de).

Da das Ausfallrisiko von US-Staatsanleihen zuletzt gesunken ist, gingen die Renditen für kurzfristige Schatzbriefe von ihren Höchstständen zurück. Weil das Finanzministerium jedoch gleichzeitig die Neuemissionen erhöhen wird, scheinen die Renditen gut unterstützt. Dies wiederum erhöht das Risiko eines weiteren Abflusses von Bankeinlagen zugunsten von Geldmarktfonds, die direkt in Schatzwechsel und andere kurzfristige Instrumente mit höheren Renditen investieren. US-Banken dürften derzeit nur begrenzte Nachfrage nach Schatzbriefen zeigen, da die gebotenen Renditen nicht mit dem konkurrieren könnten, was sie für ihre eigenen Reserven bekommen können. Außerdem ist die anhaltende Inanspruchnahme der des Fed-Programms „Bank Term Lending Facility“ ein Zeichen dafür, dass der Liquiditätsstress der regionalen Banken noch nicht vorbei sein könnte.

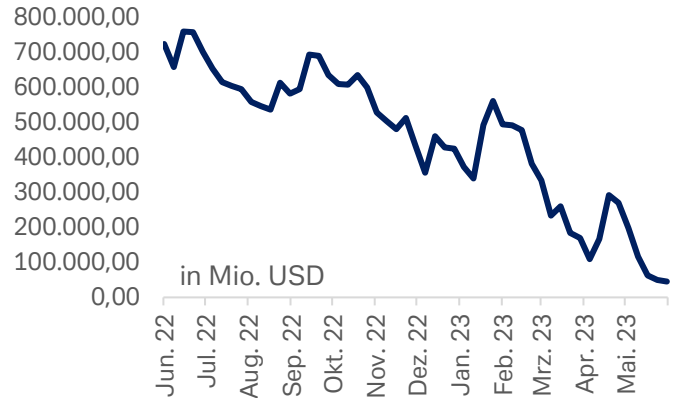
Damit würde das endgültige Zielband der Fed auf 5,25-5,50% ansteigen, bevor es bis weit in das Jahr 2024 hinein beibehalten werden dürfte, um eine Inflationsspirale zu vermeiden, wie sie beispielsweise in den 1970er Jahren zu beobachten war.

03 Schlussfolgerungen

Die Erleichterung darüber, dass die größte Volkswirtschaft der Welt einen Zahlungsausfall vermieden hat, lenkt vorerst von der oben erwähnten drohenden Liquiditätskrise ab. Gleichzeitig hat die Euphorie der Anleger über die Aussichten der künstlichen Intelligenz den S&P 500 in den vergangenen Wochen stark gestützt.

Es besteht jedoch weiterhin die Sorge, dass die schrumpfenden Bankeinlagen kurzfristig Gegenwind für risikoreichere Anlagen, insbesondere Aktien und Hochzinsanleihen (durch die Ausweitung der Risikoaufschläge), erzeugen könnten. Es wäre daher denkbar, dass die Aktienmärkte nach ihren teilweise kräftigen Zuwächsen in der ersten Jahreshälfte in nächster Zeit einen Rücksetzer erleiden könnten. Da die Zinssenkungen der US-Notenbank für das restliche Jahr wie erwartet ausgepreist werden, dürften die steigenden Renditen sowohl Anleihen als auch Aktien belasten.

Abb. 1: Treasury General Account (TGA) sinkt nach Schuldendeal auf 45 Mrd. USD



Quelle: Federal Reserve, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 12. Juni 2023.

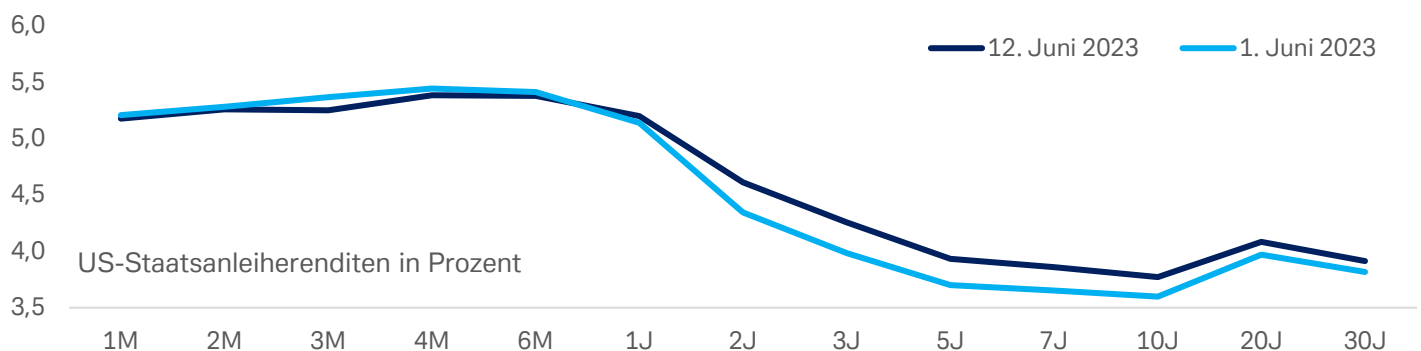
02 Wo man auf Kaufbereitschaft trifft

Im günstigsten Szenario wird das Liquiditätsangebot von Geldmarktfonds absorbiert werden. Es wird dabei davon ausgegangen, dass Käufe aus ihren eigenen Barmitteln die Bankreserven unberührt lassen. In der Vergangenheit waren sie die Hauptkäufer von Staatsanleihen, aber in letzter Zeit haben sie sich zugunsten höherer Renditen, die das Reverse-Repo-Programm (RRP) der Fed bietet, zurückgezogen. Im Rahmen dieser RRP-Fazilität, die derzeit gut 2 Bio. USD umfasst, können Geldmarktfonds über Nacht Bargeld bei der Federal Reserve zu einem Zinssatz von knapp über 5% parken.

Bleiben noch die Nichtbanken: Sie werden bei den wöchentlichen Schatzauktionen erscheinen, aber nicht ohne Folgekosten für die US-Banken, denn es wird erwartet, dass diese Käufer Barmittel für ihre Käufe freimachen und damit die Liquidität der Banken belasten. Analysten schätzen, dass dies die gleichen Auswirkungen auf die Wirtschaft haben könnte wie eine Zinserhöhung der Fed um 25 Basispunkte.

Vor diesem Hintergrund könnten die Fed-Währungshüter beschließen, den Zinserhöhungszyklus auf ihrer bevorstehenden Sitzung in dieser Woche zu pausieren – was allerdings nicht gleichbedeutend mit dessen Ende ist –, um die Auswirkungen ihrer geldpolitischen Straffung besser beurteilen zu können. Während wir dies als ein mögliches Szenario betrachten, erwarten wir, dass die Fed ihr Zielband im Juli noch einmal um 25 Basispunkte von derzeit 5,00-5,25% anheben wird.

Abb. 2: Renditen bewegen sich an beiden Enden der Zinskurve



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 12. Juni 2023.

Glossar

Das **Bank Term Funding Program (BTFP)** wurde durch die Fed ins Leben gerufen, um amerikanische Unternehmen und Haushalte zu unterstützen, indem qualifizierten Einlageninstituten zusätzliche Mittel zur Verfügung gestellt werden, um sicherzustellen, dass die Banken in der Lage sind, die Bedürfnisse aller ihrer Einleger zu erfüllen.

Die **Federal Reserve (Fed)** ist die Zentralbank der Vereinigten Staaten. Das Federal Open Market Committee (FOMC) trifft sich, um die Zinspolitik festzulegen.

Der **Internal Revenue Service (IRS)** ist die dem US-Finanzministerium unterstellte Bundessteuerbehörde.

Der **Kongress** ist die Zweikammer-Bundesgesetzgebung der Vereinigten Staaten.

Der **Nasdaq-Index** umfasst die Technologiewerte, die an der Technologiebörse NASDAQ gehandelt werden.

Quantitative Straffung ist der schrittweise Abbau der geldpolitischen Unterstützung durch die Verringerung der Bilanzsumme einer Zentralbank.

Am **Reverse-Repo-Markt** werden Rückkaufvereinbarungen für kurzfristige Finanzierungsinstrumente mit einer Laufzeit zwischen einem Tag und einem Jahr gehandelt.

Der **Senat** ist das kleinere Haus im Zweikammer-Kongress der USA mit einer eher beratenden Funktion.

Der **S&P 500 Index** umfasst 500 führende US-Unternehmen, die etwa 80% der verfügbaren US-Marktkapitalisierung abdecken.

Treasuries sind von der US-Regierung ausgegebene Anleihen.

Treasury General Account (TGA) ist das Konto der Federal Reserve, auf dem das Schatzamt Gelder zur Bezahlung der Rechnungen des Landes hält.

USD ist der Währungscode für den US-Dollar.

Wichtige Hinweise

Postbank – eine Niederlassung der Deutsche Bank AG.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlage- und Anlagestrategieempfehlungen oder Finanzanalysen. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, vor bzw. nach Veröffentlichung dieser Unterlagen mit den entsprechenden Finanzinstrumenten zu handeln.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageempfehlung, Anlageberatung oder Handlungsempfehlung dar, sondern dienen ausschließlich der Information. Die Angaben ersetzen nicht eine auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers abgestimmte Beratung.

Allgemeine Informationen zu Finanzinstrumenten enthält die Broschüre "Basisinformation über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen", die ein Kunde bei Depotöffnung automatisch zugesandt bekommt.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen. Obwohl sie aus Sicht der Bank auf angemessenen Informationen beruhen, kann sich in der Zukunft herausstellen, dass sie nicht zutreffend oder nicht korrekt sind.

Sofern es in diesem Dokument nicht anders gekennzeichnet ist, geben alle Meinungsäußerungen die aktuelle Einschätzung der Deutsche Bank wieder, die sich jederzeit ändern kann. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen.

Die Deutsche Bank AG unterliegt der Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

© Deutsche Bank AG 2023