

Hohe US-Staatsverschuldung als langfristiger Risikofaktor für US-Dollar und US-Zinsen

30. Januar 2024

- Die Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt wird in den USA bei unveränderter Gesetzeslage und derzeitigen Steuersätzen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten weiter steigen.
- Neben strukturellen Haushaltsdefiziten resultiert ein grosser Teil des zukünftigen Anstiegs der Staatsverschuldung aufgrund steigender Zinskosten, u.a. wegen der mittlerweile höheren Marktzinsen.
- Die Toleranz weiter steigender Staatsverschuldung durch die Finanzmärkte dürfte begrenzt sein. Wann der Geduldsfaden der Finanzmärkte reisst, ist schwer zu prognostizieren. Es kann sich durchaus noch um etliche Jahre handeln. Die US-Politik ist dennoch gut beraten, möglichst früh mit Massnahmen gegenzusteuern.

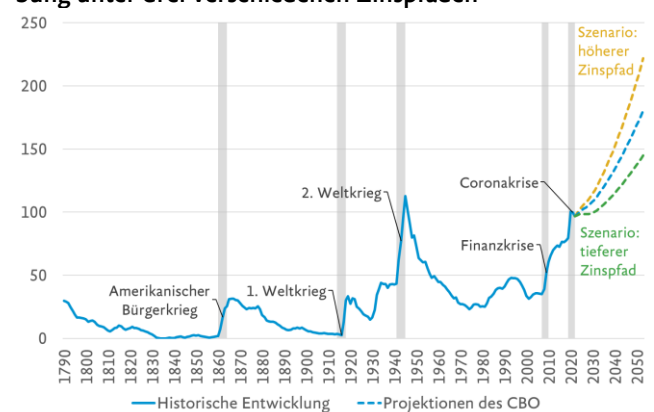
Thomas Härter, Investment Strategie

Die Renditen von US-Staatsanleihen sind Ende 2023 stark gesunken, vor allem aufgrund kurzfristiger Treiber (veränderte Fed-Erwartungen). Seit dem Jahresbeginn 2024 ging es wieder etwas nach oben. Dennoch stellt sich die grundsätzliche Frage, wo eigentlich die faire Bewertung der US-Staatsanleihen liegt, wenn längerfristige Perspektiven für Defizite und Schulden berücksichtigt werden.

Die Dynamik der US-Staatsverschuldung ist besorgniserregend und kann potenziell Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Eine regelmässig zitierte Behörde zum Thema des langfristigen Ausblicks für die US-Verschuldung ist das überparteiliche [Congressional Budget Office](#) (CBO). Ziel dieser Behörde ist es, die Kongressabgeordneten mit Informationen und Analysen über die Haushaltssituation der USA zu versorgen, ohne dabei selbst Empfehlungen abzugeben. Mitglieder des CBO kommen von allen Parteien.

Gemäss den letzten grösseren Prognosen des CBO dürfte das gesamte Haushaltsdefizit der USA im Jahr 2023 bei rund 5.8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gelegen haben, dann bis zum Jahr 2027 auf 5.0 Prozent sinken und danach jedes Jahr kontinuierlich zunehmen, bis es im Jahr 2053 knapp 10 Prozent des BIP erreicht. Das Primärdefizit, welches die Zinskosten ausschliesst, beträgt in diesen Prognosen sowohl 2023 als auch 2053 rund 3.3 Prozent des BIP. Der Anstieg des Gesamtdefizits resultiert daher aus einem starken Anstieg der Zinskosten über die kommenden Jahre und Jahrzehnte.

Grafik 1: Entwicklung und Projektion der Verschuldung der USA in Prozent des BIP bei unveränderter Gesetzgebung unter drei verschiedenen Zinspfaden



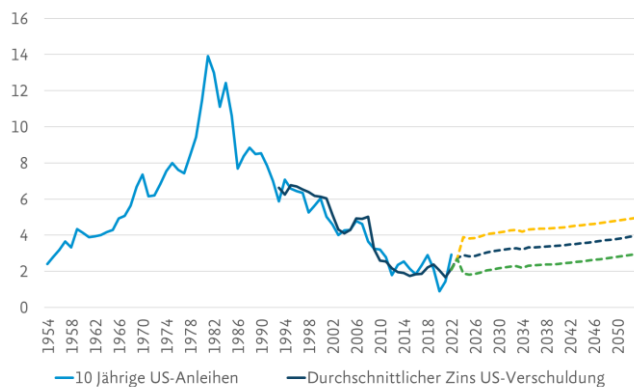
Quelle: CBO Congressional Budget Office und LUKB

Grafik 1 zeigt die Entwicklung der US-Staatsverschuldung seit 1790 und die Projektionen des CBO (blaue gestrichelte Linie). Diese Projektionen beruhen dabei immer auf der Annahme, dass die derzeit geltenden Ausgabenverpflichtungen, Steuersätze, Steuergesetze usw. auch in Zukunft gelten werden. Bei temporären Steuersenkungen/Erhöhungen wird also angenommen, dass die ursprüngliche Gesetzeslage nach Ablauf der Befristungen wieder eintritt. Daneben müssen durch das CBO einige zusätzliche Annahmen gemacht werden, u.a. zum langfristigen Wirtschaftswachstum, der Inflation und natürlich den Marktzinsen für Staatsanleihen. Es liegt in der Natur der Dinge, dass alle diese Variablen sehr bedeutend sind, ihr künftiger Verlauf aber mit hohen Unsicherheiten behaftet ist.

Grafik 2 zeigt die historische Entwicklung der Zinsen und die Prognosen des CBO (blaue gestrichelte Linie). Es wird deutlich, dass das CBO selbst nur von im historischen Kontext moderaten Zinsanstiegen ausgeht.

Wir haben uns deshalb entschlossen, zwei Alternativszenarien zu berechnen. Unser Szenario 1 nimmt einen um 1%-Punkte höheren Pfad der Zinsen (gelbe gestrichelte Linie) und das Szenario 2 einen um 1%-Punkte tieferen Pfad der Zinsen (grüne gestrichelte Linie) an.

Grafik 2: Historische Entwicklung der US-Zinsen und Zinsszenarien in Prozent des BIP

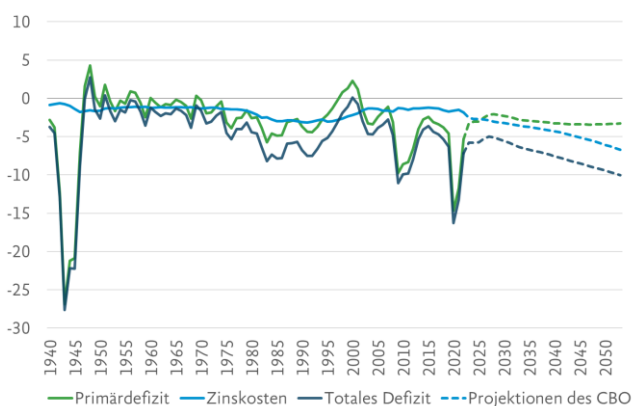


Quelle: CBO Congressional Budget Office und LUKB

Das positive «Tiefzinsszenario» führt zu dem in Grafik 1 mit der gestrichelten grünen Linie dargestellten Wachstumspfad. Selbst wenn man von günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten ausgehen würde, würde die Staatsverschuldung bis 2050 auf nahezu 150 % des BIP ansteigen, wesentlich höher als der während des 2. Weltkriegs erreichte Rekordhöchststand.

Grafik 3 zeigt nun das Primärdefizit (Staatsausgaben minus -einnahmen), die Zinskosten in Prozent des BIP seit 1940 sowie die Projektionen des CBO.

Grafik 3: Historische Entwicklung des US-Staatsdefizites und der beiden Komponenten Primärdefizit und Zinskosten in Prozent des BIP

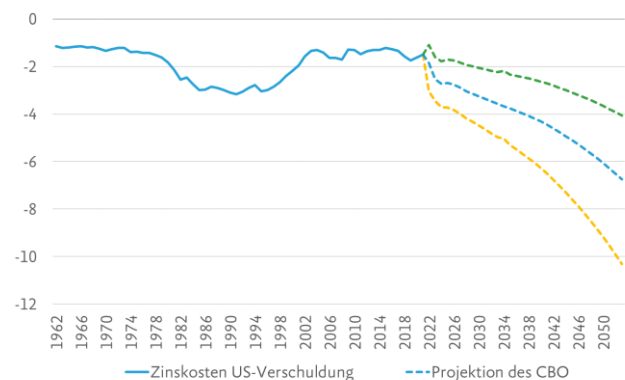


Quelle: CBO Congressional Budget Office und LUKB

Es wird ersichtlich, dass unter den Annahmen des CBO ein immer grösserer Teil des Haushaltsdefizites auf die steigenden Zinszahlungen des Staates zurückzuführen sind.

Was, wenn die Zinsen weniger stark oder stärker als vom CBO angenommen steigen? Grafik 4 zeigt die Entwicklung der Zinskosten im Verhältnis zum BIP gemäss der 3 Szenarien (in Grafik 2). Unter den Annahmen des CBO müssen 2050 rund 6 % des BIP für Zinszahlungen aufgewendet werden. Läge der Marktzins dagegen 1 % höher (siehe Grafik 2), müssten 2050 bereits über 10 % des BIP allein für die Bedienung der Verzinsung der ausstehenden Staatsverschuldung aufgewendet werden. Läge der Zins 1 % niedriger, wären diese Zinskosten dagegen tiefere 4 % des BIP.

Grafik 4: Entwicklung der US-Zinskosten in Prozent des BIP gemäss CBO und den alternativen Zinsszenarien



Quelle: CBO Congressional Budget Office und LUKB

Es wird also deutlich, dass eine Sanierung des US-Haushaltes schon im CBO-Szenario dringend geboten ist. Denn zum einen entsteht durch den Zinsezinseffekt auf die Verschuldung eine nicht nachhaltige Dynamik, und zum anderen würde sich der fiskalische Handlungsspielraum für zukünftige US-Regierungen und -parlamente deutlich einengen, da ein immer grösserer Teil der Einnahmen für die Bedienung der Zinsen aufgewendet werden müsste.

Haushaltssanierung - kein Weg um schmerzhaftes Kompromisse

Wie aber könnte eine Haushaltssanierung aussehen? Das CBO selbst hat etliche Optionen in zwei umfangreichen Publikationen erarbeitet, deren Links sich am Ende dieses Dokuments finden. Um zu verhindern, dass eine steigende Staatsverschuldung zu immer höheren Zinskosten führt, müssen Massnahmen gewählt werden, die zu einer Verringerung oder idealerweise Eliminierung des Primärdefizites führen.

Sozialversicherung mit Löwenanteil der Ausgaben

Fast die Hälfte der US-Staatsausgaben entfällt auf gesetzliche Verpflichtungen aus der Altersrente («Social Security») und der Gesundheitsversorgung («Medicare» für die Bevölkerung ab 65 und «Medicaid» für die Bevölkerung mit Einkommen unterhalb gewisser Einkommensgrenzen). Während Social Security zum grossen Teil aus einer dedizierten Lohnsteuer und zwei Rücklagenfonds (mit Reserven, die noch bis ca. 2034 reichen sollten) finanziert wird und damit das allgemeine Budget noch nicht gross belastet, gilt das

gleiche für Medicare und Medicaid fast nicht. So läuft bei Medicare derzeit die Hälfte der jährlichen Gesamtausgaben über den Staatshaushalt, Medicaid sogar überwiegend über die Budgets des Bundes und der Staaten. Aufgrund der demographischen Entwicklung sowie des Aufbrauchs der Rücklagefonds für Social Security sind die drei Programme hauptverantwortlich für den langfristigen Anstieg der US-Ausgaben (vor Zinskosten) gemäss aktueller Gesetzeslage.

Reform von Sozialversicherungsprogrammen stets heikel

Wenn man über die Natur der Programme nachdenkt - bei allen drei handelt es sich um Sozialversicherungsprogramme, die einem Grossteil der Bevölkerung zugutekommen - wird deutlich, wie schwierig es sein dürfte, diese auf nachhaltigere Fundamente zu stellen. Denn im Grunde gibt es nur zwei unangenehme Möglichkeiten, die auch Schweizer Bürgerinnen und Bürgern bestens bekannt sind: Erhöhungen der Beiträge und/oder Kürzungen der Leistungen.

Beide Varianten sind unpopulär, was erklärt, warum die US-Politik die Reformen auf die lange Bank schiebt - wohl wissend, dass die nötigen Massnahmen nur drastischer werden, je länger abgewartet wird. Nicht umsonst wird Social Security in der US-Politik auch als «third rail» bezeichnet (womit die dritte - stromführende - Bahnschiene gemeint ist in dem Sinne: wer sie anfasst, der stirbt).

Wahlkampf 2024 - Renten-Reformen als Angst-Thema

Dennoch zeichnet sich ab, dass das Thema im Wahlkampf 2024 eine grössere Rolle bekommen wird. Bereits jetzt warnen die Demokraten davor, dass ein Sieg von Donald Trump zu drastischen Ausgabenkürzungen bei der Sozialversicherung führen würde. Damit wiederum positionieren sich aber die Demokraten auf der - ebenfalls fiskalisch nicht nachhaltigen - Seite, Ausgabenkürzungen verhindern zu wollen. Es verbliebe nur die Einnahmeseite, wo von den Republikanern kaum eine Bereitschaft zu Beitrags- bzw. Steuererhöhungen vorhanden sein dürfte (wenn, dann eher das Gegenteil). Die Demokraten hingegen dürften hier vor allem die besserverdienende Bevölkerung im Auge haben.

Wenig Spielraum bei anderen Stellschrauben

Andere Ausgabenkategorien bietet weniger Hebel für Ersparnisse. Zum einen handelt es sich um Ausgaben wie z.B. für die Verwaltung oder die Transportinfrastruktur, die nach vielen Kürzungen nicht mehr viel Spielraum beinhalten. Und der Verteidigungs-Etat ist ohnehin weitgehend tabu in Zeiten vielzähliger geopolitischer Herausforderungen, Krisen und Kriegen. Steuererhöhungen ausserhalb der Sozialprogramme sind prinzipiell denkbar, allerdings dürfte der politische Widerstand noch einmal höher sein als bei den Sozialversicherungsprogrammen. Am vielversprechendsten erscheinen Vorschläge, die Steuerbasis zu verbreitern bzw. Abzugsmöglichkeiten zu begrenzen. Komplette neue Steuern, wie z.B. eine nationale Konsumsteuer, oder Erhöhungen der Einkommensteuer dürften dagegen kaum Chancen an.

Schlussfolgerungen

Der US-Haushalt ist auf einem nicht nachhaltigen Kurs und damit ein langfristiger Sanierungsfall. Ähnlich wie bei der Klimapolitik sind einschneidende Massnahmen zwar notwendig, was auch alle bekannt ist. Ein «Durchwurschteln» ist aber durchaus noch einige Jahre oder Jahrzehnte möglich. Damit ist der Anreiz für die aktuelle Generation von Politikerinnen und Politikern gegeben, das Problem auf die nächste abzuwälzen. Je länger aber mit einer Sanierung des US-Staatshaushaltes gewartet wird, desto schwieriger wird sie und desto einschneidendere Massnahmen werden notwendig.

Das CBO selbst zählt eine Vielzahl möglicher Konsequenzen der steigenden Staatsverschuldung auf:

- höhere Zinskosten für die gesamte US-Volkswirtschaft
- zunehmende Zinsabflüsse ins Ausland an ausländische Gläubiger
- ein zunehmendes Risiko einer Haushalts- und Finanzkrise (u.a. falls die Marktzinsen rasch und stark ansteigen sollten)
- zunehmende Inflationserwartungen, welche zu Dollar-Schwäche und ebenfalls steigenden Zinsen führen können. Auch der Status des Dollar als Welt-Reservewährung könnte leiden
- Einengung des fiskalischen Handlungsspielraums bei der nötigen Reaktion auf eine grössere Krise (z.B. starke Rezession, neue Pandemie, Kriegsausbruch etc.)

Auch die Tätigkeit der US-Notenbank könnte beeinträchtigt werden. Es könnten sich beispielsweise Zielkonflikte auftun zwischen der Inflationsbekämpfung und der Wahrung der Finanzstabilität, wenn ein Vertrauensverlust in US-Staatsanleihen zu einem deutlichen Renditeanstieg führt, der zu einer Gefahr für die US-Wirtschaft und das Bankensystem werden könnte.

Ob und wie die US-Staatsfinanzen also in den kommenden Jahren und Jahrzehnten saniert werden, dürfte entscheidende Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Sieht man einmal von Positivszenarien wie einem langanhaltenden Wachstums- und Produktivitätsboom dank Künstlicher Intelligenz ab, dann könnten schwierige Jahre der Haushaltssanierung bevorstehen. Das könnte zu einem tieferen Wachstumspfad und/oder leicht erhöhten Inflationsraten über eine längere Zeit führen. An den Finanzmärkten würde das eine Fortsetzung der Trendabwertung des US-Dollars gegenüber dem Franken begünstigen. Das insbesondere dann, wenn die US-Notenbank in ihr Handeln auch die Lage am Markt für US-Staatsanleihen einbeziehen müsste. Entsprechend erscheint eine regelmässige Überprüfung der Exposition gegenüber dem US-Dollar angebracht.

Auf der Zinsseite hängt viel davon ab, ob und welche Massnahmen in den kommenden Jahren getroffen werden, um

die Haushaltslage besser in den Griff zu bekommen. Der Druck von Seiten der Finanzmärkte ist immer noch recht verhalten. Wie das Jahr 2023 gezeigt hat, kann das Thema aber jederzeit schnell in den Fokus rücken. Vorerst gehen wir davon aus, dass die Renditen von US-Staatsanleihen primär vom kurz- bis mittelfristigen Ausblick für die US-Konjunktur, Inflation und Geldpolitik bestimmt werden. Aus diesem Grund erwarten wir für die kommenden Monaten auch leicht rückläufige Renditen im Laufzeitenbereich 10 Jahre, zusammen mit einer Verlangsamung der US-Konjunktur, abnehmender Inflation und ersten Leitzinssenkungen der US-Notenbank.

Quellen:

1. "An Introduction to the Congressional Budget Office"
<https://www.cbo.gov/system/files/2023-01/58858-int-roCBO.pdf>
2. "Options for Reducing the Deficit, 2023 to 2032, Volume I: Larger Reductions",
<https://www.cbo.gov/system/files/2022-12/58164-budget-options-large-effects.pdf>
3. "Options for Reducing the Deficit, 2023 to 2032, Volume II: Smaller Reductions"
<https://www.cbo.gov/system/files/2022-12/58163-budget-options-small-effects.pdf>