



Dr. Andreas A. Busch  
Senior Analyst Economic Research

## US-Aufschwung – reif, aber noch nicht überreif

21. April 2017

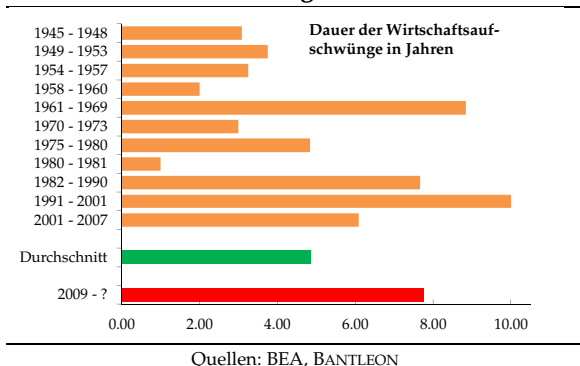
[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

### Geht dem aktuellen Aufschwung schon bald die Puste aus?

Die Ängste, *Donald Trump* würde mit protektionistischer Schnellschüssen Ernst machen und damit dem Wirtschaftsaufschwung in den USA und in weiten Teilen der Welt einen schweren Schlag versetzen, haben sich bislang nicht bewahrheitet. Im Gegenteil – der rabiaten Wahlkampfretorik ist bei handelspolitischen Themen eine unerwartet zurückhaltende Realpolitik gefolgt. Zuletzt hat *Donald Trump* sogar eine regelrechte 180-Grad-Wende vollzogen, indem er China explizit vom Vorwurf der Währungsmanipulation freisprach.

Die Konjunkturperspektiven für die USA sind in den Augen mancher Beobachter dennoch alles andere als rosig. Vor allem besteht die Sorge, dem Aufschwung gehe schon bald die Puste aus. Schliesslich dauert er mit knapp acht Jahren inzwischen so lange wie kaum ein anderer in den zurückliegenden 70 Jahren (vgl. Abb. 1).

**Abb. 1: Im historischen Vergleich ist der aktuelle Aufschwung schon alt**



Anzeichen für eine zunehmende Reife des Aufschwungs sind insbesondere bei der Verschuldung der US-Bürger auszumachen. Daneben sei die Sättigung bei den Kfz-Verkäufen bedenklich.

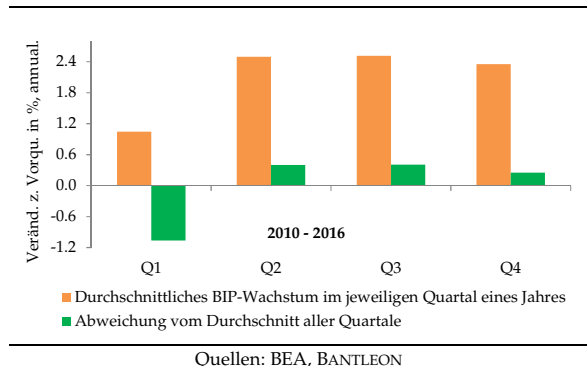
Die Skeptiker sehen sich schliesslich durch die aktuell enttäuschenden Wachstumswahlen bestätigt.

Ungeachtet der Rekordstände bei der Unternehmens- und Verbraucherstimmung zeichnet sich für das 1. Quartal ein BIP-Wachstum von lediglich rund 1,0% ab (annualisiert gegenüber dem Vorquartal). Ist der Aufschwung also letztlich doch viel schwachbrüstiger als erhofft – sind die Tage bis zum Beginn der nächsten Rezession mithin bereits gezählt?

### Enttäuschendes Q1-BIP-Wachstum kein Vorbote einer nachhaltigen Abschwächung

Was das enttäuschende BIP-Wachstum im 1. Quartal angeht, gilt das Motto »Und täglich grüsst das Murmeltier«. In den vergangenen Jahren fiel die Expansionsdynamik am Jahresanfang regelmässig schwach aus. Zum Teil waren extreme Wetterverhältnisse dafür verantwortlich, wie im Jahr 2014, als der gesamte Mittlere Westen die widrigsten Witterungsbedingungen seit Beginn der Wetteraufzeichnungen zu verkraften hatte.

**Abb. 2: Trotz statistischer Bereinigung ist im US-BIP immer noch ein Saisonmuster enthalten**



Aber auch ohne solche Extremereignisse schnitt das Wachstum im 1. Quartal zumeist unterdurchschnittlich ab. Im Mittel der vergangenen sieben Jahre lag die Expansionsrate in Q1 um rund 1,0%-Punkte tiefer als im Durchschnitt aller Quartale (vgl. Abb. 2). Trotz der vielschichtigen Saisonbe-

reinigungsverfahren, die bei der Berechnung des BIP angewendet werden, verbleibt eine »Restsaisonalität« in den Daten.

Das Statisteamt (BEA) ist sich dieses Problems durchaus bewusst und hat die Verfahren daher bereits mehrfach angepasst (zuletzt 2015). Die verbliebenen saisonalen Schwankungen konnten damit aber immer noch nicht vollständig eliminiert werden. Vor allem bei den staatlichen Verteidigungsausgaben und den privaten Investitionen sind sie weiterhin vorhanden<sup>1</sup>.

Allein die Tatsache, dass das BIP-Wachstum aufgrund statistischer Verzerrungen regelmässig am Jahresanfang enttäuscht, spricht mithin für ein merklich anziehendes gesamtwirtschaftliches Expansionstempo schon im laufenden Quartal. Darüber hinaus deuten die wiedererwachende Investitionsdynamik (vgl. unten) und die Aussicht auf eine Erholung beim privaten Konsum auf zulegende Wachstumsraten im weiteren Jahresverlauf hin.

## Comeback der Subprime-Kredite

Ist das aber nur ein kurzes Strohfeuer, weil der wachsende Schuldenberg den privaten Haushalten das Wasser abgräbt? In der Tat sind hier einige bedenkliche Entwicklungen zu beobachten. Kritisch wird vor allem das Comeback der Subprime-Kredite gesehen. Gemeint sind damit Ausleihungen an US-Bürger, die eigentlich nicht als kreditwürdig gelten. Dieses Darlehenssegment erlebte einen nie da gewesenen Aufschwung im Immobilienboom der 2000er Jahre. Am Hochpunkt war jeder vierte Hypothekenkredit ein Subprime-Kredit, was mit dafür verantwortlich war, dass sich die Immobilienblase so sehr aufblähen konnte und schliesslich platzen musste.

Seither spielen Subprime-Kredite, die von privaten Finanzierern vergeben werden, bei Hypotheken zwar nur noch eine geringe Rolle<sup>2</sup>. Zuletzt haben sie aber an anderer Stelle – unter anderem bei Autokrediten – an Bedeutung gewonnen. Von den aktuell ausstehenden Kfz-Finanzierungen in Höhe von 1.157 Mrd. USD (das sind rund 60% mehr als

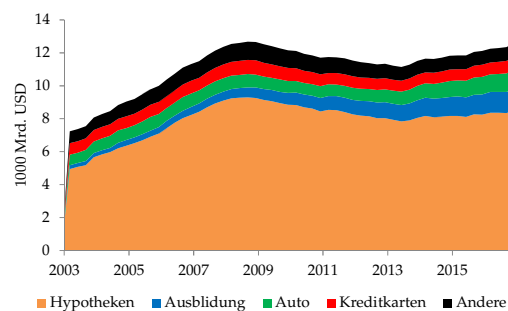
<sup>1</sup> Vgl. z.B. Kurt G. Lunsford, *Lingering Residual Seasonality in GDP Growth*, 2017, Federal Reserve Bank of Cleveland.

<sup>2</sup> Nachdem der Subprime-Hypothekenmarkt im Zuge der Immobilienkrise zusammengebrochen war, ist die staatliche *Federal Housing Administration* in die Bresche gesprungen. Sie vergibt Immobilienkredite an weniger kreditwürdige private Haushalte. Das Segment der Subprime-Hypothekenkredite existiert mithin quasi weiter. Allerdings ist die Vergabepraxis unter der staatlichen Obhut weniger lax als seinerzeit bei den privaten Immobilienfinanzierern, die den ausufernden Risiken nicht Rechnung trugen, sondern sie durch Verbriefung unmittelbar weiterreichten.

vor fünf Jahren) entfallen 25% auf das Subprime-Segment. Droht nun also von dieser Seite das Platzen der nächsten Blase?

Zunächst ist zu beachten, dass Autokredite mit 9% nur einen kleinen Teil der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte ausmachen. Den mit Abstand bedeutendsten Block bilden nach wie vor die Immobilienfinanzierungen (knapp 70%, vgl. Abb. 3). Das Gefahrenpotential, das von wachsenden Kreditausfällen bei Autofinanzierungen auf das Finanzsystem ausgeht, ist mithin deutlich kleiner als seinerzeit bei der Immobilienblase.

**Abb. 3: Autokredite machen nur einen kleinen Teil der Verschuldung der US-Bürger aus**



Quellen: Fed, BANTLEON

Des Weiteren wird der Markt für Subprime-Autokredite nicht von Banken, sondern von kleineren, unabhängigen Autofinanzierungsgesellschaften dominiert (vergeben rund drei Viertel aller Kredite). Sollten diese wegen zunehmender Zahlungsausfälle in Schwierigkeiten geraten, wäre das für die Stabilität des Finanzsystems weit weniger bedrohlich als der Zusammenbruch systemrelevanter Grossbanken während der Immobilienkrise.

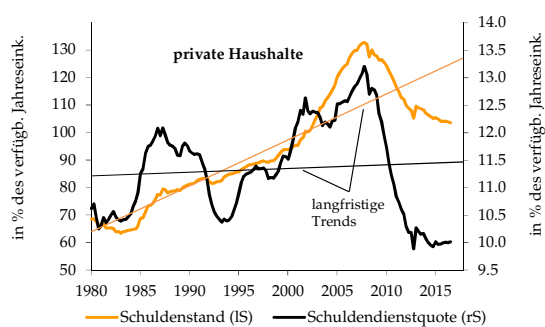
Alles in allem spricht somit vieles dafür, dass die sorglosere Vergabepraxis bei Automobilkrediten nicht die nächste Schuldenkrise auslöst. Dafür ist dieses Segment aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zu wenig bedeutend.

## Verschuldung der US-Bürger aktuell kein Problem

Richtet man darüber hinaus den Blick auf die Verschuldungssituation der privaten Haushalte insgesamt, ist im Laufe der zurückliegenden Jahre eine deutliche Verbesserung festzustellen. So hat bei den Immobilienkrediten – die die Bilanz der privaten Haushalte dominieren – eine echte Entschuldung stattgefunden. Gegenüber dem Hochpunkt des Immobilienbooms ist der Schuldenstand in diesem Segment von 9.500 Mrd. USD (Ende 2008) um rund 10% auf 8.500 Mrd. USD gesunken. In

Relation zu den im gleichen Zeitraum um 30% gestiegenen Haushaltseinkommen hat sich der gesamte Schuldenstand der US-Bürger daraufhin von rund 130% auf gut 100% reduziert (vgl. Abb. 4). Im internationalen Vergleich ist das eine auffallende Normalisierung. Die grosse Lücke, die beim US-Schuldenstand in Relation zum Durchschnitt der entwickelten Volkswirtschaften in den Jahren 2000 bis 2010 entstanden war, hat sich grösstenteils wieder geschlossen.

**Abb. 4: Die privaten Haushalte haben sich entschuldet und profitieren von tiefen Zinsen**



Quellen: Fed, BANTLEON

Eine massive Entlastung hat gleichzeitig beim Schuldendienst stattgefunden. Mussten die privaten Haushalte unmittelbar vor der Immobilienkrise ca. 13% ihrer Einkommen für Zins- und Tilgungszahlungen aufwenden, hat sich diese Belastung inzwischen um rund ein Viertel verringert. Mit gut 10% sind die Aufwendungen hier gegenwärtig so niedrig wie nie zuvor in den vergangenen Jahrzehnten (vgl. Abb. 4).

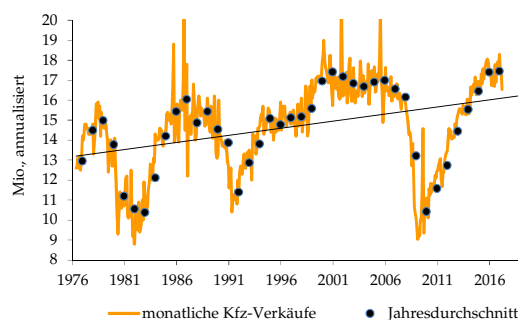
Zwischenfazit: Vonseiten der Verschuldung der privaten Haushalte droht dem aktuellen Aufschwung kein Ungemach. Problematisch wird die Situation erst dann, wenn echte Exzesse beim Schuldenmachen entstehen und/oder das Zinsniveau über einen längeren Zeitraum hinweg steigt. Dann droht eine deutliche Zunahme der Zahlungsausfälle (auch beim bedeutendsten Segment der Immobilienkredite) mit entsprechenden negativen Rückwirkungen auf das Finanzsystem. Gleichzeitig würden infolge der steigenden Zinslast die Konsumausgaben einen Dämpfer erfahren, was ebenfalls auf dem Aufschwung lasten würde. Dieses Szenario ist derzeit allerdings Zukunftsmusik – auf Sicht der nächsten 12 Monate kann Entwarnung gegeben werden.

### Sättigung beim Kfz-Absatz unproblematisch

Kein Problem stellen darüber hinaus die eingangs erwähnten Sättigungstendenzen bei den Kfz-Verkäufen dar. In der Tat scheint nach acht Jahren

mit ununterbrochenen Umsatzsteigerungen – die 2016 zu einem Allzeithöchststand von 17,44 Mio. verkauften Fahrzeugen geführt hatten – die Luft für weitere Zuwächse dünn zu werden (vgl. Abb. 5). Dafür spricht auch, dass sich ein neuer Trend etabliert hat, wonach immer mehr junge US-Amerikaner keinen Führerschein machen und damit nicht zu potentiellen Autokäufern werden. Zu guter Letzt ist auch die Tendenz zum Zweit- bzw. Drittwagen abgeebbt. Inzwischen besitzt im Durchschnitt jeder Führerscheininhaber 1,2 Autos – in den zurückliegenden 15 Jahren ist diese Zahl nicht mehr wie in den Jahrzehnten zuvor stetig gestiegen, sondern sogar leicht gesunken.

**Abb. 5: Kfz-Verkäufe – die Bäume wachsen nicht in den Himmel**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Selbst wenn aber der bisherige Aufwärtstrend bei den Kfz-Verkäufen nun endet und in eine Seitwärtsbewegung übergeht – die Belastungen, die davon auf das Wirtschaftswachstum ausgehen, sollten sich in Grenzen halten. *Erstens* machen die Ausgaben der US-Bürger für Neuwagen nur gut 2% der gesamten Konsumausgaben aus (bzw. nur 1,5% des BIP). Eine nachlassende Dynamik beim Autokauf wird das Wirtschaftswachstum entsprechend nur geringfügig bremsen.

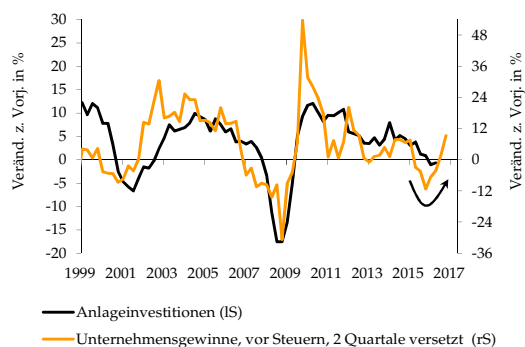
*Zweitens* ist davon auszugehen, dass die US-Bürger das Geld, das sie nicht für den Autokauf aufwenden, an anderer Stelle in den Konsum fließen lassen. Für den Automobilsektor sind die Aussichten mithin nicht mehr ganz so rosig wie in den vergangenen Jahren – für die US-Wirtschaft insgesamt hingegen schon.

### Investitionsaufschwung beginnt gerade erst

Aber nicht nur, dass die Sättigung beim Autoabsatz und die Verschuldung der US-Bürger keine Gefahren für die US-Wirtschaft darstellen. Es gibt auch – wie bereits erwähnt – handfeste Argumente, die für einen an Fahrt aufnehmenden Aufschwung sprechen.

Allen voran dürfte die sich abzeichnende Investitionsbelegung der wirtschaftlichen Erholung einen zweiten Frühling bescheren. Nach der einjährigen Stagnation der Kapitalgüternachfrage 2016 kündigt gleich eine Reihe von Faktoren eine tiefgreifende Erholung an. An erster Stelle stehen die wieder zulegenden Gewinne (vgl. Abb. 6). Hier sorgen nicht nur steigende Umsätze für Rückenwind, sondern auch die wieder grösser werdenden Margen.

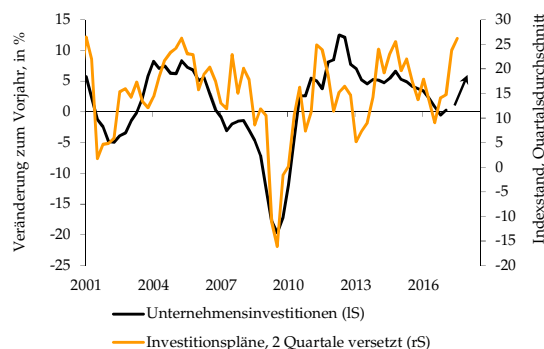
**Abb. 6: Der Investitionsausblick hellt sich dank steigender Gewinne wieder auf ...**



Quellen: BEA, BANTLEON

Daneben ist die schwindende Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe ein gutes Zeichen. Beides zusammen findet seinen Niederschlag in den Unternehmensumfragen. Die Teilindizes zu den Investitionsplänen sind steil nach oben gerichtet und zeichnen damit eine spürbar anziehende Investitionstätigkeit vor (vgl. Abb. 7).

**Abb. 7: ... das ist auch an den Unternehmensumfragen abzulesen**



Quellen: BEA, Philadelphia Fed, BANTLEON

### Fazit: Der Aufschwung hat noch Potential

Wie die bisherigen Ausführungen gezeigt haben, ist das hohe Alter des aktuellen Wirtschaftsaufschwungs kein Grund, die Flinte ins Korn zu werfen. Weder liefert die aktuelle Verschuldungssituation der US-Bürger (trotz auffallender Entwicklungen im Subprime-Segment) einen Anlass zur Besorgnis – im Gegenteil, die Schuldenlast der US-Bürger ist derzeit so tief wie lange nicht mehr. Noch ist das sich abzeichnende Ende im achtjährigen Aufwärtstrend bei den Kfz-Verkäufen ein Problem. Die hier zu beobachtende Sättigung dürfte den privaten Haushalten den Spielraum eröffnen, die Konsumausgaben an anderer Stelle auszuweiten. Schliesslich kündigt sich bei den Unternehmensinvestitionen eine weitreichende Belebung an, die dem Wirtschaftsaufschwung einen nachhaltigen Schub bescheren wird.

Nach dem schon fast traditionell schwachen 1. Quartal ist somit der Weg frei für eine deutliche Belebung im neunten Aufschwungsjahr. Wir rechnen 2017 mit einem BIP-Zuwachs von mindestens 2,4%, was nach den +1,6% 2016 eine ansehnliche Beschleunigung darstellen würde. 2018 sollte das Expansionstempo ähnlich hoch ausfallen. Ein Ende der Aufschwungsphase ist mithin bisher nicht in Sicht. Selbst der bisherige Rekordhalter – der 10-jährige Aufschwung in den 1990er-Jahren – könnte entthront werden.

#### Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.