

# Was folgt nach der Erhöhung der Schuldenobergrenze?

31. Mai 2023

- Im Streit über die Schuldenobergrenze wurde eine grundsätzliche Einigung zwischen Demokraten und Republikanern erzielt, die jetzt noch vor dem 5. Juni vom Kongress verabschiedet werden muss.
- Die geplanten Ausgabenreduktionen in Höhe von 0.1% (2024) und 0.2% (2025) sind für die Haushaltssanierung ungenügend. Die geplante Aussetzung der Schuldenobergrenze bis Januar 2025 ist hingegen positiv.
- In den kommenden Wochen dürfte die Emissionstätigkeit des US-Finanzministeriums die Liquidität verknappen und tendenziell zu höheren Renditen führen.
- Je stärker allfällige negative Marktentwicklung ausfallen, desto grösser wird die Wahrscheinlichkeit, dass die US Notenbank Fed ihre Bilanzschumpfung stoppt. Zinssenkungen sind allerdings nur in einem Extremszenario wahrscheinlich.

Thomas Härter, Anlagestrategie

Die US-Regierung hat am vergangenen Samstag eine grundsätzliche Einigung mit den Republikanern im Kongress über die Anhebung der Schuldenobergrenze erzielt. Diese soll für 19 Monate bis zum 1. Januar 2025 angehoben werden.

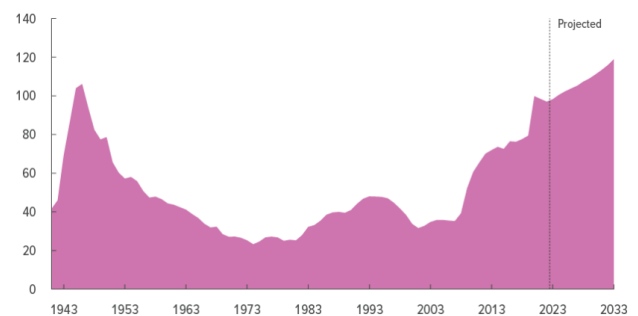
Der Entwurf muss jetzt so schnell wie möglich in beiden Kammern des Kongresses verabschiedet und vom Präsidenten unterzeichnet werden, damit ein Zahlungsausfall der US-Regierung abgewendet wird. Dieser droht nach Aussage des Finanzministeriums am 5. Juni. Am heutigen Mittwoch soll über den Gesetzentwurf im Repräsentantenhaus abgestimmt werden, der Senat dürfte dann am Wochenende darüber abstimmen.

Es ist somit wahrscheinlich, dass das Gesetz noch in dieser Woche abgesegnet und die nächste Aufführung dieses «Theaterstückes» erst wieder nach der US-Präsidentenwahl am 5. November 2024 stattfinden wird.

Materiell dürfte der Kompromiss u.a. darauf hinauslaufen, dass die Staatsausgaben im Jahr 2024 um 0.1% und im Jahr 2025 um 0.2% des Bruttoinlandproduktes gekürzt werden.

Nicht zuletzt aufgrund der stark gestiegenen Zinskosten dürfte die Bruttoverschuldung in Prozent des Bruttoinlandproduktes weiter ansteigen und in wenigen Jahren den alten Rekordhöchststand während des 2. Weltkrieges überschreiten. Der Kompromiss ist somit kein grosser Wurf, der die Problematik der ausufernden Staatsverschuldung wirklich angeht (vgl. Abbildung 1).

**Grafik 1: Staatsverschuldung der USA, die vom Privatsektor gehalten wird. In % des Bruttoinlandproduktes von 1941 - 2033**



Quelle: Congressional Budget Office [https://www.cbo.gov/publication/59159#\\_idTextAnchor023](https://www.cbo.gov/publication/59159#_idTextAnchor023) Graph 2

Wie könnten sich aber die Finanzmärkte nach der Einigung auf einen Kompromiss nun weiter entwickeln?

## Phase 1: Erleichterung, dass Zahlungsausfälle abgewendet werden

Die Lösung in dieser Woche dürfte die Aktienmärkte grundsätzlich etwas stützen, da sie einen Unsicherheitsfaktor beseitigt. US-Treasuries werden ihren Status als wichtigstes «risikofreies Asset der Welt» beibehalten. Risikofrei bezieht sich allerdings nur auf Ausfallrisiken, nicht auf das Risiko des Kaufkraftverlustes aufgrund von Inflation.

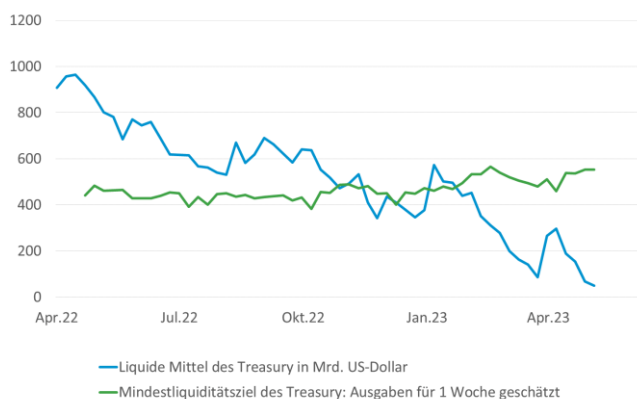
## Phase 2: Emission neuer US-Staatsanleihen und Absaugen von Liquidität

Wir bezweifeln jedoch, dass es zu einer längeren Erholungsphase kommen wird, denn nach dem Aufatmen wird das US-

Finanzministerium (Treasury) wieder sehr schnell die Emission von Staatsanleihen aufnehmen, um die Staatsausgaben zu finanzieren und den Liquiditätspuffer bei der US-Notenbank aufzufüllen.

Das US-Treasury dürfte dabei anstreben, über mindestens so viele liquide Mittel zu verfügen, dass die anstehenden Zahlungen der nächsten Woche abgedeckt sind. Schätzungen zufolge bewegen sich diese in einer Grössenordnung von rund USD 550 Mrd. Derzeit kann Finanzministerin Janet Yellen jedoch nur über rund USD 40 Mrd. an liquiden Mitteln unmittelbar verfügen, was eine Lücke von rund USD 500 Mrd. lässt (vgl. Grafik 2). Deshalb wird die Treasury in den nächsten Wochen hohe Volumina an Staatsanleihen emittieren, um sich diese liquiden Mittel zu beschaffen. Selbst, wenn USD 500 Mrd. an Staatsanleihen netto über mehrere Monate gestreckt emittiert werden würden, kann eine deutliche Verknappung der Liquidität resultieren, was zu Aufwärtsdruck bei den Renditen von US-Staatsanleihen führen kann.

### Phase 2: Mindest-Zielliquidität und tatsächliche liquide Mittel des Treasury



Quelle: Refinitiv, US Treasury

Die knappere Dollarliquidität und eine höhere Verzinsung der Staatsanleihen könnten belastend auf die US-Aktienmärkte wirken und dürften den US-Dollar unter Aufwärtsdruck setzen.

Ferner ist es wichtig zu beachten, dass das Finanzministerium - ausgehend von einem sehr hohen Liquiditätsbestand (rund das doppelte der "Zielliquidität") - tendenziell Liquidität abgebaut hat bzw. netto aussergewöhnlich wenige Staatsanleihen emittierte. Möglicherweise war dies mit ein Grund, warum sich die US-Aktienmärkte trotz der Schrumpfung der Fed-Bilanz relativ gut entwickelten und der Rückgang der Liquidität wegen der Fed für die Finanzmärkte kein Thema war. Dies könnte sich in der nächsten Zeit entsprechend ändern.

### Phase 3: Mögliche Liquiditätskrise könnte Fed auf Plan rufen

Die anhaltende Bilanzschrumpfung der Fed bei gleichzeitigem Anstieg der Nettoneuemissionen des Treasury beinhalten das Risiko, dass es früher oder später zu einer Liquiditätskrise kommen könnte. Diese dürfte sich, wenn sie denn auftritt, vermutlich zuerst bei den schwächsten Akteuren zeigen. Nach heutigem Wissensstand gehören US-Regionalbanken, möglicherweise aber auch weitere Teile des Bankensystems der USA dazu.

In einem solchen Fall könnte die Fed ihre Bilanzreduzierung beenden bzw. zu anderen Massnahmen der Liquiditätszuführung zurückgreifen, wie sie es bei der Bankenkrise im März 2023 getan hat. Es bleibt zu hoffen, dass sie dies vorausschauend machen wird, bevor ernsthafte Probleme an den Finanzmärkten auftreten. Denn es kann schnell teurer werden, in einer Krise eine Lösung zu finden als im Vorfeld Massnahmen zu ergreifen, dass sie gar nicht erst entsteht. Leider kann man berechtigte Zweifel haben, dass dies gelingt, weshalb eine genaue Beobachtung der Liquiditätssituation so bedeutend ist.

### Defensiv positioniert bleiben

Nicht zuletzt aufgrund der drohenden Verschlechterung der Liquiditätssituation, aber auch wegen relativ hoher Bewertungen sowie des Risikos einer ausgeprägteren zyklischen Verlangsamung empfehlen wir, Aktien unterzugeschichtet und die Anlagetechnik defensiv auszurichten mit Untergewichtungen bei Aktien sowie Staatsanleihen der Industrieländer.