

Steuersenkung in den USA: Viel Lärm um wenig Wirkung

Nach mehreren politischen Wirrungen ist eine Steuersenkung in den USA auf der Zielgeraden. Präsident Trump könnte bald die Gesetzesänderungen unterschreiben und sie als größte Steuersenkung in den USA vorstellen. Die Details der beiden Entwürfe des Repräsentantenhauses und des Senats sind aber weder großartig noch außergewöhnlich. Insgesamt ist es eine moderate Steuersenkung zugunsten der Wohlhabenden mit kleinem kurzfristigen Wachstumsimpuls aber steigenden Staatsdefiziten. Das Steuerlabyrinth wird auch nicht vereinfacht. **Wir sehen keine nachhaltigen Wirkungen auf Finanzmärkte.**

Kernpunkt ist die Senkung der Körperschaftssteuer von 35% auf 20% oder 22% und von Gewerbeeinkommen von Privatpersonen von maximal 39,6% auf 25% bis unter 30%. Die Steuerausfälle werden mit Kürzungen verschiedener Steuerabschreibungen und Vergünstigungen zu einem Teil gegenfinanziert. Außerdem sollen die Einkommensteuersätze gesenkt werden – allerdings nur für 10 Jahre. Im Ergebnis würden mit diesen Änderungen in 10 Jahren die Schulden des US-Bundshaushaltes um 1.000 bis 1.500 Mrd. USD höher ausfallen, d.h. eine Erhöhung des jährlichen Defizits um durchschnittlich gut 100 Mrd. USD.

Zum Vergleich: Der Haushalt 2016/17 schloss mit einem Defizit von 666 Mrd. USD und für 2017/18 wird mit einem Defizit von 443 Mrd. USD geplant (2,6% des BIP, Gesamtstaat 3,8% des BIP). Die Steuersenkung würde gut ½% addieren. Verschiedene Forschungsinstitute schätzen den Wachstumsimpuls auf etwa genauso viel, verteilt auf die ersten zwei Jahre. Der Wachstumseffekt wird von der Verteilung der Steuersenkung auf einzelne Einkommensgruppen stark beeinflusst. Die jetzige Steuersenkung begünstigt vor allem besser verdienende Haushalte mit höherer Sparquote. Es könnte deshalb ähnlich wie mit der Steuersenkung in 2008 so sein, dass der größte Teil gespart oder zur Schuldentilgung verwandt wird. Die untere Hälfte der Einkommensbezieher wird in der Anfangsphase eine monatliche Verbesserung der Nettoeinkommen von 2 bis 33 USD sehen. Aber schon in 2023 wird sich für sie der Steuereffekt umdrehen. Sie werden dann mit 25 bis 160 USD mehr belastet als ohne Reform der Fall wäre. Der Hauptgrund ist die vom Senat geplante Einschränkung der Zuschüsse für die Krankenversicherung und Abschaffung der Versicherungspflicht, die zu einem starken Anstieg der Versicherungsprämien führen wird. Erste Schätzungen zeigen für Haushalte mit bis zu 75.000 USD heutigem Jahreseinkommen (das sind 2/3 aller Haushalte) ab 2017 höhere Belastungen als ohne Steuerreform (<https://www.cbpp.org/blog/cbo-and-jct-estimates-show-senate-bill-skewed-to-top-harmful-to-low->

Für Aktien ist Steuersenkung Schnee von gestern

Die Entlastung aus der Senkung der Körperschaftssteuer wird geringer ausfallen, als die Reduktion auf 20% bzw. 22% vermuten lässt. Wegen zahlreicher Absetzungsmöglichkeiten liegt die effektive Belastung für den Durchschnitt im S&P 500 um knapp 10 Prozentpunkte niedriger. Das CBO schätzt, dass in 2012 amerikanische Unternehmen im Durchschnitt nur 18,6% auf ihre Gewinne zahlten. Da einige Steuervergünstigungen abgebaut werden sollen und neue Einschränkungen geplant sind (wie z.B. die Absetzbarkeit von Schuldzinsen), wird die Entlastung deutlich geringer sein als die Senkung des nominalen Satzes um 13-15 Prozentpunkte. Zahlreiche Analystenschätzungen kommen zu einer einmaligen Erhöhung der Gewinne nach Steuern um 5-10%. Da diese Erwartung aber schon seit einem Jahr mehr oder weniger eingepreist wird, ist die Steuersenkung für den Aktienmarkt kein wirklich neuer Impuls.

Sowohl bei der makroökonomischen Betrachtung als auch der Aktienanalyse ist zu beachten, dass die Unternehmensgewinne zunehmend ungleich verteilt sind. Ein steigender Anteil fällt bei nur wenigen Firmen an, insbesondere im Tech-Segment. So konnten zuletzt etwa ein Drittel aller Firmen im Russel 2000 kleiner und mittlerer Unternehmen keine Gewinne vorweisen und können von der Senkung der Gewinnsteuer (vorerst) nicht profitieren.

Im Bondmarkt könnte sie die Renditekurve verflachen...

In oberflächlichen Kommentaren wird immer wieder von der zinssteigernden Wirkung der Steuersenkung gesprochen. Das ist leider sehr unpräzise, wenn nicht sogar irreführend! Die Steuerreform wird kurzfristig die Konjunktur leicht anheizen. Da aber schon Vollbeschäftigung herrscht, sollte die US-Fed in ihrem Willen zur Zinserhöhung bestärkt werden, um keine Inflationsgefahren entstehen zu lassen.



Bisher wird diese Einschätzung im Bondmarkt nicht geteilt. Auch im neunten Jahre des Aufschwungs werden keine mittel- bis langfristigen Inflationsrisiken gesehen. Wir sehen nicht, wie sich dieses Bild alleine wegen einer kleinen kurzfristigen Beschleunigung des Wachstums ändern soll.



Es ist also sehr gut vorstellbar, dass künftige Zinserhöhungen lediglich die Kurzfristzinsen anheben werden, längerfristige Renditen aber kaum erreichen wird. Die Zinskurve würde dann weiter verflachen.

Als Gegenargument wird beharrlich auf die steigenden Staatsdefizite verwiesen. Ein höherer

Finanzierungsbedarf soll die Renditen der US-Treasuries steigen lassen. Der ökonomische Zusammenhang zwischen Staatsdefiziten und Anleiherenditen ist allerdings nur ein sehr rudimentärer und oft überhaupt nicht nachweisbar. Andere gesamtwirtschaftliche Faktoren wie Wachstum, Inflation, Sparverhalten und globale Kapitalbewegungen sind viel wichtiger. Außerdem wird oft ein kleines, aber für die Staatsfinanzen wichtiges Detail übersehen: Die Besteuerung amerikanischer Unternehmen wird in Zukunft wie in fast allen anderen Ländern dem sog. Territorialprinzip folgen. Das heißt, in den USA werden nur noch dort erzielte Gewinne besteuert. Im Ausland erzielte Überschüsse unterliegen nur den dort herrschenden Steuern. Bisher werden in den USA alle global erzielten Gewinne der Steuerveranlagung unterworfen. Der Anteil auf im Ausland erzielte Gewinne wird jedoch erst fällig, wenn sie in die USA repatriert werden.

Mit den Steuerreformplänen soll diese Stundung der Steuerschuld gestrichen und gleichzeitig der anwendbare Steuersatz auf 10% bzw. 14% gesenkt werden. Alleine die Firmen im S&P 500 haben gut 1.200 Mrd. USD unbesteuerter Gewinne im Ausland geparkt (Apple 252 Mrd., Microsoft 128 Mrd., Cisco 68 Mrd., Oracle 54 Mrd., Alphabet 52 Mrd., J&J 41 Mrd. USD). Amerikanische Unternehmen insgesamt könnten mehr als doppelt so viel im Ausland akkumuliert haben. Mit Inkrafttreten der Steuerreform in 2018 oder 2019 würden hierauf dann unmittelbar mehrere Hundert Mrd. USD Körperschaftsteuer fällig. Der Finanzierungsbedarf des Federal Government würde erstmal drastisch sinken!

... und Wirkung auf Dividenden, Buy-backs und US-Dollar werden maßlos überschätzt

Die Phantasien über die segensreiche Wirkung dieses „huge pot of money“ für die US-Wirtschaft und den US-Dollar gehen leider meist über die Realität weit hinaus. Mit der Fälligkeit der reduzierten Körperschaftsteuer auf diese Gewinne im Ausland wird unmittelbar keine weitere Aktion seitens der Unternehmen ausgelöst. Auch bisher schon standen diese Finanzmittel der Muttergesellschaft in den USA indirekt zur vollen wirtschaftlichen Verfügung - für Investitionen, Dividenden oder auch Aktienrückkäufe. Dies geschah mit einfachem Finanzengineering. In den USA wurden Kredite aufgenommen oder Corporate Bonds emittiert (Apple und Co. gehören zu den großen Emittenten im Markt!), die Schuldzinsen reduzierten die inländische Körperschaftsteuer und im Ausland wurden die angehäuften Überschüsse Ertrag bringend und quasi steuerfrei angelegt. Ein einfacher, eleganter Weg ist die Kreditfinanzierung der Muttergesellschaft in den USA durch die profitable Auslandstochter mit dem gleichen Steuerspareffekt. Wir befürchten, dass freudige Erwartungen von einer Welle neuer Investitionen in den USA, Dividendenerhöhungen und umfangreicher Aktienrückkäufe herb enttäuscht wird.



Wir sehen folglich auch keinen Aufwertungsdruck auf den USD aufgrund einer Repatriierungswelle. Im Rahmen der Gesamtrisikosteuerung formuliert jedes Unternehmen eine Strategie für die Währungsdenomination seiner Assets und Liabilities. Verschieden

Schätzungen kommen zu dem Ergebnis, dass ungefähr 70% der im Ausland geparkten Gewinne in USD angelegt sind. Dies wird von der Steueroptimierungsstrategie kaum beeinflusst und wird sich mit der Steuerreform kaum ändern.

MainSky AG

Reuterweg 49

D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 - 150 49 680-0

Telefax: 069 - 150 49 680-29

E-Mail: info@mainsky.de