

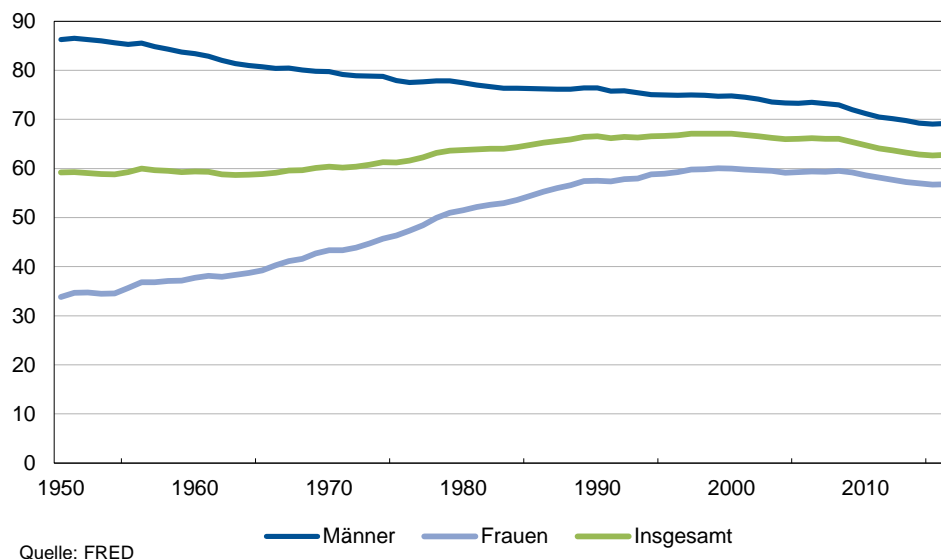
Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Wie erwartet, hält die Fed an ihrem geldpolitischen Kurs fest. Das überrascht nicht, denn die US-Wirtschaft ist aufs Jahr hochgerechnet im letzten Quartal 2016 um 1,9 % gewachsen, und die Wirtschaftspolitik Trumps wirkt kurzfristig stimulierend. Eher ist es befremdlich, dass die Fed, deren Zinsen preisbereinigt deutlich negativ sind, nur moderate Zinsschritte in Aussicht stellt, während gleichzeitig bei einer Arbeitslosenquote von lediglich 4,7 % vermehrt von Vollbeschäftigung die Rede ist.

Allerdings ist es irreführend, die Arbeitslosenquote als alleinigen Indikator des Inflationsdrucks anzuführen. Denn obwohl sie im historischen Vergleich Vollbeschäftigung andeutet, scheint die US-Wirtschaft keine Zeichen einer Überhitzung zu zeigen, geschweige denn eine eskalierende Inflationsrate. Auch ist keine bedeutende Wachstumsbeschleunigung im privaten Konsum zu erkennen, was bei Vollbeschäftigung und steigendem verfügbarem Einkommen aber der Fall sein sollte. Die Erklärung für die aktuelle Entwicklung lässt sich aus der Dynamik der Erwerbsquote ableiten. Die US-Arbeitslosenquote ist nicht nur aufgrund eines andauernden Stellenaufbaus zurückgegangen, sondern auch, weil bis 2015 die Erwerbsquote deutlich gesunken ist: Die Arbeitslosenquote sinkt, weil Menschen, die keine Arbeit finden, den Arbeitsmarkt verlassen.

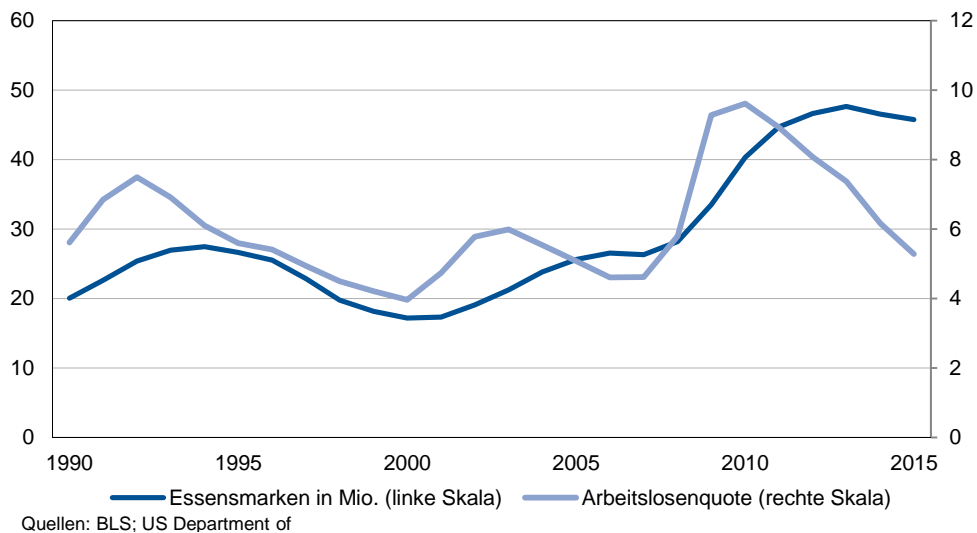
Können weiterhin nur wenige Menschen in den Arbeitsmarkt reintegriert werden und verharret der Produktionsfaktor Arbeit auf einem niedrigen Niveau, bleibt auch die Erwerbsquote niedrig. Dann mag bei der aktuellen Arbeitslosenquote durchaus von Vollbeschäftigung ausgegangen werden, was unweigerlich inflationären Druck mit sich bringen wird. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil das US-Produktivitätswachstum in den letzten Jahren eher nachgelassen hat.

Abb. 1: US-Erwerbsquote: Insgesamt und nach Geschlecht; in %



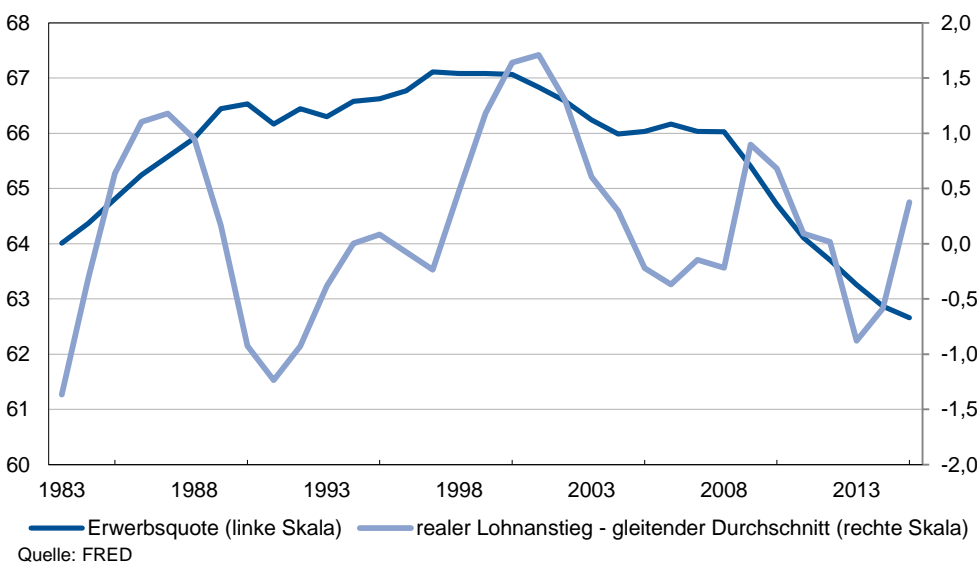
Die Anzahl der Essensmarkenempfänger hat sich kaum von ihrem Krisenniveau erholt. Noch immer erhalten rund 43,5 Mio. US-Bürger Essensmarken. Ein klares Zeichen dafür, dass die Erholung der Wirtschaft nicht bei der breiten Masse der Beschäftigten und vor allem nicht bei deren realem Einkommen ankommt. Zudem liegt die Erwerbsquote mit 63 % rund drei Prozentpunkten unter dem Vorkrisenniveau. Der prozentuale Anteil der Bevölkerung, der Arbeit hat oder Arbeit sucht, ist auf dem niedrigsten Niveau seit Ende der 70er Jahre. So mag die offizielle Arbeitslosenquote niedrig sein, doch Erwerbsquote und Anzahl der Essensmarkenempfänger deuten darauf hin, dass einer großen Anzahl von US-Bürgern kein oder kein ausreichendes Einkommen zur Verfügung steht. Dies ist ein Zustand, der eher mit einer schwachen Konjunktur korrespondiert als mit Vollbeschäftigung. Sicherlich eine wichtige Erklärung dafür, dass die Fed selbst nach Jahren des Wirtschaftswachstums die Zinsen weiter niedrig hält und eine unterstützende Geldpolitik verfolgt.

Abb. 2: Essensmarken in Mio. und Arbeitslosenquote in %



Doch die Ursachen der niedrigen Erwerbsquote sind nicht nur konjunkturelle, sondern auch strukturelle. Sie beinhalten Aspekte wie eine alternde Bevölkerung und längere Studienzeiten. Ein weitere Ursache ist die Frauenerwerbsquote, die 1948 bei 32 % lag, bis 2000 auf 60 % anstieg und seitdem einen flachen Verlauf zeigt, obwohl sie mit rund 57 % weiterhin deutlich unter der Quote der Männer liegt. Der Anstieg der Frauenerwerbsquote zwischen 1966 und 2000 erklärt nicht nur den Anstieg der gesamten Erwerbsquote, sondern auch das hohe Wirtschaftswachstum, dass die USA in dieser Phase erreicht hat. Eine steigende Erwerbsquote bedeutet eine bessere Auslastung des Produktionsfaktors Arbeit. Ist der Anstieg nachhaltig, so fördert dies das Potenzialwachstum. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass seit 2008 eine sinkende Erwerbsquote das Potentialwachstum der USA belastet.

Abb. 3: Realer Lohnanstieg in % zum Vorjahr und Erwerbsquote in %



Die aktuelle US-Arbeitslosenquote ist kein zwingendes Indiz dafür, dass die Fed „der Kurve“ hinterherhinkt, oder dass sich nennenswerter Inflationsdruck aufbaut bzw. beachtliche Zinsanstiege der Fed zu erwarten sind. Entscheidend ist, ob die Erwerbsquote auf Konjunkturerholung und fiskalische Stimulierung ausreichend reagiert. Eine nachhaltig niedrige Quote wäre jedoch ein Indiz für ein niedriges potenzielles Wachstum. Dies wiederum würde implizieren, dass der US-Leitzins grundsätzlich relativ niedrig bleibt. Es bedeutet aber auch, dass die erwartete Stimulierungspolitik durchaus das Potenzial hat, die Wirtschaft zu überhitzen, was den kurzfristigen Handlungsdruck auf die Fed erhöhen würde. Denn reagiert die Erwerbsquote nicht ausreichend auf steigende Löhne, so könnte der Lohndruck selbst bei moderaten Wachstumsimpulsen zunehmen. Empirische

Analysen zeigen, dass die Erwerbsquote durchaus auf steigende Löhne reagiert. Eine ansteigende Erwerbsquote würde also – zumindest teilweise – einem aufbauenden Lohndruck gegensteuern. Dies ist an der aktuellen Stabilisierung der Quote auch bereits erkennbar. Allerdings ist es aufgrund der Entwicklung der strukturellen Treiber unwahrscheinlich, dass die Erwerbsquote nachhaltig auf das Vorkrisenniveau steigt. Dies stützt die allgemeine Einschätzung, dass das US-Wachstumspotenzial seit der Finanzkrise gesunken ist und dementsprechend auch der langfristige neutrale Fed-Leitzins niedriger sein sollte. Kurzfristig könnte sich allerdings der Handlungsdruck auf die Fed erhöhen, vor allem, wenn die Fiskalpolitik von Donald Trump nennenswerte Wachstumsimpulse liefern sollte.

Fazit

Zu Beginn der letzten Zinserhöhungsphasen der Fed 2004/2006 lag die US-Arbeitslosenquote bei über 5 %, und die Fed reagierte seinerzeit zügig mit Zinsschritten. Damals war die Erwerbsquote allerdings relativ hoch, und es herrschte Vollbeschäftigung in den USA, was eine geldpolitische Verschärfung sinnvoll machte. Aktuell liegt die Erwerbsquote auf dem niedrigsten Niveau seit Ende der 70er Jahre. Deshalb ist momentan trotz einer Arbeitslosenquote von 4,7 % nicht von Vollbeschäftigung in den USA auszugehen, zumal die Erwerbsquote – anders als bei Vollbeschäftigung – auf steigende Löhne reagiert. Dies dämpft den inflationären Druck und die Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits in Folge einer erfolgreichen konjunkturellen Stimulierung. Dennoch ist die Fed gefordert, ihre Normalisierungspolitik stetig voranzutreiben, vor allem, wenn sie weiterhin eher moderate Zinserhöhungen vornehmen möchte. Die IKB erwartet in diesem Jahr weiterhin zwei Zinsanhebungen der Fed um jeweils 25 Basispunkte.

Disclaimer:

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

3. Februar 2017

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz