



US-Fiskalpolitik: Land der begrenzten Möglichkeiten

Jenseits der aktuellen Debatte um die Schuldenobergrenze sehen sich die USA mit hohen Defiziten und einem weiter wachsenden Berg öffentlicher Schulden konfrontiert. Neue Herausforderungen werden in den kommenden Jahren den Handlungsspielraum zusätzlich reduzieren.



Patrick Franke
Internationale
Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

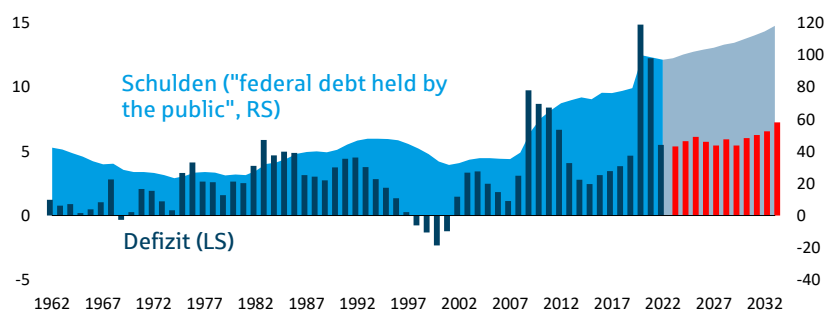
In Washington D.C. wird derzeit mal wieder lebhaft über das leidige Thema „**gesetzliche Schuldenobergrenze**“ diskutiert. Die Fragen, ob, wann und zu welchen Bedingungen der Kongress diese anhebt, haben aber wenig bis gar nichts mit Ökonomie zu tun. Es ist ein **politischer Prozess**, in dem es darum geht, selber gut dazustehen und möglichst viele Punkte gegen die andere Seite zu machen. Die Präsidentschaftswahlen 2024 lassen grüßen.

Wir fokussieren daher in diesem Update auf **andere Aspekte der US-Fiskalpolitik**. Zunächst fassen wir noch einmal knapp zusammen, was in Joe Bidens Amtszeit seit der Verabschiedung seines „Markenzeichens“, dem überdimensionierten Stimulus vom Frühjahr 2021, eigentlich fiskalpolitisch passiert ist. Im Anschluss skizzieren wir die **aktuelle Lage** des Bun-

deshaushalts und wagen einen **Ausblick auf die kommenden Jahre**. Diese versprechen äußerst herausfordernd zu werden. Neben dem Dauerbrenner – der immer drängender werdenden Frage nach der mittelfristigen Tragfähigkeit der sozialen Sicherungssysteme in einer alternden Gesellschaft – stehen hier auch einige neuere Aspekte im Mittelpunkt: Die Auswirkungen des kräftigen Zinsanstiegs auf die öffentlichen Finanzen und die sich immer konkreter abzeichnenden erheblichen Kosten einer auf das Erreichen von „Net Zero“ ausgerichteten Klimapolitik.

Überdurchschnittliche Defizite und ein wachsender Schuldenberg

Fiskaljahre, Bundeshaushalt, % am BIP*



*ab 2023 Basis-Projektion des CBO.

Quellen: Congressional Budget Office (CBO), Helaba Research & Advisory

Das Anhäufen eines **immer größeren Schuldenbergs** in den vergangenen fünfzehn Jahren (Schaubild), politische Uneinigkeit über die angemessene Höhe der Steuern bzw. der öffentlichen Ausgaben, demografische Herausforderungen und die Kosten der Klimawende: Der **Spielraum in der Finanzpolitik wird tendenziell kleiner**. Dies gilt in unserem Basis-Szenario eines höheren, aber historisch relativ niedrigen Zinsniveaus. Es wäre aber noch relevanter, wenn ein Umfeld steigenden Kapitalbedarfs, u.a. für Klimainvestitionen, demografiebedingt niedrigerer Ersparnis und wieder höherer „normaler“ Inflationsraten zu einer neuen Hochzinsphase führen würde und das Schuldenmachen so mittel- bis langfristig spürbar teurer würde.

Rückblick: „Sozialist“ Joe Biden?

Über das **massive konjunkturelle Stimulus-Paket** des Jahres 2021, das zu einem der **wichtigsten Treiber des Inflationsschubs** der vergangenen zwei Jahre wurde, haben wir und andere schon viel geschrieben. Bevor die Demokraten im November 2022 die Mehrheit im Repräsentantenhaus verloren, gelang es der Regierung 2021 und 2022 noch, jeweils ein weiteres umfangreiches wirtschaftspolitisches Programm zu verabschieden.

Wegen des Widerstands seitens zweier zentristischer Senatsmitglieder aus der eigenen Partei und angesichts einer geschlossen ablehnenden Front der Republikaner scheiterte Biden mit seinen überdimensionierten Plänen für eine erhebliche Ausdehnung des Sozialstaats und zunächst weitgehend auch mit seinen Vorstellungen zur Klimapolitik. Beschlossen wurde 2021 dann mit parteiübergreifender Mehrheit ein **großes Infrastrukturprogramm**. Dies stellt über zehn Jahre etwa 550 Mrd. Dollar neue Mittel zur Verfügung, z.B. für die Strom- und Wasserversorgung, Verkehr (Flughäfen, Straßen und Schiene), schnelles Internet sowie Ladestationen für E-Mobilität.

Dem folgte 2022 der sogenannte **„Inflation Reduction Act“ (IRA)**. Trotz des irreführenden Namens handelt es sich dabei primär um ein Maßnahmenpaket gegen den **Klimawandel**. Es stellt insbesondere über zehn Jahre etwa 370 Mrd. Dollar an (Steuer-)Subventionen für erneuerbare Energien und eine allgemeine CO₂-Reduktion zur Verfügung – ein Novum für den US-Bund. Seitens der EU und anderer wurden allerdings die protektionistischen Bestimmungen des Pakets kritisiert, denn viele der Subventionen sind an strikte „Made in America“-Kriterien gebunden. Der IRA wird partiell „gegenfinanziert“ durch **höhere Steuern für Unternehmen**. Zudem wird in „Steuereffizienz investiert“: Die Steuerbehörde IRS erhält deutlich mehr Mittel, um zukünftig insbesondere reichen Steuerzahlern besser „auf den Zahn fühlen zu können“.

Biden sieht sich dennoch harscher Kritik seitens der „Progressiven“ in der eigenen Partei ausgesetzt, weil er angeblich bei den Ausgaben viel zu zurückhaltend vorgehen würde und **keine ambitioniertere Umverteilungsgenda** verfolge. Dieser Einschätzung widersprechen die harten Zahlen allerdings teilweise. So erreichten die Einnahmen des Bundes aus der progressivsten Steuerart, den **persönlichen Einkommensteuern**, unter Biden als Anteil an den Einkommen der privaten Haushalte **den höchsten Wert** mindestens seit den späten 1950er Jahren. Nur während der Vietnam-Kriegs-/„Great Society“-Phase unter Präsident Johnson, kurz vor der Steuerreform Ronald Reagans und während des Aktienbooms in der „New Economy“ vor 2000 waren die Einkommensteuereinnahmen ähnlich hoch wie zuletzt.

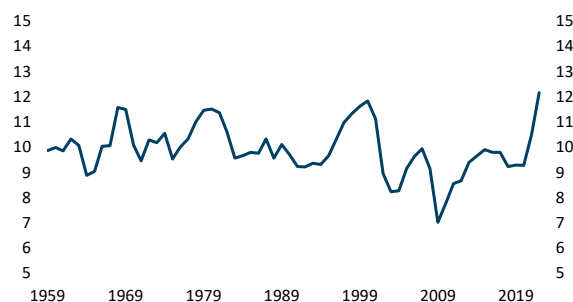
Diese **Ausweitung des Staates** spiegelt sich auch in den Ausgaben wider: Im Pandemiejahr 2020 hatte der US-Bund seine Ausgaben gemäß der Definition der Finanzierungsrechnung um astronomische 47 % erhöht. 2021 legte Joe Biden da noch mal rund 4 % drauf. Der folgende Rückgang um 8 % 2022 führte dazu, dass die öffentlichen Ausgaben der Bundesebene im abgelaufenen Fiskaljahr noch immer 40 % höher waren als 2019.¹

Aktuelle Lage: Strukturelle Defizite, weiter steigende Schulden

Seit 2020 sind diverse Bestimmungen der Notpakete ausgelaufen, die Wirtschaft hat sich spürbar erholt. Das Defizit der Bundesebene hat sich im Zuge der Erholung von der Pandemie vor allem aus zyklischen Gründen deutlich

Biden: Rekorderträge durch Einkommensteuer

Implizite effektive Rate der persönlichen Einkommensteuer, %*

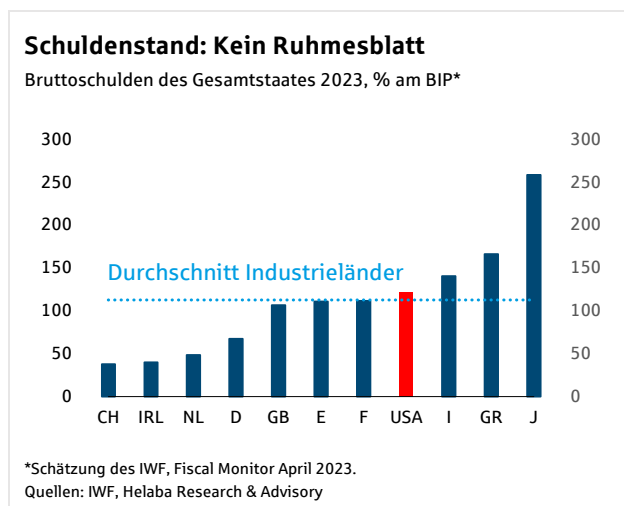


*Einnahmen des Bundes im Verhältnis zu den privaten Haushaltseinkommen
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

¹ Hier schlägt sich auch die hohe Teuerung nieder. Als Anteil am US-BIP lagen die Bundesaussgaben in dieser Abgrenzung (2021: rund 30 %) 2022 wieder bei 25 %, verglichen mit 21 % 2019. Aktuelle IWF-Zahlen zur Staatsquote (einschl. Staaten und Gemeinden) zeigen für 2022 einen Wert von 38 % versus 35 % bis 36 % vor der Pandemie.

reduziert. Gezielte Anstrengungen zur Konsolidierung gab es nicht. Mit gut 5 % des BIP fiel der Fehlbetrag im Fiskaljahr 2022 zwar wieder normaler aus als die zweistelligen Werte der beiden Vorjahre (Schaubild, S. 1). Auch 2023 bleibt das Defizit laut der Projektion des überparteilichen Congressional Budget Office (CBO) **mit 5,3 %** aber spürbar **oberhalb des langfristigen Durchschnitts von etwa 3,5 %**. Der IWF schätzt das strukturelle gesamtstaatliche Defizit, also jenes Defizit, das bei einer normalen Wirtschaftsauslastung verzeichnet würde, für das laufende Jahr mit rund 6,5 % am BIP. Über den Konjunkturzyklus hinweg sind die öffentlichen Ausgaben also etwa in dieser Größenordnung höher als die Einnahmen.

Der **Schuldenberg** ist zudem in der Pandemie erneut erheblich gestiegen. In der in den USA gebräuchlichen Abgrenzung („Federal debt held by the public“) liegt die Schuldenquote am BIP aktuell bei etwa 98 %, fast 20 Prozentpunkte höher als 2019 und schier unglaubliche **63 Prozentpunkte höher als vor der Finanzkrise 2007**. Dies ist, mit Ausnahme des Gipfels im Zweiten Weltkrieg, zudem ein absoluter Rekordstand. Betrachtet man die bei internationalen Vergleichen relevanteren gesamtstaatlichen Schuldenquoten, so stehen die USA mit 122 % am BIP unter den Industriestaaten nicht besonders gut da. Zwar sind sie weit entfernt von Zuständen wie in Japan, aber der Anteil des verfügbaren Kapitals, den der Staat absorbiert, ist heute deutlich höher als früher und übersteigt den Vergleichswert z.B. in Deutschland erheblich.



Mittelfristig dürfte das nominale BIP in den USA im Schnitt um **3,5 % bis 4 %** pro Jahr wachsen. Zu einer stabilen Schuldenquote von grob 100 % passt daher **ein jährlicher Fehlbetrag in gleicher Größenordnung**. Dieser wird aber wohl auch in den kommenden Jahren übertroffen werden.

Ausblick: Probleme voraus

So haben **Haushaltskonsolidierung** oder Schuldenabbau derzeit in der US-Politik keine nennenswerte Lobby. Die Republikaner, für die Defizite und Schulden unter Präsident Trump kein Thema waren, pochen in der aktuellen Debatte um die Schuldenobergrenze nun scheinbar wieder auf nachhaltigeres Wirtschaften. Durch die politische Blockade im Kongress sind zu-

sätzliche große Ausgabenprogramme oder Änderungen am Steuerrecht vor den Wahlen 2024 unwahrscheinlich. Sollte Donald Trump ins Weiße Haus zurückkehren, würden er und seine Parteifreunde jedoch sicher keinen Konsolidierungskurs in der Finanzpolitik einschlagen.

Weitgehend verstummt sind allerdings – dankbarerweise – die Vertreter der sogenannten „Modern Monetary Theory“ (MMT), die sich für **eine noch viel weitergehendere Verschuldung des Staates** ausgesprochen haben. Diese soll quasi direkt von der Notenbank „monetisiert“ werden, weil das angeblich kaum mit Inflationsrisiken verbunden sei. Hier haben die Ereignisse der vergangenen zwei Jahre einen heilsamen Schock mit sich gebracht.

Expansiven fiskalpolitischen Impulsen stehen dabei vor allem die absehbaren erheblichen Herausforderungen der kommenden Jahre entgegen. Da ist zum einen die Notwendigkeit einer **Reform der sozialen Sicherungssysteme** – je früher, desto besser. Kurz gesagt: Die Beiträge reichen nicht aus, um die Ansprüche abzudecken. Die sogenannten Trust Funds schrumpfen daher und werden schneller zusätzliche Mittel benötigen als bisher angenommen. Für das gesetzliche Rentensystem (Social Security) schätzt man diesen Termin, zu dem die erwarteten Auszahlungen nicht mehr in vollem Umfang geleistet werden können, nun auf 2034, für das Gesundheitssystem Medicare (für Rentner) sogar schon auf 2031. Für Änderungen an diesen Strukturen sind scheinbar endlose acht oder zehn Jahre dabei in Wirklichkeit sehr kurze Zeiträume, da graduelle Systemanpassungen nur extrem langsam wirken. Je näher der Termin rückt, um so drastischer (und unpopulärer) müssen Korrekturingriffe letztlich ausfallen. Leider gibt es derzeit in Washington keine Anzeichen dafür, dass Republikaner oder Demokraten an einer Lösung dieses Problems interessiert wären. Man überlässt es lieber einer zukünftigen Generation von Politikern.

Neben dieser mittelfristigen Problematik schlägt sich schon jetzt ein anderer Faktor nieder: der spürbare Zinsanstieg. Das CBO schätzt, dass die **Zinslast des Bundes** in den kommenden Jahren weiter zunehmen wird. Die durchschnittliche Verzinsung der Schulden ist bereits von 2,2 % 2021 auf 2,7 % im laufenden Jahr gestiegen. Unter plausiblen Annahmen für das Zinsniveau – etwa 3 % Leitzins und Renditen zehnjähriger Treasuries im Schnitt bei 4 % – legt der Durchschnittszins in den nächsten zehn Jahren zwar nur noch um einen halben Prozentpunkt auf 3,2 % zu. Die Zinslast fällt dann aber mit rund 3,5 % am BIP dennoch deutlich höher aus als in den Jahren vor der Pandemie (Durchschnitt 2008 bis 2019: 1,4 % am BIP, siehe Schaubild). Und dies ist wohlgermerkt ein Szenario, in dem es nicht zu neuen Krisen kommt, die wieder durch das Öffnen der öffentlichen Taschen bekämpft und einen erneuten Schuldensprung mit sich bringen würden.

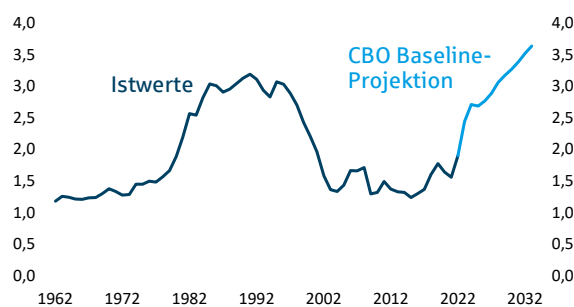
Hinzu kommen Belastungen, die ebenfalls mit dem höheren Zinsniveau zusammenhängen und die in vergangenen Zyklen noch keine Rolle spielten. Die **Notenbank** hat ihre Bilanzsumme in der Niedrigzinsphase massiv ausgeweitet. Während sie auf der Aktivseite vor allem niedrigverzinsten Anleihen hält, zahlt sie den Banken auf ihre Reserven einen nun deutlich höheren Geldmarktsatz. **Die Zinsmarge ist negativ.** Vor diesem Hintergrund ist absehbar, dass der Gewinn der Fed, im Jahr 2021 immerhin über 100 Mrd. Dollar, in den kommenden Jahren verschwinden wird. Zwar muss die Treasury ein Minus bei der Fed nicht auffüllen, aber Verlustvorträge würden auf lange Zeit die Zuweisungen durch die Notenbank reduzieren.²

Wie sich der **demografische Wandel** auf die Ersparnis auswirkt, ist äußerst umstritten. Aber hier besteht zumindest das Potenzial, dass der laufende Übergang der kopfstärksten Kohorten („Babyboomer“) vom „Hauptverdienst-Alter“ in den Ruhestand die gesamtwirtschaftliche Ersparnis – nicht nur in den USA – senken wird. Weniger Ersparnis führt aber bei gleichbleibender Kapitalnachfrage zu steigenden Zinsen.

Gar nicht berücksichtigt sind in den auf der aktuellen Gesetzeslage beruhenden Projektionen des CBO schließlich die **absehbaren massiven Investitionen**, die **für das Erreichen der offiziellen Klimaziele** nötig wären. Selbst mit dem IRA ist die US-Wirtschaft Experten zufolge weit entfernt davon, bis 2050 „klimaneutral“ zu sein bzw. die vorherigen Meilensteine zu erreichen. Dafür werden neben enormen privaten zusätzliche, sehr umfangreiche öffentliche Investitionen erforderlich sein. Auch diese Mittel müssen weitgehend am Kapitalmarkt aufgenommen werden, da Umschichtungen im Haushalt bzw. Steuererhöhungen in dieser Größenordnung politisch quasi unmöglich sind. Da dies ein globales Phänomen sein wird und auch die Regierungen in anderen Industriestaaten schon heute den Kapitalmarkt stark beanspruchen, ist auf Jahre hinaus mit Aufwärtsdruck auf die Zinsen zu rechnen. Dies senkt tendenziell den fiskalpolitischen Spielraum.

Schulden werden teurer

Nettozinsszahlungen des US-Bundes, % am BIP



Quellen: Congressional Budget Office (CBO), Helaba Research & Advisory

Fazit: Beschränkte Gestaltungsspielräume

Politisch stehen die Zeichen bis mindestens zu den Wahlen im November 2024 auf Blockade, so dass kurzfristig wohl weder Steuersenkungen noch neue große Ausgabenprogramme auf der Agenda stehen. Insbesondere der Inflationsschub hat den Appetit für neue Staatsausgaben bei vielen deutlich gemindert. In dieselbe Richtung wirken Berichte wie jener des US-Rechnungshofs (GAO), laut dem bei der Aufstockung der Arbeitslosenhilfe in der Pandemie geschätzt **mehr als 60 Mrd. Dollar an Betrüger gezahlt** wurden. Ähnlich war das Bild bei den Krediten im Rahmen des „Paycheck Protection Program“ von 2020, die letztlich von der Treasury garantiert wurden.

Das CBO setzt die Defizite in den kommenden zehn Jahren selbst in der Baseline ohne Gesetzesänderungen **mit 5 % bis 6 % des BIP** an, am Ende des Horizonts sogar mit über 7 %. Die derzeit erkennbaren Risiken durch neue

² Für das Jahr 2022 hat die Fed die Überweisung an die Treasury bereits um fast 20 Mrd. Dollar für Rückstellungen reduziert.

Rezessionen/Krisen, Zuschüsse für soziale Sicherungssysteme aus dem allgemeinen Haushalt und Klimaaufwendungen liegen allesamt auf der oberen Seite. Selbst die auf den ersten Blick pessimistischen Annahmen des CBO hinsichtlich des Zinsniveaus unterstellen keine Rückkehr zu den Zuständen vergangener Hochzinsphasen.

Damit ist der **Spielraum für eine diskretionäre Fiskalpolitik stark beschränkt**. Der Staat wird eher als Wachstumsbremse denn als -treiber wirken. Zukünftige Krisen können zudem wohl nicht mehr so ohne weiteres einfach „mit mehr Schulden“ bekämpft werden. Selbst ohne neue Belastungen und zusätzliche Klimainvestitionen sieht das CBO die Schulden des Bundes in den kommenden zehn Jahren um weitere 20 Prozentpunkte am BIP steigen.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Christian Apelt, CFA

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.