

# Perspektiven

4. Quartal 2023

Wie unbezwingbar  
ist der Schuldenberg?





# Die Sache mit den Schulden

## **Geschätzte Anlegerin, geschätzter Anleger**

Dem amerikanischen Schriftsteller Mark Twain werden erstaunlich viele Zitate zugeschrieben. So soll er nicht nur darauf hingewiesen haben, dass Prognosen schwierig zu erstellen seien, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen; auch soll er gesagt haben, dass der Oktober ein besonders gefährlicher Monat für Anleger sei – und die anderen elf Monate übrigens auch.

Etwas tiefgründiger kommt ein anderes ihm zugeschriebenes Zitat daher: «Von jetzt an werde ich nur so viel ausgeben, wie ich einnehme, selbst wenn ich mir dafür Geld borgen muss.» Und schon sind Schulden entstanden.

Schulden sind so eine Sache: Dienen sie dem zeitlichen Vorziehen von Konsum oder dienen sie dem Hebeln der Rendite von Anlagen – in jedem Fall sind Schulden irgendwann zu begleichen oder zumindest sind Zinszahlungen laufend für die

Nutzung des Geldes zu leisten.

Tatsächlich war die Welt noch nie so verschuldet wie aktuell. Verschiedene Krisen – angefangen bei der Finanzkrise bis zuletzt zu den Coronahilfen – haben in den vergangenen Jahren kontinuierlich zu einem Anhäufen von öffentlichen wie privaten Schulden geführt. Dies war tragbar, solange zumindest genügend Wirtschaftswachstum oder wenigstens hinreichend tiefe Zinsniveaus oder gar sinkende Zinsen vorherrschten. Dies alles könnte auf längere Zeit hinaus Geschichte sein.

Was bedeutet das für die weitere wirtschaftliche Entwicklung? Ein aktuell rekordhoher Schuldenstand bei Zinsen, die über die letzten Monate rekordschnell angesprungen sind, kann ein mulmiges Gefühl auslösen. Wie sollen diese Schulden abgebaut werden, wenn sich der wirtschaftliche Ausblick gleichzeitig eintrübt? Kann in einem solchen Fall

eine höhere Inflation gar dienlich sein, weil sie Schulden real kleiner werden lässt?

Diesen Themen wollen wir uns in der aktuellen Ausgabe der «Perspektiven» widmen. Schulden sind ein nicht unwichtiges Element für die wirtschaftliche Entwicklung – können aber auch ein grosses Risiko darstellen. Die bewusst und satirisch stark euphemisierende Aussage des österreichischen Schriftstellers Ernst Ferstl, dass man Schulden doch einfach als «negatives Sparen» betrachten solle, ist auf jeden Fall sympathisch und gewinnend – und wird der Komplexität des Themas natürlich nicht gerecht.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

# Wenn Schulden schneller wachsen als die Wirtschaft

Noch nie war die Welt so verschuldet wie zurzeit. Per Ende 2020 betrug der globale Schuldenstand 226 Billionen USD – aktuell ist davon auszugehen, dass die 300-Billionen-Marke im Sommer 2023 gesprengt wurde. Damit dürfte sich der Schuldenstand gegenwärtig auf über 300% der globalen Wirtschaftsleistung belaufen. Würde die Welt per sofort aufhören zu konsumieren, müssten wir ganze drei Jahre umsonst arbeiten, nur um die Schulden abzutragen.

Für den Anstieg dieses Schuldenberges gibt es eine Reihe von Gründen: Private Schulden sind aufgrund verschiedener soziodemografischer Entwicklungen wie auch wegen einer allgemein verstärkten Konsumorientierung gestiegen. Staatliche Schulden sind im Zuge verschiedener Krisen – die Finanzkrise Ende der Nullerjahre wie auch zuletzt die Unterstützungsmassnahmen während der Covid-Krise, um nur zwei gewichtige Beispiele zu nennen –

angestiegen. Die Unternehmensschulden sind ebenfalls deutlich angestiegen infolge einer verstärkten Eigenkapitalorientierung – über einen höheren Einsatz von Fremdkapital kann die Rendite des Eigenkapitals gesteigert werden.

All diesen Entwicklungen gemein ist, dass sie durch die in den letzten 40 Jahren stetig fallenden Zinsen begünstigt wurden. Ein wachsender Schuldenberg an sich stellt kein

Problem dar, sofern die Wirtschaftsleistung mindestens gleich schnell wächst – doch gerade das war nicht der Fall. 1983, zu Beginn dieser Phase fallender Zinsen, betrug die globale Verschuldung nur leicht mehr als 100% der globalen Wirtschaftsleistung. Die Schuldenberge sind also über die letzten 40 Jahre dreimal stärker gewachsen als die globale Wirtschaft.

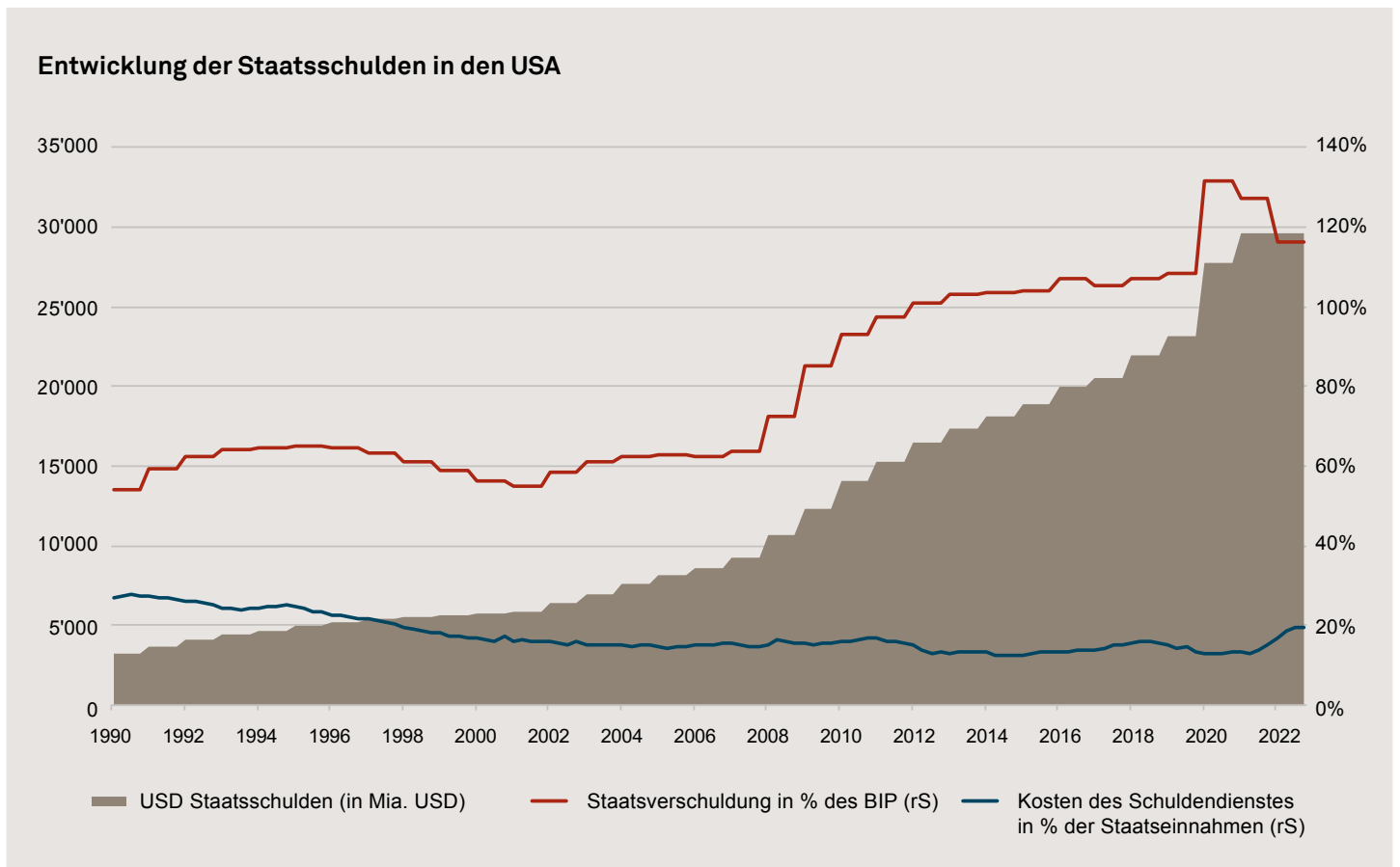
Betrachtet man die USA, so ist die Wirtschaftsleistung über die letzten 30 Jahre um rund 291% oder knapp 5% pro Jahr gewachsen – das Wachstum der Schulden betrug

dabei aber über 700%. Ein pro Jahr um rund 2 Prozentpunkte stärkeres Wachstum der Schulden hat so zu einem Anstieg des Verhältnisses von Schulden zu Wirtschaftsleistung von unter 60% auf zeitweise über 130% geführt.

Wirtschaftswachstum und sinkende Zinsen machen ein Wachstum der Schulden bis zu einem gewissen Grad tragbar. Beide Entwicklungen könnten aber aktuell an einem Scheidepunkt stehen.

Mit zunehmender Reife der globalen Volkswirtschaft nimmt das

inkrementelle Wachstum der Gesamtwirtschaft technisch bedingt notgedrungen ab. Technologiesprünge wie beispielsweise die Erfindung der Dampfmaschine im 18. Jahrhundert oder auch die Verbreitung des Internets Ende des 20. Jahrhunderts können der Gesamtwirtschaft zu Wachstumssprüngen verhelfen; genauso führen auch Rücksetzer wie beispielsweise durch die Zerstörung des Kapitalstocks in den globalen Kriegen zu Wachstum. Ob und inwieweit das aktuell allgegenwärtig diskutierte Thema der künstlichen Intelligenz zu einem Wachstumsschub führen kann, bleibt offen.



Auch die Entwicklung hin zu immer tieferen Zinsen könnte für längere Zeit vorüber sein. Das stetige Unterstützen des Wirtschaftswachstums über die Zuführung von immer weiterer Liquidität – allem voran über Zinssenkungen – war in den letzten Jahren nur dank einer vorteilhaften Kombination aus technologischen Fortschritten, vermehrter Nutzung komparativer Kostenvorteile durch die Globalisierung und fortlaufend sinkenden Energiepreisen möglich. Zu viele dieser Entwicklungen sind in den letzten Monaten zu Ende

gegangen, als dass eine weiterhin expansive Geldpolitik vor dem Hintergrund der gestiegenen Inflationswerte möglich wäre.

War die Zinsbelastung für die USA noch per März 2022 mit 12% der Staatseinnahmen historisch tief, so ist dieser Wert in den letzten Monaten auf über 20% hochgeschossen. Jeder fünfte Dollar an Steuereinnahmen fließt in den Schuldendienst – allerdings nicht in die Tilgung, sondern lediglich in den Zinsdienst.

Mit tieferen Wachstumsraten und höheren Zinsen werden Schuldenberge zu einem nachhaltigen Problem. Beide Entwicklungen führen notgedrungen zu einer Reduktion von Schulden – entweder aufgrund der teurer gewordenen Refinanzierung oder in noch direkterer Form über den Ausfall des Schuldners. Beide Entwicklungen führen zu einem Einbruch von Vermögenswerten, was historisch meist in eine Finanzkrise und eine Rezession geführt hat – die Spirale der Kreditfinanzierung kann auch rückwärts drehen.

300%

Die globale Verschuldung ist aktuell mehr als dreimal höher als die gesamte globale Wirtschaftsleistung und damit mehr als doppelt so hoch wie 1983 – zu Beginn der Ära fallender Zinsen.

32'989 Mia. USD

beträgt die aktuelle Staatsschuld der USA. Dies entspricht über 120% der US-Wirtschaftsleistung. Die entsprechende Quote liegt für die Schweiz bei knapp 28%.

# Nicht schmerzfrei, aber möglich: geordneter, langfristiger Schuldenabbau

Auch wenn bei einer wirtschaftlichen Abkühlung der Ruf nach einer akkommodierenden Geldpolitik wieder laut werden wird, besteht aktuell kein Raum für Zinssenkungen. Aufgrund verschiedener Entwicklungen, welche die Inflation befeuern – angefangen bei den demografischen Verschiebungen über Themen des Umbaus der Wirtschaft weg von fossilen Energieträgern bis hin zu erhöhten Ausgaben für die Sicherheit –, werden die Zinsen auf absehbare Zeit hoch bleiben. Dies wird den durch den hohen Verschuldungsgrad entstandenen Druck auf die Vermögenswerte wie auch das Wirtschaftswachstum aufrechterhalten.

Während der angeführte Verschuldungsgrad zur Sorge Anlass geben mag, ist die eigentliche Verschuldungssituation noch gravierender:

## Schattenbanken

Mit zunehmender Bankenregulierung ist ein nicht unwesentlicher Teil der Kreditvergabe in andere Bereiche wie beispielsweise Private Equity-Firmen, Lending-Plattformen und Hedge Funds abgewandert. Mit steigenden Zinsen sind hier beträchtliche Wertverluste zu gewärtigen, die in den Schuldenübersichten gemeinhin nicht erscheinen.

## Kreditkartenschulden

Die Kreditkartenschulden haben trotz höherer Schuldzinsen neue Rekordniveaus erreicht. Grund hierfür ist nicht zuletzt eine hohe Arbeitsplatzsicherheit, was wiederum auch eine rekordtiefe Sparquote mit sich bringt. Mit Schuldzinsen von über 20% auf Kreditkartenschulden ist der Konsument als wichtigste Stütze der Nachfrage gleichzeitig auch hoch verletzlich.

## Immobilien

Im Immobilienbereich sind Neubewertungen bei gewerblich genutzten Immobilien bereits in der Breite spürbar. Ein hoher Fremdkapitalanteil in der Finanzierung bei gleichzeitig gestiegenen Zinsen und einer tieferen Auslastung führt zwangsläufig zu tieferen Renditen und damit zu tieferen Werten.



Während diese Dimensionen in Teilen versteckte Risiken bergen, so ist auf der positiven Seite anzumerken, dass im Gegensatz zur Situation vor der Finanzkrise von 2008 die Struktur der Schulden grundsätzlich deutlich gesunder ist. Konkret ist die Verschuldung oftmals längerfristig und gestaffelter, wodurch der Druck der gestiegenen Zinsen über die Zeit anfällt und nicht direkt zu Ausfällen führt. Auch ist auf der privaten Seite

aufgrund der nachhaltig engeren Arbeitsmärkte von einer erhöhten Tragbarkeit der Schulden auszugehen, genauso wie die Entwicklung der Unternehmensgewinne ein geordnetes Reagieren auf die gestiegenen Schuldzinsen ermöglicht. Der Abbau der teils überbordenden staatlichen Verschuldung dürfte hingegen zu schmerzhafteren Entwicklungen führen – sei es über Steuererhöhungen, die der Wirtschaft Ressourcen

entziehen, oder den Abbau staatlicher Leistungen.

Es kann aber festgehalten werden, dass der notwendige Abbau der globalen Verschuldungssituation – wenn auch nicht schmerzfrei – so doch geordnet möglich ist. Einen Weg daran vorbei gibt es nicht und alternative Varianten des Schuldenabbaus mag man sich nicht ausmalen.







## Durch Schulden gelangt Geld dorthin, wo es gebraucht wird.

**Christoph Boner**  
Chief Investment Officer

### **Was sind Schulden?**

Schulden im finanziellen Sinne sind Verschiebungen von Geld zwischen Wirtschaftssubjekten und über die Zeit. So dient das Schuldmachen dem Vorziehen von Geldleistungen für Konsum oder auch Investitionen. Für die Inanspruchnahme des Geldes ist dabei ein Schuldzins zu bezahlen und meist ist die Schuld über die Zeit oder per Ende einer ausgemachten Zeitperiode gänzlich zurückzuzahlen. Die bekannteste Form der Schuld im Finanzsystem ist die Anleihe, über die Staaten wie auch Unternehmen sich Geld von Anlegern leihen. Im privaten Bereich können Hypotheken, Autoleasings wie auch Kreditkartenausstände als bekannte Formen von Schulden angeführt werden.

### **Wieso können Schulden Sinn machen?**

Schulden erlauben die vorübergehende Verschiebung von Geld von Wirtschaftssubjekten, die aktuell keinen Geldbedarf haben, zu solchen, die Geld benötigen. Damit wird dem Geld empfangenden Subjekt die unmittelbare Möglichkeit gegeben, eine Anlage oder auch einen Konsum vorzunehmen. Schulden stellen ein wichtiges Mittel zur effizienten Kapitalallokation in einer Wirtschaft dar.

### **Welche Risiken bestehen?**

Zumindest für die Dauer der Inanspruchnahme des fremden Geldes ist ein Zins zu entrichten; oftmals ist eine Schuld zeitlich limitiert und es hat eine Rückzahlung über die Zeit oder per Ende der Laufzeit zu erfolgen. Der Zins kann von Beginn weg fixiert sein oder auch über einen Mechanismus an das ersatzlos streichen Zinsniveau gekoppelt werden. Das Risiko von Schulden besteht neben dem potenziellen Zinsanstieg in einer allfälligen Unfähigkeit oder auch Unwilligkeit, die Schulden zu begleichen, was in einen wirtschaftlichen Konkurs münden kann.

### **Wie kommt der Zinssatz zustande?**

Der auf einer Schuld zu zahlende Zinssatz bestimmt sich aus drei Elementen: Zum einen ist der Basiszins über eine Arbitragesituation abhängig vom vorherrschenden Zinsniveau in der Währung, auf welche die Schuld läuft. Zweitens kommt eine Zeitprämie zum Tragen, das heisst, je länger das Geld beansprucht wird, desto höher wird der Zins normalerweise ausfallen. Drittens kommt eine Risikoprämie zur Anwendung, die den Geldgeber für das Risiko eines Ausfalls des Schuldners entschädigt. Je grösser dieses Risiko ist, desto höher wird diese Risikoprämie ausfallen.

**Wozu werden Schulden benötigt?**

Schulden können wie sämtliche finanziellen Mittel entweder für Konsum oder für Anlagen eingesetzt werden. Im Falle des Konsums erfolgt ein einfaches Vorziehen ebendieses, wofür der Schuldner den Preis des Zinses zu entrichten hat. Wird das Geld für Anlagen verwendet, so besteht das Ziel darin, dass die Erträge aus den gesamten Anlagen die Schuldzinsen zumindest decken und so bei höheren Erträgen eine grössere Eigenkapitalrendite erwirtschaftet werden kann. Dieser sogenannte Hebel wirkt allerdings in beide Richtungen. Reicht die Ertragskraft der Anlagen nicht aus, um die Schuldzinsen zu decken, so frisst sich ein Verlust in das Eigenkapital des Schuldners.

**Wie werden Schulden abgebaut?**

Neben dem ordentlichen Tilgen von Schulden über eine Rückzahlung des Schuldbetrages können Schulden auch über einen Ausfall des Schuldners oder über Inflation abgebaut werden – zumindest sofern der Schuldbetrag nicht indexiert ist. Im ersten Fall entsteht direkt ein Wertverlust für den Gläubiger, was in der Folge weitere Ausfälle zur Folge haben kann. Im zweiten Fall erfolgt eine Verschiebung von Wert vom Gläubiger hin zum Schuldner. In beiden Fällen geht der Schuldenabbau mit einem Wohlstandsverlust einher und kann potenziell eine Kettenreaktion in Form weiterer Ausfälle auslösen.

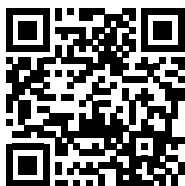


Privatbank IHAG Zürich AG  
Bleicherweg 18  
Postfach  
8022 Zürich

Telefon +41 44 205 11 11

info@pbihag.ch  
pbihag.ch

PDF-Download



**Disclaimer:** Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem auch, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortung für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltener Informationen unterliegen.