



STAATSSCHULDEN IN DEN USA: KEINE BESSERUNG IN SICHT

von Dr. Jörn Quitzau

Die Corona-Pandemie treibt die Staatsschulden in die Höhe. Der Internationale Währungsfonds (IWF) sieht die Regierungen in einem fiskalpolitischen „Whatever it takes“-Modus und erwartet in der neuen Ausgabe seines *Fiscal Monitor* einen beispiellosen Anstieg der globalen staatlichen Schulden auf 100 % des BIP. Das bedeutet, dass die Staatsschulden der gesamten globalen Wirtschaftsleistung eines Jahres entsprechen. Besonders drastisch sieht es bei den großen Wirtschaftsnationen aus: Die öffentlichen Schulden werden im laufenden Jahr von knapp 120 % auf über 140 % des BIP steigen.

Abb. 1: Staatsschulden G7-Länder



Quelle: IWF.

In diesem Jahr ist die konjunkturelle Lage so fragil, dass umfassende fiskalpolitische Unterstützung unverzichtbar ist. Die Corona-Pandemie ließe sich sonst wirtschaftlich kaum geordnet überstehen. Der IWF betont zudem, dass die konjunkturstützenden Maßnahmen nicht zu früh zurückgefahren werden dürfen. Er weist aber auch daraufhin, dass es mittel- und langfristig einen Zielkonflikt zwischen Unterstützung und Finanzstabilität gibt. Mit anderen Worten: Langfristig drohen die aufgetürmten Schuldenberge zum Problem zu werden.

¹ Die amerikanischen Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff hatten einmal eine Marke von 80-90 % des BIP genannt in einer Studie, die allerdings Mängel aufwies.

Die Lage erinnert an die Situation vor zehn Jahren, als die öffentlichen Schulden weltweit nach oben schossen, weil die Folgen der Finanzkrise mit Konjunktur- und Hilfspaketen eingedämmt werden mussten (Abb. 2). Auch damals drohten die kurzfristig notwendigen Maßnahmen die langfristige Stabilität des Finanzsystems zu gefährden. Auch wenn die Staatsschulden vieler Industrienationen die Niveaus überschritten haben, die früher als langfristig tragfähig galten¹, hatten die Finanzmärkte eine Staatsschuldenkrise als potenzielles Risiko bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie weitgehend aus den Augen verloren. Bei extrem niedrigen Zinsen und gleichzeitig solidem Wirtschaftswachstum ließ sich die Schuldenlast in den vergangenen Jahren relativ gut schultern.

Abb.2: Staatsschulden USA



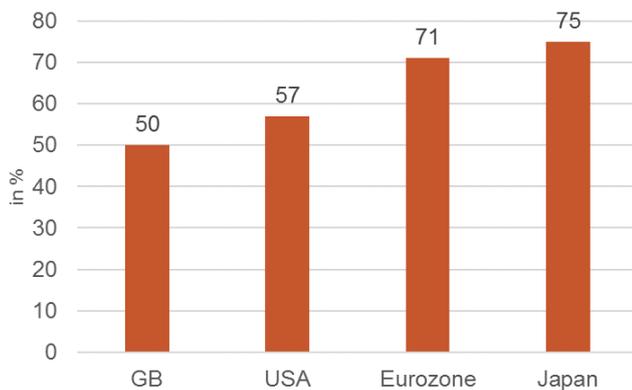
In Prozent des BIP. Quelle: IWF, Macrobond.

Die Zentralbanken haben mit ihren Anleihekaufprogrammen zu dem historisch niedrigen Zinsniveau wesentlich beigetragen. Für die Staaten war und ist dies eine große Hilfe. Auch die Konjunktur- und Hilfspakete, die zur Bewältigung der Corona-Krise auf den Weg gebracht wurden, werden von der Geldpolitik „abgesichert“. Ohne die massiven Anleihekäufe der Zentralbanken (Abb. 3) müssten die

Regierungen wesentlich höhere Schulden für neu aufgenommene Schulden zahlen.

Es ist kaum umstritten, dass Regierungen und Zentralbanken bei tiefgreifenden Krisen wie 2008/09 und 2020 expansive und notfalls unkonventionelle Maßnahmen ergreifen müssen. Daraus resultierende Staatsschulden sind der Preis dafür, dass die Wirtschaft nicht in eine deflationäre Abwärts Spirale rutscht oder das System gar kollabiert. Zentralbanken kommen in wirtschaftlichen Notlagen ihrer Funktion als „lender of last resort“ nach. Die Erfolge der Maßnahmen während der Finanzkrise und während der Corona-Pandemie sprechen für sich.

Abb. 3: Käufe von Staatsanleihen durch die Zentralbank



Anteil der Zentralbankkäufe aller marktfähigen Wertpapiere oder Schuldverschreibungen der Zentralregierung, die seit Februar 2020 ausgegeben wurden. Quelle: IWF.

Doch die generell erfolgreiche Geldpolitik hat unerwünschte Nebenwirkungen:

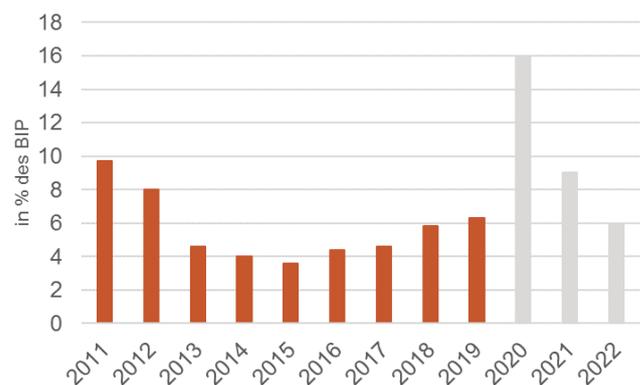
- Weil die Zentralbanken mit ihren expansiven Krisen-Interventionen bemerkenswert gute Ergebnisse erzielt haben, ist die Versuchung groß, auch in wirtschaftlich normalen Zeiten an einer (ultra-) expansiven Geldpolitik festzuhalten. Gemäß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) werden die unkonventionellen Instrumente dadurch zunehmend konventionell.²
- Die äußerst niedrigen Zinsen sind verführerisch. Selbst hoch verschuldete Staaten können höhere, schuldenfinanzierte Ausgaben tätigen, ohne deswegen nennenswert höhere Zinsen fürchten zu müssen. Weil die Zentralbanken mit ihren Staatsanleihekäufen die Zinsen niedrig halten, sind etwaige Sanktionen der

Finanzmärkte weitgehend ausgeschaltet. Auf Dauer wird damit eine nicht-nachhaltige Finanzpolitik begünstigt.

- Erreichen die Schulden nun ein Niveau, bei dem sich die Staaten wegen höherer Risikoprämien nicht mehr zu vertretbaren Konditionen am privaten Kapitalmarkt refinanzieren können oder gar eine Schuldenkrise droht, steigt der Druck auf die Zentralbanken, die expansive Geldpolitik fortzuführen, um die Finanzierungslast für die Staaten zu senken („Fiskalische Dominanz“).³

Im Extremfall droht also ein Teufelskreis aus schuldentreibender Finanzpolitik und expansiver Geldpolitik. Dass dies nicht nur eine theoretische Gefahr ist, zeigt ein Blick in die USA. Hohe Haushaltsdefizite haben sich inzwischen etabliert. Selbst in konjunkturell guten Jahren, die eigentlich zu Haushaltsüberschüssen führen sollten, sind Defizite von 4 % des BIP und mehr normal (Abb. 4). In diesem Jahr erwarten wir aufgrund der Corona-Pandemie für die USA ein Haushaltsdefizit von sagenhaften 16 %. In den nächsten Jahren werden die Defizite zwar geringer ausfallen, aber dennoch hoch bleiben – und in diesen Prognosen ist das nächste große Konjunkturpaket, über das die Parteien momentan verhandeln, noch nicht berücksichtigt.

Abb. 4: Haushaltsdefizit USA



Quelle: IWF. Ab 2020 Berenberg-Prognose.

Angesichts dieser Zahlen sollte man erwarten, dass der Schuldenabbau in den Programmen der Präsidentschaftskandidaten Trump und Biden eine gewisse Rolle spielt. Doch das Gegenteil ist der Fall. Egal, wer die Wahl gewinnt, die amerikanischen Staatsschulden werden wohl weiter kräftig steigen. Joe Bidens Programm sieht sogar zusätzliche

² Vgl. Borio, Claudio (2020), [When the unconventional becomes conventional](#), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2020), [Annual Economic Report](#), Chapter 2: „A monetary lifeline: central banks’ crisis response“



Ausgaben in Höhe von 7,5 Millionen US-Dollar vor, die nur zum Teil durch höhere Steuern gegenfinanziert wären.

Die Ausgabenpläne der Präsidentschaftskandidaten würden unter normalen Umständen von den Märkten mit steigenden Zinsen bestraft. Doch da die Notenbank Fed durch die anhaltend unsolide Finanzpolitik in Geiselhaft genommen wird, bleibt die negative Rückmeldung der Finanzmärkte aus. Die große Frage ist nun, wie lange eine solche Politik gut gehen kann. Grundvoraussetzung ist das Vertrauen in die Zentralbank. Deshalb sollte die Politik verantwortungsvoll mit der Gemengelage umgehen und die Notenbank nicht mit immer höheren strukturellen Ausgaben noch stärker in Bedrängnis bringen.



IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Geld & Währung

Konjunktur

► Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 30.10.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de