

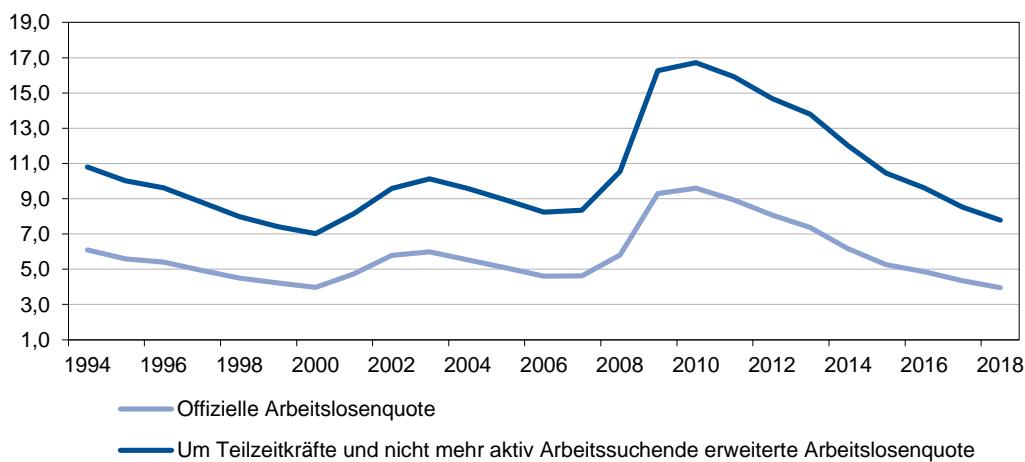
Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die US-Wirtschaft ist im dritten Quartal 2018 im Vergleich zum Vorquartal um 0,9 % gewachsen, nachdem sie bereits im Sommerquartal mit einem Wachstum von 1 % positiv überraschte. Zu dieser kräftigen Dynamik hat der private Konsum entscheidend beigetragen; seine Zunahme lag in beiden Quartalen bei ca. 1 %. Mit einem BIP-Anteil des Konsums von rund 70 % ergab sich somit ein durchschnittlicher Wachstumsbeitrag von 0,6 Prozentpunkten. Doch trotz der guten Konsumdynamik wird oftmals an der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Dynamik in den USA gezweifelt. Viele Volkswirte argumentieren, die anhaltende Senkung der US-Sparquote und die steigende private Schuldenquote seien nicht haltbar und dämpften somit den Ausblick für das Konsumwachstum. Ebenso wird von vielen Marktbeobachtern bezweifelt, ob die Steuersenkung nachhaltige Effekte mit sich bringt.

US-Arbeitsmarktdaten können überzeugen – Erholung kommt an

Die anhaltend gute Konjunktur führt dazu, dass ein zunehmender Anteil der US-Bevölkerung von dieser Entwicklung profitiert. Dies ergibt sich aus den Lohnanstiegen und der sinkenden Arbeitslosenquote. Die Löhne erhöhen sich bereits seit 2011 jährlich um über 4 % und liegen damit deutlich über der Inflationsrate. Auch eine um Teilzeitkräfte und nicht mehr aktiv Arbeitssuchende erweiterte Arbeitslosenquote zeigt ein überzeugendes Bild. Sie ist dann mit 7,5 % etwa doppelt so hoch wie die offizielle von 3,7 % (September 2018); doch auch dieser Wert ist im historischen Vergleich niedrig. Nur im Boomjahr 2000 lag der Jahresdurchschnitt mit 7,0 % unter dem aktuellen Wert von 2018. Auch hat sich der Anteil der Langzeitarbeitslosen deutlich reduziert. Waren 2011 noch fast 44 % aller Arbeitslosen länger als 27 Wochen ohne Arbeit, hat sich dieser Wert in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres im Schnitt auf 21,3 % ungefähr halbiert. Allerdings ist die Dauer der Arbeitslosigkeit im historischen Vergleich immer noch relativ hoch. Gleiches gilt für die Anzahl der Essensmarkenempfänger (SNAP-Programm). Zwar hat sich der Anteil der Bevölkerung, die Hilfe erhalten, vom Höchststand im Jahr 2013 deutlich reduziert. Mit rund 12 % der Bevölkerung (ca. 39 Mio. Essensmarkenempfänger im Juli 2018) bleibt die Quote allerdings immer noch höher als in den Vorkrisenjahren.

Abb. 1: US-Arbeitslosenquote in %

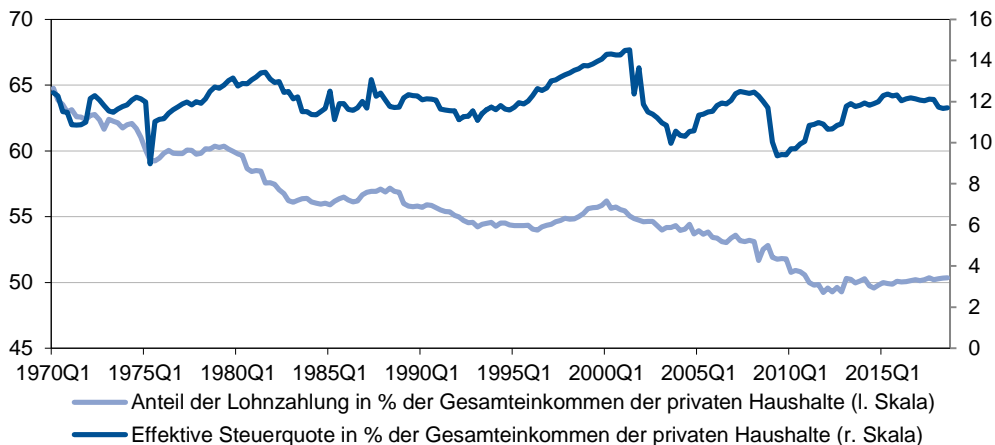


Quellen: Bureau of Labour Statistics; IKB-Berechnung

Einfluss der Steuerreform sollte nicht überbewertet werden

Grundsätzlich sollte der Einfluss der US-Steuerreform auf das verfügbare Einkommen, das Konsumentenvertrauen und damit auf den privaten Konsum nicht überbewertet werden. Die Steuerquote auf Privateinkommen verläuft historisch relativ stabil und schwankt zwischen 10 % und 13 % – in Abhängigkeit von der Konjunktorentwicklung. Auch aktuell ist die Quote nur geringfügig gesunken. Ein bedeutender Schub für das verfügbare Einkommen infolge der aktuellen Steuersenkung ist demnach (noch) nicht zu erkennen. Auch sind es nicht die Einflüsse von Steuerreformen, die dem US-Verbraucher Raum für mehr Konsum geben, sondern die Lage auf dem US-Arbeitsmarkt. Das aktuelle Konsumwachstum ist demnach um einiges nachhaltiger als der Einmaleffekt, der sich aus den Steuersenkungen erwarten lässt.

Abb. 2: USA: Effektive Steuerquote und Lohnanteil am privaten Einkommen



Quellen: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labour Statistics; IKB-Berechnungen

Zusammensetzung des Einkommens hat sich verändert ...

In der historischen Betrachtung gab es einige Verschiebungen in der Zusammensetzung des US-Privateinkommens. Löhne machen aktuell nur 50 % des gesamten Einkommens (Q3/2018) aus, während dieser Wert 1970 noch bei 64 % lag. Deutlich angestiegen sind hingegen die Sozialleistungen des Staates. Auch Vermögenseinkünfte haben an Bedeutung gewonnen. Nicht nur die relativ hohe Quote von Essensmarkenempfängern stützt die These einer zunehmenden Einkommensungleichheit in den USA, sondern auch der sinkende Anteil der Löhne bzw. der steigende Anteil von Vermögenseinkünften. Eine Zunahme der Einkommensungleichheit würde zudem dafür sorgen, dass die aggregierte Konsumneigung sinkt, da Besserverdienende eine höhere Sparquote aufweisen. Tabelle 1 zeigt jedoch eine entgegengesetzte Entwicklung. So ist die Konsumquote in den letzten Jahrzehnten tendenziell gestiegen (von 75 % auf 80%), während sich die Sparquote von 11 % zu Anfang der 1970er-Jahre auf 6 % reduziert hat.

Neben der Zunahme der Einkommensungleichheit und den Einmaleffekten aus der Steuerpolitik ist es vor allem der ansteigende Schuldenberg, der oftmals als Argumente für ein nicht nachhaltiges US-Konsumwachstum angeführt wird. Doch gemäß OECD-Daten ist die private Schuldenquote (Privatverschuldung relativ zum verfügbaren Einkommen) der USA im internationalen Vergleich gar nicht so hoch, sondern liegt eher im unteren Mittelfeld. Viele europäische Länder, aber auch Kanada und Südkorea haben eine deutlich höhere private Schuldenquote. Der größte Teil der US-Privatverschuldung sind Immobilienkredite: Sie machen aktuell ca. 70 % der Schulden der US-Privathaushalte aus, die sich insgesamt auf 13,3 Billion US-\$ belaufen.

Tabelle 1: Zusammensetzung des Einkommens privater Haushalte und dessen Verwendung

	1970	1980	1990	2000	2010	2018 Q3
Gesamtes Einkommen						
Lohnzahlungen	63,8	59,1	55,8	55,8	50,8	50,4
Zusatzleistungen der Arbeitgeber	8,3	10,7	12,2	11,8	12,4	11,5
Einkommen aus Selbstständigkeit	9,0	7,4	7,2	8,7	8,8	8,9
Nettotransferleistungen des Staates	3,3	1,9	3,8	4,4	10,7	9,2
Einkommen aus Vermögen	15,7	17,9	21,0	19,3	17,3	20,0
Verwendung						
Steuern	11,9	12,9	12,1	14,3	9,9	11,7
Privater Konsum	74,8	75,4	77,5	78,2	81,2	79,6
Zinszahlungen (ohne Hypotheken)	1,7	1,8	2,4	2,5	1,9	1,9
Sonstige Ausgaben	0,3	0,3	0,6	0,9	1,2	1,2
Sparen	11,3	9,6	7,3	4,1	5,9	5,7

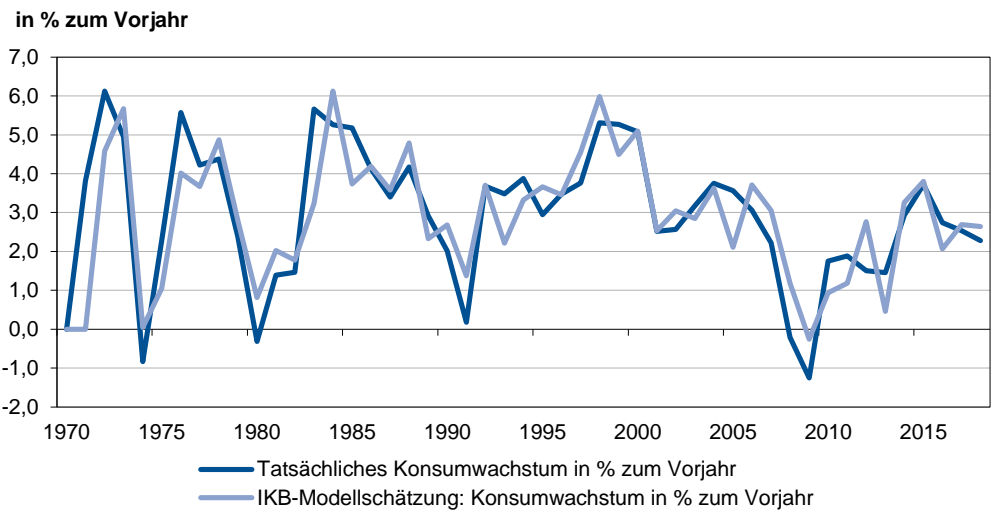
Quellen: Bureau of Economic Analysis; IKB-Berechnung

Eine hohe Schuldenlast kann das Sparen der Konsumenten erzwingen. Allerdings umfasst der private Konsum auch die Kosten für „Wohnen im Eigentum“ in Form einer geschätzten Miete. Wenn steigende Immobilienzinsen und Häuserpreise zu höheren Mieten führen, nimmt auch der Konsum zu, da mehr Geld für die Dienstleistung „Wohnen“ ausgegeben wird. In welchem Maße steigende Immobilienkosten andere Verwendungszwecke des privaten Konsums reduzieren, lässt sich aus den aggregierten Zahlen nicht erkennen. Zinszahlungen ohne Hypothekenzinsen haben in den letzten Jahren kaum an Bedeutung zulegen können. Die Zinslast durch Kreditkartenverwendung hat sich demnach nicht erhöht. Auch bleibt die Zinslast als Anteil des Einkommens eher überschaubar und bei langjähriger Betrachtung relativ stabil.

... und ist eine Erklärungsgröße des privaten Konsums

Empirische Analysen zeigen, dass die Finanzkrise zu einem moderateren Konsumverlauf geführt hat. Der Konsumanteil am Einkommen reduzierte sich, allerdings scheint dies eine einmalige Anpassung gewesen zu sein. Die Konsumneigung hat sich seit der Finanzkrise nicht nennenswert geändert. Die Zusammenstellung des verfügbaren Einkommens und damit auch die Einkommensverteilung sind allerdings von Bedeutung, denn das reale Wachstum des privaten Konsums in den letzten Jahrzehnten (1970 bis 2018) kann durch das real verfügbare Einkommen sowie den Lohnanteil am Gesamteinkommen zufriedenstellend erklärt werden (siehe Abb. 3). Wie erwartet, hat ein Rückgang der Lohnquote einen negativen Einfluss auf das Konsumwachstum. Der Anteil der Löhne ist seit der Finanzkrise jedoch eher stabil bzw. leicht steigend (siehe Abb. 2).

Abb. 3: Realer privater Konsum: tatsächliches und geschätztes Wachstum



Quellen: Bureau of Economic Analysis; IKB-Modellschätzung

Privater Konsum als Wachstumsstütze intakt

Auch ohne eine bis dato deutliche Senkung des effektiven Steuersatzes zeigt das real verfügbare US-Einkommen aufgrund der Entwicklung von Arbeitsmarkt und der Löhne in den letzten Jahren ein stabiles Wachstum zwischen 2,0 % und 2,5 %. Die geschätzte Sensitivität zwischen real verfügbarem Einkommen und Konsum liegt zwischen 0,75 und 0,8. Ein Anstieg des realen verfügbaren Einkommens von 1 % führt folglich zu einem Anstieg des privaten Konsums zwischen 0,75 % und 0,8 %. Vorausgesetzt, der Lohnanteil am Gesamteinkommen bleibt relativ stabil und das verfügbare Einkommen steigt auch dank des Arbeitsmarktes weiterhin um 2 % bis 2,5 % an, ergibt sich ein jährliches Konsumwachstum zwischen 1,5 % und 2 %. Die aktuelle Jahresrate von 2,7 % im dritten Quartal 2018 scheint demnach nur in Kombination mit einer deutlichen Senkung des effektiven Steuersatzes und/oder einem tendenziell steigenden Lohnanteil am Gesamteinkommen zu funktionieren. Anders ausgedrückt: Auch wenn der Konsumausblick grundsätzlich positiv ist, ist die aktuelle Wachstumsrate nicht nachhaltig.

Aufgrund des aktuellen Anteils des privaten Konsums am US-BIP von 70 %, ist von einem BIP-Wachstumsbeitrag des privaten Konsums von 1 bis 1,5 Prozentpunkten auszugehen – selbst wenn die Steuereffekte unberücksichtigt bleiben. Selbst bei volatilen Investitionen, die aktuell rund 17 % des US-BIP ausmachen, sollte das US-BIP-Wachstum deshalb weiterhin robust bleiben. Die US-Wirtschaftsdynamik dürfte demnach 2019 zwar aufgrund eines normalisierenden Konsumwachstums nachlassen. Ein Einbruch infolge auslaufender Sondereffekte oder eines nicht nachhaltigen Konsumwachstums ist jedoch nicht zu erwarten. Im Falle einer Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums in den Jahren 2019 und 2020 sollte die Fed ihren Leitzins ab Mitte bzw. Ende 2019 stabil halten.

Fazit: Für die Konjunktorentwicklung in den USA ist die Dynamik des US-Konsums entscheidend. Viele Volkswirte betrachten hohe private Schuldenquoten, eine steigende Einkommensungleichheit sowie strukturelle Arbeitslosigkeit als Belastungsfaktoren.

Doch die nun schon länger anhaltende positive konjunkturelle Entwicklung kommt tatsächlich verstärkt bei der breiten Masse der Bevölkerung an: Das verfügbare US-Einkommen ist gestiegen und führt zu mehr Konsum – auch ohne bedeutende Steuersenkungen. Und selbst der Lohnanteil am Gesamteinkommen hat sich stabilisiert, was den Konsum zusätzlich stützt.

Insgesamt geht die IKB aufgrund der soliden Konsumententwicklung in den USA nicht von einem konjunkturellen Einbruch der US-Wirtschaft in den Jahren 2019 und 2020 aus. Die Bank rechnet allerdings mit einer etwas nachlassenden Dynamik und erwartet für dieses Jahr ein Wachstum der US-Wirtschaft von 2,9 % und für 2019 von 2,6 %.

Disclaimer:

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

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

7. November 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz