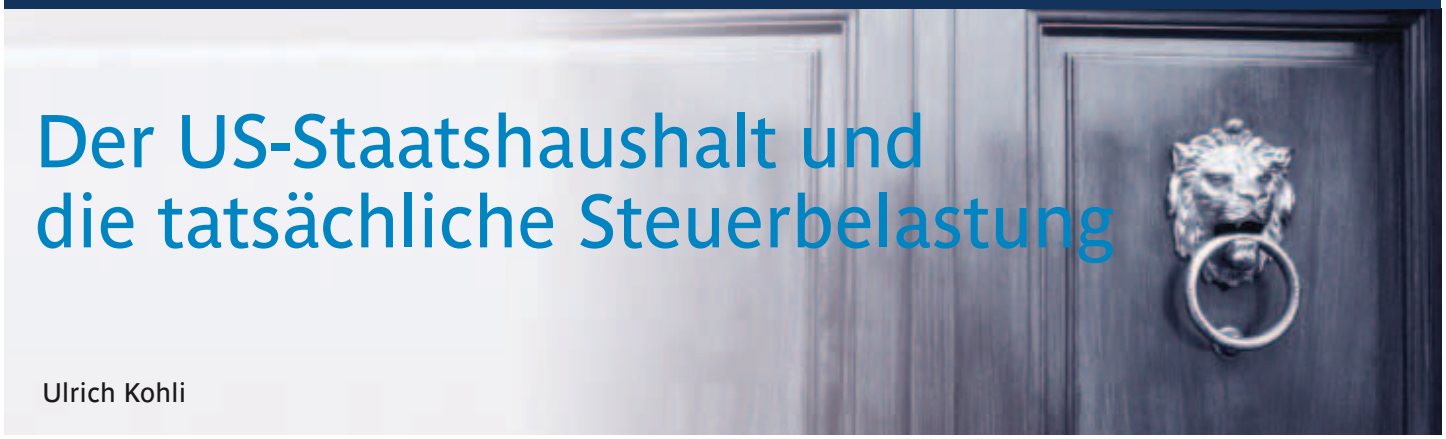
PORTAS CAPITAL

Newsletter Januar 2013



Der US-Staatshaushalt und die tatsächliche Steuerbelastung

Ulrich Kohli

Die Fiskalklippe umgangen

Die Vereinigten Staaten haben es gerade noch einmal geschafft, die so genannte Fiskalklippe zu umgehen, ein Sparprogramm in Höhe von 600 Milliarden Dollar in Form von sofortigen Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen, das die US-Wirtschaft unter Umständen in die Rezession gestürzt hätte. Dank eines in letzter Minute zusammengestellten Kompromisses, dem der Senat am 31. Dezember und das Repräsentantenhaus am 1. Januar zugestimmt haben, ist die unmittelbare Gefahr gebannt. Trotzdem wurde nichts Dauerhaftes erreicht, ausser dass dieses traurige Schauspiel das öffentliche Vertrauen weiter beschädigt hat.

Neue politische Konfrontation?

Durch die Vereinbarung werden die von Bush installierten Steuerentlastungen für 99 Prozent der Steuerzahler dauerhaft wirksam. Die Rücknahme der Steuererleichterungen für Erwerbstätige mit hohem Einkommen wird nur geringe Auswirkung auf das Defizit haben und ist im Wesentlichen symbolisch. Präsident Obama konnte damit ein Wahlversprechen einlösen, das aber seinen Preis hat, da weitere Einkommenssteuererhöhungen damit erst einmal vom Tisch sind. Auf der Einkommensseite ist somit wenig erreicht worden. Auf der Ausgabenseite wird die Lösung des Problems durch den Aufschub der automatischen Ausgabenkürzungen um zwei Monate nur zurückgestellt. Die Unsicherheit dauert an und Investitionsentscheidungen werden weiter verschoben. Eine neue erbitterte politische Konfrontation ist vorprogrammiert. Dies umso mehr, da die Schuldenobergrenze spätestens Ende Februar dringend angehoben werden muss, um zu verhindern, dass nicht unbedingt notwendige staatliche Leistungen eingestellt werden. Während die Demokraten einen kurzfristigen Sieg erzielt haben, befinden sich die Republikaner nunmehr in einer guten taktischen Position. Sie sind jetzt in der Lage, im Tausch gegen ihre Zustimmung zur Anhebung der Schuldenobergrenze erhebliche Ausgabenkürzungen einzufordern. All dies geschieht, während der Nachfolger von US-Finanzminister Tim Geithner, der beabsichtigt, die Regierung Ende Januar zu verlassen, noch nominiert und bestätigt werden muss.

Anhebung der Schuldenobergrenze?

Die Wirtschaft der USA könnte im März einbrechen, wenn Präsident Obama tatsächlich nicht über eine Anhebung der Schuldenobergrenze verhandeln möchte. Auf jeden Fall wird die nächste Vereinbarung, sollte es dazu kommen, ebenfalls sehr wahrscheinlich fehlerhaft sein und eine Reihe von kurzfristigen Provisorien beinhalten, die die verunsicherten Märkte wenig überzeugen werden. Die Vereinigten Staaten bräuchten unbedingt einen umfassenden langfristigen Plan, mit dem die Ausgaben- und Leistungsprogramme unter Kontrolle gebracht, das Steuerrecht reformiert, das Haushaltsdefizit allmählich verringert und die Verschuldung stabilisiert werden könnten. Es gibt jedoch keine Anzeichen, dass momentan der politische Wille oder die Bereitschaft zur Ausarbeitung eines solchen Plans vorhanden wäre. Während die US-Geldpolitik offenkundig ausser Kontrolle geraten ist, scheint die Haushaltspolitik der USA ebenfalls steuerlos zu sein.

Verdoppelung der Staatsverschuldung

Die Finanzlage der USA muss jedoch dringend auf einen zukunftsfähigen Weg gebracht werden. Die Staatsverschuldung hat sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt. Mit über 16 Billionen Dollar übersteigt sie nun das jährliche Bruttoinlandsprodukt (BIP). Die Verschuldung nimmt durch das Haushaltsdefizit von ca. 1,3 Billionen Dollar im vergangenen Jahr weiter rapide zu. Dies entspricht etwa neun Prozent des

jährlichen BIP. Während neun Prozent schon eine sehr hohe Zahl ist, wird die enorme Lücke noch offensichtlicher, wenn man das Defizit als Anteil an den Ausgaben und nicht als Prozentsatz des BIP ausdrückt. Demnach entspricht das Defizit einem Drittel der US-Staatsausgaben. Anders formuliert: Die Steuereinnahmen müssten um etwa die Hälfte erhöht werden, um für die derzeitigen Ausgaben aufzukommen!

Die tatsächliche Steuerbelastung

Im Prinzip haben Regierungen drei Möglichkeiten, um ihre aktuellen Ausgaben zu finanzieren: Steuern, Geldschöpfung (Einsatz der «Druckpresse») und Kredite. Geldschöpfung funktioniert eigentlich wie eine Steuer, denn: Übermässige Geldschöpfung führt zu Inflation, durch die das Realvermögen und der Wohlstand so sicher verringert werden wie durch eine Steuer. Aus diesem Grund wird die Geldschöpfung häufig als Inflationssteuer bezeichnet. Kredite dagegen sind einfach eine gestundete Steuer: Die Schuld muss bedient und schliesslich zurückgezahlt werden. Dazu werden irgendwann in der Zukunft zusätzliche Steuern erforderlich sein. Als Barwert ausgedrückt entspricht die künftige Steuerbelastung genau dem Betrag, der ausgeliehen wird! Dieses Ergebnis, das in der Wirtschaftsliteratur als Ricardianisches Äquivalzenzprinzip bezeichnet wird, kommt auch in der Redensart zum Ausdruck, dass die Kredite von heute die Steuern von morgen sind. Man sollte zudem festhalten, dass hohe Staatsdefizite und entsprechend hohe Kredite die Wirtschaftsaktivität nicht unbedingt stimulieren, wie viele Menschen annehmen. Sie können auch Unsicherheit unter Steuerzahlern hinsichtlich ihrer künftigen Verbindlichkeiten hervorrufen und so dazu führen, dass sie ihre eigenen Ausgaben senken. Die Staatsausgaben verdrängen dann einfach den privaten Konsum. Die Erfahrung in Japan verdeutlicht dies: Die Wirtschaft in Japan stagniert trotz eines riesigen Staatsdefizits seit zwei Jahrzehnten. Je mehr die Regierung ausgibt, desto mehr sparen die Haushalte.

Das Fazit ist daher: Egal wie aktuelle Staatsausgaben finanziert werden, früher oder später werden dafür Steuern fällig. Daher ist die **tatsächliche Steuerbelastung** nicht das Geld, das wir mehr oder weniger widerwillig an den Staat zahlen, sondern es sind die Staatsausgaben! Die zusätzlichen Steuern werden unumgänglich, sobald eine Staatsausgabe erfolgt. Dies wird offensichtlich, wenn man Staatseinkäufe betrachtet: Die Ressourcen, die der Staat aufbraucht, stehen dem privaten Sektor nicht mehr zur Verfügung. Das verfügbare Einkommen wird unmittelbar kleiner. Weniger offensichtlich, aber umso schlimmer ist dies bei staatlichen Transferleistungen: Denn indem man einigen etwas wegnimmt, um es anderen zu geben – Ressourcen sozusagen entführt – verringert man an beiden Enden der so genannten Solidaritätskette den Anreiz zu arbeiten.

Das Risiko von Staatsanleihen

Wenn alle wüssten, dass Staatsanleihen nur gestundete Steuern sind und demgemäss handeln würden, wären wachsende Staatsschulden nichts Beunruhigendes. Leider gibt es einige Vorbehalte. Zum einen sind einige Haushalte unter Umständen nicht bereit oder nicht in der Lage, sich auf die künftigen Steuerverbindlichkeiten vorzubereiten. Aus diesem Grund werden sie dann, wenn die Steuern schliesslich fällig werden, selbst in eine prekäre Finanzsituation gebracht. Darüber hinaus werden die Steuerzahlungen, je länger sie gestundet werden, immer höher. Die meisten Steuern führen zu Verzerrungen, die sich mit der zweiten Potenz des Steuerbetrags erhöhen. Je höher die Steuern daher sind, desto schädlicher sind sie für die wirtschaftliche Aktivität und das Gemeinwohl. Drittens und am wichtigsten ist: Wenn die Schulden zu gross werden, beginnen Investoren an der Bereitschaft oder der Fähigkeit des Staates, den Verbindlichkeiten nachzukommen, zu zweifeln. Die Bonität wird dann unter Umständen herabgestuft, was die Zinslast des Staates tendenziell erhöht und die Haushaltssituation weiter verschlimmert. Das Land riskiert dann, in eine Abwärtsspirale zu geraten – bis hin zu einem Staatsbankrott. Griechenland ist für diese Abfolge ein Beispiel aus jüngster Zeit.

Die Vereinigten Staaten sind von einem Zahlungsausfall weit entfernt, müssen jedoch trotzdem unverzüglich handeln. Die Unfähigkeit, das Problem zu lösen, und eine weitere Herabstufung der US-Bonität könnte die Stellung des US-Dollar als bevorzugte Reservewährung beschädigen ... wenn der Euro nicht seine eigenen Schwierigkeiten hätte.

Handlungsbedarf

Die Vereinigten Staaten sind zwar vorerst nicht von der Fiskalklippe gestürzt, müssen jedoch jetzt dringend einen glaubwürdigen, langfristigen Plan aufstellen, mit dem der Haushalt eines Tages ausgeglichen und die Schulden auf ein besser kontrollierbares Niveau gebracht werden. Es muss eine umfassende Steuerreform erfolgen und es muss angestrebt werden, eines Tages einen primären Budgetüberschuss zu erzielen. Temporäre, halbherzige Massnahmen werden nicht ausreichen. All dies wurde von vielen Beobachtern, darunter dem Internationalen Währungsfonds, immer wieder gesagt. Jetzt ist es an der Zeit zu handeln. Die Geschichte lehrt uns, dass zum Schuldenabbau viel Zeit benötigt wird. Und es wurde schon zu viel Zeit verschwendet. Ausserdem sind die Umstände derzeit günstig: Die Geldpolitik ist äusserst förderlich und die Realverzinsung ist derzeit sogar negativ. Wer weiss, wie dies in einigen Jahren aussehen wird?

Begrenzung der Steuerabzüge?
Aufgrund der grossen Haushaltslücke (fast zehn Billionen Dollar, die über zehn Jahre benötigt werden) ist die Aufgabe gewaltig. Laut einiger Berechnungen würde die erneute Anhebung der Spitzensteuersätze auf 35 und 39,6 Prozent (statt der heutigen Sätze von 33 und 35 Prozent für diejenigen, die weniger als 400›000 Dollar jährlich verdienen) über die nächsten 10 Jahre «nur» 442 Milliarden Dollar an Zusatzeinnahmen einbringen. Steuerdividenden und Kapitalerträge würden die ordentlichen Erträge auf lediglich 242 Milliarden erhöhen. Andererseits würde das Aufheben oder Einsetzen einer Grenze oder Obergrenze für bestimmte Abzüge bis zu 2›200 Milliarden einbringen. Das zeigt, dass die Erhöhung der Steuerbemessungsgrundlage effektiver sein könnte als eine Erhöhung der Steuersätze. Der Gesetzgeber muss jedoch auch auf der anderen Seite der Gleichung, der Ausgabenseite, also bei den tatsächlichen Steuern Änderungen vornehmen! Es besteht der dringende Bedarf, Ausgaben zu senken, und insbesondere staatliche Leistungen zu kürzen – angefangen bei Medicare und der sozialen Absicherung.

Fokus auf Ausgabenkürzungen
Es bleibt jedoch fraglich, ob der Kongress dieses Jahr erreichen kann, was er in früheren Jahren nicht durchführen konnte oder wollte. Unsere Analyse legt nahe, dass Einkommenssteuererhöhungen erst einmal vom Tisch sind. Der Grossteil der Anpassungen muss über die Ausgaben erfolgen. Dies ist auch richtig, da Ausgaben die tatsächlichen Steuern sind! So lange sich die Demokraten weigern, diese Tatsache zu akzeptieren, werden provisorische Massnahmen zu kurz greifen und daher nicht glaubwürdig sein. Die Republikaner sollten einsehen, dass bei bisherigen Ausgaben die tatsächlichen Steuern bereits längst überfällig sind. Die Überschuldung ist ein Beleg dafür. Es sind jedoch auch einige Massnahmen auf der Einnahmenseite erforderlich. Es ist schwer, unter diesen Umständen optimistisch zu sein und zu glauben, dass doch noch Vernunft einkehren wird. Sehr wahrscheinlich wird noch eine Weile wie bisher weitergemacht und die Marktteilnehmer müssen sich auf weitere Turbulenzen einstellen.



Professor Ulrich Kohli, ehemals Chefökonom der Schweizerischen Nationalbank, Portas Capital
Portas Capital AG, Vermögensverwalter und Berater in Fragen der Anlagestrategie, Portfolio Konstruktion und Produkte Selektion hat im Hinblick einer weiteren Expansion sein Beraterteam ausgebaut. Prof. Ulrich Kohli berät Portas Capital AG und ihre Kunden in den Bereichen Makroökonomie und Geldpolitik ab 2012.

Ulrich Kohli besitzt ein Lizentiat in Wirtschaftswissenschaften der Universität Lausanne (1971), einen Masterabschluss in Wirtschaft der Queen's Universität in Kingston (1972) sowie einen Doktortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität von British Columbia (1976). Er arbeitete als Ökonom bei der Bank von Kanada in Ottawa (1975 – 1977) und als wissenschaftlicher Berater bei der Schweizerischen Nationalbank in Zürich (1983 – 1985). 2001 wurde Ulrich Kohli vom Bundesrat zum Chefökonom und Stellvertretenden Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank gewählt – eine Position, die er bis Ende 2009 besetzte. Im Januar 2010 kehrte er an die Universität Genf als Gastprofessor zurück. Ulrich Kohli hat über siebzig Artikel in renommierten Fachzeitschriften zu Themen wie internationaler Handel, gesamtwirtschaftliche Produktionstheorie, Wirtschaftswachstum, Geld und Währung sowie Makroökonomie veröffentlicht.

Disclaimer
Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.