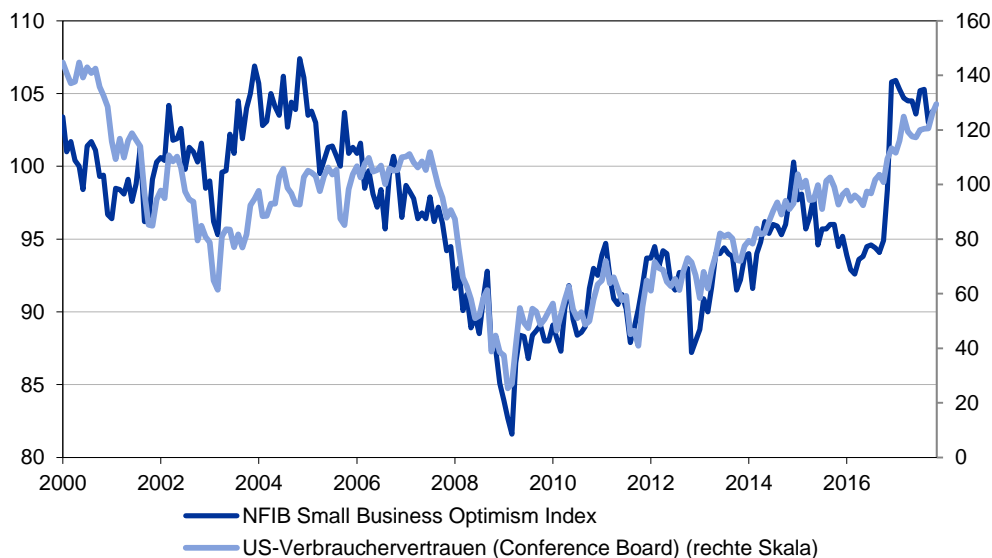


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Wachstum und Steuerreform – Der Fokus liegt auf der Angebotsseite der US-Wirtschaft

Das US-Wirtschaftswachstum scheint trotz des im historischen Vergleich schon lange anhaltenden konjunkturellen Aufschwungs nicht an Dynamik zu verlieren. Dabei fällt die Stimmung der mittelgroßen US-Unternehmen und die der Konsumenten nach wie vor optimistisch aus. Dies dürfte auch vorerst so bleiben; dafür sollte die abzusehende Realisierung der schon lange angekündigten Steuerreform sorgen. Allerdings wird viel über die Wirkung der Reform auf das US-BIP spekuliert. Vor allem hinsichtlich der mittel- bis langfristigen Implikationen - und damit des Einflusses auf das US-Potenzialwachstum - gibt es vor allem bei den US-Volkswirten kaum Konsens. Doch im aktuellen Umfeld guter Stimmungsindikatoren sollte die Steuerreform durchaus Wachstumseffekte hervorrufen.

Abb. 1: NFIB-Mittelstandsindex und Konsumentenvertrauen



Quelle: Bloomberg

Auch wenn die privaten US-Haushalte durch eine befristete Einkommenssteuersenkung direkt entlastet werden, liegt der Fokus der Reformen klar auf der Angebotsseite der US-Wirtschaft. Die Senkung der Unternehmenssteuer und großzügige Abschreibungsmöglichkeiten sollten in einem Umfeld anhaltend stabilen Wirtschaftswachstums und robusten Unternehmervertrauens eine nicht zu unterschätzende Stütze für Investitionen darstellen. Impulse könnten sich ebenfalls ergeben, wenn ausländische Gewinne grundsätzlich und nicht nur bei Zurückführung besteuert und so Anreize für die Rückführung von Investitionskapital geschaffen werden. Eine größere Investitionsdynamik und eine wettbewerbsfähigere Unternehmenssteuer mögen das US-Potenzialwachstum bzw. die US-Produktivität stärken und somit auch das Handelsdefizit perspektivisch reduzieren. So stimulieren die Maßnahmen zwar das Wachstum, ein bedeutender Inflationsdruck ist jedoch nicht unbedingt zu erwarten.

Kritiker der Reform bemängeln, dass der Einfluss der Reformen auf die Investitionen alles andere als deutlich positiv sei und eine niedrigere Unternehmenssteuer den Abschreibungswert potenzieller Investition senke. So hätten Unternehmen möglicherweise sogar weniger Anreiz, zusätzliche Investitionsausgaben zu generieren. Wenn Investitionen allerdings auf der Grundlage von Steuerersparnissen getätigt würden, sollten diese grundsätzlich mit Skepsis betrachtet werden. Besteht allerdings die Notwendigkeit zur Kapazitätsausweitung in einem Umfeld steigender Zinsen und positiver konjunktureller Entwicklung, würden höhere Gewinne sich sicherlich positiv auf Investitionen auswirken.

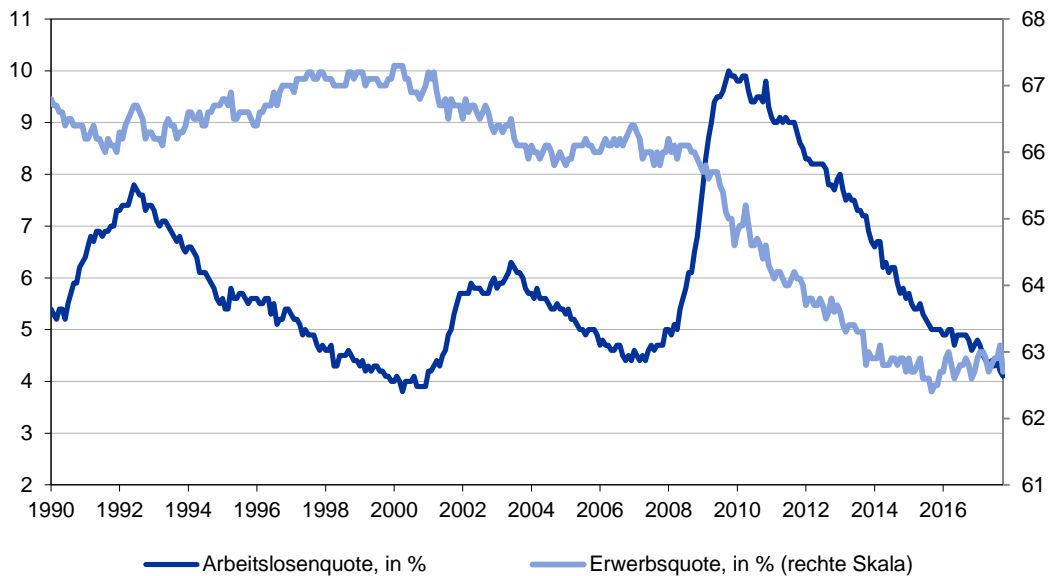
Es bleibt allerdings eher unwahrscheinlich, dass die Steuerreform durch ein anziehendes Wirtschaftswachstum vollständig finanziert werden kann. Ein Grund ist die geringe Steuerlast der US-Wirtschaft im internationalen Vergleich. Zwar mag der Unternehmenssteuersatz hoch sein, die gesamte Steuerlast für die Wirtschaft – gemessen am Verhältnis der Steuereinnahmen zum BIP – ist hingegen alles andere als beträchtlich. So kann schwerlich argumentiert werden, die absehbaren Steuererleichter-

rungen würden eine massive Dynamik entfachen und zu einem deutlich höheren Wirtschaftswachstum führen. Doch auch hier gilt es, zwischen kurz- und mittelfristigen Einflüssen zu unterscheiden. Regierungen betonen in ihren Reformvorschlägen sehr gerne die mittelfristigen Auswirkungen, da dies den Eindruck einer gewissen Nachhaltigkeit mit sich bringt, ohne dass die Folgen kurzfristig geprüft werden können. Grundsätzlich sind solche Prognosen angesichts struktureller Veränderungen mit Skepsis zu betrachten. Kurzfristig ist das Bild allerdings eindeutiger: Die aktuelle gute Konjunktorentwicklung, das Ausmaß der Erleichterung für Unternehmen sowie eine erwartete kurzfristige Ausweitung des Haushaltsdefizits sprechen relativ klar für eine expansive Ausrichtung der Steuerreformen. In Abhängigkeit von der weiteren Konjunktorentwicklung ist jedoch nicht pauschal von einem mittelfristigen Anstieg der Schuldenquote als Folge der Steuerreform auszugehen. Doch wie gesagt, solche Aussagen haben eine nur begrenzte Belastbarkeit.

Inflationsdruck nur graduell ein Thema

Noch ziehen die Inflationsrate und die Lohnkosten nicht deutlich an. Ein Grund liegt sicherlich in der Erwerbsquote. Sie hat sich 2017 mit der Nahezu-Vollbeschäftigung gedreht und sorgt für einen Anstieg der verfügbaren Arbeitskräfte. Auch wenn die Erwerbsquote aus strukturellen Gründen mit der alternden Bevölkerung tendenziell sinkt, hat sie aufgrund ihres deutlichen Rückgangs nach der Finanzkrise aktuell noch viel Potenzial nach oben. Damit ist im nächsten Jahr nicht mit größerem Lohndruck als Folge von Vollbeschäftigung zu rechnen – auch wenn die offizielle Arbeitslosenquote anhaltend niedrig bleiben sollte. Die US-Wirtschaft wird deshalb im Verlauf von 2018 keine Überhitzungstendenzen zeigen. Die Importpreise hingegen könnten aufgrund der zunehmenden globalen Kapazitätsauslastung durchaus steigen, wie die Preisentwicklung des Welthandels und die Importpreise der Euro-Zone bereits zeigen (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 6. Dezember 2017](#)). Doch die US-Wirtschaft ist im Gegensatz zur Euro-Zone eine relativ geschlossene Volkswirtschaft, steigende Importpreise sollten daher nicht überbewertet werden.

Abb. 2: Arbeitslosenquote und Erwerbsquote



Quelle: Bloomberg

Einschätzung und Prognosen

Entscheidend für den Einfluss der Steuerreform sind die aktuellen sowie die zu erwartenden Investitionsoportunitäten und die Stimmung der US-Unternehmen. Zusammen sollten sie dafür sorgen, dass Gewinne aus dem In- wie auch aus dem Ausland in die Realwirtschaft investiert werden und somit Wachstum antreiben; denn die Voraussetzungen hierfür sind angesichts der guten Stimmung und der aktuellen Dynamik vielversprechend. Auch die weiter zunehmende Erwerbsquote festigt die Erwartung einer Wachstumsbeschleunigung bzw. einer anhaltend stabilen Konjunktorentwicklung, ohne dass die Wirtschaft bedeutende Überhitzungstendenzen zeigen sollte. Die Fed dürfte angesichts dieser volkswirtschaftlichen Parameter im Verlaufe des Jahres 2018 Raum für drei Zinsanhebungen finden, die mangels eskalierendem Inflationsdruck die US-Zinskurve weiter verflachen sollten. Dennoch ist mit einem Anstieg der langläufigen US-Renditen zu rechnen. Dies wiederum sollte dem US-Dollar zumindest 2018 etwas Auftrieb geben. Allerdings ist eine bedeutende US-Dollar-Aufwertung gegenüber dem Euro aufgrund der angekündigten Normalisierung der europäischen Geldpolitik nicht zu erwarten. Anders ausgedrückt: Würde der EUR-USD-

Wechselkurs erheblich aufwerten, würde dies den Handlungsspielraum der EZB einengen. Mit einer deutlichen Abwertung des Euro ist ebenfalls nicht zu rechnen. Dafür gibt es politisch, aber vor allem wirtschaftlich keine stichhaltigen Gründe.

Tabelle 1: Ausblick USA					
	2015	2016	2017E	2018P	2019P
BIP-Wachstumsrate	2,9%	1,5%	2,3%	2,5%	2,8%
Inflationsrate	0,1%	1,3%	2,1%	2,4%	2,5%
3M Libor*	0,61%	0,99%	1,51%	2,30%	2,90%
10J US-Renditen*	2,29%	2,44%	2,38%	3,10%	3,20%
EUR/USD*	1,09	1,05	1,18	1,14	1,19

Quellen: FRED; Fed; E=IKB-Erwartungen; P=IKB-Prognosen

* Jahresendwerte

SWOT-Analyse für USA für die Jahre 2017 und 2018

Stärken

- Robuster Arbeitsmarkt mit anziehender Erwerbsquote schafft Grundlage für höheres Konsumwachstum
- Angebotsseite der Wirtschaft wird durch Unternehmenssteuerreform gestärkt
- Starker US-Dollar verhindert steigenden Importpreispdruck
- Inflationsdruck infolge zunehmender Löhne aufgrund steigender Erwerbsquote eher unwahrscheinlich
- Normalisierung der US-Geldpolitik ist bereits deutlich vorangeschritten
- Weiterhin großes Unternehmer- und Konsumentenvertrauen
- Häusermarkterholung schreitet voran
- Gesamte Schuldenquote (Staat und Privatsektor) im Vergleich zur Euro-Zone nicht besonders hoch

Schwächen

- Gefahr einer steigenden Schuldenquote
- Relativ starker US-Dollar belastet Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrie
- Fehlende Stabilität der Innen- wie Außenpolitik
- Ungleiche Einkommensverteilung

Chancen

- Rückführung der ausländischen Unternehmensgewinne ermöglicht höhere Investitionen ohne eine Zunahme privater Verschuldung
- Steuerreform könnte US-Wirtschaftswachstum deutlich beschleunigen
- Stabiler und tendenziell steigender Ölpreis stärkt US-Ölindustrie
- Höheres Potenzialwachstum infolge der Steuerreform und zunehmender Erwerbsquote
- Hohe Wirtschaftsdynamik wird Schuldenquote weiter reduzieren
- Steuerreform generiert nachhaltig Wettbewerbsvorteile für den Standort USA

Risiken

- Trumps Wirtschaftspolitik könnte globalen Handel und Handelsabkommen belasten
- Steuerreform könnte Schuldenquote deutlich ansteigen lassen
- Fed gerät wegen steigender Inflation in Zugzwang
- Enttäuschendes Wirtschaftswachstum könnte US-Aktienkurse belasten
- Bereits langanhaltender Aufschwung; Konjunkturzyklus reif

Fazit: Die US-Wirtschaft ist in guter Verfassung. Nach dem für 2017 erwarteten BIP-Wachstum von 2,2 % könnte sie in den Jahren 2018 und 2019 durchaus noch zulegen. Auch die anstehende Steuerreform sollte sich in Kombination mit der anhaltend guten Stimmung in der Realwirtschaft kurzfristig positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Eine steigende Erwerbsquote verhindert zudem eskalierenden Lohndruck und erlaubt der Fed, an ihrem Kurs der graduellen Zinserhöhung festzuhalten, ohne dass sie damit Realwirtschaft und Finanzmärkte nennenswert belastet.

Dennoch ergibt sich Korrekturpotenzial auf den US-Zinsmärkten – vor allem, wenn die Inflationsrate überraschend stark zulegen sollte.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

8. Dezember 2017
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz