

US-Fiskalpolitik: Mehr! Mehr! Mehr?

AUTOR

Patrick Franke
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Im laufenden Jahr stützt die Fiskalpolitik – nicht nur in den USA – die Wirtschaft in einem vorher noch nie gesehenen Ausmaß.
- Dies kann und wird nicht so bleiben.
- Forderungen nach einer anhaltend expansiven Fiskalpolitik sind entweder weltfremd oder sie beruhen auf einem Missverständnis, was „expansiv“ eigentlich bedeutet.
- Eine „restriktivere“ Fiskalpolitik ist kurzfristig unausweichlich – nur über das Ausmaß und das genaue Timing muss noch diskutiert werden.

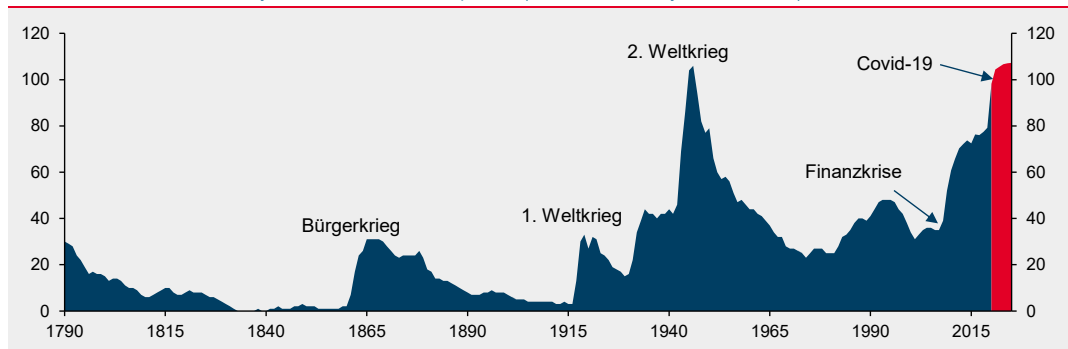
Das Jahr 2020 neigt sich seinem Ende entgegen und damit rückt die Fiskalpolitik 2021 in den Fokus. Die öffentliche Diskussion wird dabei auf beiden Seiten des Atlantiks klar von einer Seite dominiert: Politiker, Kommentatoren und manche Analysten warnen derzeit lautstark vor einer „verfrühten“ oder „übereilten“ Straffung der Fiskalpolitik. Diese würde desaströse Folgen nach sich ziehen und sei daher um jeden Preis zu vermeiden.

Wir haben mit dieser Position eine Reihe von Problemen. Zunächst ist es stets ein guter Test für die logische Stichhaltigkeit einer Aussage, sich zu fragen: Würde jemand jemals das Gegenteil behaupten? „Es ist Zeit für übertriebene Panik!“ oder eben „Ich rate zur voreiligen Straffung der Fiskalpolitik!“ Offensichtlich nicht. Eigentlich gemeint ist daher wohl, dass die Regierungen die Gesamtnachfrage weiterhin spürbar stützen sollen, ohne jede Rücksicht auf öffentliche Defizite und Schuldenstände. Dabei wird unterstellt, dass die Aufnahme massiver neuer Schulden durch den Staat mit geringen oder gar keinen Nachteilen verbunden sei. Dies ist aus unserer Sicht, vorsichtig formuliert, diskussionsbedürftig.

Darüber hinaus trägt die Forderung nach einer „dauerhaft expansiven Fiskalpolitik“ weder den vielfach schon vor der Krise ziemlich angeschlagenen Staatsfinanzen, den demografischen Trends oder den sich abzeichnenden Kosten der Klimawende noch der Einzigartigkeit dieser Kontraktion und der staatlichen Reaktion darauf Rechnung. In dieser Publikation versuchen wir zu definieren, was eigentlich mit „expansiv(er)“ oder „restriktiv(er)“ gemeint ist und zeigen am Beispiel der USA, dass in der aktuellen Situation eine „Straffung“ schon kurzfristig unausweichlich ist und sie teilweise sogar bereits begonnen hat.

Rekordschuldenberg wächst weiter

Schulden des US-Bundes, Fiskaljahre, % am Bruttoinlandsprodukt (ab 2021 Basis-Projektion des CBO)



Nach 1900 „debt held by the public“

Quellen: John Steele Gordon, Congressional Budget Office (CBO), Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

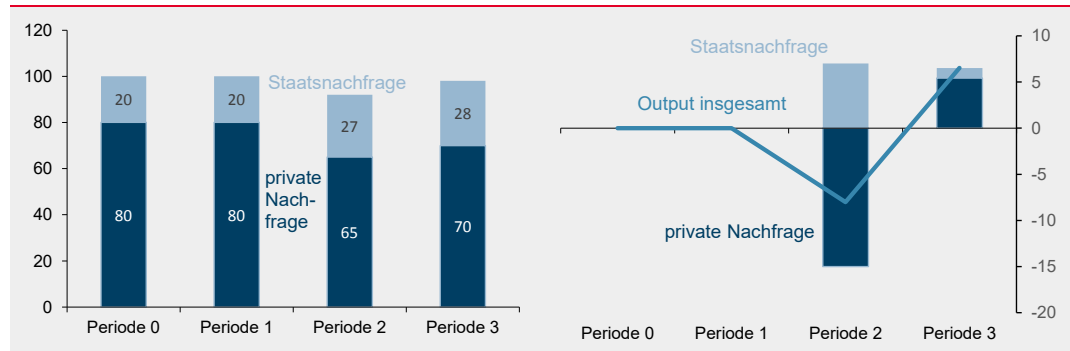
Was heißt eigentlich „expansiv“ oder „restriktiv“?

Zunächst müssen wir dringend die nur scheinbar einfache Frage beantworten, was eigentlich mit einer „restriktiven“ oder „expansiven“ Fiskalpolitik gemeint ist. Der Laie könnte sagen: „Naja, wenn die Staatsausgaben sinken/steigen!“ Dies ist aber aus mehreren Gründen eine zu grobe Vereinfachung. Ist eine Politik beispielsweise auch dann expansiv, wenn die Staatsausgaben zwar steigen, aber langsamer als die private Nachfrage und damit das Wachstum der Gesamtwirtschaft drücken?

Expansionsgrad: Die Veränderungsrate zählen!

Absolutes Niveau der Nachfrage/des Output

Veränderung gegenüber Vorjahr in % und Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Was expansiv/restriktiv heißt, veranschaulicht am besten ein numerisches Beispiel. Im Chart oben haben wir vereinfachend angenommen, dass die Wirtschaft ein Trendwachstum von null hat. In Periode 2 schrumpft die private Nachfrage, während der Staat seine Ausgaben zur Stabilisierung des Wachstums erhöht. In Periode 3 erholt sich die Privatwirtschaft, der Staat fährt seine Ausgaben aber erneut leicht nach oben. In Periode 2 ist die Lage eindeutig: Der Wachstumsbeitrag des Staates zur Gesamtnachfrage geht von null auf 7 Prozentpunkte. Dies ist eine klar expansive Politik. In Periode 3 erhöht der Staat seine Ausgaben zwar weiter. Dem höheren absoluten Wert steht jedoch ein geringerer prozentualer Zuwachs gegenüber. Der Wachstumsbeitrag der öffentlichen Nachfrage beträgt nun nur noch 1,1 Prozentpunkte. Da wir uns in der Konjunkturanalyse primär mit Veränderungsrate beschäftigen, steht der Effekt des Staates auf die Wachstumsrate im Vordergrund. Er ist in Periode 3 geringer geworden und die Fiskalpolitik damit weniger expansiv.¹

Betrachtung nur der Ausgaben greift zu kurz

Dies würde nahelegen, als allgemeingültiges Maß für den Expansionsgrad die Veränderung des Wachstumsbeitrags der öffentlichen Nachfrage zu verwenden. Der Staat beeinflusst die Wirtschaft aber nicht nur über die Ausgaben-, sondern auch über die Einnahmenseite.² Höhere Steuern entziehen, Steuersenkungen stärken die Kaufkraft des privaten Sektors. Ein Maß für den Expansionsgrad sollte dies unbedingt einbeziehen. Nun bietet sich hier ein bereits vorliegender Indikator an: der Haushaltssaldo, der Ausgaben- und Einnahmenseite berücksichtigt. Diese Größe hat aber einen entscheidenden Nachteil, Folge der in modernen industrialisierten Volkswirtschaften überall (wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß) zur Anwendung kommenden „automatischen Stabilisatoren“.

Dieser sperrige Begriff umschreibt die Tatsache, dass es einen Bestandteil des öffentlichen Haushaltes gibt, der passiv auf konjunkturelle Schwankungen reagiert. Die Steuereinnahmen gehen in der Rezession automatisch zurück und die Sozialausgaben, z.B. für Arbeitslosenhilfe steigen, ohne dass diskretionäre Maßnahmen der öffentlichen Hand erforderlich wären. In der Diskussion um den Expansionsgrad der Politik verstellen diese Effekte aber eher den Blick auf das, was wirklich interessiert: Wird es da, wo der Staat aktiv eingreift, unter dem Strich expansiver oder nicht?

¹ Inwiefern „weniger expansiv“ und „restriktiver“ in diesem Zusammenhang austauschbare Begriffe sind, thematisieren wir auf S. 3.

² Wir abstrahieren hier der Einfachheit halber von anderen Effekten der Wirtschaftspolitik, die ebenfalls bremsend oder stimulierend wirken können, aber keine unmittelbaren fiskalischen Effekte haben. Hier ist insbesondere die Regulierung zu nennen, die über Regeländerungen den privaten Sektor be- oder entlasten kann, ohne dass dem Staat deswegen ein Dollar mehr oder weniger zufließt.

Nun gibt es einen anderen Indikator, der dem Rechnung trägt. Der sogenannte „strukturelle“ oder „zyklisch bereinigte“ Haushaltssaldo schließt die automatischen Stabilisatoren von der Betrachtung aus und ermöglicht dadurch einen Fokus auf diskretionäre fiskalische Maßnahmen. Seine Veränderung ist daher die weithin anerkannte Größe zur Beurteilung der Frage, ob die Fiskalpolitik im Jahr X expansiver ist als im Jahr Y, bzw. ob sie überhaupt expansiv ist.

Dies ist wohlgermerkt eine Vereinfachung. Wir klammern hier beispielsweise die wichtige Frage der sogenannten Multiplikatoren komplett aus. Finanzpolitische Maßnahmen wirken in der Regel nicht im konstanten Verhältnis 1:1 auf die Gesamtnachfrage. Ein Dollar an Steuersenkung kann mehr/weniger als einen Dollar an privaten Ausgaben induzieren, ein Dollar Kürzung bei den Verteidigungsausgaben mehr/weniger als einen Dollar an der Gesamtnachfrage kosten. Dies ist eine absolut zentrale Frage bei der Gestaltung von Stimuluspaketen, die ja möglichst einen „maximum bang for the buck“ bringen sollen.³ Leider ist die Höhe der Multiplikatoren nicht nur der Ausgaben- und Steuerpolitik insgesamt umstritten, sondern mehr noch die einzelner Maßnahmen (wie einer Mehrwertsteuersenkung). Dieser fehlende Konsens macht eine Berücksichtigung der Multiplikatoreneffekte bei der Beurteilung des Expansionsgrades unattraktiv. Als Ausgangspunkt für eine solche Debatte wäre eine zumindest im Grundsatz von allen Beteiligten akzeptierte Basis erforderlich.

Aktuelle Lage: Selten so eindeutig wie jetzt!

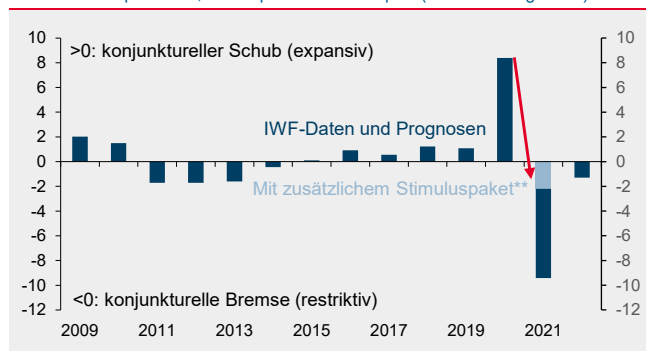
Der strukturelle Saldo ist zugegebenermaßen auch keine unumstrittene Größe. Zum einen setzt er eine nicht ganz unproblematische Schätzung des potenziellen Output voraus.⁴ Zum anderen muss der Analyst/die Analystin eine detaillierte Meinung zu Umfang und Wirkung der automatischen Stabilisatoren haben. Über die hierfür notwendigen Ressourcen verfügen eigentlich nur Forschungsinstitute oder öffentliche Stellen. Selbst diese passen ihre Schätzungen wegen des hohen Aufwands meist nur unregelmäßig an.

Struktureller Saldo
als Ausgangspunkt

Der IWF publiziert zweimal im Jahr für seine Mitgliedsländer Schätzungen zu den strukturellen Haushaltssalden. Wir haben in den Schaubildern unten die jüngsten Zahlen vom Oktober verwendet. Sie zeichnen ein klares Bild der aktuellen Situation: 2020 hat die Fiskalpolitik die Wirtschaft in vorher ungekanntem Maße stimuliert, selbst die Konjunkturprogramme von 2009 verblissen vor diesem Eingriff. Das schiere Ausmaß dieses Konjunkturimpulses macht es jedoch fast unausweichlich, dass die Fiskalpolitik 2021 nicht nur „weniger expansiv“ (also noch oberhalb der Nulllinie im Schaubild, aber niedriger als 2020) sein wird, sondern sogar „restriktiv“ (also unterhalb der Nulllinie).

2021 weniger expansiv – und wohl sogar restriktiv

Fiskalischer Impuls USA, % des potenziellen Output* (2021/22: Prognosen)

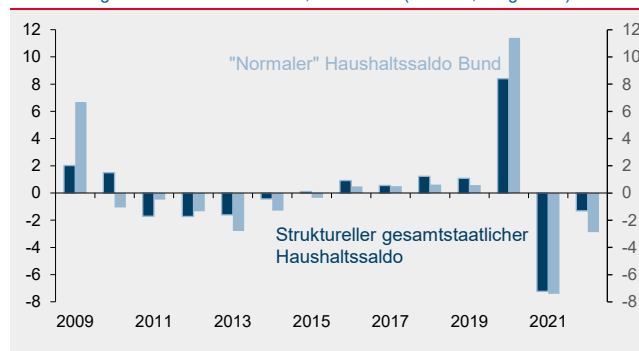


* Veränderung des strukturellen gesamtstaatlichen Haushaltssaldos mit umgekehrten Vorzeichen. ** Volumen 1 Bio. Dollar, voll wirksam im Jahr 2021.

Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unterschiedliche Konzepte, einheitliche Botschaft

Veränderung des US-Haushaltssaldos, % am BIP* (2021/22: Prognosen)



* bzw. potenziellen Output. Jeweils mit umgekehrtem Vorzeichen.

Quellen: IWF, CBO, Helaba Volkswirtschaft/Research

³ Siehe hierzu auch [Länderfokus "USA/Deutschland: Wettstreit der Schutzschirme"](#) vom Juni 2020.

⁴ Siehe [USA Aktuell "Trendwachstum – ein Update"](#) vom Juni 2014.

Vorbehalte gegenüber dem Konzept des strukturellen Haushaltssaldos werden in der aktuellen Lage dadurch entkräftet, dass die Größenordnung der Bewegungen keine Fragen an deren Richtung zulässt. Andere Indikatoren wie der unbereinigte Haushaltssaldo zeichnen zudem ein sehr ähnliches Bild und stützen so die grundsätzliche Aussage. Ein Vergleich von strukturellem gesamtstaatlichen Saldo (IWF) und normalem Bundeshaushalt (wo zeitnähere Schätzungen des Congressional Budget Office verfügbar sind) zeigt eine einheitliche Botschaft: massiver Schub 2020, Bremse 2021. Auf Quartalsbasis sind wir beim Saldo des US-Bundeshaushalts sogar aktuell schon klar „über den Berg“ (Q3: -17 % am BIP, nach -26 % im Q2).

2021 kann sich
noch ändern

Hier muss allerdings angemerkt werden, dass die Zahlen für 2021 nicht in Stein gemeißelt sind, denn sie beruhen auf den Steuer- und Ausgabenplänen der Regierung, die sich ändern können. Ein zusätzliches, lange diskutiertes Konjunkturpaket steckt bislang im Kongress fest. Wir gehen aber davon aus, dass in den kommenden Monaten eine Kompromisslösung gefunden wird, die den Entzugseffekt 2021 deutlich geringer ausfallen lässt, als das Schaubild auf S. 3 impliziert.

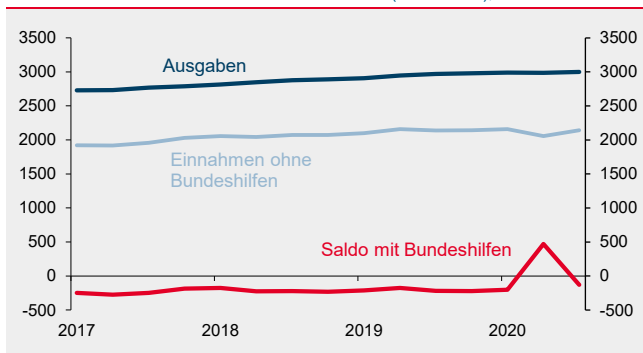
Ausblick: Demokraten legen nach, aber...

Über diese spezielle Frage hinaus ist es derzeit noch schwierig, Konkretes über die Haushaltspolitik 2021 und 2022 zu sagen. Joe Biden hat sich bislang zu seinen kurzfristigen finanzpolitischen Plänen eher vage geäußert⁵ und ihre Umsetzungsperspektiven hängen sowieso entscheidend von den noch nicht geklärten Mehrheitsverhältnissen im Senat ab.⁶

Relativ klar ist, dass die Regierung und die Demokraten im Kongress nach dem Amtswechsel im Januar diverse Initiativen starten werden, die größtenteils in Richtung einer (relativ zur bestehenden Gesetzeslage) „expansiveren“ Fiskalpolitik gehen. Soziale Wohltaten, Investitionsprogramme für die Klimawende und mehr Stimulus angesichts eines nach wie vor unterausgelasteten Arbeitsmarktes würden alle „expansiv“ wirken. Die angekündigte partielle Gegenfinanzierung durch steigende Steuern auf Unternehmen und Haushalte mit hohen Einkommen wäre das Erste, was die Republikaner im Kongress stoppen würden.

Der Bund füllte ein Loch, das es so gar nicht gab

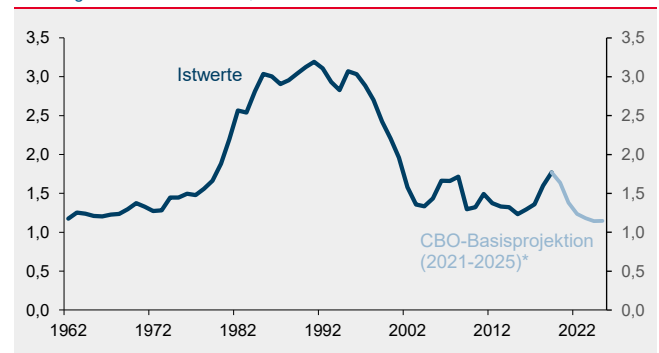
Finanzen der US-Bundesstaaten und Gemeinden (VGR-Basis), % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zinskosten trotz Schuldenexplosion kein Thema

Zinsausgaben des US-Bundes, % am BIP



* Annahme: u.a. Anstieg der Rendite 10j.Treasuries von 0,9 % auf rund 2 % Ende 2025.
Quellen: CBO, Helaba Volkswirtschaft/Research

Umstrittenes
Konjunkturprogramm

Notwendigkeit und sinnvolles Volumen eines neuerlichen Konjunkturpakets sind umstritten. Die Demokraten im Kongress haben sich bisher jedem Kompromiss unterhalb der Zwei-Billionen-Dollar-Marke verweigert, selbst um den Preis, dass bis Anfang Dezember 2020 gar nichts verabschiedet wurde. Die Republikaner haben die hunderte von Milliarden Dollar an zusätzlichen Mitteln für alle möglichen Zwecke, nicht zuletzt als Beihilfen für die untergeordneten Gebietskörperschaften kritisiert. Sie können auf offizielle Daten verweisen, die zeigen, dass jene insgesamt bis ins dritte Quartal weder den befürchteten Einbruch der Steuereinnahmen noch den erwarteten Pandemie-bedingten

⁵ Siehe [USA Aktuell "Joe Bidens Politik: Der Gentleman bittet zur Kasse"](#) vom Juli 2020.

⁶ Siehe [Länderfokus „US-Wahlen: Orientierungsversuche“](#) vom November 2020.

Ausgabenschub verzeichnet haben. Stattdessen führten die umfangreichen Bundeshilfen aus dem Sommer bei den Staaten und Gemeinden per Saldo zu einem massiven Überschuss.

Ob sich die zuletzt populärer werdende Position „Staatsschulden sind egal!“ letztlich durchsetzt, bleibt offen. Abgesehen von der Frage, ob die Existenz eines solchen „free lunch“ nicht die Ökonomie als Lehre von der Knappheit überflüssig machen würde, stehen dem aus unserer Sicht stichhaltige Argumente entgegen. Selbst mit der quasi grenzenlosen Intervention der Notenbanken und ihren massiv ausgeweiteten Kaufprogrammen löst sich das Problem der Budgetgrenzen nicht in Wohlgefallen auf. So sind immer niedrigere Zinsen beispielsweise ein zweiseitiges Schwert für die Staatsfinanzen. Sie drücken zwar die Zinslast, die, wie das Schaubild auf S. 4 illustriert, aber trotz deutlich höherer Schulden nach 2008/2009 erstaunlich stabil geblieben ist.⁷ Andererseits erhöhen sie die Belastungen durch unterfinanzierte staatlichen Pensionszusagen, die vor allem auf der Ebene der Bundesstaaten und Gemeinden eine erhebliche Rolle spielen.⁸ Wie anderswo auch sind diese latenten Verbindlichkeiten in den öffentlichen Schuldenquoten in den USA nicht berücksichtigt.

Kein Freibrief für
„immer mehr Staat“

Darüber hinaus reduziert die Alterung der Gesellschaft mit einer schrumpfenden Zahl von zukünftigen Steuerzahlern die Tragfähigkeit der Schulden in schwer abzuschätzendem Maße. Ähnliches gilt für zusätzliche wirtschaftliche Belastungen aus der Klimawende. Zudem wären auch negative Wachstumseffekte einer nachhaltigen deutlichen Ausweitung der staatlichen Aktivität vorstellbar – ein Thema, das wir in unserem [Jahresausblick „Mit der Nanny durch die Krise“](#) ansprechen.

⁷ Es erscheint heute kaum vorstellbar, aber noch im Jahr 2018 lag die Rendite zehnjähriger Treasuries bei rund 3 %, ohne dass der Staat drohte, Pleite zu gehen.

⁸ Sie unterstellen mehrheitlich wohl noch immer eine durchschnittliche zukünftige Rendite von über 7 % pro Jahr, was angesichts des Niedrigzinsniveaus nur mit einem ziemlich riskanten Portfolio zu realisieren wäre.

Helaba-Publikationen: USA

US-Wahlen: Orientierungsversuche

13.11.2020

Joe Bidens Politik: Der Gentleman bittet zur Kasse

15.07.2020

“Sleepy Joe” oder vier weitere Jahre Trump?

26.06.2020

Deutschland/USA: Wettstreit der Schutzschirme

05.06.2020

Fed-Reform: The Good, the Bad and the Ugly

28.01.2020

Geldpolitik: Und was kommt jetzt?

10.01.2020

Zinsstruktur: A minus B = Rezession?

17.04.2019

Credit Watch: Gebrannte Kinder scheuen den Wohnhypothekenmarkt

15.01.2019

Credit Watch: Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien

23.07.2018

Handelspolitik: Kalter Krieg?!

29.05.2018

Handelspolitik: Elefant im Porzellanladen

05.04.2018

Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?

16.01.2018

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf www.helaba.com/de/research. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■