



Vier Gründe, warum die US-Schulden nicht außer Kontrolle geraten dürften



Darrell Spence

Volkswirt



Greg Garrett

Fixed Income Investment Director

Im Überblick

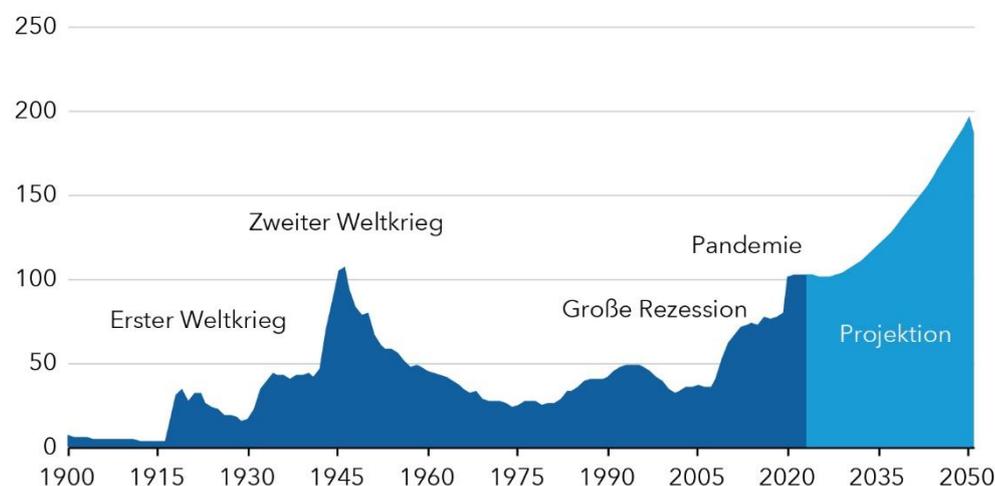
- Durch die COVID-19-Pandemie sind die Staatsschulden weltweit schneller gestiegen, nicht nur in den USA.
- Solange die nominalen Finanzierungszinsen niedriger sind als das nominale Wachstum der Gesamtwirtschaft, kann eine Aufwärtsspirale vermieden werden. In den USA ist dies zurzeit der Fall.
- Nach traditionellen Analysen sind die Schulden so lange tragfähig, wie die Finanzierungskosten niedriger sind als das Wirtschaftswachstum, aber das gilt nicht immer.
- Kürzlich ist die Fed zu einem flexiblen durchschnittlichen Inflationsziel übergegangen und will weiterhin unvermindert Wertpapiere kaufen. Dadurch dürften das BIP stärker steigen und die Zinsen niedrig bleiben – eine Dynamik, die die Staatsschulden tragfähiger macht.

Ist der Anstieg der US-Schulden vertretbar, oder wird er außer Kontrolle geraten?

Diese Frage stellen sich viele. Die US-Staatsschulden steigen stark, und die derzeitigen Aussagen von Geld- und Fiskalpolitik legen nahe, dass das so bleibt. Vor Kurzem wurde ein Pandemie-Hilfspaket in Höhe von 1,9 Billionen US-Dollar verabschiedet. Auch deshalb ist das Haushaltsdefizit auf 18,6% des Bruttoinlandsprodukts (im gleitenden 12-Monats-Durchschnitt) gestiegen, den höchsten Stand seit 1945. Zweifellos werden dadurch die US-Staatsschulden über das Niveau im Zweiten Weltkrieg steigen. Damals lagen sie in der Spitze bei 106% des BIP.

Die Pandemie und ihre Folgen sind ein Schwarzer Schwan, aber ob und wann diese Schulden zum Problem werden, hängt von vielen Faktoren ab. Aus unserer Sicht werden die Staatsschulden in absehbarer Zeit beherrschbar bleiben, und zwar aus vier Gründen.

Steigende Schulden: US-Schuldenstandsquote (Schulden/BIP)¹



1. Die Zinsen sind niedriger als das BIP-Wachstum

Viele Volkwirte meinen, dass Schuldenkrisen ab einer Schuldenstandsquote (Schulden/BIP) von über 100% drohen. Ab diesem Niveau kann selbst dann eine Schuldenspirale entstehen, wenn das Defizit nicht weiter steigt. Italien und Griechenland sind die jüngsten Beispiele für eine solche Entwicklung. Zurzeit überschreiten die US-Schulden die 100-Prozent-Grenze.

Aber die Theorie dieser Aufwärtsspirale gilt nur dann, wenn die Zinsen eines Landes höher sind als seine Wachstumsrate. Solange die nominalen Finanzierungszinsen niedriger sind als das nominale Wachstum der Gesamtwirtschaft, kann eine Aufwärtsspirale vermieden werden. Und genau das ist zurzeit in den USA der Fall und dürfte auch auf absehbare Zeit so bleiben.

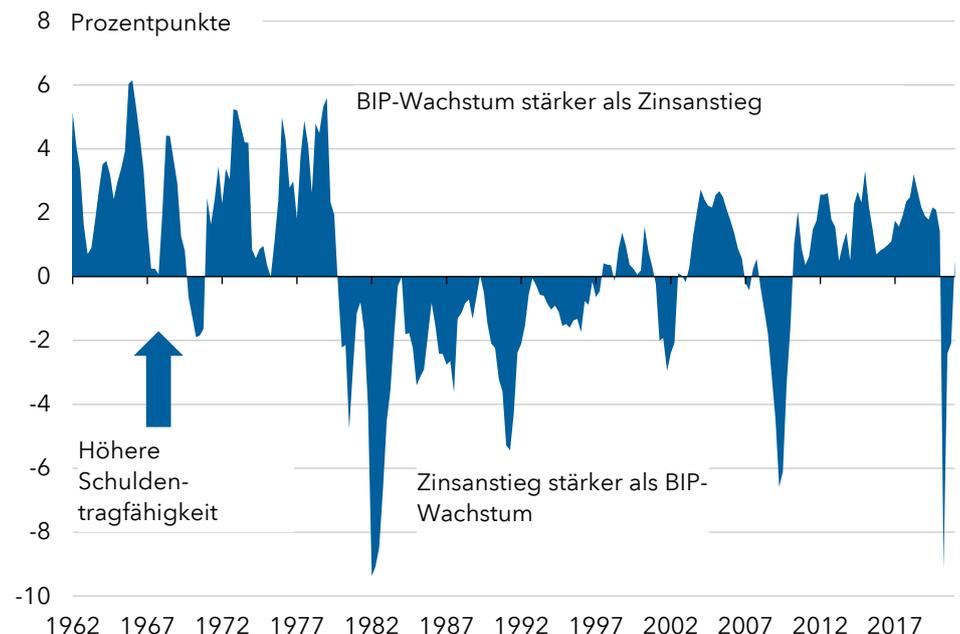
Seit den 1960er-Jahren waren die nominalen Zinsen meist niedriger als das nominale Wachstum. Aber dieses Verhältnis schwankt. In den 1960er-Jahren war das Wachstum durchweg höher als die Renditen 10-jähriger US-Treasuries. In

1. Quelle: Congressional Budget Office, Stand 4. März 2021. Umlaufende Staatsschulden (Federal Debt held by the Public). Langfristige Prognosen ohne Berücksichtigung des American Rescue Plan Act of 2021 und unter der Annahme, dass sich die derzeitigen Gesetze zu US-Staatseinnahmen und -ausgaben nicht ändern.

den 1980ern und bis in die 1990er hinein war es umgekehrt, weil die Zinsen aufgrund der Inflation deutlich stiegen.

In den 2000er-Jahren kehrte sich das Verhältnis erneut um, aber der Abstand verringerte sich. Das nominale Wachstum war niedriger, und der Anteil der Schulden am BIP höher. Das größte Risiko ist derzeit also möglicherweise ein anhaltender Inflationsanstieg, durch den die Zinsen deutlich über die BIP-Wachstumsrate steigen.

Unterstützung der US-Schulden: BIP-Wachstum und Zinsen²



Frühere Krisen haben zwar gezeigt, dass es ab einer Schuldenstandsquote von 100% problematisch wird, aber es gibt Ausnahmen. Japan ist das berühmteste Beispiel. Dem Land kam zugute, dass die Gläubiger größerer Teile der Staatsschulden eine relative kleine Gruppe von Investoren waren: große Banken, Pensionsfonds, die Post und andere institutionelle Investoren.

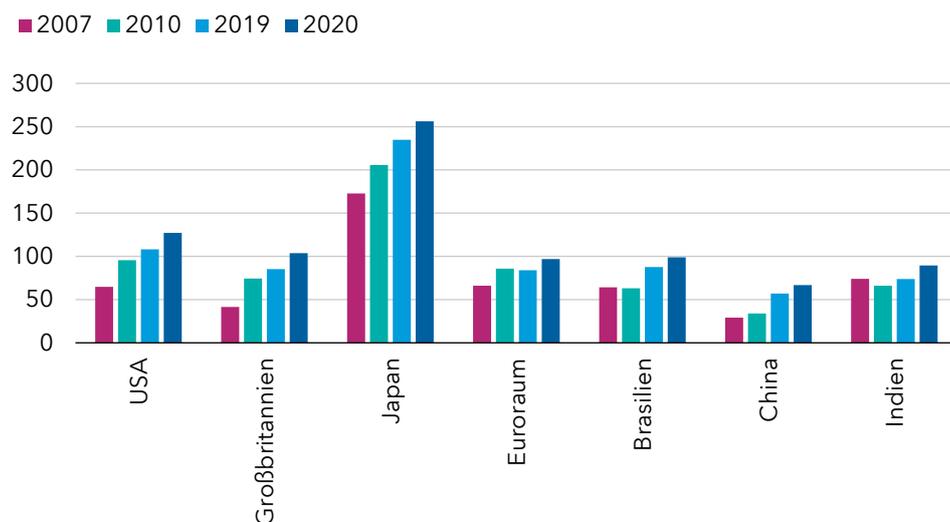
2. Die Staatsfinanzen verschlechtern sich, nicht nur in den USA

Durch die COVID-19-Pandemie sind die Staatsschulden überall auf der Welt schneller gestiegen, nicht nur in den USA. Viele Länder haben große geld- und fiskalpolitische Wachstumsprogramme initiiert, um die wirtschaftlichen Folgen der zahlreichen Lockdowns im letzten Jahr abzumildern.

Die US-Schuldenstandsquote steigt bereits seit kurz vor der internationalen Finanzkrise der Jahre 2008/2009 stark, aber von japanischen Verhältnissen ist sie noch weit entfernt. Tatsächlich sind die USA nicht deutlich stärker verschuldet als Großbritannien und der Euroraum. In China und anderen Emerging Markets sind die Schuldenstandsquoten niedriger, aber auch sie sind kräftig gestiegen.

2. Quellen: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, Refinitiv Datastream. Stand 31. März 2021. Die Abbildung zeigt die Differenz zwischen dem Anstieg des nominalen BIP zum Vorjahr und der nominalen Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf Basis von Quartalsdaten seit dem 1. Quartal 1962.

Die Schulden steigen weltweit: Bruttostaatsschulden/BIP³



Absolut betrachtet ist die US-Schuldenlast sehr stark gestiegen, aber im Vergleich zum BIP war der Anstieg weniger deutlich. Für Staatsanleiheninvestoren bedeutet das, dass die US-Schulden nicht erheblich weniger tragfähig sind als die anderer Länder. Das liegt daran, dass die Schuldenstandsquoten weltweit gestiegen sind. Nach Berichten des Institute of International Finance aus dem Februar beliefen sich die weltweiten Staatsschulden 2020 auf 82,3 Billionen US-Dollar (105% des BIP nach 88% im Jahr 2019). In entwickelten Märkten lagen sie 2020 bei 130% des BIP, nach 110% im Jahr 2019.

Die Lage der USA ist auch deshalb nicht so schlecht, weil der US-Dollar die internationale Reservewährung ist, sodass automatisch immer eine hohe Nachfrage nach US-Treasury-Anleihen und anderen in US-Dollar denominierten Papieren besteht. In turbulenten Marktphasen gelten US-Treasuries als sicherer Hafen, weil man einen Zahlungsausfall für sehr unwahrscheinlich hält. Viele Assets, auch die meisten Rohstoffe, werden in US-Dollar gehandelt, und nach wie vor sind US-Treasuries die „risikofreie“ Assetklasse, mit der die meisten anderen Wertpapiere verglichen werden. All dies stützt die Nachfrage nach US-Staatsanleihen, und das wiederum stützt die Schulden.

3. Regierungen können viele Register ziehen

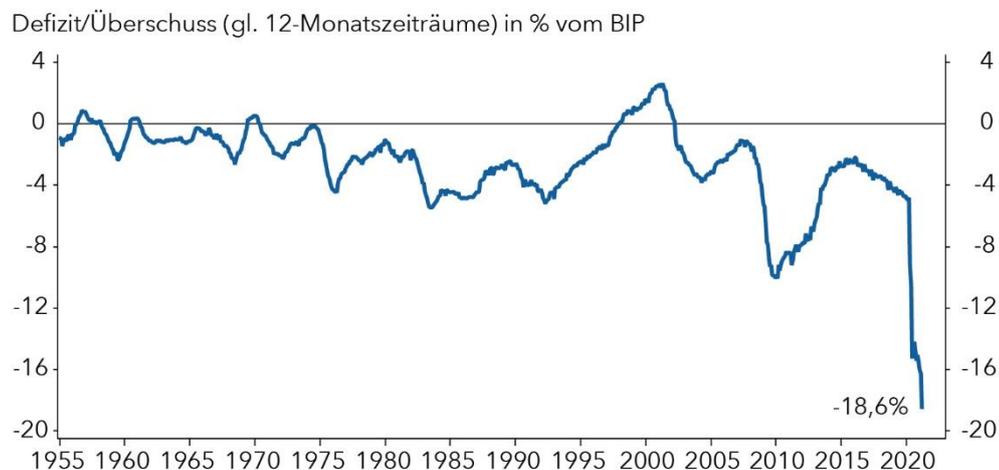
Dennoch: Je höher die Schuldenlast ist, desto wahrscheinlicher wird sie zu einem Problem. In der Theorie sind Steuererhöhungen, Einsparungen oder beides die Lösung für Länder mit hohen Haushaltsdefiziten und steigenden Schulden. Diese Maßnahmen belasten zwar möglicherweise kurzfristig das Wachstum, aber durch die Minderung der Schuldenlast gleicht sich das längerfristig teilweise wieder aus. Aus den Krisen nach dem Zweiten Weltkrieg haben wir gelernt, dass der Schuldenabbau Jahrzehnte dauern kann.

Kurzfristig müssen vielleicht etwas höhere Einkommen- und Körperschaftssteuern gezahlt werden, zugleich dürften jedoch auch die Staatsausgaben steigen. Für den Haushalt muss das nicht unbedingt schlecht sein. Da die Produktivität der US-Wirtschaft steigen und es mehr Innovationen könnte das Wachstum anziehen und mithin auch die Steuern

3. Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Database, April 2021

steigen. Angesichts des derzeit rasanten technologischen Wandels ist das gut vorstellbar. Selbst durch die Pandemie könnten Innovationen entstehen, die Produktivität und Wachstum steigern, was die Schulden weniger problematisch macht.

Das US-Haushaltsdefizit steigt⁴



Angesichts der steigenden US-Schulden wurde auch die Moderne Geldtheorie (Modern Monetary Theory) viel diskutiert. Sie besagt, dass die meisten Länder, die ihre eigene Währung ausgeben, keine finanziellen Probleme haben. Danach bestünde für viele Länder, auch für die USA, kein Zahlungsausfallrisiko. Regierungen können zunächst entscheiden, wie viel sie ausgeben wollen, und diese Ausgaben dann über Steuern und Anleihen finanzieren. Die Schuldenhöhe ist begrenzt, aber die Grenze hängt von der Inflation ab.

Die Wirtschaftswissenschaftlerin Stephanie Kelton, eine Verfechterin der MMT, sagt, dass Inflation ein Zeichen für ein zu hohes Defizit sei, während Arbeitslosigkeit ein zu niedriges Defizit signalisiere. Deshalb kommt dem Staat nach der MMT eine zentrale Rolle bei der Inflationssteuerung zu. Kritiker entgegnen unter anderem, dass die Inflationssteuerung nach der MMT stärker durch politische Prozesse beeinflusst würde. Außerdem würde die Federal Reserve ihre Unabhängigkeit verlieren, und der Rahmen, der seit etwa 30 Jahren die Inflationserwartungen stabilisiert, würde verschwinden.

4. Die Geldpolitik kann sich an die Gegebenheiten anpassen

Und schließlich ist da noch die Federal Reserve. Seit ihrer Gründung vor über 100 Jahren haben sich die Ziele und die Politik der US-Zentralbank weiterentwickelt. Der aktuelle geldpolitische Rahmen beruht auf einem expliziten Inflationsziel und einer möglichst hohen Beschäftigungsquote. Kürzlich ist die Fed zu einem flexiblen durchschnittlichen Inflationsziel übergegangen und will weiterhin unvermindert Wertpapiere kaufen. Dadurch dürften das BIP stärker steigen und die Zinsen niedrig bleiben – eine Dynamik, die die Staatsschulden tragfähiger macht.

In der internationalen Finanzkrise haben viele Leute erstmals davon gehört, dass die Fed ihre Bilanzsumme erhöht, um massiv Wertpapiere zu kaufen. Aber tatsächlich ist der Kauf von US-Staatspapieren schon seit den 1920er-Jahren ein

4. Quellen: US Treasury Department, Bureau of Economic Analysis. Stand 31. März 2021.

übliches geldpolitisches Instrument. Nach dem Ersten Weltkrieg kaufte die New Yorker Federal Reserve unter ihrem damaligen Vorsitzenden Benjamin Strong erstmals Staatsanleihen, um die Rezession 1923 zu verkraften.

Einige Jahre später fielen die USA in die Große Depression, und wie in den späten 2000ern fielen die Zinsen Anfang der 1930er schnell fast auf null. Im Zweiten Weltkrieg wies das US-Finanzministerium die Federal Reserve an, mit dem Kauf von US-Staatsanleihen die kurz- und langfristigen Zinsen zu senken, um die Kriegsausgaben zu finanzieren.

Viel später, im Jahr 2006, übernahm Ben Bernanke den Vorsitz der Fed. Seine Amtszeit wurde durch die Maßnahmen der Zentralbank bestimmt, das Finanzsystem und die Wirtschaft während der Finanzkrise zu stabilisieren. Als der Leitzins fast bei null lag, kaufte die Federal Reserve für Milliarden von US-Dollar US-Treasuries und Hypothekenverbriefungen. Diese quantitative Lockerung mag für viele Marktteilnehmer etwas Neues gewesen sein, aber tatsächlich war sie bereits Teil der Maßnahmen der Fed.

Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass die US-Geldpolitik plötzlich aufhört, sich an Veränderungen der US- und der Weltwirtschaft anzupassen. Deshalb sollte man gegenüber möglichen neuen Ansätzen und Regimeänderungen offen bleiben. Beispielsweise könnten hohe Bilanzsummen der Fed für viele Jahre die neue Normalität sein. Flexible Bilanzsummen sind ein nicht zu unterschätzendes Instrument, um hohe Staatsschulden aufzufangen.

Fazit: Die Aussichten sind gar nicht schlecht

Die Reaktion der US-Regierung auf die COVID-19-Pandemie hat die Schulden so hoch getrieben wie zuletzt im Zweiten Weltkrieg. Aber auch andere Industrieländer sind hoch verschuldet.

Tatsache ist, dass es erst dann zu einer Schuldenkrise kommt, wenn die Investoren nicht mehr bereit sind, die Anleihen eines Landes zu kaufen. Wann es so weit ist, ist schwer zu sagen, aber es sieht nicht so aus, als ob es in den USA bald dazu kommt. Nach traditionellen Analysen sind die Schulden so lange tragfähig, wie die Finanzierungskosten niedriger sind als das Wirtschaftswachstum, aber es gibt Grenzen. Wo die liegen, weiß niemand genau.

Die Märkte können dabei eine Signalwirkung haben, was wiederum Einfluss auf politische Entscheidungen und die Reaktion der Federal Reserve haben kann. Zudem kann sich die Wirtschaft verändern. Neue Technologien und Verhaltensmuster sorgen für Innovationen und mehr Produktivität. Es gibt also viele Faktoren, die die Entwicklung der Schulden und die Reaktionen von Geld- und Fiskalpolitik beeinflussen können.

***Darrell R. Spence** ist Volkswirt bei der Capital Group. Er hat 28 Jahre Investmenterfahrung, ausnahmslos bei der Capital Group. Er hat einen BA (Honors) in Volkswirtschaft vom Occidental College und cum laude abgeschlossen. Außerdem ist er Chartered Financial Analyst® sowie Mitglied der National Association for Business Economics.*

***Greg Garrett** ist Fixed Income Investment Director bei der Capital Group. Er hat 33 Jahre Investmenterfahrung und ist seit 19 Jahren im Unternehmen. Er hat einen BA in Finanzen von der University of Arizona und arbeitet in New York.*

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

Informationen zum Index dienen nur zur Erläuterung und zur Illustration. Der Fonds ist ein aktiv gemanagter UCITS. Er wird nicht in Anlehnung an eine Benchmark gesteuert.

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **STR DE AT CH (DE) P**