



## US-Wirtschaftspolitik: Was kommt nach den Wahlen?

Am 5. November wird in den USA gewählt. Aus heutiger Sicht ist der Wahlausgang so unsicher, dass es definitiv lohnt, sich eingehend mit den wirtschaftspolitischen Plänen beider Kandidaten auseinanderzusetzen. Auch die Ergebnisse der Kongresswahlen werden spannend.



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

Es ist ja fast schon journalistischer Standard geworden, themenunabhängig bei der Bezeichnung einer jeglichen Neuauflage einfach eine „2.0“ dranzuhängen. Für eine mögliche zweite Amtszeit des aktuellen Präsidenten Joe Biden mag das passen. Aber für die potenzielle Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus scheint diese Formulierung zu strukturiert bzw. zu wissenschaftlich. Hier bietet sich eher ein Titel an wie für ein B-Movie oder Wrestling-Event: „Die Rache des Donald Trump“ oder „Donald Trump schlägt zurück!“.

Was bringt die Wahl also in der Wirtschaftspolitik? 2020 hatte Trump kein echtes politisches Wahlprogramm, das über ein „Weiter so!“ hinausging. Auch diesmal sind die **Informationen** über seine konkreten Absichten in vielerlei Hinsicht **sehr dünn**. Oft müssen wir uns daher auf Tendenzaussagen beschränken oder auf Äußerungen aus seinem politischen Um-

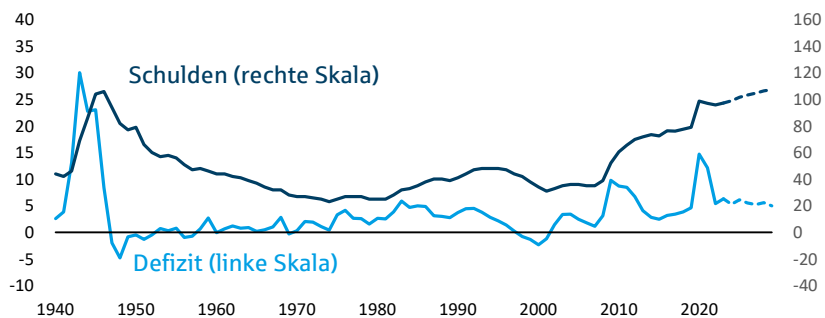
feld zurückgreifen, deren Relevanz für das, was ab 2025 wirklich passieren könnte, oft fragwürdig ist.

In dieser Publikation beleuchten wir den aus heutiger Sicht **wahrscheinlichen wirtschaftspolitischen Kurs der beiden Kandidaten** auf den unseres Erachtens zentralen Gebieten. Dabei werden die Kernpunkte zwangsläufig stark verdichtet dargestellt. Andere Themenkreise – wie die Zukunft der NATO – könnten durchaus nennenswerte Auswirkungen auf Wirtschaft und Finanzmärkte haben. Wir klammern sie aber der Übersichtlichkeit halber hier aus.

### Angespannte Haushaltslage als Ausgangspunkt

Bundesebene, Fiskaljahre, % am BIP\*

% am BIP\*



\*ab 2024 Basisprojektion des CBO mit Fortschreibung bestehenden Rechts  
Quellen: CBO, John Steele Gordon, Helaba Research & Advisory

In den folgenden Abschnitten skizzieren wir meist zunächst die wahrscheinliche Politik des Demokraten Biden und gehen jeweils danach darauf ein, was sein republikanischer Gegner wohl anders machen würde. Abschließend beschäftigen wir uns noch damit, wie der **Ausgang der zeitgleich stattfindenden Kongresswahlen** den politischen Spielraum des Präsidenten in der nächsten Legislaturperiode beeinflussen wird.

### Fiskalpolitik: Hohe Schulden – who cares?

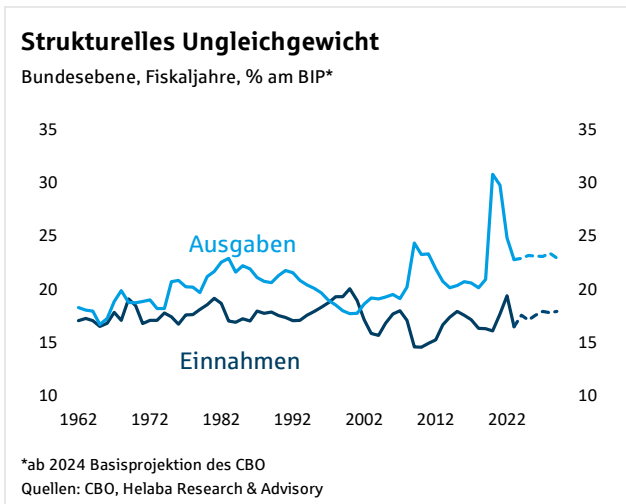
Wer auch immer am 20. Januar 2025 als Präsident vereidigt wird, sieht sich einer **angespannten Haushaltslage** gegenüber. Trotz des soliden Wachstums und einem Fehlen von Krisen verzeichnete die Bundesebene 2023 ein

Defizit von 6,3 % des BIP. Für die folgenden Jahre sehen die Projektionen des unabhängigen Congressional Budget Office (CBO) zwar geringere Fehlbeträge. Diese bleiben mit gut 5 % am BIP aber voraussichtlich klar überdurchschnittlich. Hier schlagen sich der hohe Schuldenstand – aktuell 100 % am BIP – und die gestiegenen Zinsen nieder. Die fiskalischen Lasten der demografischen Entwicklung werden zudem trotz zuletzt hoher Zuwanderung weiter zunehmen und den Handlungsspielraum einer diskretionären Haushaltspolitik einschränken.

Vielleicht überraschenderweise **spricht keiner der Kandidaten ernsthaft über eine Haushaltskonsolidierung**. **Joe Biden** will seine umfangreichen zusätzlichen **Ausgabenwünsche** für Soziales und die Klimawende zwar theoretisch durch Steuererhöhungen gegenfinanzieren. Faktisch ist dies aber sekundär. Vor dem Hintergrund seines Versprechens, dass niemand mit weniger als 400.000 US-Dollar Jahreseinkommen stärker besteuert werden soll, ist die Defizitneutralität eine lästige Nebenbedingung, die man im Zweifelsfall schnell ignoriert (und auch schon

hat). Hinzu kommt, dass gerade Erhöhungen der Körperschaftsteuer, wie sie Biden einplant, wegen starken Ausweichreaktionen oft weniger zusätzliche Einnahmen generieren als vorher angenommen.

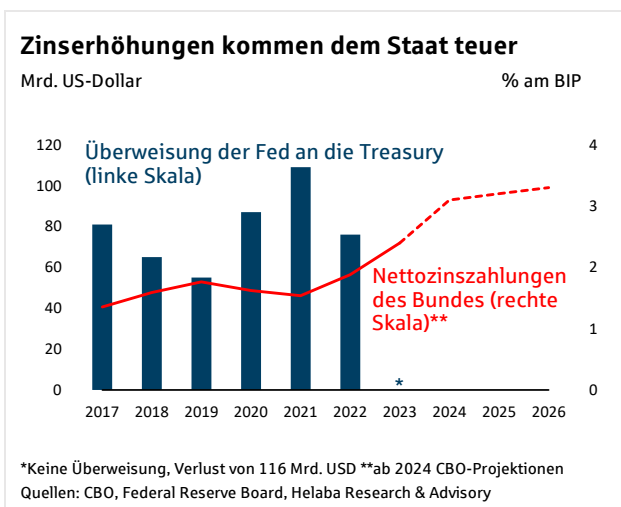
**Donald Trump** wird sich zunächst auf die möglichst komplette Verlängerung seiner 2017 verabschiedeten, aber Ende 2025 auslaufenden **Steuersenkungen** konzentrieren. Er hat allerdings schon darüber hinaus gehende steuerliche Entlastungen versprochen. An nennenswerten Kürzungen der Ausgaben hatte seine Partei hingegen bereits während seiner ersten Amtsperiode sehr wenig Interesse gezeigt. Entsprechende Forderungen hat man sich für die Zeit aufgehoben, als wieder ein Demokrat im Weißen Haus amtierte.



Der US-Staat ist aktuell zu groß für seine Einnahmen, bzw. diese Einnahmen sind zu niedrig, um die vom Kongress beschlossenen Ausgaben zu decken. Dieses **strukturelle Ungleichgewicht** wird auf mittlere Sicht sogar tendenziell zunehmen. Wenn der Rentenmarkt sie nicht dazu zwingt, werden aber weder Joe Biden noch Donald Trump in den kommenden vier Jahren hier das Ruder herumreißen.

### Geldpolitik: Niedrige Zinsen = gut

Obwohl (oder weil?) Joe Biden nie wirklich auch nur partielle Verantwortung für den Inflationsschub der vergangenen Jahre übernommen hat, was angesichts seiner Fiskalpolitik einem Vogel-Strauß-Ansatz nahekommt, hielt sich seine Regierung mit Kritik an der Notenbank sehr zurück. Weder hat man ihr explizit die Schuld für die Teuerung zugeschoben, noch sie anschließend für die – zu diesem Zeitpunkt alternativlose – kräftige geldpolitische Straffung ab 2022 angegangen. Biden hat also die Unabhängigkeit der Fed respektiert. Er würde wohl – wenn dieser Interesse haben sollte – den **aktuellen Fed-Präsidenten Jay Powell für eine dritte Amtszeit** (ab Mai 2026) nominieren. Und dies obwohl unter Powells Ägide der finanzielle Gestaltungsspielraum der Regierung merklich eingeschränkt wurde: Die Zinserhöhungen haben die Notenbankgewinne, die an das Finanzministerium überwiesen wurden, verschwinden lassen. Das nun deutlich gestiegene Zinsniveau führt zudem zu einem kräftigen Zuwachs bei den Zinszahlungen des Bunds (Schaubild).



Im Gegensatz zu Biden scheint Trump das Konzept einer **unabhängigen Notenbank** grundsätzlich abzulehnen. Selbst wenn die angeblich in seinem Umfeld ventilierten, vorsichtig formulierten unkonventionellen Pläne zur Geldpolitik nicht umgesetzt werden, ist damit zu rechnen, dass er versucht, eine **möglichst fügsame Person** an die Spitze der Fed zu hieven. Optimal wäre aus seiner Sicht wahrscheinlich eine reine Marionette, die einfach Anweisungen aus dem Weißen Haus entgegennimmt. Ob Trump mit so einer Personalie durchkommen könnte, würde aber von den zukünftigen Mehrheitsverhältnissen im Senat abhängen – siehe letzter Abschnitt.

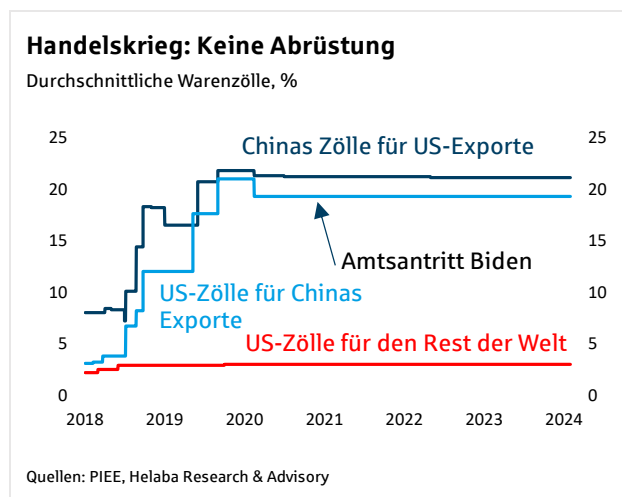
Trumps ausgesprochene Vorliebe für eine expansive Geldpolitik während seiner Amtszeit als Präsident ist insbesondere deshalb relevant, weil seine Absichten in anderen Politikfeldern (siehe nächster Abschnitt) **potenziell inflationstreibender** sein könnten als die seines Widersachers.

### Außenwirtschaft: Geopolitik, Handel und Zuwanderung

Wie wir gerade erleben, geht die Verschlechterung des Verhältnisses USA-China im Wahlkampf weiter und wartet nicht auf den nächsten Präsidenten. Im Wettbewerb, wer „**härter gegen China**“ ist, sieht sich Joe Biden in der Defensive. Dies ist wohl der Hintergrund der diversen neuen Zölle, die er in den vergangenen Wochen für chinesische Produkte angekündigt hat. Bei diesem Thema, wie in der Frage der drohenden Teilung der Weltwirtschaft in zwei Blöcke, **unterscheidet sich Biden von Trump oft mehr in der Form als in der Substanz**. Das Potenzial für eine krisenhafte Zuspitzung im Verhältnis der beiden Länder ist sicher unter dem Republikaner größer, aber es ist – nicht zuletzt wegen der Unberechenbarkeit der chinesischen Reaktionen – auch unter Biden erheblich.

Beide Kandidaten werden unverändert, wenn nicht verstärkt, die Konfrontation mit China suchen. Beiden passt dabei ein **schwacher Dollar** besser ins Konzept als eine starke Währung. Ersterer verteuert die Importe und verbessert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von US-Exporteuren. Vor allem Trump könnte aber marktgetriebene Abwertungen ausländischer Währungen, selbst wenn sie fundamental gerechtfertigt erscheinen, als unfaire Wettbewerbspolitik betrachten.

Joe Biden hat bei der Welthandelsorganisation WTO die komplette **Blockadehaltung** seines Vorgängers bei der Neubesetzung des Streitschlichtungsgremiums fortgesetzt. Das Risiko von Verwerfungen in der Handelspolitik im engeren Sinne und gegenüber einem größeren Länderkreis ist allerdings unter Trump deutlich höher. Dies gilt insbesondere für China – für das er offenbar eine Aberkennung des „permanent normal trade relations“-Status (PNTR) erwägt. Nach Berechnungen von Experten könnte ein solcher drastischer Schritt zu einem **durchschnittlichen Zoll von über 60 %** auf chinesische Importe führen. Dies würde erklären, wieso Trump für mögliche zukünftige „China-Zölle“ mehrfach ausgerechnet die 60 %-Marke erwähnt hat.



Aber auch die Umsetzung von Trumps Androhung **eines allgemeinen globalen Einfuhrzolls von 10 %** würde erhebliche negative Auswirkungen haben – auf inländische Konsumenten wie auf ausländische Produzenten. Gegenmaßnahmen im Ausland wären wahrscheinlich. Eine Neuauflage der globalen Industrieschwäche der Jahre 2018/2019, also während Trumps Handelskrieg mit China, würde plausibel. Hinzu kommt, dass auch im **Verhältnis mit der EU** die Zeichen heute noch weniger auf Ausgleich stehen als damals. Ein Konflikt durch divergierende Klimapolitik droht (siehe S. 4).

Höhere Zölle sind zudem **inflationstreibend**. Sie verteuern die Einfuhren unmittelbar und geben inländischen Produzenten zusätzlichen Spielraum für Preiserhöhungen. Dies ist besonders relevant in der Kombination mit einem anderen Thema, bei dem Trump eine merklich schärfere Vorgehensweise angekündigt hat: der **Zuwanderung**.

Zwar ist unter Ökonomen umstritten, ob die zu guten Teilen illegale Einreise oft wenig qualifizierter Personen per saldo eine positive oder negative Wirkung auf die Inflation hat. Aber aktuell zeichnet sich die Lage der USA durch einen nach wie vor ungewöhnlich angespannten Arbeitsmarkt aus und die Löhne steigen aus Sicht der Notenbank zu stark. In dieser Situation dürfte die kräftige Zuwanderung der letzten Jahre zumindest partiell als **Entlastung für den Lohndruck** am unteren Ende des Einkommens- und Qualifikationsspektrums gewirkt haben. Dieser Effekt würde durch Massendepортationen, wie sie Trump offenbar vorschweben, zunichte gemacht bzw. umgekehrt. In dieser Frage ist Trumps Position übrigens ausnahmsweise mal klarer als die seines Widersachers: Biden befindet sich in einer Zwickmühle zwischen der Wählerstimmung und der Haltung der „Progressiven“ in der eigenen Partei. Wo er sich in dieser Debatte in einer zweiten Amtszeit positionieren würde, hängt sicher auch von den politischen Mehrheiten im Kongress ab.

### Regulierung: Stabilität gegen Dynamik

Staatliche Regulierung privatwirtschaftlicher Aktivitäten versucht, eine **Balance** zu finden zwischen dem **Mindern von Risiken** einerseits und dem **Zulassen von Chancen** andererseits. In der Praxis gehen die Meinungen darüber, was angemessene Regulierungskosten sind, weit auseinander. Wie die meisten anderen Industrieländer haben sich die USA seit langem in Richtung einer hohen Regulierungsdichte bewegt.

Dies gilt auch für die Amtszeit von Joe Biden. Tatsächlich hat sich dieser Prozess im laufenden Jahr noch einmal deutlich beschleunigt: Für erst kurz vorher verabschiedete Regeln gilt eine Deadline bis zu der das schnelle Zurückrollen erleichtert ist. Daher hat die Biden-Regierung in der ersten Jahreshälfte 2024 noch einmal **ein Tsunami an Regularien** auf den Weg gebracht. Dies soll im Fall eines Machtwechsels nach dem November die Rücknahme der Maßnahmen erschweren. Das Federal Register, wo neue Gesetze publiziert werden, dürfte in diesem Jahr einen neuen Rekordumfang von erstmalig mehr als 100.000 Seiten zusätzlicher Regulierung ausweisen.

Eine zweite Amtszeit Bidens würde sicher auf vielen Gebieten **mehr Bürokratie** bringen, wobei die Erfahrung gezeigt hat, dass grundlegende Eingriffe (wie die Regulierung des Finanzsektors nach der Krise 2008/2009) eine Mehrheit im Kongress erfordern. Rein behördliche Regeln sind selten so tiefgreifend. Im Bankensektor steht derzeit die Finalisierung der „**Basel III**“-Regeln an. Obwohl hier vor allem die Notenbank gefragt sind, spielt bei der Ausgestaltung dieser zentralen Regelungen für die Finanzbranche auch die Position des Finanzministeriums und anderer politisch besetzter Behörden eine Rolle.

Donald Trump, dessen Lockerung der Regeln für Banken von manchen für die Schieflagen im Frühjahr 2023 verantwortlich gemacht wurde, ist **kein intuitiver Freund des „big business“** wie viele andere Republikaner vor ihm. Inwieweit er das Thema Deregulierung vorantreiben würde, könnte von Sektor zu Sektor sehr unterschiedlich ausfallen – und nicht zuletzt vom Erfolg der jeweiligen Lobbyisten abhängen. Eine Ausnahme, wo Trump sehr wahrscheinlich den Kurs der aktuellen Regulierungsbehörden deutlich ändern würde, ist die Klimapolitik.

### Klimapolitik: Absehbarer Zankapfel „EU-Grenzausgleich“

Im Gegensatz zu anderen Industrieländern setzt man in den USA in der Klimapolitik bislang in erster Linie auf Anreize durch **Subventionen**. Ein **nationaler CO<sub>2</sub>-Preis** steht dort nicht zur Debatte, egal wie die Wahlen im November ausgehen. Dies könnte noch nicht einmal ein Jahr nach der präsidentenamtseinführung im Januar 2025 zu einem Konflikt mit der EU führen. Am 1. Januar 2026 wird hier der so genannte „**Grenzausgleichsmechanismus**“ wirksam, der für den Import von bestimmten Produkten aus Ländern ohne (oder mit niedrigem) CO<sub>2</sub>-Preis Zertifikate vorschreibt. Deren Kosten wiederum werden von der EU-Kommission festgelegt. Sie sollen preisliche Wettbewerbsvorteile für Produzenten in Ländern ohne CO<sub>2</sub>-Preise unterbinden und so ein Abwandern von Produktion verhindern. Die Zertifikate funktionieren also wie **Zölle**, auch wenn sie nicht so heißen.

Zu den zunächst betroffenen Güterarten gehören handelspolitisch potenziell sensible Bereiche wie Eisen, Stahl sowie Aluminium. Die Regeln sollen später auf weitere Produktgruppen ausgeweitet werden. Obwohl in der Startphase die meisten „Importzertifikate“ noch gratis vergeben werden, ist leicht zu erkennen, wieso die Regierung der USA, wo es überhaupt keinen landesweiten CO<sub>2</sub>-Preis gibt, auf eine solche EU-Regelung allergisch reagieren

könnte – unabhängig von ihrer politischen Couleur. Während Joe Biden zumindest noch **das Ziel der Dekarbonisierung** grundsätzlich teilt, wird Donald Trump das ganze Thema wohl rein unter dem Aspekt einer **neuerlichen Benachteiligung amerikanischer Produzenten** betrachten. Dies gilt insbesondere, wenn Produkte aus jenen – mehrheitlich demokratischen – Staaten bevorzugt würden, die eine regionale CO<sub>2</sub>-Bepreisung vornehmen. Eine Neuauflage der Diskussion des Jahres 2017 über eine kompensierende „big border tax“ für ausländische (und speziell europäische) Importe in die USA wäre wahrscheinlich.

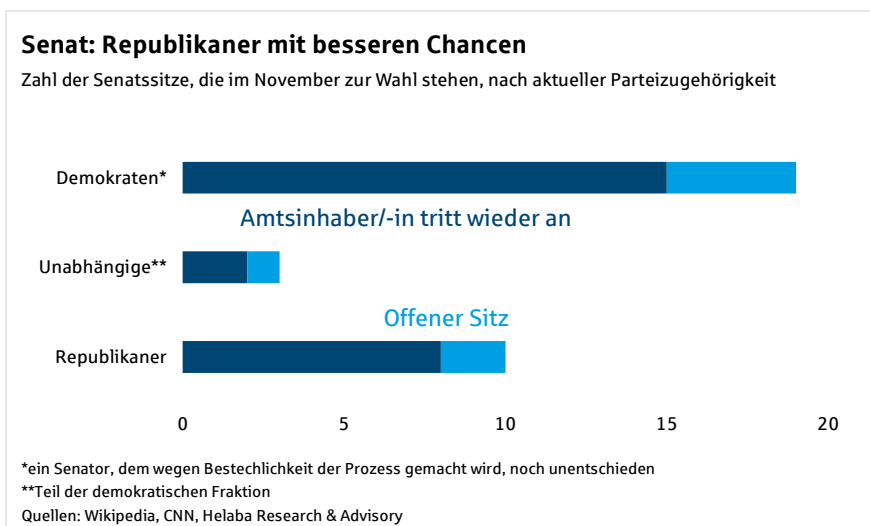
Wie im vorherigen Abschnitt erwähnt, sind Regularien, die von Bundesbehörden ohne Beschluss des Kongresses eingeführt werden, relativ einfach rückgängig zu machen bzw. zu ersetzen. Während Biden wohl den Kurs seiner ersten Amtszeit fortsetzen würde, eine für US-Verhältnisse relativ ambitionierte **Klimapolitik** zu verfolgen, sind die Aussichten unter Trump weniger klar. Er hat ein „weiches Herz“ für fossile Brennstoffe und bezeichnet Ansätze zur CO<sub>2</sub>-Reduktion immer mal wieder als „unamerikanisch“ oder „sozialistisch“.

Hier wäre also unter Trump mit einer grundlegend neuen Politikausrichtung zu rechnen. Allerdings ist vorstellbar, dass Trump viele der Klimabestimmungen von Bidens so genanntem „**Inflation Reduction Act**“ (IRA) nicht vollständig rückgängig machen würde. Von den sehr umfangreichen Steuersubventionen profitieren auch viele „rote“ Bundesstaaten, d.h. solche, die mehrheitlich republikanisch sind. Der IRA ist daher in der Fläche bei Republikanern weniger unpopulär als es sich in den Debatten in der Hauptstadt manchmal anhört.

### Kongresswahlen: Parlamentarische Mehrheit als Korrektiv

Seit dem Unabhängigkeitskrieg gegen die Britische Krone zielt das US-System darauf ab, den Despotismus einer einzelnen Person zu verhindern. Eine zentrale Facette dieser **Gewaltenteilung** ist die Rolle des Kongresses, der nicht wie in einer parlamentarischen Demokratie direkt die Regierung trägt, sondern als **Korrektiv** neben der Exekutive unter dem jeweiligen Präsidenten stehen soll. Diese Funktion wird naturgemäß stärker ausgefüllt, wenn Kapitol und Weißes Haus von **unterschiedlichen Parteien** kontrolliert werden.

Bei den ebenfalls am 5. November stattfindenden Wahlen zum 119. Kongress wird daher darüber entschieden, wie viel der Präsident von seiner Agenda in den ersten zwei Jahren seiner Amtszeit wirklich umsetzen kann. 2024 könnte die ungewöhnliche, aber nicht einmalige, Situation eintreten, dass die **Kontrolle des Senats in die entgegengesetzte Richtung wechselt wie die des Repräsentantenhauses**.



Aktuell haben die Republikaner im **Repräsentantenhaus** eine hauchdünne Mehrheit von 217 zu 213 Sitzen (von insgesamt 435; fünf sind derzeit vakant). Daher ist schwer abzuschätzen, wer nach den Wahlen die Oberhand haben wird, denn alle Sitze werden nach dem Mehrheitswahlrecht vergeben. Analysten sehen – auch wegen des jüngsten Hickhacks um die Position des Speaker innerhalb der republikanischen Partei – eine **reelle Chance**, dass die **Demokraten** die Kontrolle übernehmen könnten.

Im **Senat**, wo die Demokraten im aktuellen Kongress mit Hilfe von drei Unabhängigen eine Mehrheit von 51 zu 49 haben, liegt der Vorteil hingegen eindeutig bei den **Republikanern**. Von den 33 Sitzen, die regulär zur Wahl stehen,<sup>1</sup> verteidigen die Demokraten (einschl. Unabhängiger) 23, die Republikaner nur zehn. Zwei republikanische Amtsinhaber stellen sich nach aktuellem Stand dabei nicht erneut zur Wahl, aber sechs Demokraten/Unabhängige. Dies ist relevant, weil die Wahrscheinlichkeit, als Senator/Senatorin wiedergewählt zu werden, sehr hoch ist. Im konservativen West Virginia tritt der Demokrat Joe Manchin nicht wieder an. Dieser Sitz wird mit großer Wahrscheinlichkeit an die Republikaner gehen.

Insgesamt ist also ein Szenario plausibel, in dem die Demokraten eine Mehrheit im Haus erobern könnten, während die Republikaner im Senat einen Mehrheitswechsel herbeiführen. Die „**Supermehrheit**“ von 60 Senatssitzen, die zusätzliche politische Gestaltungsspielräume eröffnen würde, bleibt 2024 aber wohl erneut für beide Parteien außer Reichweite.

Eine präzisere Prognose des Wahlausgangs wird mit einem halben Jahr Abstand auch dadurch erschwert, dass Mitte Mai noch nicht einmal überall die **Vorwahlen** („Primaries“) stattgefunden haben – also oft unklar ist, wer für die beiden Parteien im jeweiligen Wahlkreis eigentlich ins Rennen gehen wird. Zudem gehen die Meinungen auseinander, ob sich ein Phänomen der Kongresswahlen von 2022 wiederholen könnte, als „extremere“ **Kandidaten, die von Trump unterstützt wurden** und für die er aktiv Wahlkampf machte, insgesamt **enttäuschend abschnitten**. Ob dies primär eine Nachwirkung der Kapitulerstürmung Anfang 2021 bzw. Folge anderer eher kurzfristiger Faktoren war, oder es diesmal erneut einen Gegenwind für die Republikaner darstellen kann, bleibt unklar.



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.

<sup>1</sup> Zu den 33 Sitzen der „Class 1“ kommen Wahlen für den zweiten Senatssitz Nebraskas, die durch Rücktritt des Amtsinhabers notwendig geworden ist. Sie dürften aber keinen Wechsel in der Parteizugehörigkeit bringen, weil hier die Republikaner klar dominieren.