Helaba

Im Fokus: Länder
25. November 2026

US-Fiskalpolitik: Trübe Aussichten

Gestiegene Zinsen, Uneinigkeit über finanzpolitische Prioritäten und fehlender Appetit auf Haushaltskonsolidierung – der Ausblick für die US-Fiskalpolitik ist alles andere als rosig. Nach den „Midterms“ ist es an der Zeit, hier mal wieder genauer hinzuschauen.



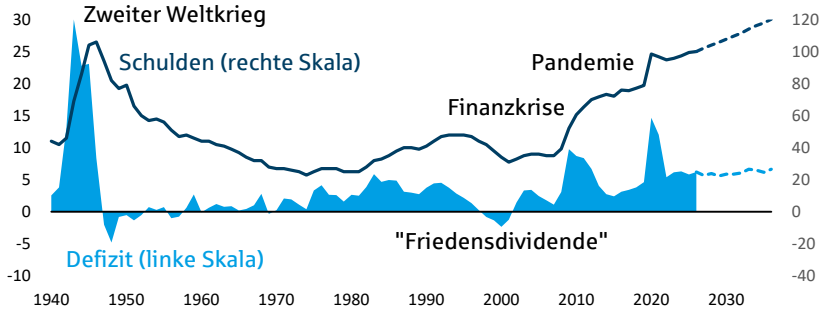
Patrick Franke
Internationale Konjunktur
T. 069/91 32-47 38

Sorgen über die Perspektiven für den Bundeshaushalt und die **Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden** in den Vereinigten Staaten waren ein Faktor beim **merklichen Anstieg der Anleiherenditen** in diesem Jahr. Zwar wird kontrovers diskutiert, in welchem Ausmaß hierfür die unbestreitbare fiskalpolitische Verantwortungslosigkeit in Washington verantwortlich zeichnet, doch geht der Einfluss auf die Zinsen über diesen direkten Kanal hinaus.

So kann man auch die **hohe Teuerung** – seit fast sechs Jahren liegt der Preisauftrieb über dem Zielwert der Notenbank – als wichtigen Teilaspekt des Themas „Finanzpolitik“ sehen. Einmal fährt der US-Staat seit langer Zeit hohe strukturelle Defizite – nach Schwankungen in der Pandemie seit 2023 rund 8 % des BIP, etwa fünf Prozentpunkte mehr als noch Mitte der 2010er Jahre. Diese **Inanspruchnahme von finanziellen Ressourcen durch den Staat** erzeugt für sich genommen tendenziell Aufwärtsdruck auf das Preisniveau, ganz ohne zusätzliche Handels- oder „echte“ Kriege. Höhere Inflation spricht wiederum für höhere nominale Zinsen.

Hohe Defizite schieben Schuldenquote des Bundes Richtung 120 %

US-Bund, Fiskaljahre, % am BIP* — % am BIP*



*2027-2026 Basis-Projektionen des Congressional Budget Office (CBO)
Quellen: CBO, John Steele Gordon, Helaba Research

Allerdings steigt das Risiko, dass es darüber hinaus **Interaktionseffekte** geben könnte: Einerseits könnte die Fed um die Teuerung einzudämmen gezwungen sein, die **Leitzinsen stärker anzuheben** als es derzeit am Rentenmarkt erwartet wird. Andererseits wird mit jedem zusätzlichen Monat der Zielverfehlung die Frage akuter: Sind wir vielleicht schon in einem Regime der **„fiscal dominance“**, in dem die Geldpolitiker die höhere Inflation tolerieren (müssen), um die Tragfähigkeit der Staatsschuld nicht zu Disposition zu stellen?

In dieser Publikation werfen wir einen Blick auf die **kurzfristigen (politischen) Herausforderungen** in der Fiskalpolitik, bevor wir uns dem entscheidenden Thema zuwenden – dem **mittelfristigen Ausblick**. Abschließend gehen wir noch kurz auf die Problematik ein, dass Medien und Finanzmärkte die US-Fiskalpolitik fast ausschließlich auf Basis der Lage des Bundes diskutieren. Um eine Vergleichbarkeit mit anderen Ländern, insbesondere mit den aus der „Excessive Deficit“-Prozedur der EU bekannten Größen herzustellen, ist aber **ein weiter gefasster Blick auf den Staatssektor insgesamt** erforderlich, d.h. einschließlich der untergeordneten Gebietskörperschaften (Staaten und Gemeinden).

Kurzfristige Herausforderung 1: Kein Bundeshaushalt!

Die aktuellen Ausgabeermächtigungen für die Bundesregierung laufen mehrheitlich am **11. Dezember** aus. Findet sich im Kongress keine (temporäre) Lösung, wäre dies wieder Startschuss für einen **„government shutdown“**. Speaker Johnson von den Republikanern verfügt im Repräsentantenhaus derzeit nur über eine hauchdünne Mehrheit. Viele seiner Fraktionsmitglieder haben in den Wahlen am 3. November ihren Sitz verloren und sitzen auf Abruf im Kongress. Schon eine kleine Gruppe von Abweichlern könnte einen Kompromiss stoppen. Daher müssen sich Demokraten und Republikaner wohl auf einen **kleinsten gemeinsamen Nenner** einigen, den breite Mehrheiten in beiden Parteien mittragen. Dies wird aber von einigen kritischen Themen erschwert, wie z.B. das Loch im Haushalt des Pentagons, das der – von einer Kongressmehrheit eigentlich abgelehnte – Irankrieg gerissen hat und das dringend zeitnah gestopft werden muss. Man sollte angesichts der Gefahr eines „shutdown“ vielleicht jetzt nicht unbedingt über die Weihnachtstage eine Reise in einen der amerikanischen Nationalparks buchen.

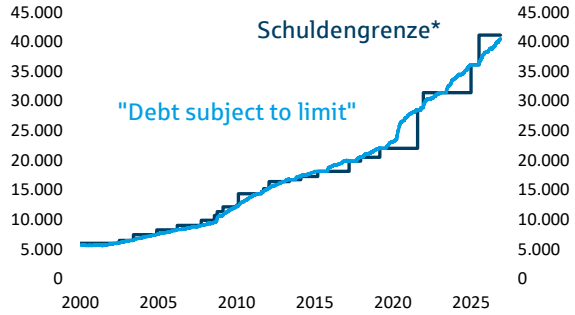
Dennoch ist eine **neuerliche temporäre Lösung** („continuing resolution“), die die Regierung für ein paar Wochen oder Monate mehr oder weniger auf dem bestehenden Niveau finanziert, das wahrscheinlichste Szenario. Anfang Januar nimmt der neue, von den Demokraten kontrollierte, Kongress seine Arbeit auf. Ab diesem Zeitpunkt müssten dann Präsident, demokratische Mehrheit und die republikanische Sperrminorität im Senat zusammenarbeiten, um Mittel für den Rest des Fiskaljahres zur Verfügung zu stellen. Dies ist unser Basis-Szenario, aber bei der Vielzahl an neuen Akteuren und alten Befindlichkeiten keine ausgemachte Sache. Ein zusätzliches Risiko ist, dass ein **Kompromiss Mehrausgaben für demokratische Prioritäten** wie Gesundheit **mit zusätzlichen Mitteln für Trumps Schwerpunkte** wie Verteidigung **kombinieren könnte** – auf Kosten noch höherer Defizite.

Kurzfristige Herausforderung 2: Schuldenobergrenze

Wenn das Problem des fehlenden Haushaltes im Dezember umschifft und dann hoffentlich im Februar/März für den Rest des bis Oktober 2027 dauernden Haushaltsjahres bereinigt wird, steht mit der **Schuldenobergrenze** schon das nächste legislative „To-Do“ vor der Tür. Zur Erinnerung: In den USA reicht es nicht aus, wenn der Kongress ein Haushaltsgesetz beschließt und der Präsident es unterzeichnet. Zusätzlich gilt noch eine **nominale Obergrenze für die Staatsschuld**, die separat angehoben werden muss.

Schuldengrenze: Bonk?!

US-Bundesschulden, Mrd. US-Dollar



*In den Phasen, wo die Schulden die Grenze übersteigen, war diese offiziell vorübergehend außer Kraft gesetzt.
Quellen: Macrobond, Helaba Research

Das „Big Beautiful Bill“-Gesetz von 2025 setzte dieses Limit auf **41,1 Bio. US-Dollar**. Im November 2026 liegt die relevante Schuldengröße bei rund 40,5 Bio. US-Dollar. Nach Schätzungen wird der verbleibende Spielraum – je nach konjunktureller Entwicklung und möglichen zusätzlichen Haushaltsmaßnahmen – im **Frühjahr oder Sommer 2027** ausgeschöpft. Dann muss die US-Treasury „besondere Schritte“ unternehmen, die den entscheidenden Tag ein paar Wochen hinausschieben können. Handeln Kongress und Präsident bis dahin nicht, droht wegen des laufenden Defizits ein **Zahlungsausfall der US-Regierung**. Eine Priorisierung der Zinszahlungen zulasten aller anderen Staatsaufgaben gilt als politisch unhaltbar.

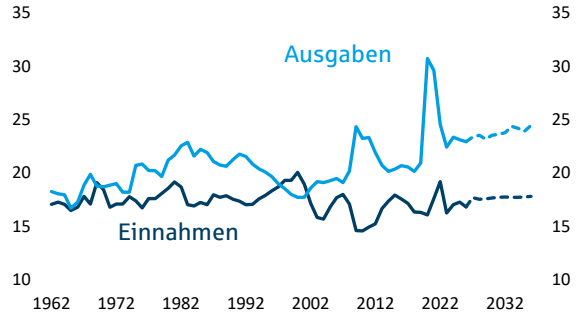
Da ein Default für die Renten- und Finanzmärkte einer Katastrophe wäre, ist ein solcher „worst-case“-Ausgang **sehr unwahrscheinlich**. Aber ähnliche Episoden in der Vergangenheit haben bei Marktteilnehmern für **Unsicherheit** gesorgt und bei Entscheidungen der Rating-Agenturen über die **Bonität des US-Bunds** eine Rolle gespielt. So ist unklar, welche Inhalte ein Kompromiss zwischen Demokraten und Republikanern haben könnte. Die unter Zeitdruck stattfindende Anpassung des Schuldenlimits wird zudem kaum den Anforderungen an eine rationale und berechenbare Haushaltspolitik gerecht werden. Wie schon oben erwähnt, droht auch hier neben einer temporären Minimallösung ein kurzsichtiger „Deal“ zwischen den beiden Parteien, der zulasten einer soliden Finanzpolitik geht und **den zukünftigen Schuldenpfad noch weiter nach oben schiebt**.

Das wahre Problem: Der mittelfristige Ausblick

Dieser **zukünftige Schuldenpfad** ist die eigentliche Crux. Wie das Schaubild auf S. 1 zeigt, ist die Bundesschuld, 2007 relativ zur Größe der amerikanischen Wirtschaft noch bei 35 %, bereits **2026 auf 100 % des BIP gestiegen**, den höchsten Wert seit dem Zweiten Weltkrieg. Die laufenden **Defizite**, die derzeit in Washington von fast allen Politikern achselzuckend zur Kenntnis genommen werden, sind **mit rund 6 % am BIP so umfangreich wie früher nur in Rezessionen oder größeren Kriegen**. Der Irankrieg stellt zwar eine zusätzliche finanzielle Belastung dar, spielt aber bislang unter den Ursachen des Defizits eine untergeordnete Rolle. Flugabwehrraketen werden bei der (Ersatz-)Beschaffung, nicht beim Einsatz, als Staatsausgabe verbucht.[1]

Ausgaben strukturell zu hoch für die Einnahmen

US-Bund, Fiskaljahre, % am BIP*

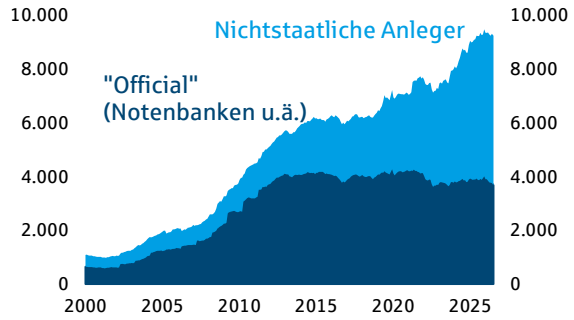


*2027-2036 Basis-Projektionen des CBO
Quellen: CBO, Helaba Research

Angesichts des **hohen aktuellen Defizits** sowie des kompletten Fehlens jeglicher Konsolidierungsabsichten oder -pläne seitens Präsident Trumps, der Mehrheit seiner Republikaner und bei den Demokraten, ist von einem **weiteren Anstieg der Schuldenquote** auszugehen. Hierbei sind die vom überparteilichen Congressional Budget Office (CBO) in seiner „Basis-Projektion" getroffenen Annahmen (wie z.B. keine Gesetzesänderungen) eher zu optimistisch.[2] Dennoch sieht das CBO die **Schuldenquote der Bundesebene im Jahr 2036 bei 120 % des BIP**.

Private Investore dominieren mittlerweile

Ausländische Halter von US-Staatsanleihen, Mrd. US-Dollar*



*laut Treasury International Capital (TIC)-Daten, letzter Wert: September 2026
Quellen: Macrobond, Helaba Research

Die grundlegende Ursache hierfür ist, dass die **Steuereinnahmen** strukturell nicht ausreichen, um die beschlossenen – und von den Bürgern gewünschten – Ausgaben und **Staatsleistungen** zu bezahlen. Einen **politischen Appetit**, daran etwas zu ändern, lässt sich, wie bereits erwähnt, in Washington **nirgends erkennen**. Die Republikaner sind nach wie vor die Partei der niedrigeren Steuern und der höheren Militärausgaben, die Demokraten sehen erklärtermaßen auf zahlreichen Feldern Bedarf für erhebliche Mittelaufstockungen.

Das heißt, der „Plan" der US-Regierung scheint nur darin zu bestehen, sich auf die **Vorteile des liquiden US-Rentenmarktes** und die **Rolle des US-Dollar** als Weltreservewährung zu verlassen. Gleichzeitig versucht Präsident Trump, die Kosten des Schuldendienstes zu senken, indem er weiter **Druck auf die Fed ausübt, die Leitzinsen zu senken**, die seiner Ansicht nach „unter 1 %" sein sollten. Mit Taschenspielertricks wie erhöhten Rückkäufen in bestimmten Laufzeiten, wie es Finanzminister Bessent 2026 versucht hat, wird man das Problem nicht nachhaltig lösen. Dabei sollte die US-Regierung zwei Dinge im Hinterkopf behalten: Einmal, dass sich der neue Fed-Chef Kevin Warsh für ein **kleineres Treasury-Portfolio der US-Notenbank** stark macht. Zweitens hat sich die **Zusammensetzung der ausländischen Halter von US-Staatsanleihen** in den vergangenen Jahren spürbar verschoben – weg von „schmerzfreien" Notenbanken und hin zu privaten Investoren, die eher auf ein ausgewogenes **„Risk-Reward"-Verhältnis** achten dürften.

[1] Jüngste Schätzungen des Pentagon für die Kosten des Militäreinsatzes gehen in Richtung 50 Mrd. US-Dollar. Dies entspricht 0,15 % am US-BIP.
[2] Die in den Schaubildern gezeigten Werte stammen aus der derzeit aktuellen CBO-Projektion vom Februar 2026. Seitdem wurde u.a. der Pfad der erwarteten Zolleinnahmen in den nächsten zehn Jahren deutlich nach unten korrigiert. Einige Maßnahmen, wie z.B. Steuerentlastungen, sind offiziell zeitlich beschränkt, ihre Verlängerung gilt aber als sehr wahrscheinlich.

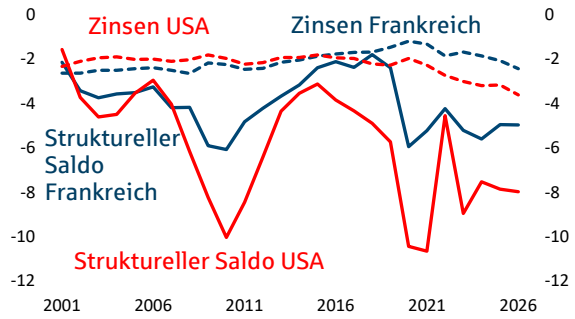
Ein Blick über Washington D.C. hinaus

Die **Diskussion über die Haushaltslage** der USA ist fast immer **nur auf die Bundesebene fokussiert**. Zwar machen die Staaten und Gemeinden den größeren Anteil an der Staatsnachfrage aus: 2026 waren es gut 10 % am realen BIP, verglichen mit 6 % für den Bund. Aber Defizite und Schulden der untergeordneten Gebietskörperschaften sind dafür deutlich weniger volatil.

Die Datenbasis ist merklich dünner als für die Bundesebene, doch in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (NIPA) liegen die **Defizite des „Reststaates" seit vielen Jahren zwischen 0,5 % und 1 % des BIP**. Ausnahmen waren die Finanzkrise (Defizit 2,4 % des BIP) und die Pandemie (2021 dank Beihilfen des Bundes Überschuss von 0,9 %).

Wer ist hier der solidere Haushälter?

Gesamtstaat, % am BIP*



*2026 IWF-Schätzung
Quellen: Macrobond, Helaba Research

Die **gesamtstaatlichen Defizite der USA** sind daher quasi eine **Parallelverschiebung der Bundeszahlen**. Wie der nebenstehende Vergleich mit dem aktuellen europäischen „Sorgenkind" Frankreich zeigt, übersteigen die um konjunkturelle Schwankungen bereinigten **„strukturellen" Defizite** der USA die Frankreichs massiv. Für 2026 setzt der IWF den US-Wert, wie anfangs schon erwähnt, mit rund 8 % am BIP an, verglichen mit „nur" 5 % für Frankreich. Deutschland erscheint demgegenüber mit 3 % solider. Bei den **Nettozinszahlungen** liegen die USA derzeit ebenfalls deutlich vorne.

Wichtiger ist es, die Staaten und Gemeinden bei **internationalen Vergleichen des Schuldenstands** einzubeziehen. Ohne sie stehen die USA scheinbar noch etwas besser dar als viele europäische Länder, wo laut den früher als „Maastricht"-Kriterium bekannten Berechnungsweisen stets der Gesamtstaat betrachtet wird. So sind hier auf die aktuelle Schuldenquote des US-Bunds von 100 % (laut CBO) noch 27 Prozentpunkte aufzuschlagen, um auf die gesamtstaatliche Zahl des IWF von rund **127 %** zu kommen.[3] Somit wird klar, dass die USA gemessen an der Höhe der staatlichen Schuldenquote **irgendwo zwischen Frankreich (118 %) und Griechenland (136 %) anzusiedeln** sind.[4]

Auf absehbare Zeit ist mit **keiner tiefgreifenden Verbesserung der Lage der öffentlichen Finanzen** in den USA zu rechnen – egal ob man nun auf den Gesamtstaat oder die Bundesebene fokussiert. Im Zusammenspiel mit den nervösen Märkten und anderen fiskalischen Problemländern dürfte uns dieses Thema weit über 2027 hinaus begleiten.

[3] Allerdings ergibt eine „Bottom-Up-Analyse" der Financial-Accounts-Zahlen der Fed für den Sektor „Gemeinden und Einzelstaaten" ohne ungedeckte Pensionszusagen für Mitte 2026 nur einen Schuldenstand von etwa 16 % des BIP. Offenbar weichen die Berechnungsmethoden des IWF noch in anderen Aspekten von denen des Congressional Budget Office ab.
[4] Wobei bei den EU-Ländern die auf Ebene der Union aufgenommenen Schulden von rund 3 % am BIP nicht aufgeschlüsselt sind.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stephan Brand

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin / Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Mail: **research@helaba.de**
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.