

Sonderbericht

## US-Rating-Downgrade wirft Schlaglicht auf zunehmende Staatsverschuldung



**Das Wichtigste in Kürze:** Das Rating-Downgrade der USA durch Fitch von AAA auf AA+ von Anfang August ändert nichts an der bedeutenden internationalen Stellung des US-Staatsanleihemarktes und der Wahrnehmung von Treasuries als risikolose Zinspapiere.

24. August 2023

Wir nehmen die Herabstufung der Bonitätseinschätzung allerdings zum Anlass, um auf das mittel- bis langfristig größer werdende Schuldenproblem der Vereinigten Staaten aufmerksam zu machen. Mit einer Staatsschuldenquote von rund 122 % Ende 2022 gehören die USA zu den am stärksten verschuldeten Industrieländern. Die Verbindlichkeiten werden zukünftig sehr wahrscheinlich weiter anwachsen, da die Ausgaben erhöht und echte Sparanstrengungen vermieden werden. Das Congressional Budget Office (CBO) rechnet mit einem Schuldenanstieg um rund 80 Prozentpunkte gemessen am Bruttoinlandsprodukt in den nächsten 30 Jahren.

Zu den Konsequenzen für die Märkte dürfte ein langfristig etwas höheres Renditeniveau aufgrund des steigenden Anleiheangebots gehören, welches sich wahrscheinlich international bemerkbar macht. Denkbar wären darüber hinaus regulatorische Schritte in Richtung „Financial Repression“ sowie ein nachlassendes Engagement der Notenbank in der Inflationsbekämpfung.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## 1. Bonitätsherabstufung ohne unmittelbare Folgen

Am Monatsbeginn sorgte die Ratingagentur Fitch mit einer Herabstufung der Kreditwürdigkeitseinschätzung der USA für Schlagzeilen. Die Bonitätsnote für langfristige Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten wurde von „AAA“ an der Spitze der Skala eine Stufe tiefer auf „AA+“ reduziert. Fitch begründete diesen Schritt mit der steigenden öffentlichen Schuldenlast, der „erwarteten finanziellen Zerrüttung“ in den nächsten drei Jahren sowie der „Erosion guter Regierungsführung“, die sich in den letzten Jahren in den ständig wiederkehrenden Schuldenstreits auf Bundesebene mit Lösungen in letzter Minute zeigte.

*Fitch hat gute Gründe für ein Downgrade...*

Die begleitenden Kommentare in den Medien sowie manche Reaktionen aus der Politik bauschten die Rating-Herabstufung und ihre vermeintlichen Konsequenzen kräftig auf. Beispielsweise bezeichnete US-Finanzministerin Janet Yellen den Schritt als „völlig ungerechtfertigt“ angesichts der Stärke der Konjunktur und als „mangelhafte Einschätzung“. Der Ökonomeprofessor Larry Summers, der unter Bill Clinton von 1999 bis 2001 Finanzminister war, äußerte, das Downgrade sei „bizarr und ungeschickt“, da sich die Konjunktur bereits erhole. Daneben kam kaum ein Pressebericht ohne den Hinweis aus, dass eine Bonitätsverschlechterung mit höheren Finanzierungskosten für die Staatsschuld einherginge.

*...was die Politik nicht wahrhaben möchte...*

Dass die Reaktionen von Yellen und Summers von wenig Souveränität zeugen, liegt auf der Hand, denn es darf davon ausgegangen werden, dass sich Fitch die Entscheidung nicht leicht gemacht hat. Abgesehen hiervon bezieht sich das sehr ausführlich begründete Urteil der Agentur auch nicht auf kurzfristige Entwicklungen von Konjunktur und Steuereinnahmen, sondern auf wesentliche Änderungen der „letzten 20 Jahre“, wobei insbesondere auch der Vergleich mit anderen Staaten in der Kategorie AAA herangezogen wurde. Fitch setzte bereits im Juli 2022 den „Credit Outlook“ der USA von „stable“ auf „negative“, was als deutlicher Warnschuss für die Regierung von Joe Biden verstanden werden musste, aber dort keine Konsequenzen nach sich zog. Und in diesem Mai warnte die Agentur dann direkt vor einem Downgrade. Abgesehen hiervon hatte die Agentur S&P die USA bereits im August 2011 von AAA auf AA+ herabgestuft. Fitch zog also lediglich nach. Aktuell vergibt nur noch Moody's den USA die Höchstnote Aaa bei einem stabilen Ausblick, wobei auch Fitch den Ausblick nach dem Downgrade wieder als stabil einstuft.

*...und was sie lange Zeit ignorierte.*

Aus verschiedenen Gründen erachten wir die Rating-Herabstufung grundsätzlich als ein Ereignis mit sehr überschaubaren Folgen. Hierzu gehört, dass die zweithöchste Einstufung AA+ keinesfalls von schlechter Bonität zeugt, sondern, dass sich die USA damit in „guter Gesellschaft“ befinden. Auf der gleichen Stufe stehen bei Fitch nämlich beispielsweise Finnland, Österreich und Kanada, während Frankreich und das Vereinigte Königreich sogar darunter mit AA+ eingestuft werden.

*Ein AAA-Rating ist heute fast schon die Ausnahme.*

Auch die Warnung vor steigenden Finanzierungskosten aufgrund der nun schlechter beurteilten Bonität beeindruckt uns wenig. Dieser Sachzusammenhang sollte zwar in keinem akademischen Lehrbuch fehlen, aber in der Praxis wird er in

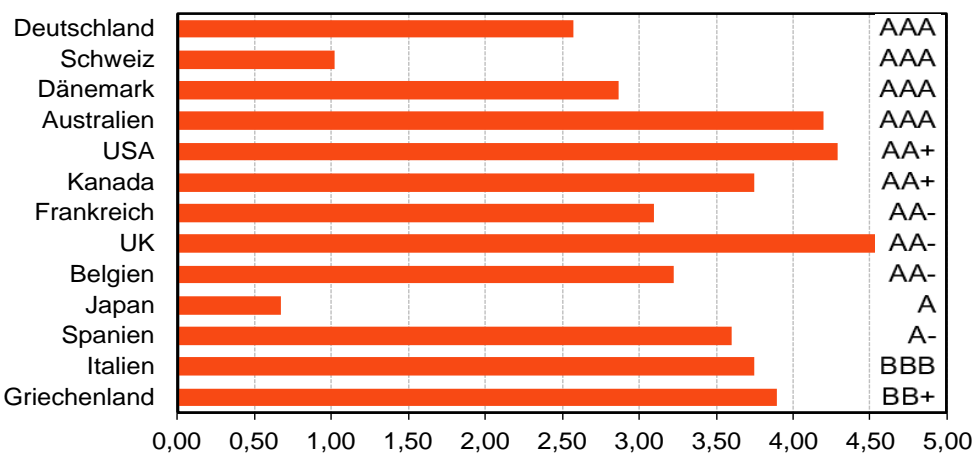
*Die Finanzierungskosten müssen nicht unbedingt ansteigen,....*

der Regel insbesondere im Bereich der guten Bonitäten von anderen Aspekten überlagert.

Die nachfolgende Grafik zeigt die aktuellen Stände der Renditen von Staatspapieren mit 10-jähriger Restlaufzeit. Hieraus ist beispielsweise selbst innerhalb der Kategorie AAA die große Bandbreite der Renditen von 1,02 % im Fall der Schweiz bis 4,19 % bei 10-jährigen Papieren Australiens ersichtlich. Japan hat wiederum mit einem A-Rating niedrigere Finanzierungskosten als alle im Schaubild dargestellten Staaten mit AAA-Rating. Und selbst Griechenland, welches mit BB+ noch nicht einmal ein „Investment Grade“ besitzt, sondern gemessen am Rating als „Junk“ (deutsch: Ramsch) bezeichnet werden kann, weist mit 3,90 % aktuell ein niedrigeres Renditeniveau auf als das Vereinigte Königreich mit AA-, die USA mit AA+ und Australien mit AAA. Der Grund für diese Differenzen liegt in der unterschiedlichen Geldpolitik in den jeweiligen Währungsräumen, welche deutlich stärker wirkt als die Bonitätseinschätzung. Innerhalb der Eurozone ist die Bedeutung des Ratings allerdings durchaus erkennbar.

*...wie der Blick auf Renditen und Ratings zeigt.*

Aktuelle Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in % und Fitch-Rating



Quellen: Fitch, Haver Analytics, eigene Darstellung

Ein zweites Argument gilt speziell für die USA. Sie sind die weltweit größte Volkswirtschaft und hieraus folgt angesichts der fast überall in der westlichen Welt verbreiteten Staatsschulden, dass die Bundesregierung in Washington auch der weltweit größte Schuldner ist. Dies macht die US-Staatsanleihen zum global größten Rentenmarkt vor japanischen und italienischen Staatsanleihen. Durch das Rating-Downgrade ändert sich hieran nichts. Größere institutionelle Investoren können ihre Anleihebestände aus rein praktischen Gründen nur in beschränktem Maß in die verbliebenen AAA-Staaten umsichten, selbst wenn sie es aufgrund der Herabstufung wollten. Diese Märkte sind nämlich teilweise nicht groß genug zur Unterbringung umfangreicher Anlagebeträge. Es besteht das Risiko einer unerwünschten Beeinflussung des örtlichen Renditeniveaus aufgrund von Übernachfrage. Abgesehen hiervon sind häufig interne Limits für Emittenten vorgesehen, die Umschichtungen erschweren.

*Die USA bleiben weiterhin ein beliebter Emittent,...*

Hinzu kommt das Federal Reserve System als weiterer grundsätzlicher Vorteil des US-Staatsanleihemarktes. Die Notenbank ist entscheidungs- und handlungsfähig sowie glaubwürdig, was wie eine Art Versicherung für einen stets liquiden und damit auch in Notzeiten nutzbaren Markt wirkt. Die EZB kann eine

*...mit einer starken Notenbank,...*

solche Zuschreibung für sich nicht vollumfänglich beanspruchen. Zuletzt griff die Fed auf dem Höhepunkt der Corona-Krise mit massiven Anleihekäufen ein und verhinderte somit ein „Einfrieren“ des Marktes aufgrund eines Überangebots an Wertpapieren. US-Treasuries werden deshalb in der Finanzwirtschaft und von anderen Notenbanken als verzinsliche Liquiditätsreserve gehalten.

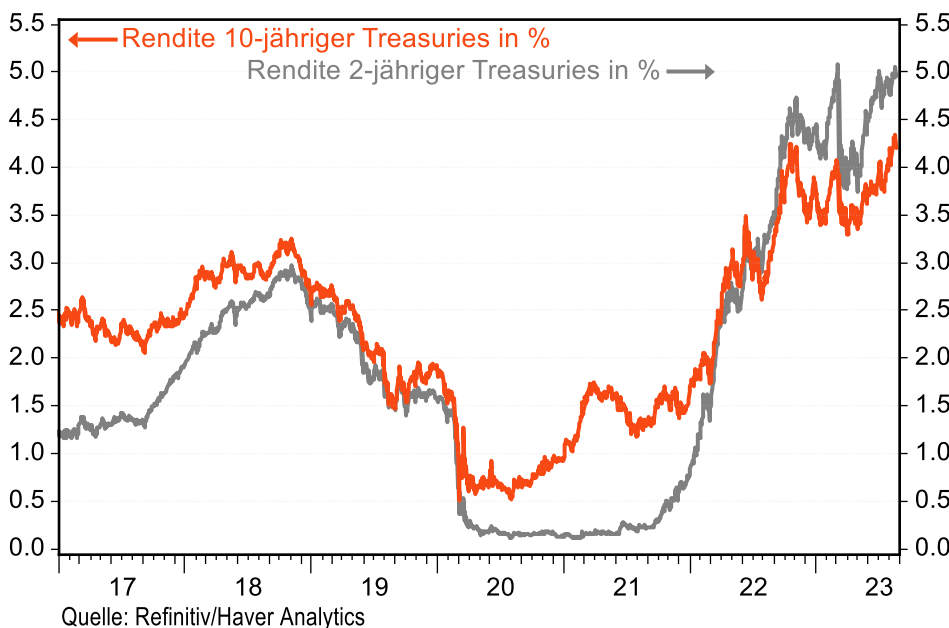
Insgesamt behält US-Finanzministerin Yellen deshalb mit einer ihrer relativierenden Aussagen nach dem Downgrade recht. „Letztendlich ändert die Entscheidung von Fitch nicht, was allseits bekannt ist: US-Staatsanleihen bleiben weltweit überragend sichere und liquide Anlagen“.

*...was auch die Finanzministerin zu Recht hervorhebt.*

Der deutliche Renditeanstieg von US-Treasuries bis Anfang dieser Woche und dabei insbesondere auch im Bereich der längeren Laufzeiten ist übrigens sehr wahrscheinlich keine Folge der Rating-Herabstufung. Ursächlich dürfte vielmehr ein Cocktail gewesen sein aus der Furcht vor einer weiteren Leitzinserhöhung nach entsprechenden Kommentaren aus Notenbankkreisen, bis dahin relativ robusten Konjunkturdaten, die zu einer Auspreisung von Rezessionserwartungen führten sowie der Abwertung des chinesischen Renminbi Yuan aufgrund der dortigen Wirtschaftsschwäche. Marktgerüchten zufolge veranlasste dies chinesische Stellen zum Verkauf von US-Staatsanleihen gegen Renminbi zur Stützung des Wechselkurses.

*Der aktuelle Renditeanstieg hat andere Gründe.*

US-Anleihenmarkt



## 2. Der Schuldenstand

Viel stärker als die jüngste Rating-Herabstufung wiegt eines der dahinterliegenden Probleme, nämlich eine stark zunehmende Verschuldung bis hin zu der Gefahr einer Überschuldung der USA in den vor uns liegenden Jahrzehnten. Die Funktion als wichtigster Bond-Markt der Welt können die Vereinigten Staaten nur deshalb erfolgreich einnehmen, da die Rückzahlung jeder einzelnen Anleihe-Emission als gesichert erscheint. Entscheidend hierfür ist allgemein gesprochen das wirtschaftliche Potenzial eines Landes bei einer überschaubaren Schuldenlast,

*Die Höhe der Schuldenlast ist ein wichtiger Baustein der Bonität.*

womit über eine entsprechende Steuererhebung die Mittel zur Bezahlung von laufenden Kupons und Tilgungen jederzeit aufgebracht werden können. Dabei ist es in der Praxis unerheblich, ob die in der Vergangenheit aufgenommenen Schulden auch wirklich getilgt oder nur über die Emission neuer Staatsanleihen prolongiert oder sogar durch eine gewisse Netto-Neuverschuldung ausgeweitet werden. Solange die Rückzahlung fälliger Papiere umstandslos gesichert erscheint, sollten sie als sichere verzinsliche Anlage gelten.

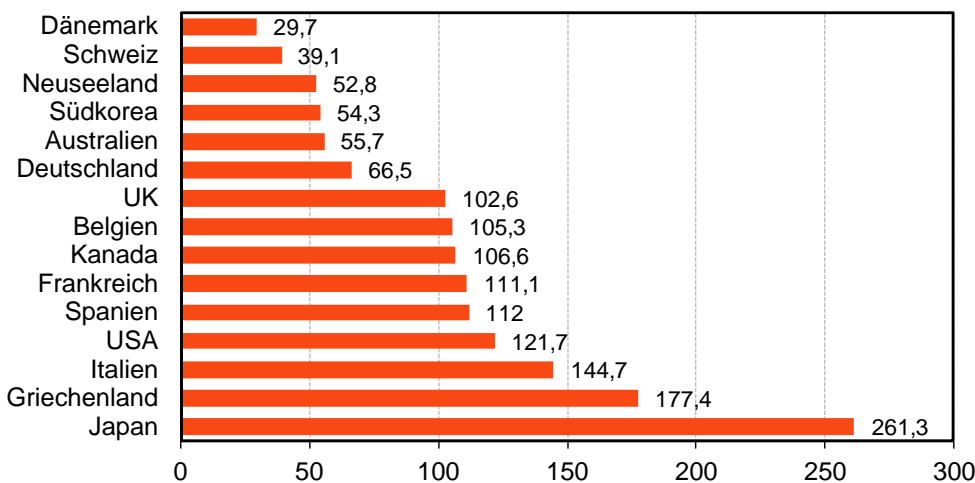
Steigt die Verschuldung eines Staates dagegen über ein gewisses Niveau an, können Zweifel an der wirtschaftlichen Schuldentragfähigkeit lehrbuchgemäß zu Einforderung einer Risikoprämie durch den Markt führen. Zu den Folgen der dann höheren Renditen können selbstverständlich Kursverluste auf bereits emittierte Papiere gehören und die Notwendigkeit für die Regierung, immer größere Beträge für den Schuldendienst aufzubringen. Ist dies aus laufenden Steuereinnahmen nicht möglich, ergibt sich im schlimmsten Fall eine Schuldenspirale aus immer weiter steigenden Schulden und Zinslasten.

*Wichtig ist, eine Schuldenspirale zu vermeiden,...*

In der Praxis ist dies meist kein schleichender Prozess. Vielmehr kommt es in Zusammenhang mit Staatsschuldenkrisen häufig zu plötzlichen Kipppunkten, wenn eine ausreichend große Anzahl wichtiger Schuldner plötzlich Zweifel an der Schuldentragfähigkeit bekommt und mit dem Verkauf von Anleihen zur Risikobegrenzung beginnt. Auslöser hierfür kann eine Rezession und hieraus resultierend eine deutliche Erhöhung der Schulden sein oder ein Ansteckungseffekt aufgrund einer Schuldenkrise in einem wirtschaftlich ähnlich strukturierten Land. Die dann sinkenden Anleihekurse wirken in der Regel wie ein Brandbeschleuniger, denn sie signalisieren ein Risiko, womit weitere Verkäufe ausgelöst werden können.

*...doch die Probleme entstehen meistens ruckartig,...*

Brutto-Staatsschuldenstände in % des BIP Ende 2022



Quellen: IMF, eigene Darstellung

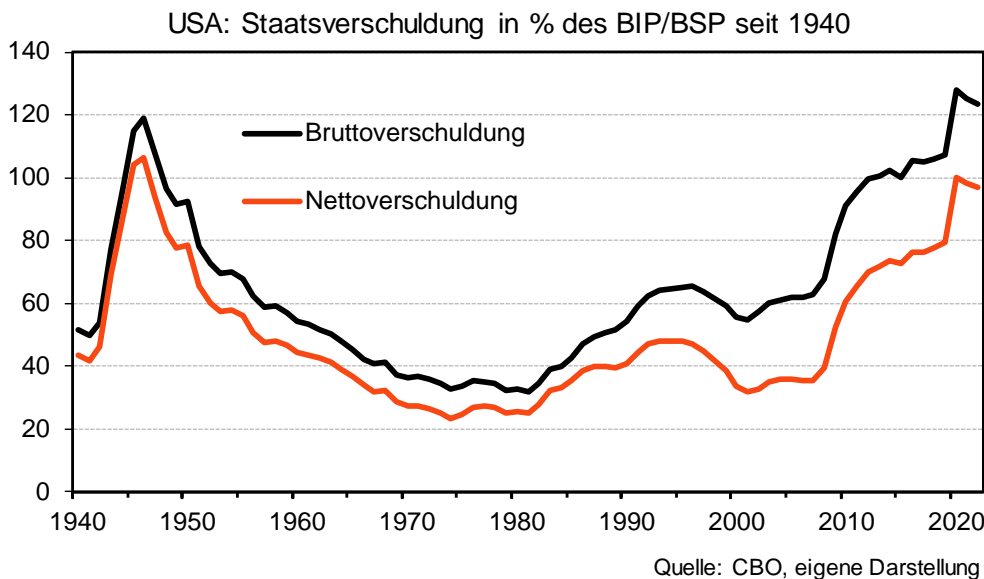
In Europa zeigte dies zuletzt die griechische Staatsschuldenkrise ab Ende 2009, die sich bis etwa 2011 zu einer europäischen Schuldenkrise ausweitete und die 2012 in einem Verfahren mündete, das aus Anlegersicht einem Schuldenschnitt gleichkam. Der Auslöser hierfür war die sich verschlechternde fiskalische Situation Griechenlands als Folge der Weltfinanzkrise zusammen mit der

*...wie das Beispiel Griechenland zeigt.*

Aufdeckung der bis dahin absichtlich verschleierte hohen Staatsverschuldung im Zuge eines Regierungswechsels in Athen.

Mit einer Staatsverschuldung von rund 122 % gemessen am BIP Ende 2022 spielen die USA bereits heute in der Liga der überdurchschnittlich hoch verschuldeten traditionellen Industriestaaten, wie unsere Auswahl in der Grafik auf der vorigen Seite belegt. Etwas drastisch formuliert wird damit jenes Niveau erreicht, auf dem Ende 2009 im Fall von Griechenland und wenig später im Fall Italiens die Staatsschuldenkrisen begannen. Mit diesem Vergleich möchten wir jedoch ausdrücklich nicht vor einer demnächst drohenden Krise in den USA warnen, denn hierbei spielen weitere Faktoren eine wichtige Rolle wie beispielsweise der Anteil der Auslandsverschuldung und die Perspektiven für die Schuldenentwicklung in den kommenden Jahren. Außerdem kommt den USA aufgrund der Verschuldung in der eigenen Währung US-Dollar ein immenser Vorteil zugute, wohingegen für Griechenland und Italien Euro-Schulden fast gleichbedeutend mit Fremdwährungsschulden waren.

*Die USA haben einen großen Schuldenberg,...*



Dennoch ist der Anstieg der Staatsverschuldung der USA in den letzten Jahren bemerkenswert. Ausgehend von Werten um 60 % des BIP in den frühen 2000er Jahren stieg sie im Zuge der großen Finanzkrise zunächst auf rund 100 % des BIPs an. Der damalige Präsident Barack Obama versäumte es, die Staatsschulden wieder zurückzuführen, während sein Nachfolger Donald Trump die Finanzen durch Steuererleichterungen für Unternehmen weiter strapazierte. Im Zuge der Corona-Krise schoss die Verschuldung dann über die Marke von 120 %, bevor sie aufgrund der zuletzt sehr hohen Inflation bis Ende 2022 zumindest ein kleines bisschen zurückging (siehe Grafik oben).

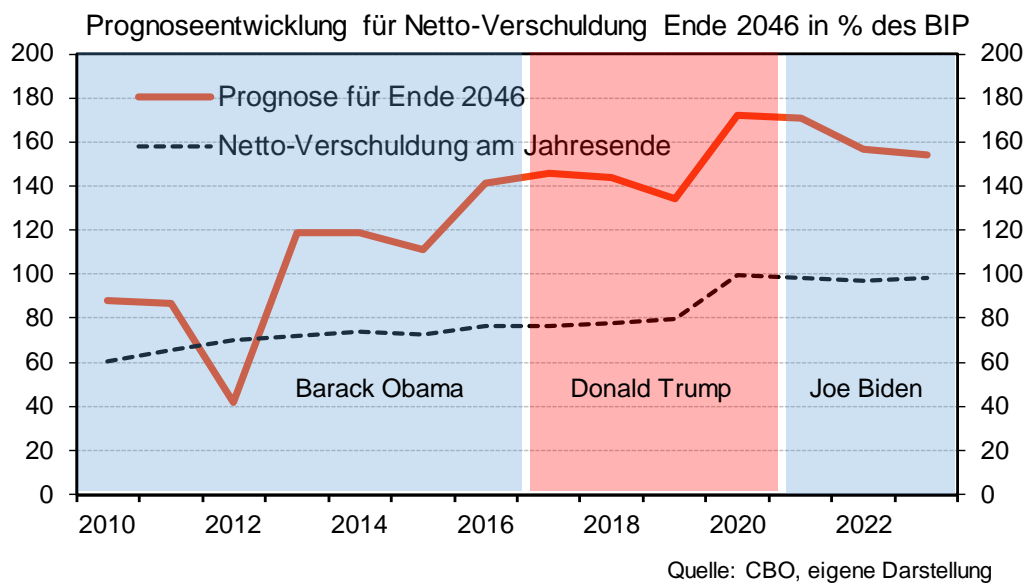
*...der sich insbesondere in den letzten 15 Jahren auftürmte.*

### 3. Die zukünftige Entwicklung der Schulden

Die Perspektiven sind ebenfalls beachtlich: Das Congressional Budget Office (CBO) ist eine überparteiliche Einrichtung des US-Kongresses, die ein- bis zweimal pro Jahr eine Langzeitprognose der Haushaltsdefizite und der Verschuldungsentwicklung für die kommenden Jahrzehnte durchführt. Gemäß der

*Die Schulden werden weiter wachsen,...*

jüngsten Veröffentlichung von Juli 2023 sei bis zum Jahr 2053 mit einem Anstieg der Netto-Verschuldung auf 180 % des BIP zu rechnen. Hierbei ist anzumerken, dass es in den USA in puncto Verschuldung üblich ist, von der gesamten Staatsschuld die finanziellen Vermögenswerte des Staates abzuziehen, also beispielsweise die Wertpapierbestände in den Händen öffentlicher Pensionsfonds, denen aber Ansprüche von Pensionären und Beschäftigten gegenüberstehen. Die Vermögenswerte sind also für die Regierung nicht nutzbar. Die ausgewiesene Netto-Verschuldung stellt die Lage somit etwas geschönt dar im Vergleich zu der in Europa üblicherweise genannten Brutto-Verschuldung. Und da die Brutto-Verschuldung der USA bereits heute gut 20 Prozentpunkte über der Netto-Verschuldung liegt, deutet die Prognose des CBO eigentlich auf eine Quote nach hiesiger Lesart von weit über 200 % des BIP im Jahr 2053 hin.



Die Prognosen sind dabei natürlich nicht in Stein gemeißelt, sondern sie werden stetig an laufende Prognosen zur Konjunktur, dem langfristigen Wirtschaftswachstum und der angenommenen Auswirkung der jüngsten Gesetzgebung auf die Entwicklung des Staatshaushaltes angepasst. Der Trend ist jedoch eindeutig aufwärts gerichtet. Für die obige Grafik haben wir aus den CBO-Prognosen seit 2010 die jeweils prognostizierte Höhe der Netto-Verschuldung für Ende 2046 herausgegriffen und aneinandergesetzt. 2046 ist das am weitesten in der Zukunft liegende Jahr, für welches in allen Projektionen Zahlen vorliegen. Demnach wurde 2010 mit einem Anstieg der Netto-Verschuldung von damals rund 61 % auf 88 % des BIP gerechnet. Tatsächlich wurde die Marke von 88 % jedoch bereits 2020 weit überschritten, und aktuell wird ein Anstieg von rund 98 % auf 154 % im Jahr 2046 prognostiziert.

*...wobei die Prognosen tendenziell immer höher ausfallen.*

Verantwortlich für den bisherigen Anstieg der Verbindlichkeiten in den letzten 20 Jahren ist ein Grundmuster, mit dem viele Staaten der westlichen Welt kämpfen. Eine Rezession wie in den USA zuletzt die Corona-Krise und davor die Weltfinanzkrise bedeutet geringere Steuereinnahmen und gleichzeitig einen Anstieg der Sozialausgaben, beispielsweise zur Versorgung von Arbeitslosen. Außerdem verschlechtert eine sinkende Wirtschaftsleistung die rechnerische Bezugsgröße zur Angabe der relativen Verschuldung als Prozentzahl des BIP zumindest vorübergehend. Nach der Krise fehlt dann häufig der Wille, zumindest

*Es fehlt der Mut für echte Sparanstrengungen.*

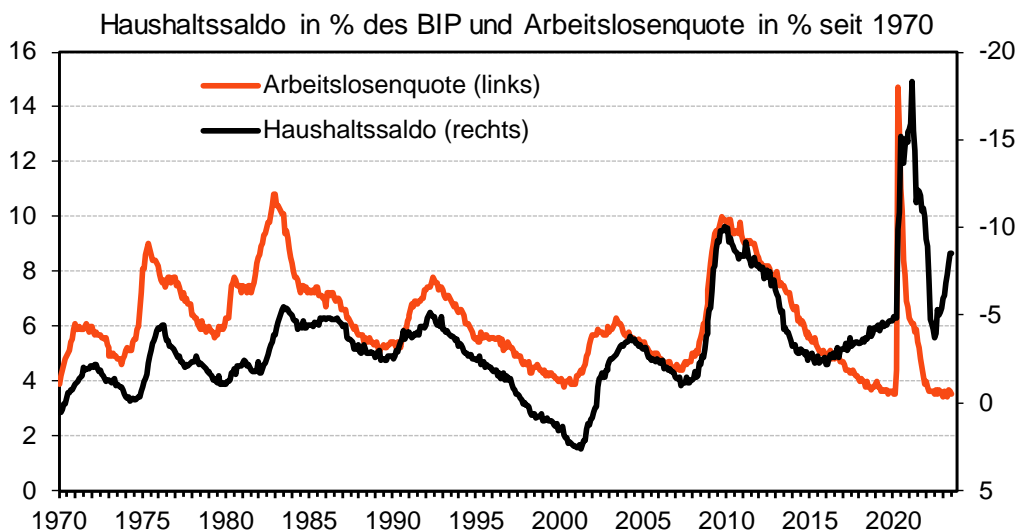
die relative Verschuldung etwas zurückzuführen, um wieder gewisse Spielräume für die nächste Krise zu schaffen. Stattdessen wird mit jeder neuen Rezession ein höheres Sockelniveau der Verschuldung erreicht.

Selbstverständlich tragen auch solche Faktoren zur Entwicklung bei, die nicht oder nur wenig von der Politik beeinflusst werden können. Beispielsweise sorgte der lange Konjunkturaufschwung der 1990er Jahre zusammen mit Produktivitätssteigerungen durch die Nutzung der damals neuen Personal Computer für einen starken Rückgang der Haushaltsdefizite und zur Jahrtausendwende sogar für Haushaltsüberschüsse (siehe Grafik unten). Die relative Staatsverschuldung gemessen am BIP sank in dieser Zeit sogar (vgl. Grafik Seite 6).

*Produktivitätsschübe helfen beim Abbau der Schulden,...*

Umgekehrt wirkte sich in den letzten 20 Jahren eine Mischung aus kostspieligen Kriegen der USA in Übersee (Afghanistan, Irak) sowie der Globalisierung mit der Verlagerung vieler Arbeitsplätze nach Mexiko und Asien negativ aus. Ein ökonomisches Schlagwort in diesem Zusammenhang waren die „Jobless Recoveries“, also Konjunkturaufschwünge in den 2000er und 2010er Jahren mit zunächst schleppender Arbeitskräftenachfrage. Dazu kamen immer höhere Staatsausgaben im Gesundheitswesen, was vergleichbare fiskalische Erfolge wie in den 1990er Jahren verhinderte.

*...und Kriege sorgen für höhere Verbindlichkeiten...*



Quelle: St. Louis FRED, eigene Darstellung

Allerdings trug die Politik in den letzten Jahren durch ihre Entscheidungen massiv zur Verschlechterung der Lage bei. Namentlich die von Donald Trump herbeigeführten Steuererleichterungen für Unternehmen sorgten im Vorfeld der Corona-Krise für steigende Haushaltsdefizite. Angesichts der damals rückläufigen Arbeitslosenquote wäre nach dem Muster der vergangenen Jahrzehnte eigentlich mit einem automatischen Rückgang der jährlichen Neuverschuldung zu rechnen gewesen. Tatsächlich öffnete sich zwischen Arbeitslosenquote (rote Linie, Grafik oben) und Staatshaushalt (schwarze Linie) eine Schere

*...ebenso wie der Klientelismus...*

Diese Episode wird allerdings durch das Finanzgebaren von Trumps Amtsnachfolger Joe Biden weit in den Schatten gestellt. Obwohl sich die Arbeitslosenquote aktuell im Bereich der tiefsten Stände seit Ende der 1960er Jahre befindet, weisen die USA ein Haushaltsdefizit in einer Größenordnung auf,

*...beider großen Parteien in den USA.*



welches in der Vergangenheit nur bei schwersten Rezessionen zustande kam. Der in der Grafik abgebildete rollierende 12-Monatsdurchschnitt der Verschuldung (schwarze Linie) mag am aktuellen Rand möglicherweise ein kleines bisschen durch eine Verschiebung der Zahlungsfrist für die Steuern des Jahres 2022 in einigen Regionen Kaliforniens bis Oktober dieses Jahres überzeichnet sein. Diese Maßnahme soll zur Entlastung an solchen Orten, darunter Los Angeles, San Bernardino und San Diego, beitragen, die im letzten Winter von Überflutungen und Erdbeben betroffen waren. Sie ändert jedoch nichts an den allgemein größer werdenden Haushaltslöchern. So rechnet der Internationale Währungsfonds mit einem Anstieg des Defizits von 5,5 % im letzten Jahr auf 6,3 % in diesem Jahr, 6,8 % im Jahr 2024 und 7,1 % 2025.

Ein Teil der Neuverschuldung geht auf sehr freigiebige Sozialausgaben zurück, ein anderer Teil aber auch auf massive Subventionsprogramme für die Wirtschaft. Beispielsweise sieht der vor einem Jahr verabschiedete „Inflation Reduction Act (IRA)“ entgegen seiner Bezeichnung knapp 400 Mrd. US-Dollar zur Erreichung einer klimafreundlicheren und energieeffizienteren Industrie vor. So hat der Schweizer Solarzellenhersteller Meyer Burger Technology AG den Ausbau der Produktion in Ostdeutschland deshalb auf Eis gelegt und stattdessen in den USA forciert. Daneben besteht noch ein Programm zur Förderung der Chip-Produktion im Umfang von 280 Mrd. US-Dollar sowie eines für die Infrastruktur über 1,2 Bio. US-Dollar.

Aus der volkswirtschaftlichen Perspektive ist es mit Sicherheit kein schlechtes Unterfangen, die seit Jahrzehnten sehr vernachlässigte Infrastruktur zu erneuern. Ähnliches wäre auch für Deutschland wünschenswert. Darüber hinaus bringt auch die Schaffung neuer Arbeitsplätze grundsätzlich Vorteile, denen allerdings das Ausmaß der Subventionierung gegenübergestellt werden muss. Ob sich durch diese Maßnahmen insgesamt Impulse für höhere Steuereinnahmen und höhere BIP-Wachstumsraten in der Zukunft ergeben, wodurch die Verschuldungsproblematik abgemildert werden könnte, bleibt abzuwarten. Presseberichte deuten darauf hin, dass ein Teil der Summen einfach nur zu Mitnahmeeffekten bei den betroffenen Unternehmen führt. Das CBO geht in seiner jüngsten Ausarbeitung für die Zeit bis 2033 jedenfalls von einem durchschnittlichen realen Wirtschaftswachstum von 1,8 % p.a. aus und im folgenden Jahrzehnt von nur noch 1,6 % p.a.. Gegenüber früheren Prognosen bedeutet dies praktisch keine Änderung.

## 4. Implikationen für die Märkte und Fazit

Auch wenn US-Staatsanleihen trotz steigender Verschuldung und möglicherweise weiteren Rating-Downgrades in den nächsten Jahren nichts von ihrer Attraktivität für internationale Anleger einbüßen dürften, ergeben sich für die Märkte verschiedene Implikationen. Da der hohe Kapitalbedarf der US-Regierung größtenteils durch Anleiheemissionen gedeckt wird, ist mit einem gewissen Renditeauftrieb zu rechnen. Zwar gibt es gute Gründe, warum das aktuelle Renditehoch in den USA nicht dauerhaft sein dürfte und mittelfristig wieder niedrigere Leitzinsen und Renditen wahrscheinlich sind. Allerdings dürfte der Rückgang nicht so umfassend ausfallen im Vergleich zu der fiktiven Situation mit einer unveränderten oder sogar sinkenden Schuldenquote. Und angesichts der

*Die USA investieren verstärkt in ihre Infrastruktur,...*

*...doch ein Teil der Maßnahmen könnte wirkungslos verpuffen.*

*Mehr Kapitalnachfrage bedeutet in der Regel höhere Zinsen.*

international verflochtenen Kapitalmärkte dürfte sich dieser Effekt auch in Europa bemerkbar machen.

Daneben ist eine neue Phase der sogenannten Financial Repression denkbar, wie sie bereits in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg erfolgreich zur substanziellen Reduzierung der Staatsverschuldung von 119 % im Jahr 1946 auf nur noch 32 % im Jahr 1981 angewendet wurde (vgl. Grafik Seite 6). Zu den üblichen Instrumenten dieser Politik gehören Vorschriften, wonach Banken und Investoren größere Vermögensbestandteile als eigentlich erwünscht in niedrig verzinsten Anlagen parken müssen, beispielsweise aus vorgeschobenen Sicherheitsgründen. Entscheidend dabei ist, dass diese Anlagen negative Realrenditen aufweisen.

Insofern kommt der Entwicklung der Inflation eine wichtige Rolle zu. Sie hilft den Staaten bei der Entschuldung, und eine etwas höhere Geldentwertung ist aus Sicht der Regierungen ganz im Gegensatz zur Perspektive von Sparern vorteilhaft. Zwar ist die Erreichung von Geldwertstabilität theoretisch die wichtigste Aufgabe unabhängiger Notenbanken. In der Realität verfolgen die Währungshüter bekanntlich viel intensiver ihre teilweise gesetzlich gleichgestellten oder aus Notwendigkeiten heraus geborenen anderen Aufgaben, z.B. Konjunkturstützung zur Schaffung von Arbeitsplätzen (US-Fed), die Gewährleistung des Zusammenhalts der Währungsunion (EZB), die Erreichung eines vorteilhaften Wechselkurses gegenüber anderen Währungen (Schwedische Reichsbank, Dänische Nationalbank, Schweizerische Nationalbank) oder eine allgemeine Stabilisierung von Konjunktur und Schulden (Bank of England, Bank of Japan). Zudem kann hinter die Unabhängigkeit der Notenbanken ein großes Fragezeichen gesetzt werden, wie der hohe Einfluss ehemaliger Finanz- und Wirtschaftsminister im EZB-Direktorium zeigt oder die Berufung von Fed-Chef Powell für eine zweite Amtszeit. US-Präsident Joe Biden hatte im Sommer 2021 entgegen den üblichen Gepflogenheiten lange Zeit mit einer Bestätigung Powells gewartet und so eine frühere Bekämpfung der Inflation verhindert, da ihm die für eine ultralockere Geldpolitik einsethende Lael Brainard genehmer erschien.

Vor diesem Hintergrund kommt dem ab heute stattfindenden Economic Policy Symposium der Kansas City-Fed in Jackson Hole eine besondere Bedeutung zu. Die Redebeiträge auf dem wichtigsten Notenbanktreffen der Welt dürften Aufschlüsse darüber geben, wie stark das Commitment zu den in der Regel bei 2 % liegenden Inflationszielen weiterhin ausfällt, nachdem die Inflationsraten in den vergangenen Monaten bereits stark rückläufig waren, aber mit 3,2 % (USA) beziehungsweise 5,3 % (Euroland) noch weit von den Zielen entfernt liegen. Zur Lösung dieses Problems wurde in Notenbankkreisen in letzter Zeit unter anderem eine Anhebung der Inflationsziele auf Werte um 3 % oder 4 % diskutiert.

*Wird die Regierung mit Financial Repression reagieren,...*

*...und wie halten es die Notenbanken mit der Inflationsbekämpfung?*