

Droht in den USA eine Überschuldung?

Die Erforschung von gross angelegten Trends und mutmasslichen wirtschaftlichen Ungleichgewichten ist ein wichtiger Baustein einer langfristig ausgerichteten Anlagestrategie. Im Vergleich zu den eher kurzfristig orientierten Printmedien und zur institutionalisierten Finanzanalyse nehmen sich Abhandlungen über längerfristige Themen weitaus kontroverser aus. Vereinzelt Finanz-

experten, Manager von Hedge Funds oder Buchautoren haben schon des öfters (vielleicht auch nicht ganz uneigennützig) vor einem drohenden Kollaps der Weltwirtschaft und dem damit zwangsweise verbundenen Absturz der Aktien- und Kapitalmärkte gewarnt. Einen Anknüpfungspunkt dieser wirtschaftlichen Crashszenarien bildet die Verschuldungssituation in den USA.



Von Andreas Giger
CFA, Credit Suisse Fides, Zürich

Die Vereinigten Staaten gelten auch nach den drei vergangenen wirtschaftlich schwierigen Jahren immer noch als eine Konjunkturlokomotive mit globaler Ausstrahlung. Allerdings erscheint das Tempo der Schuldenakkumulation in den USA auf den ersten Blick in der Tat besorgniserregend. Der Kreditmarkt überstieg im Jahr 2002 ein Volumen von US\$ 32 Billionen (32'000'000'000'000). Im Verhältnis zur jährlichen Wirtschaftsleistung von etwas über 10 Billionen ist diese Grösse um so dramatischer.

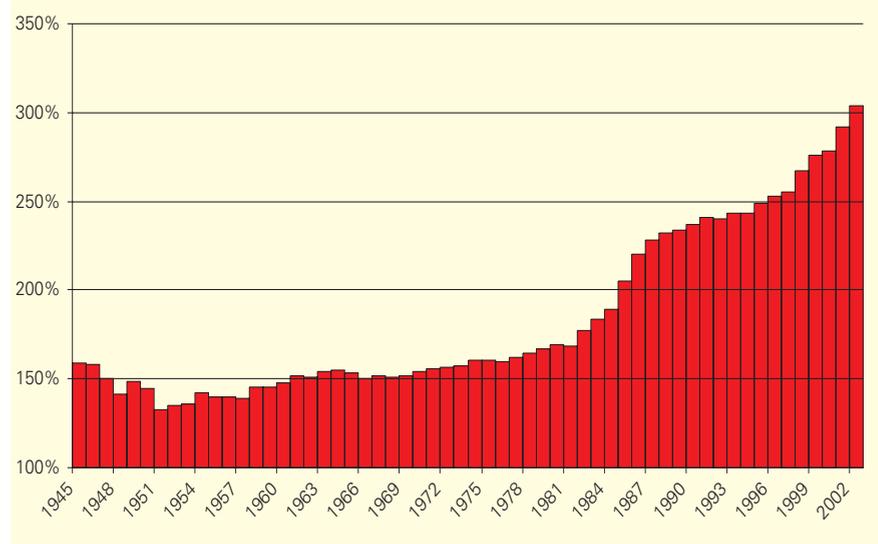
Im langjährigen Vergleich seit Ende des 2. Weltkrieges (Grafik 1) hat die kumulierte Verschuldung von Staat,

Privatpersonen und Unternehmen mit über 300% vom Bruttoinlandprodukt ein Rekordniveau erreicht. Findige Finanzanalytiker haben die gegenwärtige Verschuldungssituation gar mit der Depressionsphase Anfang der 30er Jahre verglichen. Verlässliches Datenmaterial über die Zeit vor 1945 ist allerdings schwer auffindbar. Der Anstieg des Verschuldungsgrads im Verhältnis zur Realwirtschaft in jener Zeit war jedoch eher ein Resultat der damaligen Wirtschaftskrise und des stark deflationären Umfelds. Ob und wann die Phase der fortlaufenden Schuldenakkumulation in eine schmerzhafteste Periode des Schuldenabbaus und der wirtschaftlichen Stagnation mündet, lässt sich nicht mit absoluter Sicherheit bestimmen. Beispielsweise er-

schien die Verschuldung bereits Anfang der 90er Jahre ein im historischen Vergleich problematisches Niveau erreicht zu haben. Nichtsdestotrotz war das vergangene Jahrzehnt in den USA eine äusserst prosperierende Periode. Ein Investor, der bereits vor 10 bis 15 Jahren mit Blick auf die Verschuldungssituation aus den Aktien- und Kapitalmärkten ausgestiegen wäre, hätte vor dem Hintergrund steigender Kurse seinen Standpunkt sehr wahrscheinlich nicht durchgehalten. Die Opportunitätsverluste hätten schlichtweg ein unerträgliches Ausmass angenommen.

Trotz dem überproportionalen Anstieg der Verschuldung in den beiden vergangenen Jahrzehnten haben sich die Aufwendungen für den Schulden-

Grafik 1: Verschuldung in Prozent der Wirtschaftsleistung (BIP)



dienst, gemessen an der wirtschaftlichen Entwicklung, in engen Bandbreiten bewegt, was Grafik 2 anhand der Finanzierungskosten der Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen verdeutlicht.

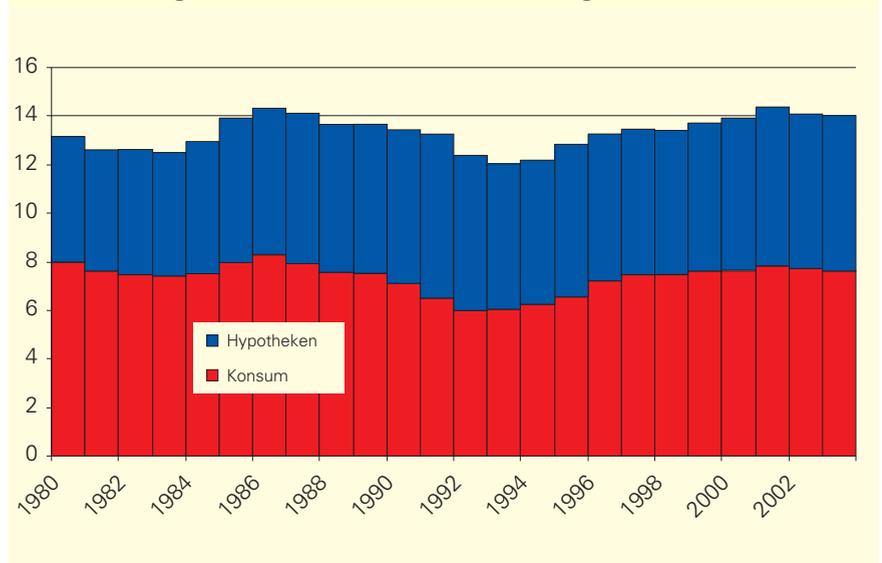
Die Bedienung der Konsum- und Hypothekarkredite stellte die privaten Haushalte in den vergangenen zwei Jahrzehnten trotz steigender Beanspruchung nachweisbar vor keine ernsthaften Probleme (Grafik 3). Die seit Ende des 2. Weltkrieges stark gestiegene Konsumentenverschuldung hat zudem strukturelle Gründe. Die Weiterentwicklung der Kreditmärkte sowie innovative Instrumente wie Kreditkarten haben wesentlich dazu beigetragen.

Die Verschuldungssituation der öffentlichen Hand präsentiert sich, abgesehen von vereinzelt negativen Ausnahmen, unter denen der Staat Kalifornien als prominentestes Beispiel zu nennen ist, ähnlich. Auf dieser Ebene hatte sich die Verschuldungssituation in den Jahren 1998 bis 2001 dank der deutlichen Budgetüberschüsse sogar entschärft. Die in jüngster Zeit verschlechterte Wirtschaftslage hat sich aber mittlerweile auch wieder in erhöhten öffentlichen Defiziten niedergeschlagen. Die optimistischen Erwartungen aus der Clinton-Ära wurden schnell ad acta gelegt. Die Sorgen über ein Austrocknen des Marktes für Staatspapiere (Treasuries) infolge des zumindest auf Bundesebene abnehmenden Mittelbedarfs erscheinen heute unbegründet, denn die Rückkehr zur Schuldenwirtschaft wurde auf der politischen Ebene geradezu forciert.

Der seit zwei Jahrzehnten zu beobachtende Rückgang der Nominalzinsen hat die Finanzierbarkeit der Schulden erheblich erleichtert. Obwohl das Schuldenvolumen während dieser Zeit wesentlich stärker als die Einkommen und die Wirtschaftsleistung angestiegen ist, bewegten sich die Finanzierungskosten, wie bereits dargelegt, innerhalb von engen Bandbreiten. Die öffentliche Hand konnte ihre Aufwendungen für Schuldzinsen, vor allem dank dem Zinsrückgang, sogar spürbar reduzieren.

Die Federal Reserve unter ihrem Vorsitzenden Alan Greenspan hat mit

Grafik 2: Haushalte: Finanzierungskosten in Prozent des verfügbaren Einkommens

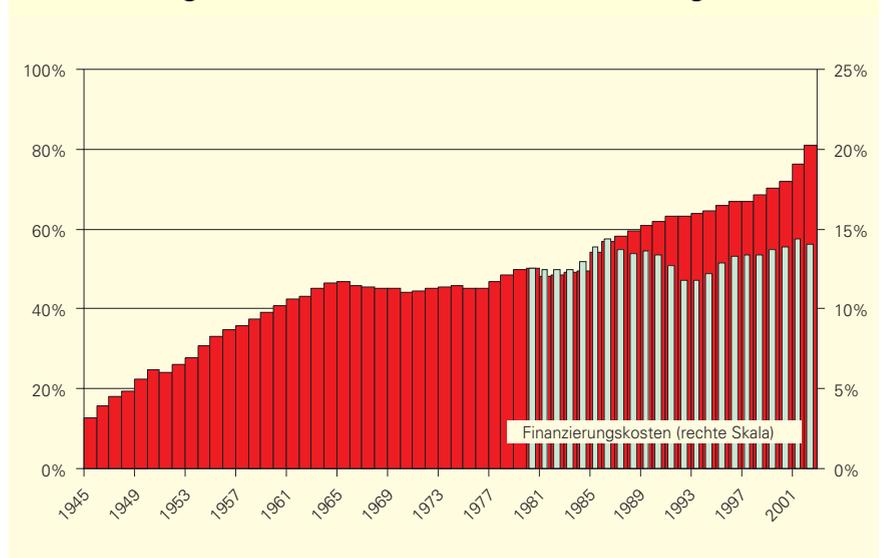


ihrer ausserordentlich expansiven Geldpolitik einen wesentlichen Beitrag zur jüngsten Schuldenentwicklung geleistet. Zweifelsohne hätte sich die amerikanische Wirtschaft ohne die umfangreichen geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen der letzten Jahre weitaus schlechter, wenn nicht gar desaströs, entwickelt. Gleichzeitig hat sich aber auch die Verschuldungsproblematik verschärft. Solange die Zinsbelastung tief bleibt, haben sowohl Private als auch Unternehmen wenig Anreiz, sich von der Schuldenlast zu befreien. Nimmt man den Zinsdeckungsgrad als Massstab, so wird

die durchschnittliche Bonität der Konsumenten in etwa auf ein Single-A-Rating geschätzt, was bei Industriegesellschaften immer noch eine verhältnismässig gute Bonitätsnote darstellt. Von einem Single-A-Schuldner wird mit hoher Wahrscheinlichkeit eine reibungslose Bedienung der Schulden erwartet. Das darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Risiken trotz stabiler Zinsaufwendungen markant zugenommen haben.

Die Wirtschaft hat sich definitiv von der vermeintlich sicheren «Triple-A»-Welt verabschiedet. Ein eindeutiges Indiz hierfür ist, dass nur noch

Grafik 3: Haushalte: Verschuldung in Prozent des BIP und Finanzierungskosten



wenige etablierte Unternehmen im Bereich Industrie und Finanz die höchste Bonitätseinstufung (AAA) vorweisen können. Das heutige Wirtschaftsleben ist zwar riskanter geworden, doch muss dies nach unserer Ansicht nicht zwingend bedeuten, dass der ameri-

sionspotential zumindest in der vorausehbaren Zukunft spürbar einschränken.

Das bestmögliche unter den realistischen Szenarien mit Blick auf die aktuelle Verschuldungslage der USA stellt eine Phase moderaten Wach-

ren Einfluss auf die Finanzierbarkeit des Schuldenbergs haben. Ein weiterer Faktor sind die Preise für Immobilien- und Sachwerte. Eine deflationäre Spirale in diesem Segment würde die Schuldenproblematik massiv verschärfen. Die Federal Reserve ist sich dieser

Gefahr wohl bewusst und wird im gegebenen Fall das ihr zur Verfügung stehende Instrumentarium ausschöpfen. Eine Reflationierung der Wirtschaft erscheint vor diesem Hintergrund vorprogrammiert.

Diese im Vergleich zu den zwei vergangenen Jahrzehnten verschlechterten Rahmenbedingungen stellen hohe Anforderungen an die Anlagepolitik und die individuelle Titelauswahl, da sich die Finanzmärkte mit der grössten Wahrscheinlichkeit volatiler als in den letzten Jahrzehnten entwickeln werden. ■

Die im Vergleich zu den zwei vergangenen Jahrzehnten verschlechterten Rahmenbedingungen stellen hohe Anforderungen an die Anlagepolitik und die individuelle Titelauswahl, da sich die Finanzmärkte in Zukunft mit grösster Wahrscheinlichkeit volatiler entwickeln werden.

kanischen Wirtschaft unmittelbar schmerzhaft Einbussen mit entsprechenden Konsequenzen für die Finanzmärkte bevorstehen. Das Ausmass der Auslandverschuldung ist, gemessen am Gesamtvolumen, relativ gering und dürfte daher kaum als Auslöser einer potentiellen US-Schuldenkrise in Frage kommen. Vielmehr wird sich die Schuldenlast im Falle von Zinserhöhungen als Bremsklotz erweisen und das wirtschaftliche Expan-

tums dar. Zudem ist dabei entscheidend, dass kein übermässiger Inflationsdruck entsteht, der die amerikanische Zentralbank zu einem restriktiveren Kurs nötigen würde. Gleichzeitig wird eine solche Entwicklung, die entsprechende Budget- und Ausgabendisziplin vorausgesetzt, den graduellen Schuldenabbau erleichtern.

Die Zinsen sind einer der wichtigsten Indikatoren, die es fortan zu beobachten gilt, da diese einen unmittelba-

19. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2004

Strukturierte Wirtschafts-Analysen, fundierte Prognosen, detaillierte Investment-Strategien 2004



Felix W. Zulauf
Zulauf Asset Management AG



Thomas McManus
Bank of America Securities



Prof. Dr. Norbert Walter
Deutsche Bank Frankfurt



Kenneth Fisher
Fisher Investments Inc. USA



Dr. Marc Faber
Marc Faber Ltd. Hongkong



Prof. Dr. Helmut Becker
Sophia University Tokio

20. – 21. Januar 2004, Swissôtel, Zürich-Oerlikon

Spezialpreis für PRIVATE-Abonnenten CHF 2670.– statt CHF 2880.–

Weitere Informationen unter: www.zfu.ch/pdf/kap3.pdf

Coupon ausfüllen und/oder mit Ihrer Visitenkarte faxen an +41 1 722 85 86

<input type="checkbox"/>	JA , ich melde mich an 19. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2004 20./21.01.2004	Name	Vorname
		Firma	Funktion
		Strasse	PLZ/Ort
<input type="checkbox"/>	Bitte senden Sie mir das Detailprogramm	Tel. (G)	Fax
		Datum/Unterschrift	

ZFU ■ International Business School

Im Park 4 ■ CH-8800 Thalwil ■ Leitung: Dr. Fritz Haselbeck
Tel. +41 1 722 85 85 ■ Fax +41 1 722 85 86 ■ www.zfu.ch ■ info@zfu.ch