

US-Wachstum und Inflationsrisiken: Gespenster oder reale Herausforderung?

Dr. Klaus Bauknecht

klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die US-Wirtschaft befindet sich im siebten Quartal ihrer konjunkturellen Erholung, doch die große positive Überraschung bleibt weiter aus. Das durch die Binnennachfrage getriebene Wachstumsmodell scheint nach mehreren Phasen der Niedrigzinspolitik, diverser Kapitalmarktblasen und der hohen privaten Verschuldung an Effektivität und Glaubwürdigkeit verloren zu haben. Zwar sollten sich langfristig die Wachstumschancen in den USA sicherlich wieder verbessern, doch bleibt kurzfristig wegen verschiedener Strukturprobleme wie hoher Arbeitslosigkeit und Entschuldung der privaten Haushalte das Risiko eines nur gemäßigten Wachstums gegeben. Diese Risiken werden durch eine nicht abzuwendende fiskalische Konsolidierung weiter verschärft.

Wie diese Studie zeigt, sind die US-Wachstumsrisiken nicht zu unterschätzen, wenngleich die Gefahr einer Deflation – wie durch die Fed schon öfters angedeutet – unserer Einschätzung nach nicht mehr gegeben ist. Die Kerninflationsrate sollte über den restlichen Verlauf von 2011 und vor allem in 2012 ansteigen. Dies hat weniger mit hohen Lohnzuwächsen zu tun als mit einer veränderten Produktivitätsentwicklung. Die US-Wirtschaft kommt nun in eine Phase der konjunkturellen Erholung, in der das Produktivitätswachstum typischerweise sinkt und sich der Arbeitsmarkt weiter erholt. So scheint der US-Arbeitsmarkt auch keine strukturellen Risiken zu haben: Denn die Fähigkeit der Wirtschaft, Jobs zu schaffen, scheint sich seit der Krise nicht reduziert zu haben. Problematisch für das kurzfristige Wachstum bleiben jedoch die Entschuldung der privaten Haushalte und allem voran die Notwendigkeit einer fiskalischen Konsolidierung, selbst wenn diese nur mittelfristig angestrebt wird.

in %		Wachstum	Kerninflation
Markterwartung*	2011	2,7	1,2
	2012	3,1	1,6
	2013	3,0	1,8
Fed	2011	3,1 – 3,3	1,3 – 1,6
	2012	3,5 – 4,2	1,3 – 1,8
	2013	3,5 – 4,2	1,4 – 2,0
IKB	2011	2,5	1,3
	2012	3,0	2,0
	2013	2,7	2,2

Quellen: Bloomberg; IKB

*Bloomberg Konsens

DISCLAIMER

DIESE STUDIE IST AUSSCHLIESSLICH FÜR KUNDEN UND GESCHÄFTSPARTNER DER IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG MIT SITZ BZW. WOHNORT IN DEUTSCHLAND BESTIMMT. ALLE VERÖFFENTLICHTEN ANGABEN ERFOLGEN UNVERBINDLICH UND STELLEN WEDER EINE BERATUNG NOCH EINE AUFFORDERUNG ZUM KAUF ODER VERKAUF EINES WERTPAPIERS DAR. DIE ANGABEN DIENEN AUSSCHLIESSLICH ZUR INFORMATION ÜBER DIE JEWEILS BEHANDELTE FIRMA UND SIND ALS ALLEINIGE BASIS EINER ANLAGEENTSCHEIDUNG NICHT GEEIGNET. MEINUNGSANGABEN UND EMPFEHLUNGEN SIND FÜR DIE EINZELNEN INVESTOREN MÖGLICHERWEISE NICHT ANLEGER- ODER OBJEKTGERECHT. DIE INFORMATIONEN BASIEREN AUF QUELLEN, DIE WIR FÜR ZUVERLÄSSIG HALTEN. EINE OBJEKTIVE ÜBERPRÜFUNG DIESER ANGABEN WURDE JEDOCH NICHT VORGENOMMEN. DESHALB KANN KEINE GEWÄHR FÜR RICHTIGKEIT ODER VOLLSTÄNDIGKEIT ÜBERNOMMEN WERDEN. ÄNDERUNGEN ZU DEN INFORMATIONEN UND MEINUNGSANGABEN BLEIBEN JEDERZEIT UND OHNE INFORMATION SOWIE OHNE VORHERIGE ANKÜNDIGUNG VORBEHALTEN.

Inhalt

Zusammenfassung	3
Implikation für Zinsen und US-\$/Euro-Wechselkurs	4
1. Einleitung	6
2. Kreditvergabe und Häusermarkt – Reale aber überschaubare Wachstumsrisiken	9
2.1 Einleitung	9
2.2 Szenarien und Simulation	9
2.3 Fazit	12
3. Wachstum und Beschäftigung – alles beim Alten?	13
3.1 Einleitung	13
3.2 Produktion und Anzahl der Erwerbstätigen	13
3.2 Zusammenfassung	16
3.3 Fazit	16
4. US-Inflationsentwicklung – Die Kerninflationsrate hatte ihren Tiefpunkt	17
4.1 Einleitung	17
4.2 Lohnstückkosten und Produktivität	17
4.3 Ein Modell mit Prognose der Kerninflationsrate	19
4.4 Fazit	23
5. Schuldendynamik des Staates und notwendige Maßnahmen	25
5.1 Einleitung	25
5.2 Entwicklung der Primärbilanz – historische Tendenzen und notwendige Schritte	26
5.3 Fazit	29
Anhang 1: US-Zins und Wachstum im historischen Vergleich – 3rd time lucky?	30
Anhang 2: US-Makro- und Inflationsmodell	34

Zusammenfassung

Der Anteil der USA an der Weltwirtschaft wird in den kommenden Jahren weiter sinken. Auf Sicht müssen die USA ein alternatives Wachstumsmodell entwickeln und Wachstum z.B. über eine erhöhte Exportquote zu erreichen versuchen. Dies ist jedoch ein eher langer Prozess. Bis dahin bleibt die Binnennachfrage bestimmend für die BIP-Entwicklung in den USA. Jegliche strukturelle Veränderungen, die die Binnennachfrage belasten, stellen somit potenzielle Risiken für die anhaltende Erholung der US-Wirtschaft dar. In dieser Studie werden vier Risiken/Aspekte näher analysiert:

Entschuldung der privaten Haushalte: Das IKB-Modell zur US-Wirtschaft veranschaulicht, dass zwar die private Entschuldung und der US-Häusermarkt ein strukturelles Problem darstellen, sich die Wachstumsimplikationen aber in Grenzen halten. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn sich die Betrachtung auf die kurz- oder mittelfristige Erholung fokussiert. Eine erneute Beschleunigung der privaten Entschuldung könnte jedoch das Wachstum mit bis zu 1 Prozentpunkt belasten.

Fazit: Mittelfristiges US-Wachstum zwischen 2,5 und 3 % ist plausibler als zwischen 3 und 3,5 %.

Fähigkeit der Wirtschaft, Jobs zu schaffen: Schätzungen deuten auf keine Verschlechterung der Fähigkeit der US-Wirtschaft, neue Jobs zu schaffen. Wie bereits in vorigen konjunkturellen Erholungsphasen sinkt momentan das Produktivitätswachstum, was zu einer Erholung des Arbeitsmarktes führt.

Fazit: Bei einer Wachstumsspanne zwischen 2,5 und 3 % sollte die Wirtschaft im Durchschnitt zwischen 100.000 und 150.000 Jobs pro Monat schaffen. Dies liegt generell unter den Markterwartungen, ist angesichts der niedrigen Wachstumsannahmen jedoch nicht sonderlich pessimistisch. Eine deutliche Reduzierung der Arbeitslosenquote wird ein Stellenaufbau von nur 100.000 aber nicht bewirken.

Deflation und Entwicklung der Kerninflation: Mit einem nachlassenden Produktivitätswachstum werden die Lohnstückkosten steigen. Dies gilt unabhängig von der Lohnentwicklung. Die Lohnstückkosten sind jedoch der Haupttreiber der Kerninflation. So erwarten wir eine tendenziell steigende Kerninflationsrate über die nächsten Quartale. Sorgen über eine Deflation, d.h. eine zu niedrige Kerninflationsrate, sehen wir wegen der Arbeitsmarkt- und Produktivitätsentwicklung als übertrieben an.

Fazit: Die Kerninflation wird vor allem in 2012 oberhalb der derzeitigen Fed-Prognosen liegen. Die IKB prognostiziert für 2011 eine durchschnittliche Kerninflationsrate von 1,3 % und 2 % für 2012.

Notwendigkeit und Größe der bevorstehenden fiskalischen Konsolidierung: Vor dem Hintergrund der jetzigen Wirtschaftslage und des US-Wachstumsmodells ist ein Herauswachsen aus der US-Schuldenproblematik eher unwahrscheinlich.

Fazit: Eine Stabilisierung der Schuldenquote – selbst wenn dies erst auf Fünf-Jahres-Sicht erreicht werden soll – bedeutet eine deutlich höhere Belastung und damit ein höheres Risiko für die Wirtschaft, als es in vorigen Zyklen der Fall war. Der Versuch einer frühzeitigen Stabilisierung der Schuldenquote birgt somit ein deutliches Wachstumsrisiko.

Implikation für Zinsen und US-\$/Euro-Wechselkurs

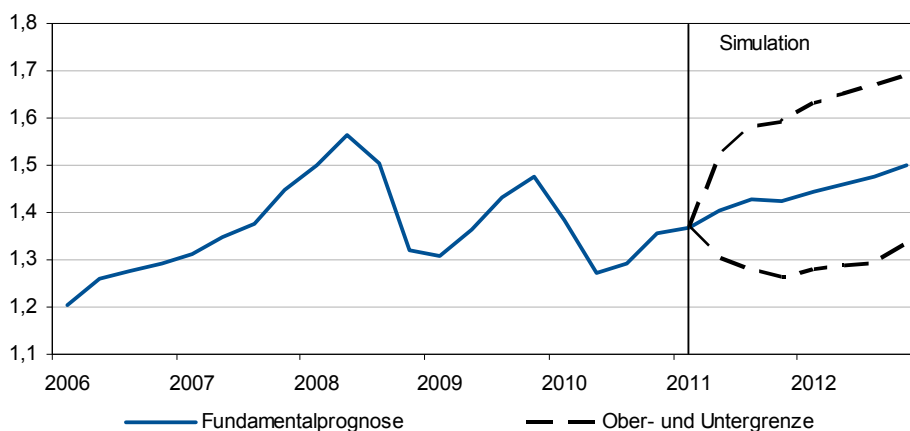
Das Wirtschaftsbild der USA bleibt mit Risiken behaftet und deutlich positive Überraschungen sind eher unwahrscheinlich. Dies deutet auf keinen Handlungsdruck der Fed. Dies gilt auch dann, wenn die Kerninflationsrate ansteigen bzw. sich normalisieren sollte. Deflationäre Risiken gehören zwar definitiv der Vergangenheit an, doch das heißt umgekehrt nicht, dass Inflationsrisiken, die ein kurzfristiges Handeln erfordern, vor der Tür stehen. Daraus folgt kein Korrekturpotenzial bei den Kurz- wie Langfristzinsen in den USA.

Dennoch ist es fraglich, ob ein Langfristzinsniveau von um die 3 % aus fundamentaler Sicht gerechtfertigt ist. Denn wie diese Studie darlegt, sind die Wachstumsrisiken zwar existent, doch ergibt sich daraus kein Bild einer Wirtschaft, die stagnieren wird und somit unter deflationärem Druck steht. Im IKB-Basisszenario ist mit einer weiteren, wenn auch anfangs langsamen Erholung der Kreditvergabe und des Häusermarktes zu rechnen. Das daraus resultierende nominale Wachstum wäre deutlich höher als das momentane Niveau der Zehn-Jahreszinsen. Zudem sollte die Kerninflationsrate ansteigen, auch wenn das Wachstum schwach bleibt. Zusammenfassend lassen sich folgende fünf Einschätzungen abgeben:

- Das lange Ende der Zinskurve spiegelt ein eher pessimistisches Bild von Wachstum und Inflation wider. Denn das Niveau der Zehn-Jahreszinsen liegt momentan unterhalb des nominalen Wachstums. So zeigt der Kapitalmarkt weiterhin eine große Skepsis über die konjunkturelle Erholung in den USA. Auch die Fed-Kommentare scheinen grundsätzlich diese Sichtweise zu teilen, wengleich ihre Prognosen ein doch deutlich besseres Konjunkturbild darstellen. Die Wachstumsrisiken trüben offenbar weiterhin die geldpolitischen Einschätzungen, denn nur so sind die Wachstumsprognosen mit der gegenwärtigen Zinspolitik in Einklang zu bringen.
- Diese Studie unterstützt die Aussage, dass das Erholungsbild der US-Wirtschaft nicht auf ein deutliches Ansteigen der Langfristzinsen hinweist. Zwar wird die Kerninflation steigen; doch bleibt die Erholung mit Risiken und Unsicherheiten, allen voran der fiskalischen Konsolidierung, behaftet. Gleichwohl ist das augenblickliche Zinsniveau entsprechend dem IKB-Fundamentalmodell selbst bei einem moderateren Wachstumsbild zu niedrig. So gehen wir weiterhin von tendenziell steigenden Langfristzinsen aus.
- Das Zinsdifferential zwischen langfristigen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen sollte sich wegen des fragilen US-Wachstumsbildes nicht so stark ausweiten, wie es in früheren Erholungsphasen der Fall war. Basierend auf dem IKB-Modell über den US-\$/Euro-Wechselkurs spricht ein enges Zinsdifferential für eine tendenzielle US-Dollar-Schwäche. Eine zu erwartende Stabilisierung bzw. Relativierung der PIIGS-Problematik und eine sich erst auf Sicht stabilisierende US-Staatsschuldenquote unterstützen diese Aussage. Abbildung 1 auf der nächsten Seite zeigt die im März geschätzte fundamentale Entwicklung des US-Dollar, an der wir auch weiterhin festhalten.

Abb. 1: Stochastische Simulation: US-\$ je Euro

in US-\$/EUR, Quartalswerte



Quellen: Bloomberg; IKB

- Es kommt zu keiner Deflation, doch Wachstumsrisiken bleiben. Die Fed wird ihre Argumentation über Risiken einer zu niedrigen Kerninflationsrate nicht mehr aufrecht halten können. Dies sollte zwar den Druck einer Wende der Zinspolitik erhöhen, doch bleibt die Politik der Fed am Ende eine Frage der Risikoeinschätzung. Wegen niedrigerem Wachstum wird der Arbeitsmarkt unseres Erachtens nicht die Zahlen liefern können, die die Sorge über die Arbeitslosenquote signifikant reduzieren würde. Dies wiederum wird die Fed in ihrer Zinspolitik beeinflussen. So scheint es immer wahrscheinlicher, dass die Fed erst für 2012 eine Normalisierung ihrer Zinspolitik vornehmen wird.
- Wir erachten freilich eine Zinswende für 2011 als weiterhin notwendig, auch weil eine steigende Kerninflationsrate die Argumentation der Fed immer weniger glaubwürdig erscheinen lassen wird und die Kreditvergabe des privaten Sektors sich zu wenden scheint. All dies spricht dafür, dass eine 0%-Zinspolitik nicht mehr angebracht ist. Für das Timing der Zinswende wird jedoch die Entwicklung am Arbeitsmarkt ausschlaggebend sein. Und der Arbeitsmarkt, wie ebenfalls in dieser Studie beschrieben, wird sich zwar weiter erholen, aber wohl eher keine positiven Überraschungen liefern.

Tabelle 1 illustriert die IKB-Erwartungen unter Annahme des IKB-Basisszenarios sowie eines negativeren (bearischen) Wachstumsszenarios.

Tabelle 1: Libor und 10-Jahreszinsen (in %)

Basisszenario	08.06.2011	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 12 Monaten
3-Monats-Libor	0,25	0,3	0,5	1,3
10-jährige US-Staatsanleihen	2,96	3,3	3,6	3,9

Bearisches Wachstumsszenario	08.06.2011	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 12 Monaten
3-Monats-Libor	0,25	0,3	0,3	0,3
10-jährige US-Staatsanleihen	2,96	3,0	2,9	2,9

Quellen: Bloomberg; IKB

1. Einleitung

In der Diskussion über die Entwicklung der größten Volkswirtschaft der Welt stehen vor allem drei Themen immer wieder im Vordergrund. Das erste ist die Möglichkeit einer Deflation, was vor allem bei der Fed immer noch ein Thema ist. Denn sie erachtet weiterhin die Kerninflationsrate als zu niedrig. Dies erlaubt ihr unter anderem, an ihrer 0%-Zinspolitik festzuhalten, obwohl sich die allgemeine Inflationsrate für 2011 um 3 % bewegen sollte. Eine erneute Rezession in den USA würde bei dem momentanen Niveau der Kerninflationsrate das Risiko einer Deflation deutlich erhöhen. Zwar sind Sorgen über ein Japan-Szenario für die USA eher ins Abseits gerückt. Doch bleiben Zweifel an der US-Erholung bestehen; jegliche schlechte Zahlen über die Realwirtschaft erwecken die Angst eines Deflations-/Japan-Szenarios auf den Kapitalmärkten erneut zum Leben. Die generellen Zweifel an der wirtschaftlichen Erholung, wie sie sich auf den Zinsmärkten widerspiegeln, scheinen nicht beiseite gelegt zu sein, auch weil die Strukturprobleme in den USA – insbesondere die private Verschuldung, aber auch die Entwicklung auf dem Häusermarkt – die Haltbarkeit der wirtschaftlichen Erholung in Frage stellen. Diese Strukturprobleme und ihr Einfluss auf das US-Wachstum stellen somit die zweite Unsicherheitsquelle dar.

In den meisten konjunkturellen US-Erholungsphasen wurden die Finanzmärkte positiv überrascht. Die USA konnten die Effektivität ihrer Wachstumsdynamik in jeder bisherigen Erholung immer wieder bestätigen. Argumente von der privaten Überschuldung oder von zu niedrigen Zinsen (vor allem unter Greenspan) wurden durch die wirtschaftliche Leistung der USA widerlegt; pessimistische Einschätzungen hatten meistens das Nachsehen. In dieser Erholungsphase scheint es anders zu sein. Zum einen ist das Risiko der hohen privaten Verschuldung durch die eingeleitete Entschuldung real geworden. Zum anderen wird das US-Wachstumsbild unter anderem deshalb als nicht überzeugend eingeschätzt, weil die gigantische fiskal- und geldpolitische Unterstützung die Nachhaltigkeit der Erholung in Frage stellt. Dies zeigt sich an der Volatilität der Märkte als Reaktion auf neue – selbst nur monatliche – Wirtschaftsdaten. Vor allem die Arbeitsmarktdaten haben nennenswerten Einfluss auf die Märkte, da sie wohl den besten Maßstab für die Haltbarkeit der durch die Binnennachfrage getriebenen US-Erholung darstellen. Zwar scheinen sich die Arbeitsmarktdaten zu verbessern, doch fehlen immer noch das deutliche Signal eines starken Jobaufbaus und damit ein Zeichen für eine beschleunigte Reduzierung der Arbeitslosigkeit. Die Wirtschaft hat in der letzten Rezession über 8 Millionen Arbeitsplätze vernichtet und konnte bis jetzt nur um die 2 Millionen neue Jobs generieren. Dies stellt kein Bild einer soliden Erholung dar. Die gegenwärtige Arbeitsmarktentwicklung in den USA hätte man eher für Europa erwartet – nämlich eine steigende strukturelle Arbeitslosigkeit. Weder diese Arbeitsmarktentwicklung noch die anhaltende Entschuldung der privaten Haushalte sprechen für ein konsumgetriebenes Wachstumsbild.

Die Einschätzung einer schwachen wirtschaftlichen Erholung und die damit verbundenen Risiken einer Deflation werden durch die nicht haltbare Fiskalpolitik verstärkt. Ein zu erwartendes Haushaltsdefizit für 2011 von rund 11 % des BIP muss durch Steueranhebungen und/oder Ausgabenkürzungen zurückgefahren werden. Dies verstärkt die Unsicherheit über den wirtschaftlichen Ausblick weiter. Auch mehren sich Sorgen über das Ausmaß der US-Staatsverschuldung. Denn sollte die US-Wirtschaft

Schwächen zeigen, ist mit einer baldigen fiskalischen Konsolidierung eher nicht zu rechnen. Die Unsicherheit über die Entwicklung der Staatsverschuldung im Kontext einer womöglich schwächeren Konjunktur haben sich als ein weiteres Risiko in der Einschätzung über die USA herauskristallisiert. Zwar ist die US-Schuldendynamik schon länger ein Thema, doch hat sie sich mit und seit der Krise deutlich verschärft. Und wenn es nicht um die größte Volkswirtschaft der Welt gehen würde, würde man an den wirtschaftlichen und fiskalischen Rahmendaten der USA sicherlich bereits deutlich größere Zweifel haben, als dies noch gegenwärtig der Fall ist. Hier ein paar Zahlen:

- Der US-Schuldenstand lag 2007 bei 64 % des BIP und stieg in 2010 auf 92,5 % an. Ein weiterer Anstieg der Schuldenquote auf oberhalb von 100 % wird ab 2012 erwartet.
- Das Haushaltsdefizit lag 2010 bei 8,9 % des BIP und sollte 2011 rund 11 % erreichen.
- Das Leistungsbilanzdefizit betrug 3,3 % der Wirtschaftsleistung im Jahr 2010.
- Die Arbeitslosigkeit bewegt sich momentan bei rund 9%.
- Strukturprobleme wie etwa stagnierende Häuserpreise oder die Entschuldung der privaten Haushalte sollten das potenzielle Wachstum auch auf Sicht belasten.
- Die Zinspolitik verharrt immer noch auf dem 0%-Niveau; zusätzliche Maßnahmen haben die Bilanzsumme der Notenbank deutlich ansteigen lassen (auf US-\$ 2,83 Billionen).

Vor allem die Kombination aus strukturellen Wachstumsrisiken und steigender Staatsverschuldung erscheint problematisch: Ohne ein hohes Wachstum kann die Schuldenquote nur durch Einsparungen stabilisiert bzw. reduziert werden. Diese Situation erinnert an die meisten PIGS-Länder: Diese müssen eine fiskalische Konsolidierung durchführen trotz oder wegen Wachstumsschwäche, wodurch das Wachstumsbild noch weiter eingetrübt wird. Hinzu kommen in der Regel steigende Finanzierungskosten (Langfristzinsen), die deutlich oberhalb des nominalen Wachstums liegen und somit die Notwendigkeit von Sparmaßnahmen noch weiter erhöhen.

Die Dynamik der US-Staatsverschuldung hat in den letzten Jahren von fallenden Langfristzinsen profitiert, die oftmals unterhalb des nominalen Wachstums gelegen hatten. Somit konnten sich die USA zwischen 2003 und 2007 ein Primärdefizit (Netto-Ausgaben ohne Berücksichtigung von Zinszahlungen) leisten, ohne dass deswegen die Schuldenquote angestiegen ist. Das Wachstum bewegt sich auch momentan erneut über den effektiven Zinsen sowie den im Markt bestimmten Renditen auf US-Staatsanleihen. Doch wie haltbar ist dieses Wachstum, und was würden steigende Langfristzinsen bedeuten? Das gegenwärtige Primärdefizit liegt bei rund 8 % des BIP. Dies ist, trotz des gegenwärtigen Wachstums und der Zinsentwicklung, zu hoch, um eine Eskalation der Schuldenquote zu verhindern. Selbst mit anhaltend niedrigen Zinsen und relativ hohem Wachstum müssen die USA ihr Primärdefizit zurückfahren, um die Schuldenquote zu stabilisieren.

Bezogen auf die Dynamik des US-Wachstums ergeben sich folgende Fragen, die in diesem Bericht nachfolgend näher untersucht werden:

- Wie robust kann das US-Wachstum sein vor dem Hintergrund der strukturellen Probleme, wie der Entschuldung der privaten Haushalte und einem auch weiterhin eher stagnierenden Häusermarkt?
- Wie nachhaltig ist die Erholung des Arbeitsmarktes und hat sich die Fähigkeit, durch Wirtschaftswachstum Jobs zu schaffen, reduziert?
- Wird die Kerninflation in den USA ansteigen oder wird sie auf Sicht niedrig bleiben? Wird ein etwas schwächeres Wachstum die Kerninflationsrate deutlich drücken und Deflationsrisiken hervorbringen?
- Wie stark muss die fiskalische Konsolidierung ausfallen, um, bei verschiedenen Wachstums- und Zinsszenarien, eine Stabilisierung der Schuldenquote zu erreichen?

Der Bericht beginnt mit einer Einschätzung des Risikos bezüglich der strukturellen US-Wachstumsprobleme. Hierzu werden zwei Szenarien im Hinblick auf die private Entschuldung simuliert, um den Einfluss auf das BIP-Wachstum zu bestimmen. Im dritten und vierten Abschnitt wird die Inflationsentwicklung in den USA analysiert (insbesondere die Kerninflationsrate). Zu diesem Zweck werden zuerst der Arbeitsmarkt und die Produktivität untersucht, welche die wichtigsten Treiber der Kerninflationsrate bestimmen – nämlich die Lohnstückkosten. Im fünften Abschnitt des Berichts wird die US-Staatsverschuldung und ihre Stabilität bzw. Dynamik analysiert. Im Anhang wird die Frage adressiert, ob die derzeitige Erholung rückblickend betrachtet in Bezug auf Wachstum, Arbeitsstellen, aber auch Zinspolitik wirklich so verschieden ausfällt.

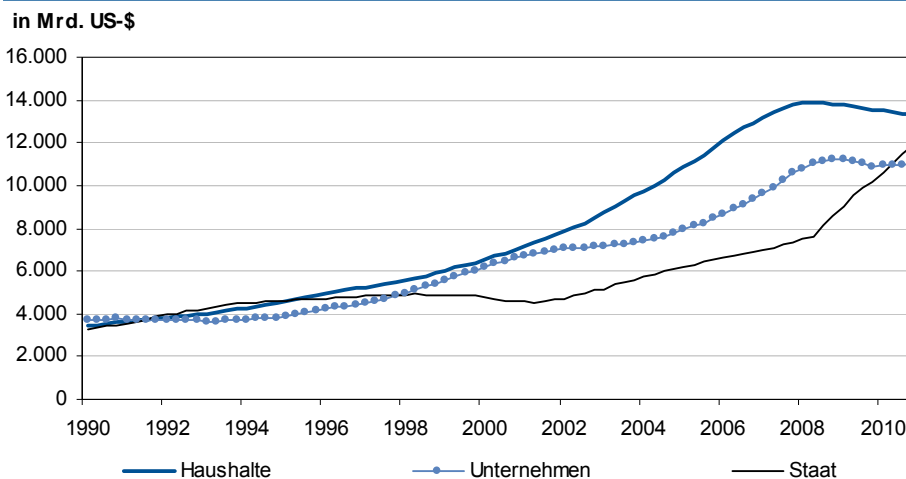
2. Kreditvergabe und Häusermarkt – Reale aber überschaubare Wachstumsrisiken

2.1 Einleitung

In den Wachstumsprognosen über die USA wird oft das Thema Strukturprobleme angerissen. Was ist damit gemeint? Es geht um Entwicklungen, die mittelfristig zu einem niedrigeren Wachstum führen – also Aspekte, die nicht nur konjunkturbedingt sind. Eine höhere strukturelle Arbeitslosigkeit ist zum Beispiel ein Thema, welches seit der Krise vermehrt erörtert wird und das weiter unten adressiert wird. Ein weiteres zentrales Thema ist die Entschuldung der privaten Haushalte und der damit verbundene Druck auf den US-Häusermarkt. Ein konsumgetriebenes Wachstumsmodell benötigt nicht nur steigende Einkommen durch höhere Löhne und sinkende Arbeitslosigkeit, sondern auch Vermögenssteigerungen, vor allem, wenn der private Konsum den primären Wachstumstreiber darstellen soll. Für solch ein Modell ist eine Entschuldung der privaten Haushalte eine kritische Entwicklung. Eine anhaltende Entschuldung bzw. eine sich nur langsam erholende Kreditnachfrage der Haushalte könnten somit einen strukturellen Wandel einleiten, der deutliche Wachstumsrisiken beinhaltet.

In diesem Abschnitt der Studie wird das IKB-Modell über die US-Wirtschaft benutzt, um Wachstumsszenarien unter Berücksichtigung der Probleme rund um die private Verschuldung bzw. Entschuldung zu simulieren. Ziel ist es, das Risiko einer andauernden Entschuldung durch die daraus möglichen Wachstumseinbußen zu quantifizieren.

Abb. 2: US-Verschuldung



2.2 Szenarien und Simulation

Die strukturellen Wachstumsrisiken in den USA spiegeln sich seit der Krise vor allem in der Kreditvergabe und Hauspreisentwicklung wider. Ausgehend von einem hohen Niveau der privaten Verschuldung hat der seit 2008 eingetretene Häusermarkteinbruch zum ersten Mal in der US-Geschichte eine Entschuldung und damit eine absolute Reduzierung der Verschuldung der privaten Haushalte verursacht. Kredite an Unternehmen reagieren generell sensitiver auf die Konjunktorentwicklung und sind somit

auch schon in früheren Phasen geschrumpft. Der Rückgang der Kreditvergabe an private Haushalte jedoch stellt die USA vor ein Dilemma: Die Effektivität der Geldpolitik ist in solch einem Fall eher begrenzt, direkte Maßnahmen zur Erhöhung der Kreditnachfrage waren nötig. Dies hat unter anderem zur quantitativen Lockerung der Notenbank geführt. Sie hat auch verhindert, dass die gesamte Liquidität für Unternehmen – also Kredite, aber auch Kapitalmarktmissionen – so stark eingebrochen ist, wie man es zu Beginn der Krise mitunter befürchtet hatte.

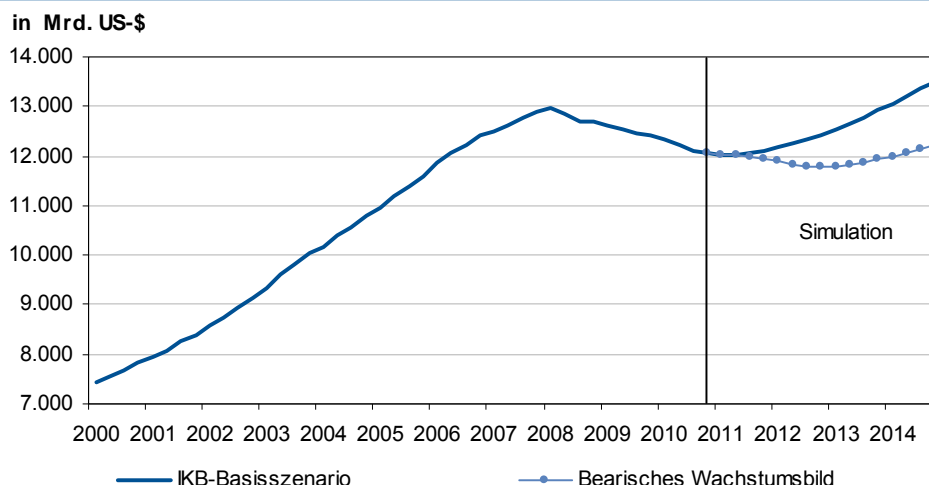
Auf private Haushalte entfällt der größte Teil der US-Verschuldung. Zudem haben empirische Analysen gezeigt, dass diese Schuldendynamik den größten Einfluss auf das Wachstum hat, was angesichts des US-Wachstumsmodells nicht sonderlich überraschend ist. Somit stellt eine potenziell anhaltende Entschuldung oder eine nur moderate Erholung der Verschuldung die USA vor möglicherweise signifikante strukturelle Wachstumsprobleme, auch weil der Häusermarkt in solch einem Umfeld ebenfalls unter Druck bleiben wird. Neueste Häuserpreisdaten zeigen, dass die Wende noch nicht erreicht ist. Der Case-Shiller Index ist im März saisonbereinigt um 0,2 % gegenüber Vormonat und um 4,2 % gegenüber dem vierten Quartal 2010 gefallen.

Um den Einfluss dieser Entwicklung zu illustrieren, wurden zwei Szenarien hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Kreditvergabe und der daraus resultierenden Häusermarktentwicklung simuliert:

- IKB-Basisszenario: Die Entschuldung ist abgeschlossen und die privaten Schulden steigen am Prognosehorizont wieder deutlich an.
- Bearisches Szenario: Die Entschuldung schreitet weiter fort und nur in den späten Jahren des Prognosezeitraums kommt es zu einer Erholung.

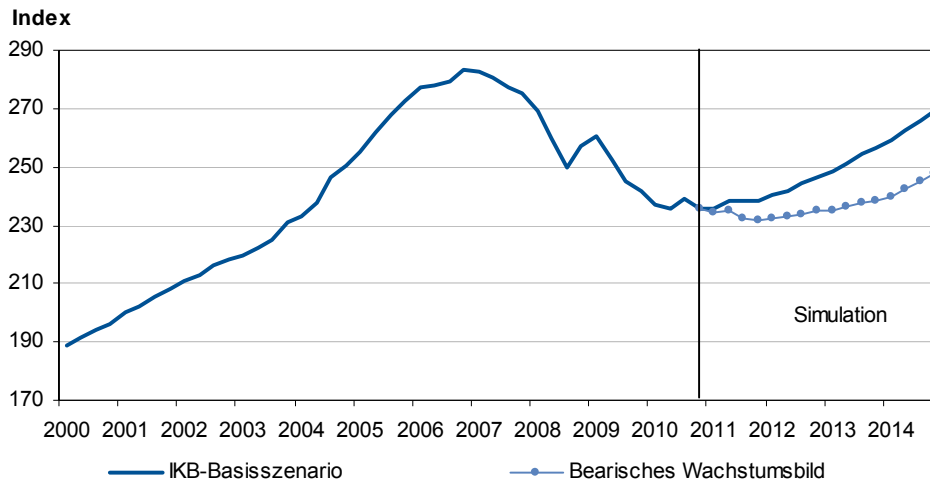
Abbildungen 3 und 4 geben die Simulationsergebnisse zur realen Kreditvergabe und realen Häuserpreisentwicklung wieder.

Abb. 3: Reale Kredite an private US-Haushalte



Quellen: Fed; IKB

Abb. 4: Reale Häuserpreise



Quellen: Freddie Mac; IKB

Die BIP-Wachstumsprognosen unter dem IKB-Basisszenario sind nur erreichbar, wenn sich die Entschuldung der privaten Haushalte relativ schnell stabilisiert bzw. dreht. Sollte sich die Entschuldung fortsetzen und erst am Ende des Prognosehorizont stabilisieren, ist von einem niedrigeren Wachstum auszugehen. Tabelle 2 verdeutlicht den Einfluss eines niedrigeren Kredit- und Häusermarktwachstums auf das US-BIP.

Tabelle 2: Unterschied zwischen dem IKB-Basisszenario und dem bearischen Wachstumsbild (in Prozentpunkten)

	BIP	Kredite	Häuserpreise
2010	0,0	0,0	0,0
2011	-0,1	-0,6	-1,8
2012	-1,1	-3,3	-2,3
2013	-0,8	-3,1	-2,4
2014	-0,5	-2,7	-1,6

Quelle: IKB

Folgendes ist festzuhalten:

- Die Strukturprobleme der US-Wirtschaft bezüglich der privaten Entschuldung dämpfen das mittelfristige Wachstum. Jedoch scheint sich der Einfluss in Grenzen zu halten, vor allem zum Ende des Prognosezeitraums hin.
- Eine Fortsetzung der seit 2008 anhaltenden Entschuldung in den nächsten beiden Jahren könnte für 2012 um die 1 Prozentpunkt Wachstum kosten. Am Prognosehorizont reduziert sich jedoch der Einfluss, da sich auch die Entschuldung und der Häusermarkt stabilisieren (siehe Abbildung 3 und 4).
- Zwar bleibt in einem Szenario einer erst mittelfristigen Erholung der privaten Entschuldung das Wachstum unterhalb des IKB-Basisszenarios. Doch allein die Einschätzung, dass der Kredit- und der Häusermarkt sich stabilisieren und wachsen werden, hat einen deutlich positiven Einfluss auf das US-Wachstum.

- Da es Anzeichen gibt, dass die Phase der Entschuldung zu Ende ist, scheint das Wachstumsrisiko aus der zu erwartenden Entwicklung der Kreditvergabe wie auch der Entwicklung der Häuserpreise eher überschaubar zu sein.

Tabelle 3 veranschaulicht, dass der maximale Wachstumsverlust bei 1 Prozentpunkt zu liegen scheint und dass eine bloße Stabilisierung der Verschuldung dieses Risiko deutlich reduziert.

Tabelle 3: BIP-Prognosen – Basisszenario und negative Entwicklung der Kreditvergabe (in %)

	IKB-Basisszenario	Bearisches Bild	Differenz
2010	2,9	2,9	0,0
2011	2,5	2,4	-0,1
2012	3,0	1,9	-1,1
2013	2,7	1,9	-0,8
2014	2,5	2,0	-0,5

Quelle: IKB

2.3 Fazit

Die Entschuldung der privaten Haushalte sowie die damit verbundene Stagnation des US-Häusermarktes sind zwar nennenswerte Risiken. Doch gemäß der IKB-Simulationen sollten sich die negativen Auswirkungen über die nächsten Quartale relativieren. **Somit bleiben die Wachstumsrisiken aus der privaten Entschuldung zwar weiter existent, ihr Einfluss sollte jedoch nicht mehr als 1 Prozentpunkt an Wachstum kosten. Zudem würde bereits eine marginale Erholung der Kreditvergabe das Wachstumsrisiko deutlich reduzieren. Neueste Zahlen deuten möglicherweise auf solch eine Stabilisierung. Sprich: Nur unter der Annahme von neuen, verstärkten Entschuldungsbemühungen der US-Haushalte ergibt sich ein nennenswertes Wachstumsrisiko.**

IKB-Simulation zeigen aber auch, dass eine Stabilisierung der Kreditvergabe tendenziell nur zu einem Wachstum zwischen 2,5 und 3 % anstatt 3,5 % und 4 % führen wird. So bestätigen die Ergebnisse, dass zwar erneute Wachstumsrisiken eher begrenzt sind, das Wachstumsniveau aber dennoch auf Sicht niedriger sein wird. Dies wird durch die Notwendigkeit einer fiskalischen Reform zur Stabilisierung der Schuldenquote bekräftigt (siehe unten).

3. Wachstum und Beschäftigung – alles beim Alten?

3.1 Einleitung

Der US-Arbeitsmarkt erholt sich nur langsam und dies, obwohl die Wirtschaft in der Krise um die 8 Millionen Arbeitsplätze abgebaut hat und inzwischen wieder oberhalb des Vorkrisenniveaus produziert. Dies scheint zunächst überraschend, vor allem, wenn man der oft zitierten Flexibilität des US-Arbeitsmarktes Glauben schenken will.

Diese Flexibilität hat sich zwar zu Anfang der Krise erneut bestätigt: Die US-Wirtschaft baute im Akkord Stellen ab, wodurch auch die Lohnstückkosten deutlich gefallen sind (siehe unten die Ausführungen zur Kerninflation) und somit die Gewinnmarge vieler Unternehmen gestützt wurde. Konsens scheint heute jedoch darüber zu bestehen, dass noch ein langer Weg bevorsteht, das Beschäftigungsniveau der Vorkrise wieder zu erreichen.

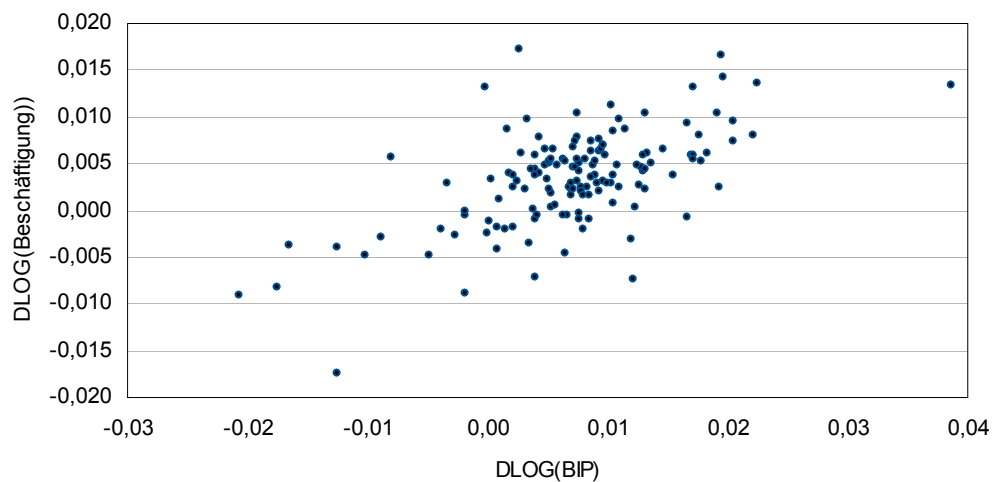
Zwar ist die Arbeitsmarktentwicklung in der jetzigen Erholungsphase konsistent mit vorigen Phasen der Konjunkturerholung (siehe Anhang 1). Doch ist anhand der Größe des Stellenabbaus und der Erholung der Produktion ein nur langsam anziehender Arbeitsmarkt überraschend. Von primärem Interesse ist die Situation, dass die USA ein höheres Wachstum fahren müssten, um dieselbe Anzahl von Arbeitsstellen zu schaffen, als es womöglich früher der Fall war. Anders ausgedrückt: Ist es möglich, dass die US-Produktivität seit der Krise deutlich und permanent gestiegen ist?

In diesem Berichtsabschnitt wird das Verhältnis zwischen Produktion und Anzahl der Erwerbstätigen näher analysiert. Ziel ist es zu beurteilen, ob sich die Fähigkeit der US-Wirtschaft, Jobs aufzubauen, reduziert hat, was wegen des Konsumwachstumsmodells das Wachstumsrisiko deutlich erhöhen würde. Also: Würde ein moderateres mittelfristiges Wachstum, wie es in der vorherigen Simulation angedeutet wurde, zu einer stagnierenden und möglicherweise steigenden Arbeitslosenquote führen?

3.2 Produktion und Anzahl der Erwerbstätigen

Traditionell wird das Verhältnis zwischen Wachstum und Arbeitslosenquote als Okun'sches Gesetz bezeichnet. Da die Arbeitslosenquote jedoch durch Definitionsänderungen sowie von Zu- und Abgängen beeinflusst wird, liegt der Fokus der empirischen Analyse eher auf Wachstum und Beschäftigung. Die Frage ist, wie viele Jobs die Wirtschaft in den nächsten Jahren generieren kann, um den Aufschwung zu festigen. Abbildung 5 auf der nächsten Seite gibt einen ersten Eindruck vom Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und der Veränderung der Erwerbstätigen.

Abb. 5: Wachstum und Veränderung der Erwerbstätigen



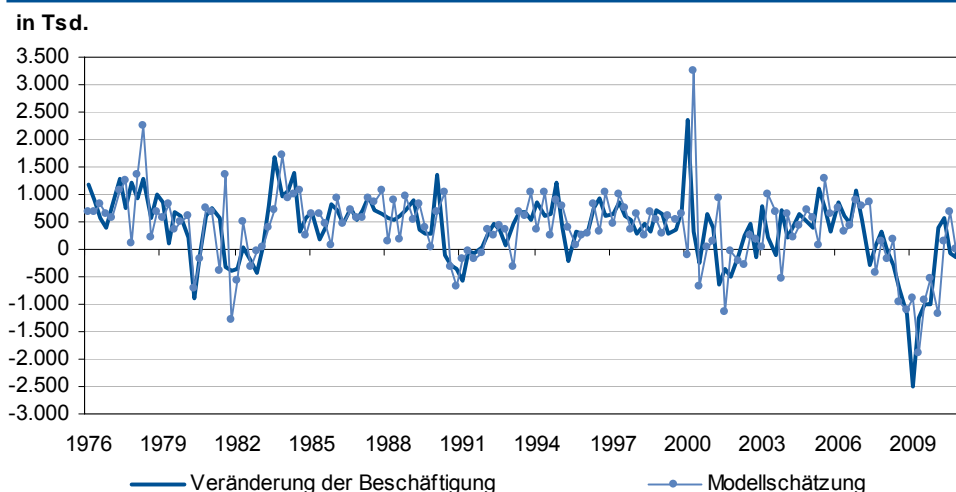
Quellen: BEA; BLS; IKB

Es wird auf den ersten Blick erkennbar, dass zwar ein Zusammenhang existiert, dieser jedoch eher instabil ist. Um das Verhältnis näher zu analysieren, wurde, anlehnend an das Okun'sche Gesetz, ein einfaches Verhältnis zwischen der Veränderung des BIP und der Veränderung der Anzahl der Erwerbstätigen geschätzt:

$$\Delta \log(\text{Employ}_t) = c + \alpha * \Delta \log(\text{GDP}_t) + e_t \quad (1)$$

wobei e_t den Fehler des Verhältnisses darstellt. Abbildung 6 zeigt die historischen Daten im Vergleich zur Modellschätzung.

Abb. 6: Veränderung der Beschäftigung – historisch und Modellschätzung



Quellen: BLS; IKB

In der Modellierung der Kerninflationrate im Abschnitt 4 wurde das Modell weiter ausgebaut, um auch dem Einfluss der Arbeitskosten in der Nachfrage nach Erwerbstätigen gerecht zu werden. Hier geht es jedoch nicht um die optimale Modellierung der US-Erwerbstätigen, sondern um eine Analyse bezüglich der Stabilität zwischen BIP-Wachstum

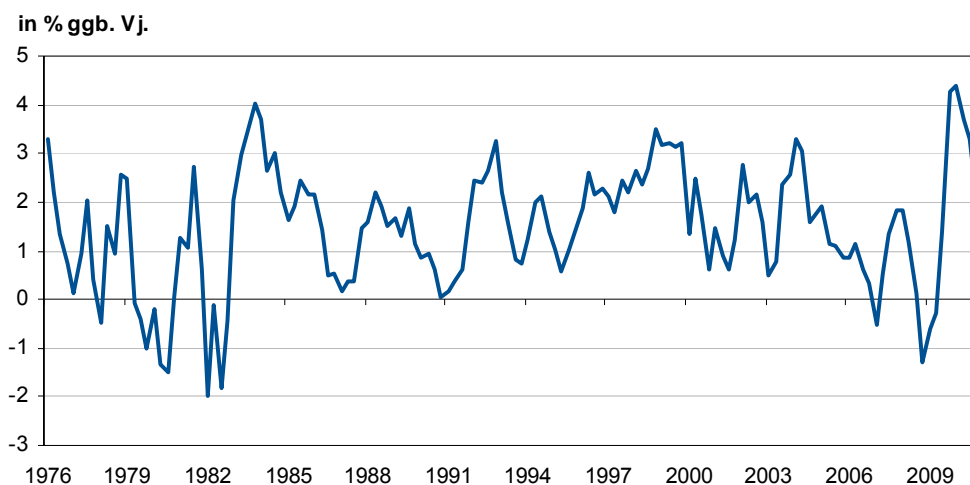
und Stellenaufbau. Statistische Analysen der geschätzten Gleichung zeigen, dass das Verhältnis zwischen Wachstum und Stellenaufbau in den USA einen Koeffizienten α von 0,4 aufweist. Dieser Zusammenhang ist seit Anfang der 80er Jahre relativ stabil und scheint sich sogar seit der Krise marginal zu erhöhen. Somit gibt es keine Anzeichen, die darauf deuten würden, dass sich die Fähigkeit der US-Wirtschaft, Arbeitsstellen zu schaffen, seit der Krise reduziert hat.

Die geschätzte Elastizität beläuft sich auf 0,4, d.h. ein Wachstum von 2,5 % lässt die Anzahl der Erwerbstätigen um 1 % ansteigen. Bei rund 130 Mio. nicht landwirtschaftlich Beschäftigten Ende 2010 würde dies einen jährlichen Zuwachs von rund 1,3 Mio. oder rund 110.000 Beschäftigten pro Monat bedeuten. Allerdings kann ein negativer Trend statistisch nicht ausgeschlossen werden, der diese Zahl noch weiter reduzieren und 0,2 Prozentpunkte vom Wachstum der Beschäftigten in 2011 kosten könnte. In diesem Falle wäre eher mit einem Anstieg der Erwerbstätigen um rund 0,8 % auszugehen oder etwa 90.000 pro Monat.

Eine Elastizität von 0,4 würde im Umkehrschluss implizieren, dass das durchschnittliche Wachstum der Arbeitsproduktivität bei um die 2,5 % liegen sollte. Würde man den negativen Trend in Betracht nehmen, erhöht sich jedoch das Produktivitätswachstum auf rund 3 %, was im historischen Vergleich (siehe Abbildung 7) eher hoch zu sein scheint. Im Durchschnitt lag dieses eher unterhalb von 2 %, was für eine weitere Erholung des Arbeitsmarktes sprechen würde.

Abbildung 7 visualisiert den historischen Verlauf der Produktivitätssteigerung. Es ist ersichtlich, dass eine deutliche Steigerung für 2010 stattgefunden hat, wie es ebenfalls in der Erholungsphase Anfang der 80er Jahre (oder Anfang der 90er) eintrat. Das Wachstum des Produktivitätsanstiegs sinkt jedoch im weiteren konjunkturellen Verlauf. Daher sollte der Arbeitsmarkt selbst bei einem BIP-Wachstum von nur um die 2,5 % vermehrt Stellen schaffen und die Schätzung von 0,4 (ohne negativen Trend) in den folgenden Quartalen an Relevanz gewinnen. Abbildung 7 impliziert aber auch, dass die Lohnstückkosten wegen des sinkenden Produktivitätswachstums über die nächsten Quartale vermehrt steigen dürften, was den fundamentalen inflationären Druck erhöhen sollte.

Abb. 7: Anstiege der Arbeitsproduktivität



Quellen: BEA; BLS; IKB

3.2 Zusammenfassung

Die US-Wirtschaft benötigt ein Wachstum oberhalb von 3 %, um die monatliche Anzahl der neu geschaffenen Stellen dauerhaft bei rund 150.000 zu halten. In den letzten Quartalen fand jedoch eine deutliche Produktivitätssteigerung statt, die einer Erholung des Arbeitsmarktes selbst bei dem vorgelegten Wachstum gegengesteuert hat.

Anzeichen einer Verlangsamung des Produktivitätswachstums sind deutlich erkennbar und konsistent mit historischen Erholungsphasen. Dies sollte den Arbeitsmarkt über die nächsten Quartale stützen. So ist davon auszugehen, dass die Arbeitsmarktzahlen im Schnitt robust bleiben sollten.

Momentan scheint das Wirtschaftswachstum eher einen langsameren Pfad einzuschlagen – eine Aussage, die mit der vorherigen Analyse des Kreditwachstums übereinstimmt. Ein langsames Wachstum von um die 2,5 % zusammen mit einer möglichen tendenziellen Produktivitätssteigerung (negativer Trend im Verhältnis zwischen Produktion und Erwerbstätigen) würde den Anstieg auf eher um die 100.000 Stellen pro Monat setzen. Dies wäre im historischen Vergleich enttäuschend, wenngleich anhand einer niedrigeren Wachstumsannahme nicht überraschend. Es ist zu erkennen, dass die neuesten Arbeitsmarktzahlen (54.000 neue Stellen im Mai) selbst bei einer Wachstumsannahme von nur 2,5 % für 2011 zu niedrig liegen.

Eine Verlangsamung bzw. Normalisierung des Produktivitätswachstums signalisiert ein Ansteigen der Lohnkostenentwicklung, was Inflationsrisiken besonders bezüglich der Kerninflationsrate beinhaltet.

3.3 Fazit

Die konjunkturelle Erholung hat einen Punkt erreicht, an dem der Arbeitsmarkt einen positiven Beitrag leisten wird, da die Anzahl der Erwerbstätigen in Abhängigkeit des BIP-Wachstums nun wieder ansteigen sollte. Zwar könnte die Anzahl der benötigten Erwerbstätigen je nach Schätzung variieren, doch sollte selbst bei einem Wachstum von nur rund 2,5 % ein monatlicher Anstieg der Erwerbstätigen von 100.000 zu erwarten sein.

Im Gegensatz zu den vorherigen Quartalen, in denen primär Produktivitätssteigerungen für die Erholung verantwortlich waren, sollte nun eine vermehrte Einstellung von Arbeitskräften notwendig sein, was für ein konsumgetriebenes Wachstumsmodell positiv zu sehen ist. Daher relativieren sich die vom Arbeitsmarkt ausgehenden Wachstumsrisiken.

Mögliche Enttäuschungen der Märkte bezüglich der Arbeitsmarktentwicklung bleiben ein Risiko. Dies wäre aber nur dann der Fall, wenn die Wirtschaft sowieso einen niedrigeren Wachstumspfad einschlagen würde. Die Möglichkeit, dass der Arbeitsmarkt zu einem wachstumshemmenden Faktor wird, ist anhand der historischen Verhältnisse wie auch der sich abzeichnenden Produktivitätsentwicklung nicht zu erwarten.

4. US-Inflationsentwicklung – Die Kerninflationsrate hatte ihren Tiefpunkt

4.1 Einleitung

Die Fed beruft sich in ihrer Argumentation über keinen oder nur minimalen Inflationsdruck auf die Kerninflationsrate, also die Rate, welche volatile Preise wie Öl und Lebensmittel nicht berücksichtigt. Solch eine Inflationsrate gibt ein besseres Bild des fundamentalen Inflationsprozesses und ist gemäß der Fed von größerer Relevanz als die generelle Verbraucherpreisinflation (VPI). Im April ist die Inflationsrate basierend auf der VPI um 3,1 % gestiegen, wohingegen die Kerninflationsrate zum gleichen Zeitpunkt bei nur 1,0 % gelegen hat.

Sekundäreffekte durch Rohstoffpreise, aber auch durch die wirtschaftliche Erholung eingeleitete Preisanstiege werden generell als eher moderat eingeschätzt. Dies ist die Überzeugung aller großen Zentralbanken und basiert in erster Linie auf dem Argument, dass Überkapazitäten und hohe Arbeitslosigkeit dem Lohndruck und einer Erholung der Profitmargen eher gegensteuern werden.

Primäreffekte aus Rohstoffpreisen lassen sich vor allem in den Importpreisen erkennen, da die Rohstoffpreise generell auf den Weltmärkten bestimmt werden. Daher wird auch Inflation als eine Funktion der Lohnstückkosten, der Importpreise und der Gewinnmargenentwicklung der Unternehmen angesehen. Da sich volatile Rohstoffpreisentwicklungen in den Importpreisen widerspiegeln, sind für die Kerninflationsrate die Entwicklung der Lohnstückkosten sowie die Margenentwicklung der Unternehmen von primärer Relevanz. Wie oben angedeutet, scheint sich der Produktivitätsanstieg durch die Arbeitsmarkterholung zu reduzieren, was Implikationen für die Entwicklung der Lohnstückkosten und damit für die Kerninflationsrate nach sich zieht.

In diesem Abschnitt der Studie werden die Lohnkosten und ihre Bedeutung für die Inflation näher betrachtet und empirisch untersucht. Im Fokus der Analyse steht die mögliche Entwicklung der Kerninflationsrate. Hierzu wird ein Modell bezüglich des US-Arbeitsmarktes und der Kerninflation vorgestellt und simuliert.

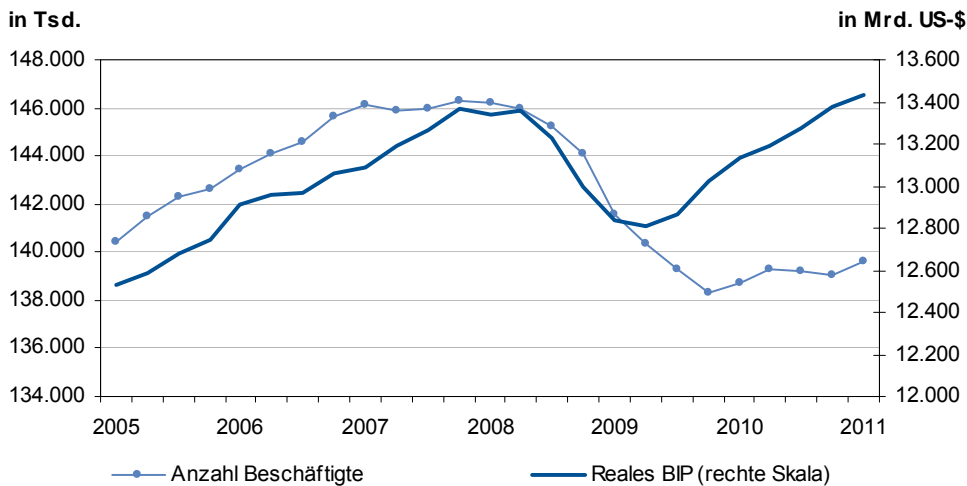
4.2 Lohnstückkosten und Produktivität

Die Lohnstückkosten in den USA waren seit der Eskalation der Krise unter Druck. US-Unternehmen konnten ihre Lohnkosten schneller senken als die Produktion zurückging. Dies war primär auf den rasanten Stellenabbau zurückzuführen. Auch hing der Arbeitsmarkt durch den deutlichen Produktivitätsanstieg (siehe Abbildung 7) dem BIP-Zuwachs hinterher, was die Lohnstückkosten am Anfang der Erholungsphase sogar absolut sinken ließ.

Die USA haben seit dem vierten Quartal 2010 das Vorkrisenniveau der Produktion zwar wieder erreicht, aber die Anzahl der während der Krise verlorenen Stellen liegt immer noch bei etwa 6 Mio.. Diese Entwicklung ist in Abbildung 8 zu sehen, welche die Öffnung von BIP zur Anzahl der Erwerbstätigen darstellt. Eine Ausweitung der in Abbildung 8 dargestellten Kluft bedeutet Wachstum der Arbeitsproduktivität.

Abbildung 8 zeigt jedoch auch, dass sich die Öffnung stabilisiert, was zu der in Abbildung 7 abgetragenen Verlangsamung des Produktivitätsanstiegs führt.

Abb. 8: BIP und Anzahl der Erwerbstätigen



Quellen: BEA; BLS; IKB

Der Arbeitsmarkt zeigt in den letzten Monaten Anzeichen einer Wiederbelebung und dämpft somit den negativen Einfluss des BIP-Wachstums auf die Lohnstückkosten. Abbildung 9 veranschaulicht die jährliche Veränderung der Lohnstückkosten in den USA. Es wird deutlich, dass deflationären Risiken, die für 2009 und 2010 doch sehr deutlich zu erkennen sind, durch positiv steigende Lohnstückkosten ersetzt wurden. Eine anhaltende Erholung des Arbeitsmarktes wird diese Entwicklung weiter unterstützen.

Abb. 9: Entwicklung der Lohnstückkosten



Quellen: BEA; BLS; IKB

Zwischenfazit: Die Kerninflation in den USA sollte steigen, weil ihr Haupttreiber, die Entwicklung der Lohnstückkosten, eine deutliche Wende erfahren haben. Dies liegt nicht nur in Lohnsteigerungen begründet (siehe Abbildung 14 auf Seite 22), sondern auch in der Tatsache, dass das Produktivitätswachstum nachlassen wird.

4.3 Ein Modell mit Prognose der Kerninflationsrate

Löhne, Lohnstückkosten, Produktivität und Inflation sind alles eng verbundene Aspekte. Wie in der Einleitung aufgeführt, so wird Inflation größtenteils durch Lohnstückkosten und Einfuhrpreise bestimmt. Die Kerninflationsrate wird jedoch primär nur von den Lohnstückkosten erklärt, da volatile Rohstoffpreisentwicklungen, welche in den Importpreisen zu finden sind, definitionsgemäß ausgeschlossen sind. Die konjunkturelle Erholung, die die Gewinnspannen beeinflusst, sollte auch eine Rolle spielen:

Veränderung der Kerninflation = f(Veränderung der Lohnstückkosten, BIP-Wachstum)

Detaillierte Darstellungen der Modelle und Schätzungsergebnisse sind in Anhang 2 zu finden. Lohnstückkosten sind das Ergebnis aus Lohnkosten und Produktion/BIP:

Lohnstückkosten = Lohnkosten/BIP

Lohnkosten sind wiederum das Produkt aus der Anzahl der Erwerbstätigen und dem durchschnittlichen Lohn:

Lohnkosten = (Durchschnittlicher Lohn)(Anzahl der Erwerbstätigen)*

Die Anzahl der Erwerbstätigen ist eng mit dem zu erwarteten Wachstum verbunden, wie durch Gleichung 1 auf Seite 14 bereits angesprochen. Abgesehen vom BIP-Wachstum wurden reale Löhne als eine zusätzliche Variable eingeführt. So ist die Anzahl der Arbeitskräfte eine Funktion aus der Nachfrage (BIP) und des Preises (reale Löhne):

Veränderung der Anzahl der Erwerbstätigen = f(BIP-Wachstum, reale Löhne)

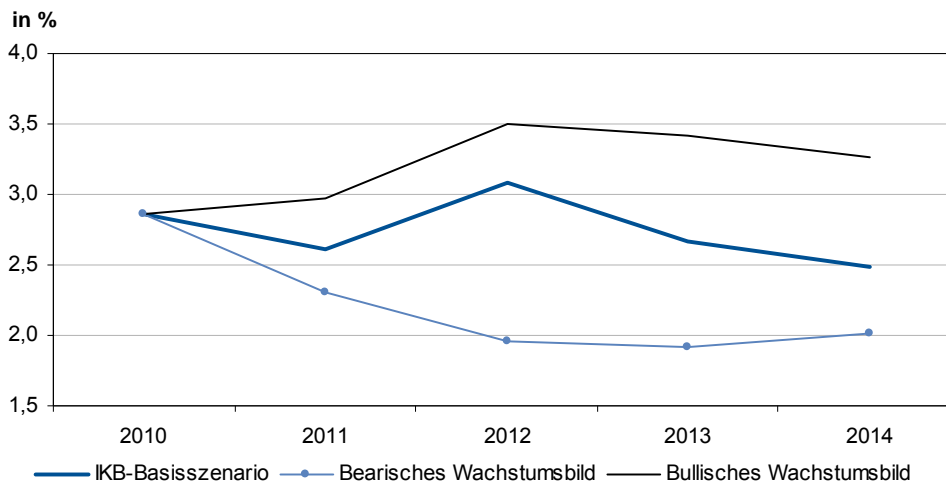
Der durchschnittliche Lohn hängt zumindest teilweise von der Inflation ab, wobei hier eher die allgemeine Inflation und nicht die Kerninflation von Relevanz ist, da diese das reale Einkommen definiert. Empirisch scheint jedoch die Kerninflationsrate der wichtigere Treiber zu sein. Die Löhne sollten auch von der Nachfrage nach Arbeitskräften abhängen, vor allem unter flexiblen Arbeitsmarktbedingungen. Empirische Ergebnisse zeigen jedoch, dass die Sensitivität der Löhne gegenüber einer Veränderung der Nachfrage nach Arbeitskräften zwar signifikant, aber eher niedrig ist. Anders ausgedrückt: Empirische Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein deutlicher Einbruch der Erwerbstätigen nur einen begrenzten Einfluss auf die nominale Lohnbildung hat, was eher von unflexiblen Arbeitsmarktverhältnissen zeugt. Dies wurde in einer Studie der Bundesbank bestätigt (*Der US-Arbeitsmarkt im aktuellen Zyklus, Monatsbericht April 2011*). Die nominalen Löhne wurden wie folgt modelliert:

Veränderung der nominalen Löhne = f(Veränderung der Kerninflation, Veränderung der Anzahl der Erwerbstätigen)

Die IKB-Wachstumsprognosen liegen eher unterhalb der propagierten Fed-Wachstumsspanne. So erwartet die IKB angesichts der Strukturprobleme eher ein jährliches Wachstum von um die 2,5 % bis 3 % über die nächsten drei Jahre und nicht 3,5 %. Diese konservativen Wachstumsszahlen bedeuten, dass sich der Arbeitsmarkt auch deutlich langsamer erholt. Simulationen der obigen Gleichungen zeigen, dass selbst Ende 2014 – also in gut 3½ Jahren – das Niveau der Erwerbstätigen immer noch nicht zum Vorkrisenniveau aufgeschlossen hätte.

Eine optimistischere Wachstumsannahme zwischen 3 und 3,5 % würde das Beschäftigungsniveau für 2014 auf etwa das Vorkrisenniveau führen. Abbildung 10 zeigt das IKB-Basisszenario sowie ein positiveres wie auch negativeres Wachstumsbild. Das negative Wachstumsbild ist noch konservativer, als es in Tabelle 3 durch eine anhaltende Entschuldung der privaten Haushalte verursacht werden kann. Dies gilt vor allem für 2011. Ziel ist es, ein ausreichend breites Spektrum der möglichen Inflationsentwicklung zu generieren. Alle drei Szenarien wurden als Annahmen für die Simulation der Kerninflation in Betracht genommen.

Abb. 10: BIP-Wachstumsszenarien



Quellen: BEA; IKB

Abbildung 11 veranschaulicht die Implikationen der Wachstumsszenarien für die Anzahl der Erwerbstätigen, basierend auf den oben dargestellten Modellen.

Abb. 11: Arbeitsmarktentwicklung – Anzahl der Beschäftigten

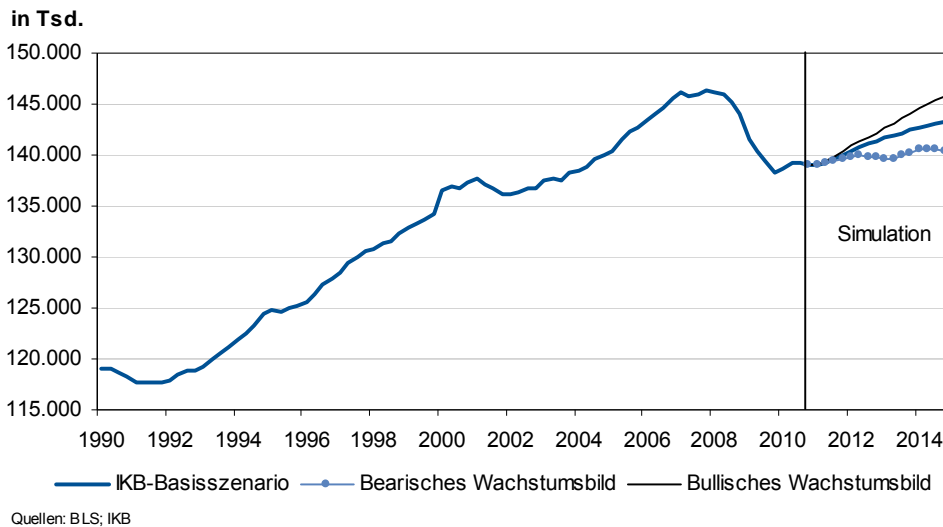


Abbildung 12 verdeutlicht die Modellergebnisse zum Produktivitätswachstum. Die Produktivität im bearischen Szenario liegt höher als in den anderen Szenarien. Eine schwächere Konjunktur forciert eine höhere Produktivität, auch um die Gewinnspannen zu stabilisieren bzw. ansteigen zu lassen. Basierend auf dem in Abbildung 12 dargestellten Verlauf würde das Produktivitätswachstum 2012 seinen Tiefpunkt erreichen. Dieser Punkt ist mit 2007 zu vergleichen und deutet eher auf eine reife Phase der konjunkturellen Erholung hin.

Abb. 12: Anstieg der Arbeitsproduktivität – Szenarien

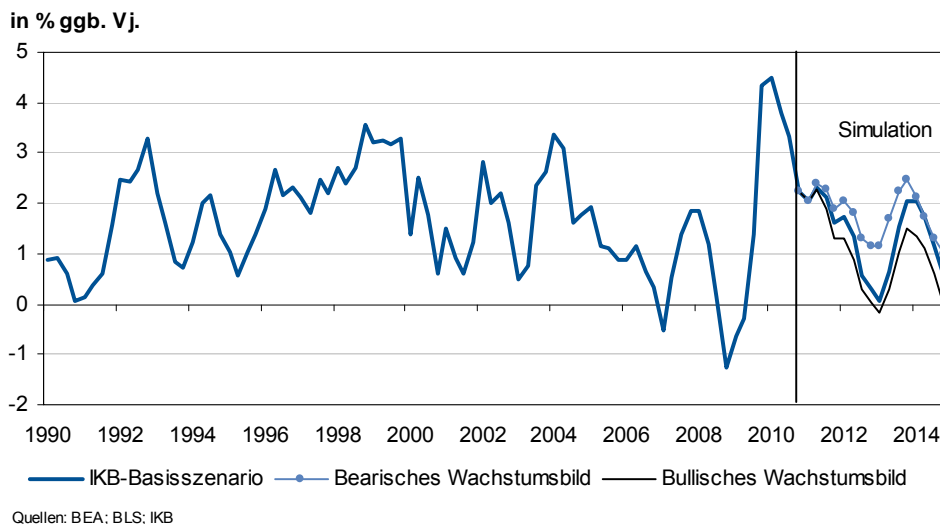


Abbildung 13 illustriert die Entwicklung der Lohnstückkosten. Falls die Produktivität höher liegt als in den Modellschätzungen, würde der Kostendruck aus den Lohnstückkosten zwar geringer ausfallen, doch die Veränderung der Arbeitsproduktivität würde immer noch deutlich positiv bleiben. Es ist aus Abbildung 13 ersichtlich, dass der prognostizierte Anstieg der Lohnstückkosten im Vergleich zu der letzten

Erholungsphase eher konservativ ist, was mit dem angenommenen Wachstumsbild übereinstimmt.

Abb. 13: Wachstum der Lohnstückkosten – Szenarien

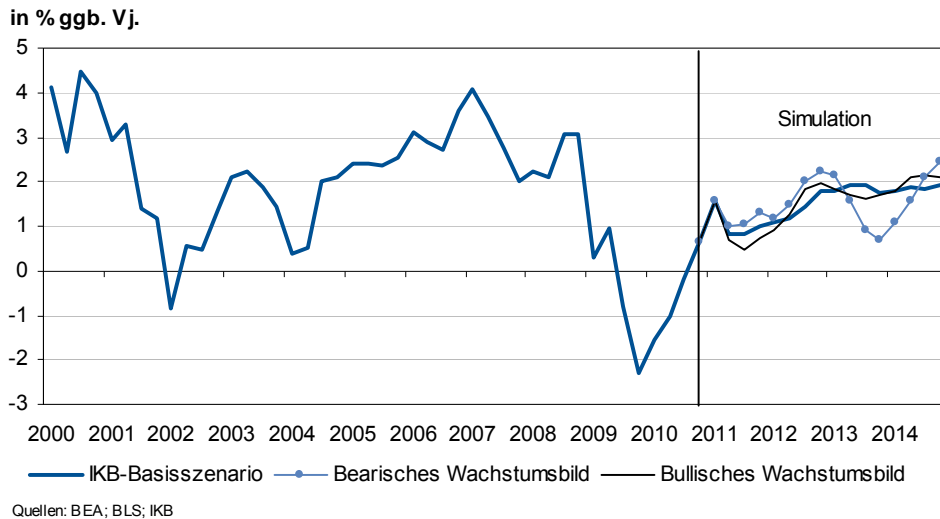
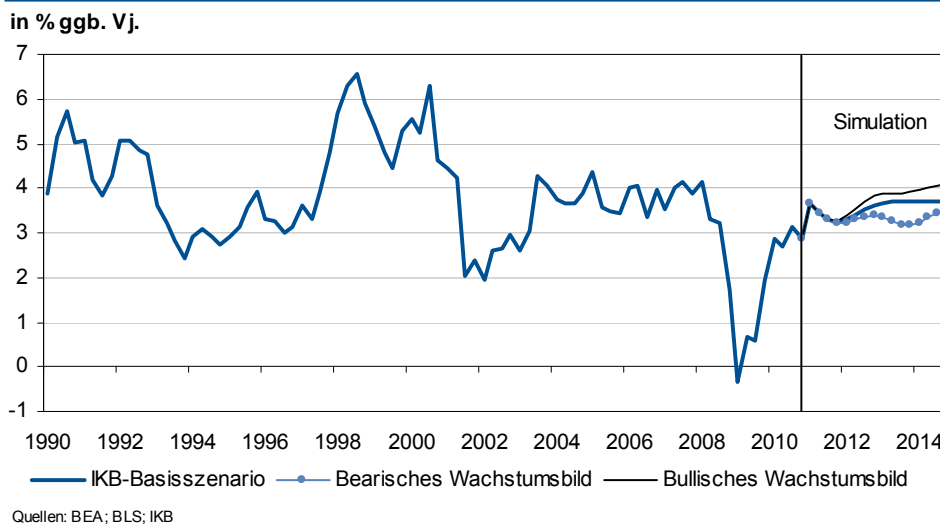


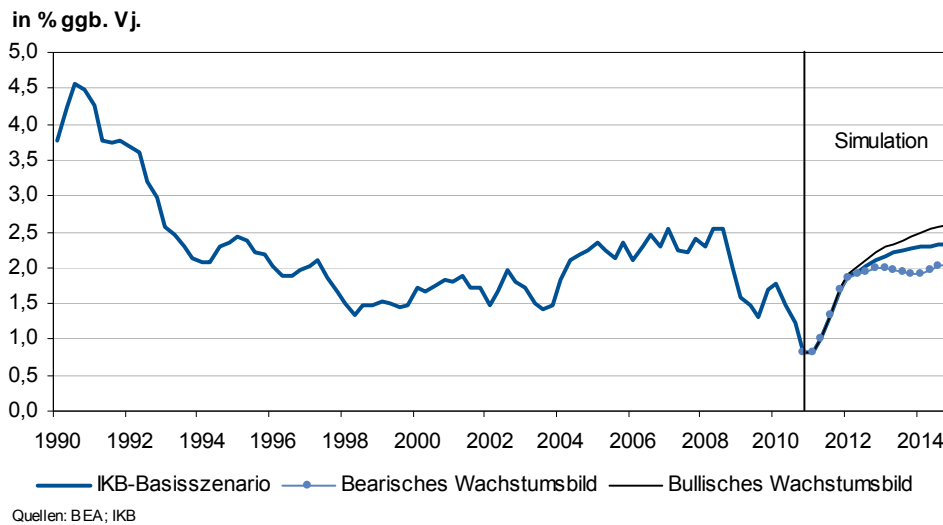
Abbildung 14 verdeutlicht die prognostizierte Lohnentwicklung. Das nominale Wachstum wäre generell mit der Phase zwischen 2004 und 2008 konsistent.

Abb. 14: Lohnentwicklung USA – Szenarien



Die Kerninflationsrate wird ansteigen und 2012 deutlich oberhalb des Niveaus von 2011 liegen. Dies ist das Ergebnis aus der oben dargestellten Dynamik von Produktivitätswachstum, Lohnentwicklung und daraus resultierenden Lohnstückkosten. **Abbildung 15 zeigt sehr deutlich, dass die durch die fallenden Lohnstückkosten verursachte Deflation kein plausibles Risiko für den Prognosezeitraum und der erwartenden Wachstumsannahmen der USA darstellt.** So sollte die Kerninflationsrate in den nächsten Quartalen anziehen, auch wenn die wirtschaftliche Erholung langsamer vorangeht, als es möglicherweise momentan noch erwartet wird (bearisches Szenario).

Abb. 15: Kerninflation – Szenarien



4.4 Fazit

Die Kerninflationsrate in den USA sollte in den nächsten Quartalen ansteigen.

Dies ist die unvermeidbare Konsequenz aus einem sich erholenden Arbeitsmarkt. Dies hat nicht nur mit steigenden Lohnforderungen zu tun, sondern auch mit der Tatsache, dass die US-Unternehmen langsam, aber sicher die Anzahl der Beschäftigten anheben müssen, um Wachstum zu generieren.

In jeder konjunkturellen Erholung hat sich das Produktivitätswachstum nach einem starken Anstieg relativiert und somit dem Arbeitsmarkt den Spielraum gegeben, neue Stellen zu schaffen. **Der deflationäre Druck von 2009 und 2010, der durch fallende Lohnstückkosten bzw. deutliche Produktivitätsanstiege verursacht wurde, scheint sich gewendet zu haben.** Ein sinkendes Produktivitätswachstum bedeutet einen höheren Anstieg der Lohnstückkosten, welche wiederum den Haupttreiber der Kerninflation darstellen.

Tabelle 4: Kerninflation – IKB-Szenarien im Vergleich (in %)

	IKB-Basisszenario	Bullisches Wachstumsbild	Bearisches Wachstumsbild	Fed-Prognosespanne	
				April	Januar
2010	1,3	1,3	1,3		
2011	1,3	1,4	1,2	1,3 – 1,6	1,0 – 1,3
2012	2,0	2,1	1,9	1,3 – 1,8	1,0 – 1,5
2013	2,2	2,4	1,9	1,4 – 2,0	1,2 – 2,0
2014	2,3	2,5	2,0		

Quelle: IKB

Die Fed geht für 2011 von einer durchschnittlichen Kerninflationsrate zwischen 1,3 und 1,6 % aus bzw. im nächsten Jahr von 1,3 bis 1,8 %. In ihrer Januar-Prognose lag die Spanne für 2011 noch bei 1 bis 1,3 %. Im letzten Jahr bewegte sich die Kerninflationsrate bei 1,3 %. So hat die Fed zwischen Januar und April ihr Bild doch deutlich verändert: **War eine Kerninflationsrate für 2011 gleich der von 2010 als eher unwahrscheinlich hoch einzuschätzen, ist es jetzt eher unwahrscheinlich niedrig. Tabelle 4 zeigt die Prognosen der Fed und IKB für die Kerninflationsrate.**

Die IKB prognostiziert eine höhere Kerninflationsrate als es die Fed-Spanne andeutet, auch wenn diese bereits nach oben angepasst wurde. **So gehen wir zum einen von Überraschungen aus, zum anderen von weiteren Revisionen der Fed.** Dies beruht auch darauf, dass die Annahmen, die zu dieser Aussage geführt haben, eher konservativ waren. Sprich: Die Fed-Prognosen sind nur mit einer deutlich schlechteren Arbeitsmarktentwicklung bzw. höheren Produktivitätssteigerung zu erreichen. Dies sehen wir jedoch angesichts der konjunkturellen Erholung und geschätzten Verhältnisse (Modelle) als eher unwahrscheinlich an.

Die gegenwärtige Geldpolitik steht mit den wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA immer stärker im Widerspruch. Diese Aussage gilt auch dann, wenn nicht die allgemeine Inflation, sondern die Kerninflationsrate, auf die sich die Fed primär bezieht, in Betracht gezogen wird. Dies ist selbst dann der Fall, wenn das Wachstum relativ moderat ausfallen sollte.

Die Inflationsentwicklung, wie sie durch das IKB-Modell und verschiedene Szenarien dargestellt ist, deutet auf keine deflationären Risiken hin. Dies ist als positiv im Hinblick auf die US-Wachstumsrisiken zu sehen. **Denn eine ansteigende Kerninflation ist ein Indiz für eine solide wirtschaftliche Erholung, da es das Ergebnis eines sich erholenden Arbeitsmarktes wäre.**

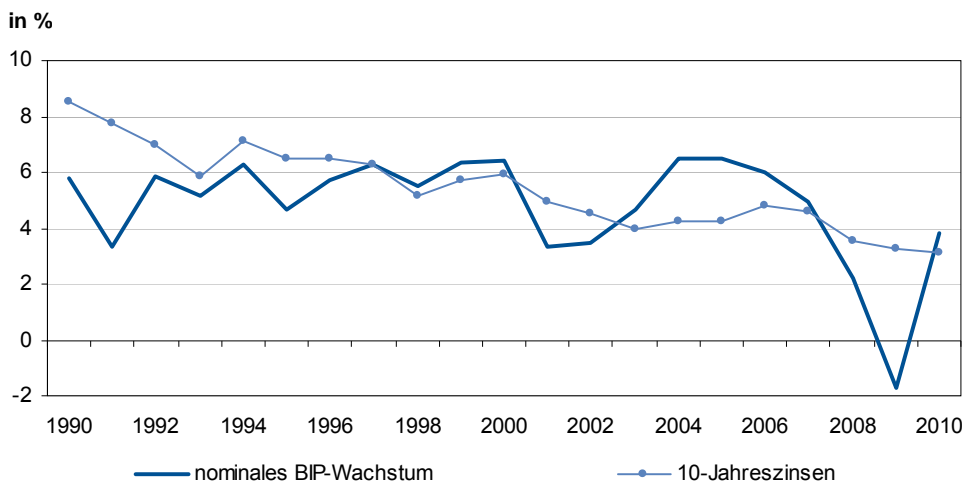
5. Schuldendynamik des Staates und notwendige Maßnahmen

5.1 Einleitung

Die USA konnten in der jüngsten Geschichte unter anderem wegen eines hohen Wirtschaftswachstums eine eskalierende Staatsschuldenproblematik verhindern. Mit jeder konjunkturellen Erholung hat sich die für eine Stabilisierung ausschlaggebende Primärbilanz dank sprudelnder Steuereinnahmen ausreichend reduziert. Die Primärbilanz entspricht dabei der Differenz aus Staatseinnahmen und Staatsausgaben ohne Zinszahlungen. Zudem haben das hohe Wachstum und fallende Zinsen die für die Stabilisierung notwendige Größe der Primärbilanz begrenzt. Die USA hatten sogar Phasen, in denen das nominale Zinsniveau unterhalb des nominalen Wachstums lag, was es der US-Regierung erlaubte, ein Primärdefizit zu fahren ohne die Schuldenquote zu erhöhen.

Die momentane konjunkturelle Erholung wird zwar von niedrigen Zinsen gekennzeichnet, doch reicht dies wegen der Größe des Defizits nicht aus, um eine Eskalation der Schuldenquote zu verhindern. Zwar hat sich das Haushaltsdefizit von seiner Rekordhöhe von 10 % des BIP (2009) auf 8,9 % für 2010 reduziert, doch liegt dies immer noch weit entfernt von der für die Stabilisierung notwendigen Größe (mehr dazu weiter unten). Auch wird für 2011 mit einem Haushaltsdefizit von 10,9 % des BIP gerechnet.

Abb. 16: Nominales BIP-Wachstum und Langfristzinsen



Quellen: BEA; Bloomberg; IKB

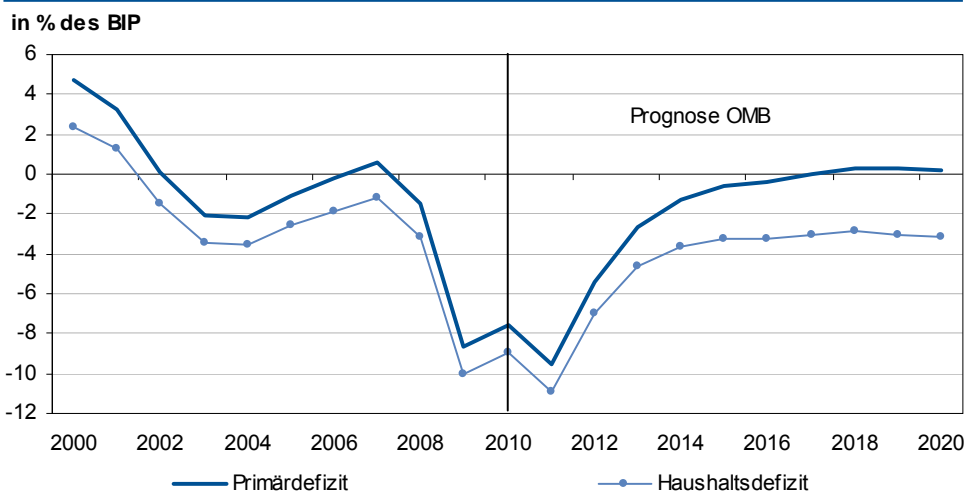
Wie groß ist das Wachstumsrisiko vor dem Hintergrund einer notwendigen Stabilisierung und ultimativen Rückführung der Schuldenquote? Ist die benötigte Primärbilanz von solch einer Größe, dass deutliche Einsparungen in den nächsten Jahren durchgeführt werden müssen? Oder ist angesichts des höheren Wachstums und niedriger Zinsen das eigentlich notwendige Korrekturpotenzial der Primärbilanz und des Haushaltsdefizits von geringerem Umfang, so dass es auf Sicht kein signifikantes Wachstumsrisiko darstellt? Dies sind die Fragen, die in diesem Abschnitt erörtert werden.

5.2 Entwicklung der Primärbilanz – historische Tendenzen und notwendige Schritte

Eine fiskalische Konsolidierung unter weniger positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben die USA in jüngster Zeit (letzten 20 Jahre) nicht vollbringen müssen. Denn nur in Zeiten von deutlich erhöhtem Wachstum wurde ein Primärüberschuss erreicht. So war die Primärbilanz eher das Ergebnis des Wachstumspfadens und der daraus resultierenden Steuereinnahmen als eine Zielgröße in der Fiskalpolitik.

Zwar publizieren die US-Behörden Projektionen, doch signalisieren diese erst für 2018 eine positive Primärbilanz. Kurzfristig – und selbst mittelfristig – scheinen die Prioritäten eher in der Konjunkturpolitik zu liegen. Auch scheinen die Wachstumsannahmen eher hoch: So wird von einem mittelfristigen realen Wachstum von 3,2 % ausgegangen, ohne die Treiber für solch ein Wachstum näher zu beleuchten. Abbildung 17 gibt die vom US-Budget Office anvisierte Reduzierung des Primär- bzw. Haushaltsdefizits wieder.

Abb. 17: Primär- und Haushaltsdefizit im Vergleich



Quellen: OMB; IKB

Was wäre, wenn eine wirtschaftliche Abkühlung der USA eine deutliche Verringerung des Primärdefizits durch Wirtschaftswachstum verhindert? Die Größe des Primärdefizits wie auch das zu erwartende mittelfristig niedrigere Wachstum deuten an, dass eine natürliche bzw. allein durch Wachstum generierte Reduzierung der Primärbilanz nicht ausreichen könnte. **Die USA befinden sich bereits schon seit sieben Quartalen in der konjunkturellen Erholung, das Primärdefizit hat sich jedoch noch nicht verbessert. Dies deutet zum einen auf die Größe der immer noch durchgeführten Konjunktur bzw. Steuererleichterungen hin, zum anderen zeigt es das potenzielle Wachstumsrisiko der USA.**

Die Primärbilanz ist trotz konjunktureller Erholung immer noch auf einem für die Staatsverschuldung instabilen Niveau. Somit müssen die USA möglicherweise trotz – und nicht wegen – der Konjunktur eine Verbesserung der Primärbilanz erreichen. Wie groß muss die Reduzierung der Primärbilanz sein, damit die Schuldenquote stabil bleibt, und was heißt dies für das Wachstumsbild? Die Antwort lässt sich von der Definition des Schuldenstands ableiten. Der Schuldenstand in Zeitperiode t (D_t) setzt sich aus drei Komponenten zusammen, nämlich dem Schuldenstand der Vorperiode (D_{t-1}), den Zinszahlungen ($i \cdot D_{t-1}$) und dem Primärbilanzsaldo (Pb_t). Zur Einschätzung der für die Stabilisierung notwendigen Primärbilanz ergibt sich somit folgende Identität:

$$D_t = Pb_t + (1 + i) \cdot D_{t-1}$$

Setzt man diesen Ausdruck ins Verhältnis zum nominalen BIP folgt:

$$d_t = pb_t + \frac{(1 + i)}{(1 + g)} \cdot d_{t-1} \quad (2)$$

Gleichung 2 impliziert, dass eine stabile Schuldenquote ($\Delta d_t = 0$) bei einer ausgeglichenen Primärbilanz pb_t ein nominales Wachstum g benötigt, welches gleich dem Zinsniveau i ist. Sprich: Solange die Zinsen (i) größer sind als die nominale Wachstumsrate des BIP (g), ist der Verschuldungsprozess explosiv (der Koeffizient von d_{t-1} ist größer als 1); man benötigt somit einen Primärüberschuss zur Stabilisierung. Sind die Zinsen niedriger als das nominale Wachstum, führt ein Primärdefizit nicht notwendigerweise zu einer Eskalation der Schuldenquote. So kann das für eine Stabilisierung erlaubte Primärdefizit zusammen mit einer Zins- und Wachstumsannahme durch Gleichung 2 bestimmt werden.

Die Projektionen der US-Regierung (Abbildung 17) veranschaulichen, dass die USA eine mittelfristige Schuldenstabilisierung anstreben. Kurzfristige Aktionen scheinen auch wegen des relativ niedrigen Zinsniveaus sowie moderateren Wachstums unangebracht. Anders als in manchen Euro-Ländern zeigen die Kapitalmärkte keine Nervosität in Bezug auf die derzeitige Schuldendynamik der USA, was sich über steigende Zinsen zu einer instabilen Schuldenquote entwickeln könnte und somit kurzfristige Maßnahmen erfordern würde. So gehen wir in der Analyse, basierend auf Gleichung 2, von den folgenden Parametern aus:

- Die US-Staatsverschuldung wird auf 110 % des BIP ansteigen (momentan 92,5 %), bevor sie sich dann stabilisiert. Dies ist etwas höher als die offizielle Projektion der US-Regierung, die eine Stabilisierung bei rund 105 % des BIP erwartet.
- Dieser Anstieg wird sich in den nächsten fünf Jahren vollziehen.
- Das Primärdefizit wird sich über diese Zeit reduzieren müssen, sodass kein weiterer Anstieg über die Schuldenquote von 110 % erfolgen wird.

- Die Langfristzinsen zeigen zwar im IKB-Basisszenario eine steigende Tendenz, doch bleiben sie relativ niedrig. Im bearischen Wachstumsbild liegen sie noch niedriger. Der durchschnittliche effektive Zinssatz bis 2014 wird auf 4,5 % im Basisszenario bzw. 3,5 % im bearischen Szenario angesetzt.
- Basierend auf den Wachstums- und Inflationsszenarien wird ein nominales Wachstum von rund 5,5 % bzw. 4 % angenommen. Dies bedeutet, dass der effektive nominale Zinssatz unter oder nahe an dem nominalen Wachstum liegen wird und somit das Maß der notwendigen Reduzierung des Primärdefizits verringert.

Was für ein Primärdefizit ist unter Annahme dieser Parameter nun erforderlich? Tabelle 5 wurde mit Hilfe von Gleichung 2 zusammengestellt.

Tabelle 5: Stabilisierung der Schuldenquote bei 110 % – notwendiger Primärüberschuss (in % des BIP)

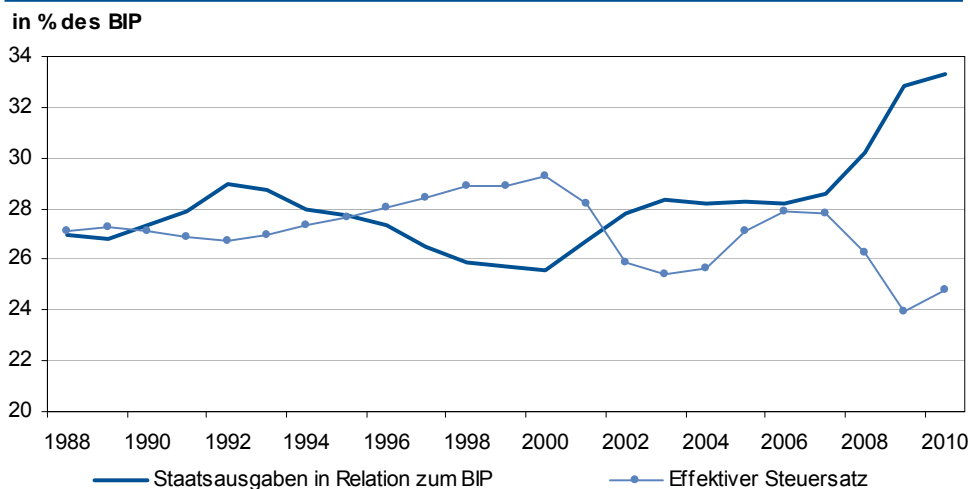
		Zinssatz			
		3,5%	4%	5%	6%
BIP	6,0%	-2,59	-2,08	-1,04	0,00
	5,0%	-1,57	-1,05	0,00	1,05
	4,0%	-0,53	0,00	1,06	2,12

Quelle: IKB

Die folgenden Punkte sind festzuhalten:

- Eine Stabilisierung der Schulden bei 110 % des BIP in fünf Jahren bedeutet eine Reduzierung des Primärdefizits auf um die 1 % am Ende der fünf Jahre. Sollten die Zinsen gleich dem nominalen Wachstum sein, müsste eine ausgeglichene Primärbilanz anfallen.
- Momentan deutet die Primärbilanz auf ein Defizit von fast 10 % des BIP hin. **Diese Bilanz müsste somit jährlich um rund 2 % des BIP reduziert werden, um die Verschuldung auf Sicht stabil zu halten.**
- In der vorherigen Erholungsphase (2004 bis 2007) hat sich das Primärdefizit jährlich um etwa 1 Prozentpunkt verringert und erreichte 2004 einen positiven Wert von 0,5 % des BIP. **Somit ist die fiskalische Herausforderung selbst unter der Berücksichtigung einer Zeitspanne von fünf Jahren und einem relativ niedrigen Zinsniveau doppelt so hoch wie in früheren Erholungsphasen.**

Abbildung 18 verdeutlicht die Kluft zwischen der Steuerlast und Ausgabenquote. Sie heißt es über die nächsten 5 Jahre zu schließen. Eine Erhöhung der Steuerlast wie auch eine Reduzierung der Ausgaben ist hierfür in einem deutlich höheren Maße notwendig, als es zwischen 2004 und 2007 der Fall war. Damals waren es vor allem die Steuern, die angepasst wurden. Wegen des Umfangs der Kluft reicht jedoch nur eine Größe, die sich anpassen muss, nicht aus.

Abb. 18: Staatsausgaben und effektiver Steuersatz


Quellen: BEA; US-Treasury; IKB

5.3 Fazit

- **Eine Stabilisierung der Schuldenquote in fünf Jahren bei 110 % des BIP erfordert eine signifikante notwendige Reduzierung der jährlichen Primärbilanzdefizite. Sie ist ohne ein deutliches Ansteigen der Steuerlast und eine Ausgabenreduzierung nicht zu bewerkstelligen.**
- Auch ist die notwendige Reduzierung deutlich höher als in der vorherigen konjunkturellen Erholungsphase, obwohl das Zinsniveau weiterhin als eher moderat unterstellt wird. Dies ist durch die gigantische Kluft zwischen Steuer- und Ausgabenquote begründet.
- Da in einem bearischeren Wachstumsumfeld auch die Langfristzinsen niedriger sein sollten, ändert sich diese Aussage nicht fundamental, wenn ein konservativeres Wachstumsbild als Grundlage der Analyse gilt.
- **Die angestrebte Schuldenstabilisierung deutet auf ein nennenswertes Wachstumsrisiko hin. Denn die Herausforderungen an die US-Fiskalpolitik sind deutlich größer als in vorigen Erholungsphasen. Dies gilt, obwohl die Schuldenstabilisierung auf fünf Jahre, wie durch die Fiskalpolitik angedeutet, gestreckt wird. Und selbst dies würde nur eine Stabilisierung und nicht Rückführung der Schuldenquote bedeuten.**
- **Die fiskalischen Herausforderungen bestätigen, dass es die US-Wirtschaft auf Sicht eher schwer haben dürfte, an alte Wachstumsniveaus anzuschließen, da die notwendige Reduzierung der Primärbilanz durch Steuererhöhungen und Ausgabenreduzierungen deutlich höher liegt, als es in der letzten Erholungsphase der Fall war.**

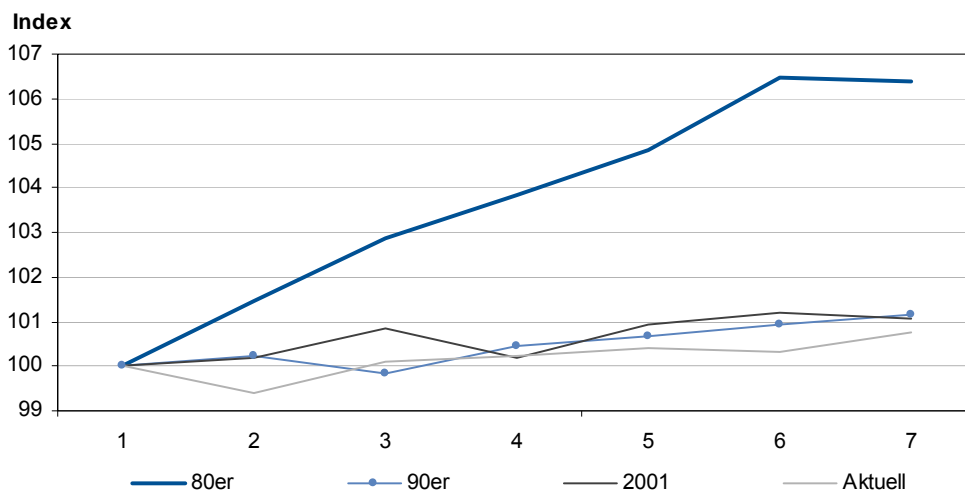
Anhang 1: US-Zins und Wachstum im historischen Vergleich – 3rd time lucky?

Zweifel an der US-Erholung scheinen weiterhin an den Finanzmärkten vorzuherrschen. Denn nur unter der Annahme von deutlichen Wachstumszweifeln ist das momentane US-Langfristzinsniveau fundamental zu erklären. Und auch die erhöhte Sensitivität der Märkte gegenüber den Wirtschaftsdaten (insbesondere den Arbeitsmarktzahlen) können als Anzeichen von Unsicherheit über die Nachhaltigkeit der US-Erholung angesehen werden. Diese Bedenken werden durch die gegenwärtige Geldpolitik eher noch bestätigt als reduziert, denn die Fed setzt auch weiterhin ein klares Zeichen, dass eine 0%-Zinspolitik angebracht bzw. notwendig sei. Würde man jedoch die Fed-Wachstumsprognosen für 2011/12 von deutlich oberhalb von 3 % als Annahme sehen, dürfte ein Zinsniveau von 0 % wohl vermehrt in Frage gestellt werden.

Es gibt noch weitere Gründe für die Unsicherheit bezüglich der US-Erholung an den Finanzmärkten. Sicherlich sind das Ausmaß der Finanzkrise und die potenziellen Auswirkungen, die sie hätte haben können, nicht zu unterschätzen. Dies könnte sogar mittelfristig zu höheren Risikoannahmen an den Finanzmärkten führen. Die letzte Rezession war eben nicht konjunkturell bedingt, sondern durch eine signifikante Krise verursacht. Nach solch einer Entwicklung ist eine Neubeurteilung des Risikos zu erwarten. Dies gilt jedoch eher generell und bezieht sich nicht nur auf die USA, denn in Deutschland ist das BIP in der Krise deutlich stärker eingebrochen als in den USA.

Es liegt sicherlich in der fundamentalen Einschätzung begründet, dass das US-Wachstum auf Sicht niedriger ausfallen wird, als noch vor der Krise angenommen. Hierfür spricht zum einen die anhaltende Entschuldung der Haushalte, zum anderen aber auch die Tatsache, dass der Häusermarkt immer noch nicht in Gang kommt. Die anstehenden Häusermarktzahlen in dieser Woche sollten dieses Bild nicht verändern. Zudem ist es die eskalierende Staatsverschuldung, die wegen ihres Umfangs (erwartetes Haushaltsdefizit für 2011 von 10,9 % des BIP) auf Sicht einen Wachstumsdämpfer darstellen dürfte.

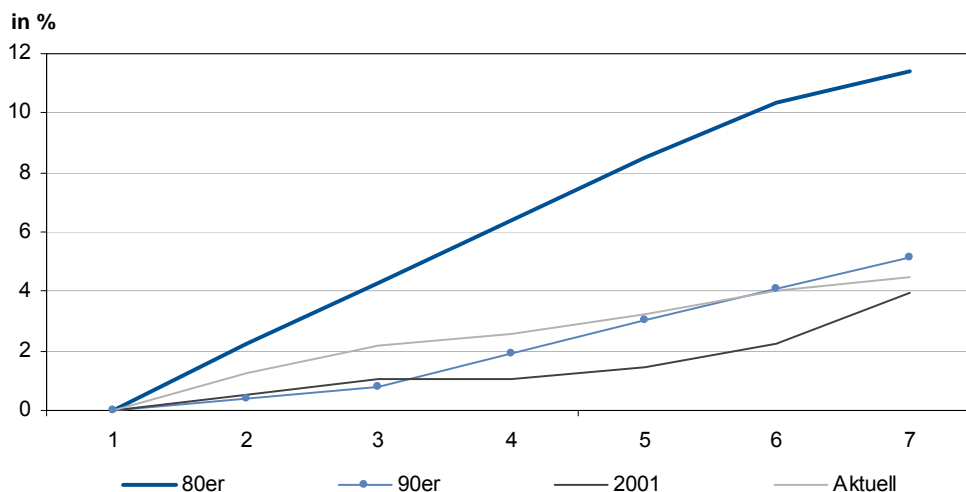
Abb. 19: Beschäftigung – Erholung nach der Rezession im historischen Vergleich



Quellen: BLS; NBER; IKB

Legt man jedoch für einen Moment diese Gedanken beiseite und vergleicht nur die konjunkturelle Erholung bis zum jetzigen Zeitpunkt, so scheint nichts Abnormales zu geschehen. Der Arbeitsmarkt wie auch das BIP-Wachstum verlaufen in dieser Erholungsphase gleich zu der konjunkturellen Erholung Anfang der 90er Jahre bzw. in 2001. Abbildung 19 und 20 veranschaulichen die Entwicklung der Beschäftigung und des BIP für sieben Quartale nach der Rezession: Der Arbeitsmarkt hat schon in den vorigen zwei Erholungsphasen relativ lange benötigt, bevor er wieder Fahrt aufgenommen hat. Dies hat weniger mit der Haltbarkeit des Wachstums zu tun, als vielmehr mit der Notwendigkeit der Unternehmen, ihre Gewinnspannen wieder herzustellen. Zwar bleibt das Niveau der Beschäftigung niedrig, doch hat der Anstieg des BIP einen ähnlichen Einfluss auf die Beschäftigung wie bereits in den vorigen zwei konjunkturellen Erholungen.

Abb. 20: BIP – Erholung nach der Rezession im historischen Vergleich



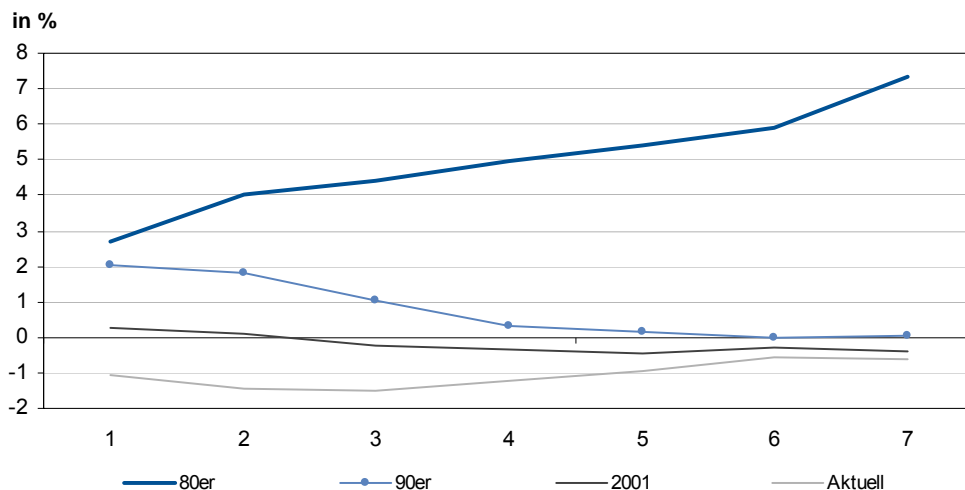
Quellen: BEA; NBER; IKB

Wurde nach dem jüngsten Einbruch eine schnellere Erholung erhofft? Schließlich sind über acht Millionen Arbeitsplätze abgebaut worden, die bei weitem noch nicht wieder geschaffen wurden. Hier ist jedoch zu erkennen, dass es die Veränderung des BIP ist, die den Aufbau von Arbeitsplätzen bewirkt und nicht das Vorkrisenniveau. Die Rezession in 2001 war eher mild, diejenige Anfang der 90er Jahre deutlich ausgeprägter und die jüngste in 2008 am extremsten. Gleichwohl ist in allen drei Fällen der Wachstumsverlauf nach der Krise vergleichbar. So scheint die konjunkturelle Erholungsdynamik von der Größe der Rezession eher weniger beeinflusst zu sein – eine Erkenntnis, die sich empirisch bestätigen lässt.

Fazit 1: Das Wachstum und die Erholung des Arbeitsmarktes folgen in der jetzigen konjunkturellen Phase dem gleichen Pfad vorheriger Erholungsphasen. Argumente bezüglich einer schwachen und nicht überzeugenden Erholung sind daher eher unangebracht. Dies gilt für das BIP-Wachstum wie auch für den Arbeitsmarkt. Deutlich wird jedoch auch, dass die Erholung eher unabhängig von der Signifikanz der Rezession zu sein scheint.

Stützt die Geldpolitik das Wachstum in so einem Maße, dass die strukturellen Schwächen im Vergleich zu vorigen Phasen überdeckt werden? Oder: Verhält sich die Geldpolitik in diesem Zyklus anders? Zumindest in Bezug auf die realen Zinsen scheint dies nicht der Fall zu sein. Wie Abbildung 21 veranschaulicht, ist die negative Zinspolitik der Fed im Vergleich zu den anderen zwei Erholungsphasen nicht außergewöhnlich. Zwar war sie zu Anfang der Erholung deutlich unterstützender, doch nach sieben Quartalen ist sie mit den beiden anderen Erholungszyklen konsistent. Die Fed hat sich auch in den vorherigen zwei Phasen relativ viel Zeit gelassen, und die realen Zinsen sind nach sieben Quartalen niedriger als am Wendepunkt der Rezession! Die jetzige Geldpolitik kann also rückblickend nicht als überreaktiv eingeschätzt werden – zumindest was das reale Zinsniveau nach sieben Quartalen Erholung angeht. Es wird aus Abbildung 21 auch deutlich, dass die Fed seit Greenspan und mit jeder weiteren Rezession bzw. Erholung ihre unterstützende Rolle anfangs verstärkt hat.

Abb. 21: Realer Leitzins – Niveau nach der Rezession im historischen Vergleich



Quellen: BEA; NBER; IKB

Fazit 2: Die US-Zinspolitik verhält sich in dieser Phase der konjunkturellen Erholung nicht viel anders als in den vorigen zwei Phasen unter Greenspan. Generell ist eine eher zögerliche Geldpolitik auch in den vorausgehenden Krisenphasen deutlich erkennbar. Sie hat dazu geführt, dass selbst nach sieben Quartalen der Erholung die realen Zinsen nicht nur immer noch bei 0% lagen oder negativ waren, sondern sich sogar auf oder unterhalb des Niveaus vom Anfang der konjunkturellen Erholung bewegten.

Implikationen: Rückblickend scheint es keine Anzeichen einer deutlichen Zinskorrektur am kurzen Ende zu geben. Dies wiederum spricht eher für eine steigende Tendenz der US-Langfristzinsen als für eine kurzfristige Korrektur und gegen eine deutliche Ausweitung des Langfristzinsdifferentials zwischen den USA und Deutschland, was gegen eine mittelfristige Stärke des US-Dollar gegenüber dem Euro sprechen würde.

Im historischen Vergleich ist die Dynamik der derzeitigen konjunkturellen Erholung nicht außergewöhnlich. Erst die Tatsache, dass die US-Wirtschaft in der letzten Krise deutlich stärker eingebrochen ist, verleiht etwas Perspektive. Die Größe des BIP-Einbruchs scheint keinen Einfluss auf die Stärke der konjunkturellen Erholung zu haben. Dies ist nicht verwunderlich, da das BIP-Wachstum für die meisten Länder eher einen „Random

Walk“ darstellt als eine stabile Zeitreihe. Daher haben Krisen einen deutlich größeren Einfluss, und historische Trendlinien sind von wenig Relevanz. Die Analysen in dieser Studie bestätigen dieses Bild.

Anhang 2: US-Makro- und Inflationsmodell

Das US-Makro-Modell besteht im Kern aus einem vier Variablen umfassenden Fehlerkorrekturmodell. Grundlage ist ein langfristiges Verhältnis zwischen der Verschuldung der privaten Haushalte (*Debt*), der realen Häuserpreise (*HP1*), der privaten Sparquote (*sav*) und des realen BIP (*GDP*). Das Verhältnis wurde durch einen signifikanten Kointegrationstest bestätigt. Die folgenden Gleichungen definieren das Verhältnis dieser Variablen. Der Term *ECT* stellt die Fehlerkorrekturvariable dar.

BIP, Häuserpreise und Verschuldung der privaten Haushalte

$$\Delta(Debt_{hh,t}) = \nu 1 * ECT + \sum_{i=1}^5 \alpha_i \Delta(GDP_{t-i}) + \sum_{j=1}^5 \beta_j \Delta(HP1_{t-j}) + \sum_{j=1}^5 A_j \Delta(sav_{t-j}) + e_{d,t}$$

$$\Delta(GDP_{hh,t}) = \nu 2 * ECT + \sum_{i=1}^5 \delta_i \Delta(Debt_{hh,t-i}) + \sum_{j=1}^5 \lambda_j \Delta(HP1_{t-j}) + \sum_{j=1}^5 B_j \Delta(sav_{t-j}) + e_{g,t}$$

$$\Delta(HP1_t) = \nu 3 * ECT + \sum_{i=1}^5 \varpi_i \Delta(GDP_{t-i}) + \sum_{j=1}^5 \pi_j \Delta(Debt_{hh,t-j}) + \sum_{j=1}^5 E_j \Delta(sav_{t-j}) + e_{h,t}$$

$$\Delta(sav_t) = \nu 4 * ECT + \sum_{i=1}^5 \theta_i \Delta(GDP_{t-i}) + \sum_{j=1}^5 \gamma_j \Delta(HP1_{t-j}) + \sum_{j=1}^5 \Gamma_j \Delta(Debt_{hh,t-j}) + e_{s,t}$$

$$ECT = 1 * sav_t + \psi 1 * Debt_{hh,t} - \psi 2 * HP1_t + \psi 3 * GDP_t$$

Das Modell zur US-Kerninflation besteht im Kern aus drei Gleichungen, nämlich über die Kerninflationsrate, die Anzahl der Erwerbstätigen und die Lohnrate.

Kerninflation

$$\Delta \log(PCE_Core_t) = \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta \log(ULC_t) + \alpha_2 * \Delta \log(GDP_t) + \alpha_3 * \Delta \log(PCE_Core_{t-1}) + e_t$$

wobei *pce_core* die Kerninflationsrate darstellt, *ULC* die Lohnstückkosten und *GDP* das reale BIP. Alle Variablen werden als Quartalsveränderungen der Log-Transformation definiert.

Anzahl der Erwerbstätigen

$$\Delta \log(\text{Employ}_t) = \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta \log(\text{GDP}_t) + \alpha_2 * \log\left(\frac{\text{GDP}_t}{\text{GDP}_{t-4}}\right) + \alpha_3 * \Delta \log\left(\frac{\text{WR}_t}{\text{PCE_Core}_t}\right) + e_t$$

wobei *employ* die Anzahl der Erwerbstätigen darstellt und *wr* die Lohnrate

Lohnrate

$$\Delta \log(\text{WR}_t) = \alpha_0 + \sum_{i=1}^3 \alpha_i * \Delta \log(\text{Employ}_{t-i}) + \alpha_4 * \Delta \log(\text{PCE_Core}_t) + e_t$$

Lohntüte

$$\text{WB}_t = \text{WR}_t * \text{Employ}_t$$

Lohnstückkosten

$$\text{ULC}_t = \frac{\text{WB}_t}{\text{GDP}_t}$$

Produktivität

$$\text{Prod}_t = \frac{\text{GDP}_t}{\text{Employ}_t}$$

Volkswirtschaft

Dr. Kurt Demmer, Chefvolkswirt	+49 211 8221 4488	Kurt.Demmer@ikb.de
Dr. Klaus Bauknecht, Ökonometrie und Kapitalmarkt	+49 211 8221 4118	Klausdieter.Bauknecht@ikb.de
Dr. Carolin Vogt, Konjunktur	+49 211 8221 4492	Carolin.Vogt@ikb.de
Lindsay Burger	+49 211 8221 3626	Lindsay.Burger@ikb.de
Ralf Heidrich	+49 211 8221 4750	Ralf.Heidrich@ikb.de
Margit Hogenkamp	+49 211 8221 4490	Margit.Hogenkamp@ikb.de
Dr. Günter Kann	+49 211 8221 4499	Guenter.Kann@ikb.de
Lars Kolbe	+49 211 8221 3097	Lars.Kolbe@ikb.de
Timo Schlichting	+49 211 8221 3025	Timo.Schlichting@ikb.de

Herausgeber:

Bereich Volkswirtschaft und Research der IKB Deutsche Industriebank AG, Wilhelm-Bötzkes-Str. 1, 40474 Düsseldorf

Tel.: +49 211 8221-0, www.ikb.de

Lektorat:

Kommunikation, Annette.Littmann@ikb.de
