

»» Trumps Steuerreform: ein wenig effektives Instrument zum falschen Zeitpunkt

Nr. 247, 21. März 2019

Autoren: Fabian Scheifele, Telefon 069 7431-3379, fabian.scheifele@kfw.de
Dr. Tobias Rehbock, Telefon 069 7431-2686, tobias.rehbock@kfw.de

Am 22.12.2017 unterzeichnete US-Präsident Trump den vom Kongress verabschiedeten „Tax Cuts and Jobs Act“ (TCJA), der unter anderem eine Senkung der Unternehmens- und Einkommenssteuersätze sowie Anreize zur Rückverlagerung von im Ausland erzielten Gewinnen beinhaltet. Das TCJA-Paket hat insgesamt ein Volumen von 1,5 Bio. USD bis einschließlich 2027. Die Regierung sowie die Studien einiger Ökonomen und Institute prognostizierten, dass die Reform das US-Wirtschaftswachstum im Jahr 2018 um 0,3 bis 1,2 Prozentpunkte beschleunigen würde. Die Zahlen für das Jahr 2018 deuten darauf hin, dass die Reform vor allem die Unternehmensinvestitionen durchaus angekurbelt hat. Insgesamt schätzen wir den Effekt auf das BIP jedoch als relativ moderat ein, auch weil die konjunkturelle Wirkung der Reform kaum über das Jahr 2018 hinausgehen dürfte. Ein Grund für die mangelnde konjunkturelle Wirkung könnte das Timing der Reform sein: Sie ist prozyklisch angesetzt. Ein zweiter Grund ist die Tatsache, dass Steuererleichterungen in den USA geringere Wachstumsimpulse haben als ausgabenbasierte Fiskalstimuli. Die aus dem Ausland zurückgeführten Gewinne verwenden die US-Firmen bis dato zu großen Teilen für Aktienrückkäufe. Im Ergebnis dieser verminderten Wirkungen wird auch der strukturelle und langfristige Effekt auf das Potenzial der US-Wirtschaft gemäß den dazu vorliegenden Studien enttäuschend ausfallen.

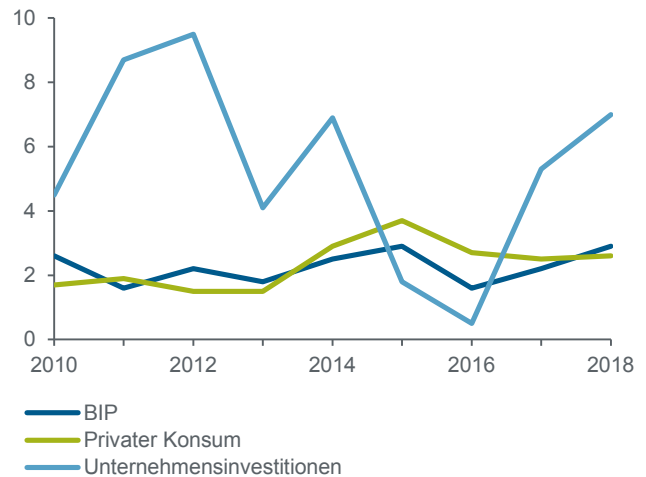
Konjunkturelle Effekte der Steuerreform nur moderat

Ein gutes Jahr nach Inkrafttreten der Steuerreform lassen sich die ersten Rückschlüsse auf mögliche konjunkturelle Impulse ziehen. Das BIP stieg 2018 um 2,9 % gegenüber dem Vorjahr und erreichte damit ein für die Zeit nach der Finanz- und Wirtschaftskrise überdurchschnittliches Wachstum. Das deutet darauf hin, dass die Steuerreform durchaus einen konjunkturellen Effekt bewirkt hat. Dieser kam fast ausschließlich von den Unternehmensinvestitionen: Private Investitionen, den Wohnungsbau ausgenommen, stiegen 2018 um 7,0 % gegenüber dem Vorjahr. Allerdings entwickeln sich die Unternehmensinvestitionen in ihrer Dynamik jedoch ohnehin relativ volatil, sodass ein solch kräftiger Zuwachs nicht ungewöhnlich ist. Darüber hinaus ist der Investitionsanstieg auch Teil eines Erholungstrends der Investitionen nach dem schwachen Jahr 2016, als die Investitionstätigkeit der Unternehmen infolge des stark gesunkenen Ölpreises fast stagnierte (Grafik 1). Die anschließend deutlich anziehende Dynamik setzte bereits 2017 vor Inkrafttreten der Steuerreform ein und hätte sich auch 2018 ohne die Steuerreform zumindest teilweise fortgesetzt. Im Vergleich zu

den Investitionen konnte der private Konsum 2018 nicht besonders stark zulegen. Die Wachstumsrate lag mit 2,6 % gegenüber 2017 etwa auf dem Niveau der beiden Vorjahre.

Grafik 1: BIP, Konsum und Investitionen

Preisbereinigt, Prozent gegenüber Vorjahr



Quelle: Bureau of Economic Analysis

Was letztlich von der Wirtschaftsdynamik 2018 auf die Einführung der Steuerreform zurückgeht, lässt sich jedoch nicht genau beziffern. Schätzungen, die für 2018 von einem konjunkturellen Effekt in Höhe von über 1 Prozentpunkt ausgingen, waren aber in jedem Fall zu hoch gegriffen.¹ Gemessen an den Konjunkturentwartungen vor Bekanntwerden der konkreten Steuerpläne, die sich im Bereich von 2,3 bis 2,5 % für 2018 bewegten, läge ceteris paribus der zusätzliche BIP-Effekt der Reform für das Jahr 2018 zwischen 0,4 bis 0,6 Prozentpunkten. Schon im laufenden Jahr dürfte die konjunkturelle Schubwirkung der Steuerentlastungen aber bereits wieder spürbar nachlassen.

Prozyklischer Charakter dämpft Fiskalstimulus

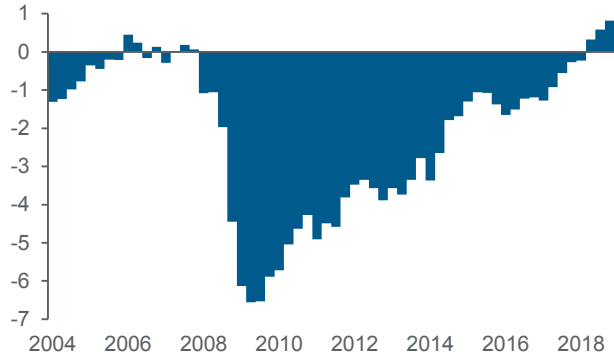
Eine mögliche Erklärung für den eher moderaten Effekt auf die Konjunktur ist der Zeitpunkt der Steuererleichterungen. 2018 war das neunte Aufschwungsjahr nacheinander. Die USA befinden sich damit im zweitlängsten Expansionszyklus seit den frühesten Aufzeichnungen aus den 1850er-Jahren. Laut Schätzungen des Congressional Budget Office (CBO) bewegt sich die US-Wirtschaft seit der zweiten Jahreshälfte 2018 bereits über ihrem Potenzialniveau (Grafik 2). Der hohe Auslastungsgrad der Wirtschaft zeigt sich mittlerweile auch sehr deutlich am Arbeitsmarkt: Die Arbeitslosenquote lag im

November 2018 mit 3,7 % auf dem tiefsten Stand seit 48 Jahren.

Eine Analyse der Federal Reserve of San Francisco (FRSF) zeigt, dass durch die Steuerreform erstmals seit der Ära des Vietnamkriegs die US-Fiskalpolitik wieder prozyklisch ist, was bedeutet, dass das öffentliche Primärdefizit während einer expansiven Konjunkturphase steigt.²

Grafik 2: US-Outputlücke

BIP in Relation zum potenziellen BIP, in Prozent

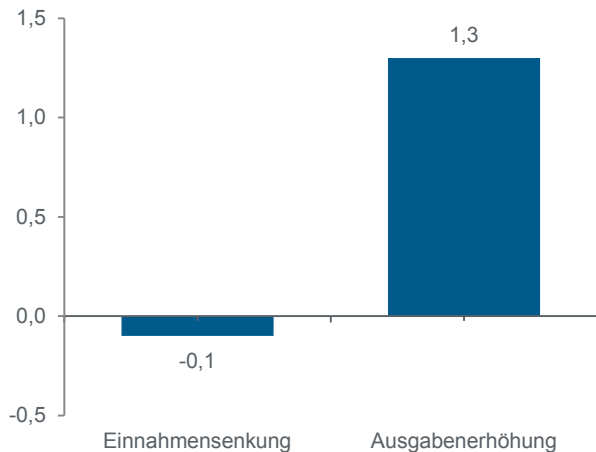


Quelle: Congressional Budget Office

Der Fiskalmultiplikator für Steuererleichterungen ist in den USA um ein Vielfaches geringer als der für ausgabenbasierte (Fiskal)Stimuli und kann in Phasen der Vollauslastung der Wirtschaft, wie aktuell, noch geringer oder gar negativ ausfallen (Grafik 3).³ Darauf basierend kann man davon ausgehen, dass der Konjunkturimpuls der Steuerreform schwächer ist, als wenn diese fiskalischen Maßnahmen kontrazyklisch und/oder in Form von höheren Staatsausgaben eingeleitet worden wären. Überdies ist auch die marginale Konsumneigung in Aufschwungphasen um 20–30 % niedrigerer als in Rezessionen, was auch den fehlenden zusätzlichen Effekt der Reform auf den privaten Konsum erklären könnte.⁴

Grafik 3: Multiplikatorwirkung für die USA bei expansiver Fiskalpolitik und Vorliegen von Überauslastung

Kumulativer Effekt auf das BIP nach vier Quartalen durch Erhöhung des Defizits um eine Einheit



Quelle: Internationaler Währungsfond

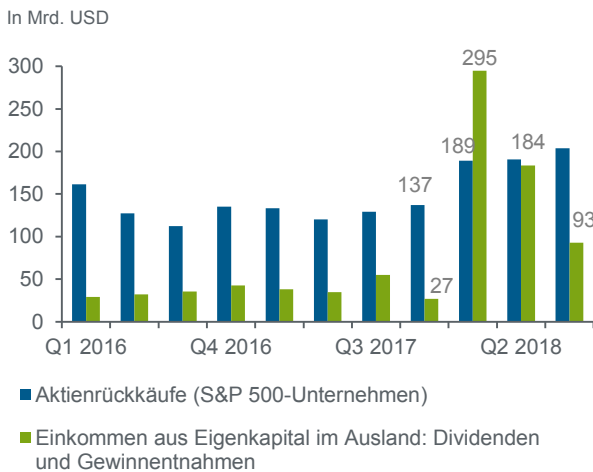
Auch die langfristigen, strukturellen Wachstumseffekte der Reform werden als relativ gering bewertet. Die Wirkungen, die von den Einkommenssteuererleichterungen ausgehen, sind ohnehin nur zeitlich befristet, da die neuen Steuerregelungen für private Haushalte nach 2025 wieder schrittweise abgebaut werden sollen. Zudem entfallen rund 75 % dieser Steuererleichterungen auf zu versteuernde Einkommen von über 200.000 USD, die jedoch nur 5 % aller Steuerzahler überhaupt erreichen.⁵ Die Senkungen bei den Unternehmenssteuern, die zeitlich nicht begrenzt sind, sollten langfristig zu niedrigeren Kapitalkosten für Unternehmen führen. Jedoch prognostizieren mehrere Studien, dass bis zu 50 % dieses Effekts auf das Potenzialwachstum durch eine schnellere Anhebung des Zinsniveaus neutralisiert werden könnte. Insgesamt werden daher die langfristigen Wachstumswirkungen der Steuerreform auf das Potenzialniveau des BIP mit 0,02 bis 0,05 Prozentpunkten pro Jahr bis 2027 entsprechend sehr vorsichtig eingeschätzt.⁶ Gesamtheitlich betrachtet präsentiert sich die Steuerreform somit eher mit einem bescheidenen konjunkturellen Resultat und ohne ernst zu nehmenden langfristigen Effekt.

Neben der geringeren Effektivität der Steuererleichterungen könnte das prozyklische Vorgehen auch den fiskalpolitischen Spielraum für Impulse in konjunkturell schlechteren Zeiten schmälern. Der ohnehin bereits relativ hohe öffentliche Schuldenstand der Zentralregierung in den USA wird, laut einer Studie des IWF, bis 2023 auf ca. 85 % der Wirtschaftsleistung ansteigen und 4 Prozentpunkte höher liegen als in einem Szenario ohne Steuerreform.⁷ Der gestiegene Schuldenstand wird den Druck erhöhen, eine fiskalische Ausgabenkonsolidierung einzuleiten. Fiele diese Konsolidierung in eine wirtschaftliche Abschwungphase, wäre damit eine erhebliche Verstärkung des Abschwungs verbunden, da in diesen Phasen der fiskalische Multiplikator auf das BIP der USA mit -1,8 höher liegt als in expansiven Konjunkturphasen (-1,3).⁸

Kapitalrückflüsse werden vornehmlich für Aktienrückkäufe genutzt

Da die Reform auch steuerliche Anreize gesetzt hat, im Ausland erwirtschaftete Gewinne in die USA zurückzuholen, erwarteten Experten einmalige Rückflüsse von Cash-Reserven und anderen Vermögenswerten im Gesamtwert von rund 1,5 Bio. USD⁹; Präsident Trump sprach sogar von 4 Bio. USD.¹⁰ Auch dieser Effekt scheint deutlich geringer auszufallen als erwartet. Während im ersten und zweiten Quartal US-Firmen noch Kapital i. H. v. 295 Mrd. USD und 184 Mrd. USD zurückführten, waren es im dritten Quartal nur noch 93 Mrd. USD (Grafik 4). Außerdem ist fragwürdig, inwiefern dieses zusätzliche Kapital tatsächlich für Investitionen genutzt wurde bzw. wird. Das stark angestiegene Volumen an Aktienrückkäufen von S&P 500-Unternehmen (+53 % in Q1 bis Q3 2018 ggü. demselben Zeitraum des Vorjahres) ist ein deutliches Indiz dafür, dass die Unternehmen das zusätzliche Kapital vorerst nicht in den Kapazitätsausbau investieren.

Grafik 4: Aktienrückkäufe und Rückführung von Kapital



Quelle: S&P Dow Jones Indices, Bureau of Economic Analysis

Fazit: Steuerreform bleibt unter den Erwartungen

Zum jetzigen Zeitpunkt scheint die Steuerreform der Trump-Regierung ihre große Versprechen kaum halten zu können. Neben dem eher moderaten kurzfristigen Konjunktoreffekt erscheint es vor allem zweifelhaft, ob die Reform auch über die kurze Frist hinaus einen strukturellen Effekt auf das Wachstum der US-Wirtschaft haben wird. Außerdem waren die hohen Erwartungen an die Wirkung der zurückgeflossenen Auslandsgewinne von US-Unternehmen wohl übertrieben. ■

Folgen Sie KfW Research auf **Twitter**.

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter und Sie verpassen keine Publikation.

Zur Anmeldung

¹ Mertens (2018) greift auf verschiedene bestehende empirische Schätzungen des makroökonomischen Effekts von Steueränderungen zurück und wendet sie auf die US-Steuerreform 2017 an. Im Durchschnitt der verwendeten Modelle ergibt sich ein konjunktureller Effekt für 2018 von 1,2 Prozentpunkten an zusätzlichem Wachstum. Vgl. Mertens, K. (2018), The Near Term Growth Impact of the Tax Cuts and Jobs Act, Federal Reserve Bank of Dallas Research Department Working Paper 1803 (<https://doi.org/10.24149/wp1803>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019)

² Mahedy, T. und D. Wilson (2018): Fiscal Policy in Good Times and Bad – FRBSF Economic Letter 2018-18. (<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/july/procyclical-fiscal-policy-tax-cuts-jobs-act/>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019). Die Autoren ermitteln mithilfe von historischen Zeitreihen zu öffentlichem Primärdefizit und der Outputlücke der USA (relative Differenz zwischen potenzieller und tatsächlicher Wirtschaftsleistung) den konjunkturellen Anteil des Primärdefizits und zeigen so, dass die US-Fiskalpolitik nur zweimal seit der Nachkriegszeit prozyklisch war. Erstmals war dies zu Zeiten des Vietnamkriegs Ende der 1960er-Jahre der Fall und die aktuelle Situation unter der Regierung Trump ist das zweite Mal.

³ Baum, M. A., Poplawski-Ribeiro, M. M. und A. Weber (2012): Fiscal Multipliers and the State of the Economy (No. 12-286). International Monetary Fund. Diese Studie des IWF fasst bisherige Ergebnisse zu Fiskalmultiplikatoren aus 6 Industrieländern zusammen (Kanada, USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich und Japan) und liefert zusätzlich noch eigene Berechnungen zu Fiskalmultiplikatoren, bei der sie zwischen Stimuli durch Steuern und Staatsausgaben unterscheidet und zusätzlich unterschiedliche Multiplikatoren für Auf- und Abschwungphasen errechnet. Zentrales Ergebnis ist, dass die Fiskalmultiplikatoren für Staatsausgaben in allen Ländern deutlich höher liegen als für Steuererleichterungen. Ausgabenbasierte Fiskalstimuli wirken deutlich stärker, wenn sie kontrazyklisch eingeleitet werden, während bei einnahmenbasierten Stimuli (Steuern) der Unterschied kleiner und heterogener ausfällt.

⁴ Mahedy, T. und D. Wilson (2018): Fiscal Policy in Good Times and Bad – FRBSF Economic Letter 2018-18, S. 4. (<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/july/procyclical-fiscal-policy-tax-cuts-jobs-act/>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019).

⁵ Zandi, M. (2019). U.S. Macro Outlook: A Plan That Doesn't Get It Done | Moody's Analytics. (<https://www.economy.com/dismal/analysis/commentary/299138/US-Macro-Outlook-A-Plan-That-Doesnt-Get-It-Done/>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019).

⁶ Barro, R. und J. Furman (2018): Macroeconomic Effects of the 2017 Tax Reform. Brookings Papers on Economic Activity. und Zandi, M. (2019). U.S. Macro Outlook: A Plan That Doesn't Get It Done | Moody's Analytics. (<https://www.economy.com/dismal/analysis/commentary/299138/US-Macro-Outlook-A-Plan-That-Doesnt-Get-It-Done/>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019). Beide Analysen schätzen den langfristigen Effekt der Steuerreform auf das Potenzialniveau der US-Wirtschaft für die nächsten 10 Jahre. Die erste Studie schätzt den Effekt auf 0,02 oder 0,04 Prozentpunkte pro Jahr, je nachdem ob es zu einem „Crowding-out“-Effekt aufgrund erhöhter Zinsen für US-Staatsanleihen kommt oder nicht. Mark Zandi, Chefvolkswirt von Moody's Analytics, schätzt den Effekt auf 0,05 Prozentpunkte pro Jahr ein.

⁷ Chalk, N., Keen, M. und V. Perry (2018): The Tax Cuts and Jobs Act: An Appraisal. IMF Working Paper WP/18/185. Figure 9, S.9.

⁸ Baum, M. A., Poplawski-Ribeiro, M. M. und A. Weber (2012): Fiscal Multipliers and the State of the Economy (No. 12-286). International Monetary Fund. Table 1, S.7.

⁹ Massa, A. (2018): \$1.5 Trillion in Corporate Cash Is Coming to America. (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-17/game-on-with-1-5-trillion-in-corporate-cash-coming-to-the-u-s>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019).

¹⁰ Davison, L. (2018): Trump's Tax Promise of Trillions Back to U.S. Fails to Materialize. (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-06/trump-tax-promise-of-trillions-back-to-u-s-fails-to-materialize>, zuletzt abgerufen am 06.03.2019)