Helaba

Im Fokus: Länder
15. Januar 2025

USA: Ist der Ruf erst ruiniert, …

Die USA genießen als Schuldner am Finanzmarkt einen guten Ruf, der ihre wichtige „Benchmark"-Funktion begründet. Zuletzt machten sich aber Sorgen breit, Donald Trump könnte diese politischen Zielen opfern. Wie viel wird seine Regierung riskieren?

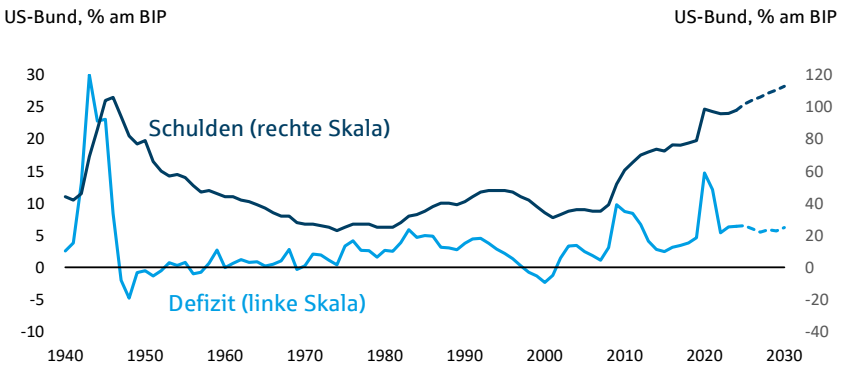


Patrick Franke
Internationale Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

Am 20. Januar wird Donald Trump als 47. Präsident der USA vereidigt. Wahrscheinlich folgt seiner Amtseinführung ein Schwung Erlasse, mit denen die Exekutive ohne Beteiligung des Kongresses unmittelbar neues Recht setzen kann – soweit Gerichte sie nicht stoppen. Die amerikanische Verfassung weist dem **Kongress** zwar explizit die **uneingeschränkte Zuständigkeit für Zölle und Steuern** zu. Allerdings hat das Parlament im Laufe der vergangenen Jahrzehnte im Zuge der Gesetzgebung dem Präsidenten in der Zollpolitik so viel Handlungsspielraum eingeräumt, dass heute unter Experten kontrovers diskutiert wird, ob die Aktionsfreiheit Trumps in dieser Hinsicht überhaupt irgendwie eingeschränkt ist.

Dies steht im Widerspruch zur Konstellation bei den Steuern und Ausgaben. Hier hat der Kongress (bislang) seine federführende politische Rolle verteidigt. Er trägt damit allerdings auch eine entscheidende Mitverantwortung für die aktuelle Haushaltslage, die – vorsichtig formuliert – alles andere als rosig ist. In dieser Publikation beleuchten wir die finanzielle Situation des US-Bundes und stellen die **Frage, ob sich die USA die von Donald Trump angekündigten Steuersenkungen eigentlich leisten können**.

Tiefrote Zahlen, so weit das Auge reicht



*ab 2025 Basis-Projektion des CBO vom Juni 2024 unter Annahme unveränderter Gesetzeslage
Quellen: John Steele Gordon, CBO, Helaba Research & Advisory

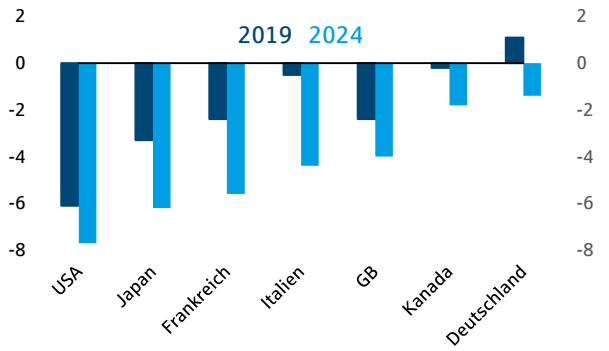
Aktuelle Lage: Rekordschulden und massive Defizite

Eine objektive Bestandsaufnahme kommt nicht an einigen, für den designierten Finanzminister Scott Bessent sehr unangenehmen, Tatsachen vorbei: Die **Bundesschuld**, die 2008 noch unter 40 % am BIP lag, erreichte am Ende des Fiskaljahres 2024 den Stand von fast 98 %, was bislang nur im Zweiten Weltkrieg nennenswert übertroffen wurde. Das **Defizit** des Bundes betrug im vergangenen Jahr 6,4 % am BIP, ein Wert, wie er sonst nur in wirtschaftlichen Krisen oder Kriegen verzeichnet wurde. Trotz des überraschend robusten Zustands der US-Wirtschaft, die 2024 real wohl wieder um fast 3 % expandierte, klafft im Bundeshaushalt also **ein riesiges Loch**.

Die Staaten und Gemeinden steuern ebenfalls ihren Beitrag bei. Gemessen am „strukturellen“ Defizit[1] stehen die USA gesamtstaatlich derzeit schlechter da als die „Haushaltssünder“ in der Eurozone wie Frankreich oder Italien. Der IWF schätzt den entsprechenden Wert für die USA für das Jahr 2024 mit 7,7 %, verglichen mit „nur“ 6,2 % für Japan oder 5,6 % für Frankreich. Eine **ernsthafte politische Diskussion** über die Konsolidierung dieses Fehlbetrages wird in den USA schon seit einiger Zeit **nicht mehr geführt**. Lippenbekenntnissen zum Defizitabbau stehen immer wieder Handlungen mit dem entgegengesetzten Resultat gegenüber – bei Demokraten wie Republikanern.

Schlimmer als Japan oder Frankreich

Struktureller Haushaltssaldo, % am potenziellen BIP*

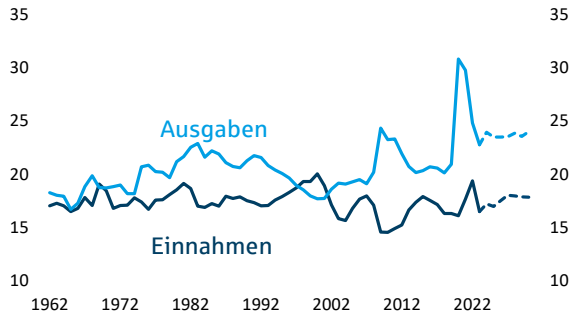


*Gesamtstaat, einschl. untergeordneter Gebietskörperschaften
Quellen: IWF, Helaba Research & Advisory

Ursache für das hohe strukturelle Defizit der USA sind in erster Linie die unabhängig von der konjunkturellen Lage gestiegenen **Ausgaben**.[2] Während die Einnahmen des Bundes gemessen am BIP aktuell nahe ihres langfristigen Durchschnitts liegen, haben sich die Ausgaben auf knapp 23 % gesteigert, verglichen mit einem Schnitt von 20,5 % seit 1962, d.h. so lange die vergleichbaren Zeitreihen vorliegen. In einer Art Sperrklinkeneffekt ist nach den Ausweitungen der öffentlichen Ausgaben in der Finanzkrise und der Pandemie die neue „Normalität“ jeweils höher gewesen als vorher.

Ausgaben zu hoch für die Einnahmen

US-Bund, Fiskaljahre, % am BIP*



*ab 2024 Basis-Projektion des CBO vom Juni 2024 unter Annahme unveränderter Gesetzeslage
Quellen: CBO, Helaba Research & Advisory

Ausblick: Demografie und andere Belastungen bringen zusätzliche Probleme

Der Chart auf S. 1 zeigt die Projektion des überparteilichen Congressional Budget Office (CBO) für die Defizite im Falle einer unveränderten Gesetzeslage. Die ist aber – wie wir im nächsten Abschnitt schildern – unwahrscheinlich. In der Realität werden Defizite und Schuldenaufbau wohl höher ausfallen. Da das Schaubild 2030 endet, bleibt zudem die für das kommende Jahrzehnt erwartete weitere, vor allem demografisch bedingte, Verschlechterung der Lage, insbesondere durch das gesetzliche **Rentensystem** „Social Security“ und die gesetzliche **Krankenversicherung** „Medicare“ für Rentner, hier außen vor. Nach Hochrechnungen werden die Trust Funds für diese Sicherungssysteme aber im Laufe der 2030er erschöpft sein. Dann müssten politisch schwierige Leistungskürzungen erfolgen oder die Beitragszahlungen erhöht werden, um die Solvenz der Sozialsysteme zu gewährleisten.

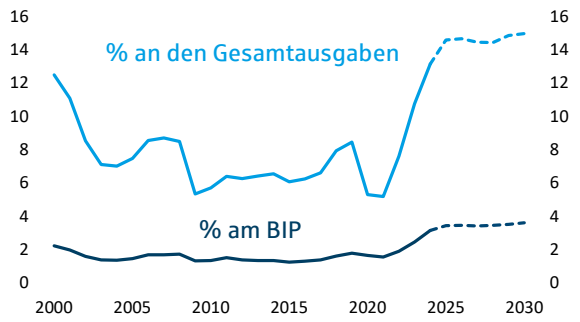
Belastungen kommen auch von der **Zinsseite**. So hat das Ende der Niedrigzinsperiode die jährlichen Überweisungen der Notenbank an die Treasury von zeitweise rund 100 Mrd. Dollar versiegen lassen. Der Zinsüberschuss der Fed ist nun, da der kurzfristige Zins wieder deutlich höher ist, massiv gefallen. In der Übergangsphase des Zinsanstiegs fallen sogar negative Salden an, die der Finanzminister allerdings nicht ausgleichen muss.

Mehr noch schlagen die Zinszahlungen auf die bestehende Schuld ins Gewicht. Einmal macht sich hier der im Trend gestiegene Schuldenstand bemerkbar, der bei jedem gegebenen Zinsniveau teurer zu bedienen ist als die

[1] Diese Größe versucht die Einflüsse des Konjunkturzyklus auf die Einnahmen und Ausgaben des Staates „herauszurechnen“ und stellt so eine Schätzung des zugrundeliegenden Fehlbetrags dar, der im hypothetischen Fall einer normal ausgelasteten Wirtschaft verzeichnet würde. Das strukturelle Defizit ist in den USA aktuell höher als das Gesamtdefizit. Dies reflektiert vor allem die durch die gute konjunkturelle Lage erhöhten Steuereinnahmen.
[2] Dies gilt abgeschwächt auch für die Staaten und Gemeinden, die in der Folge der überdimensionierten Bundesbeihilfen der Pandemiejahre nicht nur Steuern senkten, sondern auch ihre Ausgaben merklich ausweiteten.

Höhere Zinsen sind teuer

Nettozinszahlungen des Bundes, Fiskaljahre, %*



* ab 2024 Basis-Projektion des CBO vom Juni 2024 unter Annahme unveränderter Gesetzeslage
Quellen: CBO, Helaba Research & Advisory

niedrigeren Stände vergangener Jahrzehnte. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Bundesschuld liegt derzeit bei etwa 71 Monaten und damit etwas über dem langfristigen Durchschnitt von 64 Monaten. Bis sich das höhere Zinsniveau voll bemerkbar macht, dauert es daher etwas länger als früher. Auch ist die Treasury tendenziell **anfälliger für steigende Laufzeitprämien** (siehe unten) als im Schnitt der vergangenen 20 Jahre.

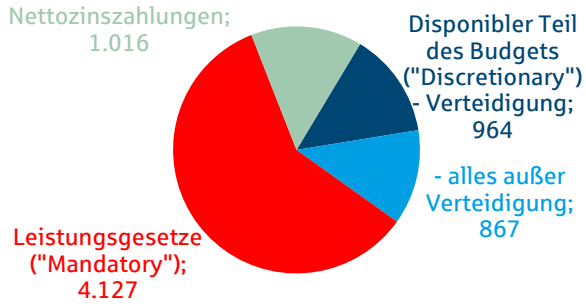
Wie das Schaubild illustriert, **kommt der Zinsanstieg seit 2020 den Finanzminister teuer zu stehen**. 2025 wird er voraussichtlich 3,4 % am BIP und 14,6 % der Ausgaben für Zinsen aufwenden müssen (Vergleichswerte 2020: 1,6 % und 5,3 %).

Trumps Pläne: Zusätzliche Haushaltslöcher voraus

Aus dem Wust von Äußerungen Trumps vor und nach den Wahlen im November jene Absichtserklärungen herauszufiltern, an die er sich nach dem Amtsantritt noch erinnern wird (oder will), ist generell schwierig. In der Fiskalpolitik stehen auf der einen Seite weitgehend **unrealistische Pläne für Ausgabenkürzungen**, u.a. über Elon Musks „Department of Government Efficiency“ (DOGE) zu Buche, die per saldo jedoch wohl durch Mehrausgaben für innere und äußere Sicherheit mehr als kompensiert werden dürften. Schon in seiner ersten Amtszeit hat Trump viel über das Schrumpfen des Staates und das „Trockenlegen des Sumpfes“ geredet – passiert ist wenig.

Nur ein Viertel des Haushalts „discretionary“

Geplante Ausgaben des Bundes, Fiskaljahr 2025, Mrd. Dollar



Quellen: CBO, Helaba Research & Advisory

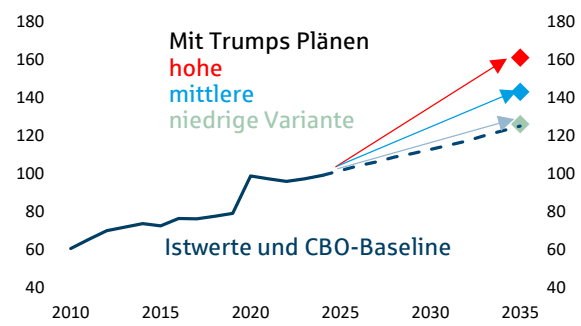
Das heißt wohlgemerkt nicht, dass es im Bundeshaushalt keine **Spielräume für Kürzungen** gäbe. Aber von den fast 7 Bio. Dollar im laufenden Haushaltsjahr machen die jährlich budgetierten Posten nur etwa ein Viertel aus – der Rest sind Ausgaben auf Basis von Leistungsgesetzen und Zinsen. Während das **Rentensystem** als „third rail“ der US-Politik[3] gilt, gibt es im **Gesundheitssystem** durchaus Kostensenkungspotenzial. Dies würde aber entweder zu Lasten der Leistungsempfänger oder der lobbystarken Pharma- und Krankenhausbranche gehen. Da die Republikaner die Verteidigungsausgaben eher erhöhen als senken wollen, reduziert sich der Spielraum für Einsparungen letztlich primär auf die aktuell knapp eine Billion Dollar des „non-defense discretionary“-Budgets, die allerdings auch innere Sicherheit einschließt. Hier müsste das Geld für Trumps Deportationspläne gefunden werden.

Klarer ist das Bild auf der **Steuerseite**. Hier sollen nicht nur die Ende 2017 in Kraft getretenen, aber Ende 2025 auslaufenden Entlastungen aus Trumps erster Amtszeit verlängert werden. Darüber hinaus hat er zusätzliche Senkungen der **Unternehmensteuer** und der **privaten Einkommensteuerlast** angekündigt. Wie viel das alles kosten

[3] “You touch it, you die!” – so wie bei einem Kontakt mit der stromführenden „dritten Schiene“ (oder Stromschiene), wie sie in amerikanischen U-Bahn-Systemen üblich ist.

Wie teuer darf es denn sein?

Bundesschulden, Fiskaljahre, % am BIP



Quellen: CBO, CRFB, Helaba Research & Advisory

wird, ist unsicher. Das „Center for a Responsible Federal Budget" (CRFB) hat im Herbst versucht, die Schuldeneffekte von Trumps Steuerplänen abzuschätzen. Auf Sicht von zehn Jahren könnte der Schuldenstand statt den rund 120 % am BIP gemäß der Basis-Projektion des CBO bei über 140 % oder gar 160 % am BIP liegen.

Dies sind Zahlen, die selbst heute, wo „Defizitfalken" zu einer bedrohten Art geworden sind, **manche Republikaner zögern** lassen. So wird wohl auch der Umfang der zusätzlichen Entlastungen – u.a. beim Regelsatz der Unternehmensteuer – davon abhängen, wie viel man unter den gegebenen politischen Verhältnissen durchkriegen kann.

„Gegenfinanzierung" durch Zölle?

Im Wahlkampf hat Donald Trump argumentiert, man könne die Steuern ohne höhere Defizite senken, weil die entstehenden **Haushaltslöcher durch Zolleinnahmen gestopft** werden würden. Dies steht im Widerspruch zu seiner Aussage, die Zölle seien ja dazu gedacht, die ausländischen Hersteller zur Produktion in den USA zu animieren – in welchem Fall keine Zölle mehr anfallen würden.

Auch von der Größenordnung her besteht wenig Aussicht, nennenswerte Senkungen der Unternehmens- und privaten Einkommensteuer durch höhere Zolleinnahmen zu kompensieren. Zuletzt – also nach der spürbaren Anhebung der Zölle auf China ab 2018 – lagen die **jährlichen Zolleinnahmen der USA bei etwa 80 Mrd. Dollar**. Dies waren weniger als 1,6 % der Gesamteinnahmen des Bundes.

Im Maximalfall – also unter der unrealistischen Annahme, dass es keinerlei Mengenreaktion auf die Einführung so hoher Zölle gäbe, würden die von Trump genannten Höchstwerte (60 % für China, 20 % für den Rest der Welt) beim aktuellen Warenimport von rund 3,3 Bio. Dollar jährlich zusätzliche Einnahmen von etwa 600 Mrd. Dollar generieren. Dafür müssten allerdings die sehr umfangreichen Einfuhren aus Mexiko und Kanada ebenfalls verzollt werden – was das Ende der nordamerikanischen Freihandelszone bedeuten würde. Eine **realistischere Obergrenze** wäre wohl ein kurzfristiger **Anstieg der jährlichen Zolleinnahmen um 100 bis 200 Mrd. Dollar**, der sich dann im Zeitablauf wieder reduzieren würde. Zum Vergleich: Die Absenkung der Unternehmensteuer Ende 2017 kostete den Staat für sich genommen geschätzt 250 Mrd. Dollar pro Jahr.

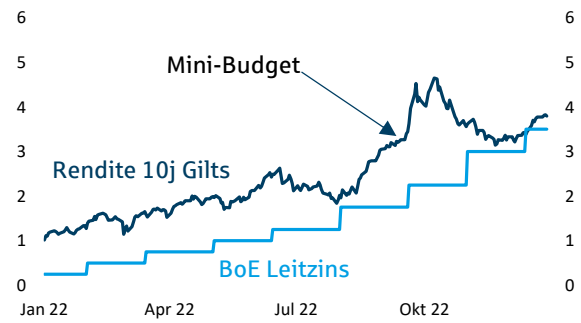
„Donald Truss"?

Die USA spielen heute als Emittent am globalen Finanzmarkt eine ganz andere Rolle als Großbritannien. Dennoch wurde unter Anlegern in den vergangenen Monaten die Möglichkeit eines **„Liz-Truss-Moments" für die USA** diskutiert. Was müsste passieren, damit Anleger kurzfristig deutlich erhöhte Risikoprämien für das Halten von Treasury-Anleihen fordern, so wie es im September/Oktober 2022 am Gilt-Markt geschehen ist?

Das von Beobachtern als haushaltstechnisch verantwortungslos eingestufte „Mini-Budget" der Tories am 23. September 2022 führte zu einem **abrupten Anstieg der Anleiherenditen**, bei den zehnjährigen Gilts

„Liz-Truss-Moment" – Risiko auch für die USA?

Tageswerte, %



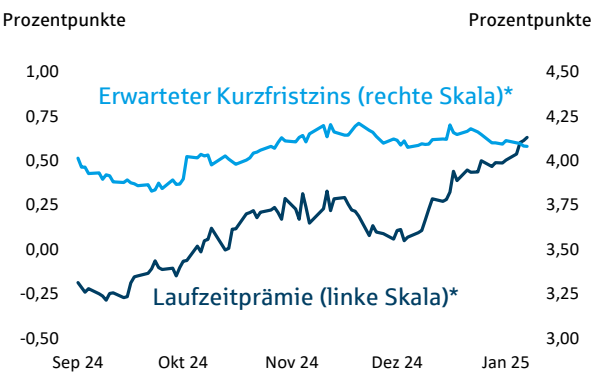
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

von rund 3,4 % auf über 4,6 %. Da der plötzliche Einbruch der Kurse Pensionsfonds in Schieflage brachte, intervenierte die Bank von England mit Anleihekäufen – ohne die der Zinsanstieg wohl noch drastischer ausgefallen wäre. Erst die Abkehr von den angekündigten Steuersenkungen und die Rücktritte des Schatzkanzlers und dann der Premierministerin brachten letztlich wieder Beruhigung und Normalisierung am Rentenmarkt.

Wie oben dargestellt, spricht vieles dafür, dass die Trumpsche Steuer- und Ausgabenpolitik die schon heute umfangreichen Defizite und damit den **Finanzierungsbedarf des US-Staates weiter in die Höhe treiben wird**. Hinzu kommt der explosive Mix von inflationstreibenden Einfuhrzöllen, die Nachfrage stimulierenden Steuersenkungen und gleichzeitigen verbalen **Attacken gegen die Notenbank**, die eine stabilitätsorientierte Politik macht. Die Rekordstände bei den Schulden lassen ein Weginflationieren der Schulden zu Lasten der Anleiheinhaber aus Sicht der Regierung grundsätzlich erstrebenswert erscheinen. Ausländische Anleihehalter haben zudem Anlass, sich über die Klagen Trumps und seines Teams über den **„zu starken" Dollar** Sorgen zu machen.

Es ist vorstellbar, dass die US-Regierung in den kommenden Jahren die **Belastbarkeit der Anleger stärker austesten** wird als dies in den vergangenen Jahrzehnten der Fall war. Als Emittent der Weltreservewährung mit dem global liquidesten Anleihenmarkt hat man da sicher einigen Spielraum. Allerdings gibt es aktuell bereits in vielen Ländern Bestrebungen, sich **vom US-Dollar unabhängiger** zu machen. Je mehr Verbündete die US-Regierung vor den Kopf stößt, umso größer wird die Zahl der Regierungen, für die eine solche „Emanzipation" von Washington attraktiv werden könnte.

Kräftiger Anstieg der Laufzeitprämie



*für Treasuries mit zehnjähriger Laufzeit
Quellen: New York Fed, Helaba Research & Advisory

Für eine echte Abwendung der globalen Investoren vom Treasury-Markt müsste wohl einiges zusammenkommen, insbesondere auch ernsthafte Zweifel an der **zukünftigen Unabhängigkeit der Fed**. Aber die lange Zeit offenbar vor sich hin schlummernden Stabilitätswächter unter den Rentenmarktanlegern („bond market vigilantes") sind hinsichtlich der USA bereits wieder etwas aufmerksamer geworden. Seit dem Beginn des dritten Quartals 2024 stiegen die Renditen zehnjähriger Treasuries per saldo um etwa 90 Basispunkte, obwohl die Fed im September den Zinssenkungszyklus einläutete und bisher den Leitzins um 100 Basispunkte reduziert hat. Laut einer Zerlegung[4] des Kapitalmarktzinses in Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Kurzfristzinsen einerseits und **Laufzeitprämien** andererseits war dieser Anstieg fast ausschließlich letzterer geschuldet.

Die Laufzeitprämie wird dabei allgemein als **Risikokompensation** interpretiert, wenn sich Anleger in längeren Laufzeiten engagieren – Zeiträume, über die die Unsicherheit höher ist als am kurzen Ende der Laufzeitenkurve. Ein schneller, deutlicher Anstieg der Prämie kann also eine Zunahme der Risikoaversion widerspiegeln, oder – was wahrscheinlicher ist – neue Informationen/Erwartungen über die zukünftige Finanzpolitik. Seit letztem Herbst hat den Treasury-Investoren die politische Entwicklung in den USA **offenbar nicht gefallen**.

Fazit: Intensive Verhandlungen voraus

In den kommenden Wochen und Monaten wird ein erheblicher Anteil der legislativen Ressourcen in Washington mit der Formulierung neuer Gesetze für Trumps wirtschaftspolitische Pläne gebunden sein. Aktuell wird diskutiert, ob die entscheidenden, die Fiskal- und die Einwanderungspolitik betreffenden, Regeln in einem einzelnen **Mammutgesetz** auf den Weg gebracht werden sollen.

[4] Adrian-Crumb-Moench, abrufbar unter Treasury Term Premia - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK

Ein potenzielles Hindernis für Trumps Pläne ist die **knappe Mehrheit im Repräsentantenhaus**, die nach dem Wechsel von zwei Abgeordneten in die Regierung bis zur Neuwahl im April temporär auf 217:215 schrumpfen wird. Im **Senat** hat Trumps Partei zwar eine solide Mehrheit von 53 zu 47.[5] Allerdings gilt hier die so genannte **„filibuster"-Regel**, nach der jeder Senator oder jede Senatorin ein Gesetz stoppen kann, wenn sich nicht mindestens 60 Stimmen für seinen Fortschritt finden. Um mit einer einfachen Mehrheit durchzukommen, muss das „reconciliation"-Verfahren aus dem Haushaltsrechts angewendet werden. Dies ist aber äußerst aufwändig und daher wohl maximal einmal pro Jahr einsetzbar. Auch lassen sich so nur unmittelbar haushaltsrelevante Dinge verabschieden, was verhindert, dass sich alle Prioritäten Trumps auf diesem Weg durch den Senat schleusen lassen.

Politische Beobachter gehen daher von einem **längeren politischen Ringen** um die Eckpunkte von Trumps Programm aus. Die die **Steuerpolitik** betreffenden Neuerungen werden deshalb wohl frühestens zum Beginn des nächsten Haushaltsjahres Anfang Oktober, wahrscheinlich aber **erst Anfang 2026**, in Kraft treten. Mangels kurzfristiger Änderungen wird das Defizit des Bundes im laufenden Jahr voraussichtlich leicht auf 6 % fallen, bevor es dann 2026 mit ziemlicher Wahrscheinlichkeit eine sieben vor dem Komma verzeichnen wird.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

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.

[5] Wenn die Vakanzen (Ersatz für den neuen Vizepräsidenten Vance und den designierten Außenminister Rubio, verzögerter Amtsantritt des Senators aus West Virginia) gefüllt sind.