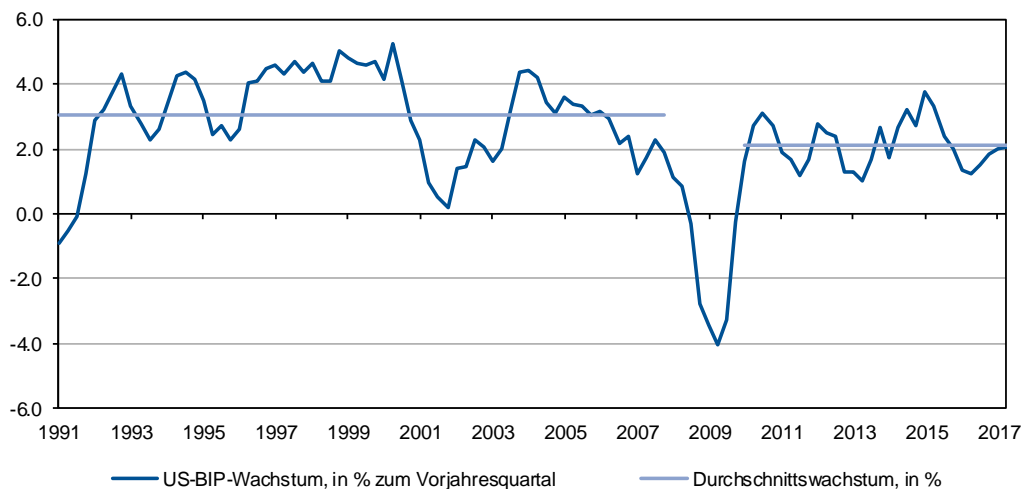


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die US-Renditemärkte erwarten, dass die Fed die Zinsen nicht nachhaltig anheben wird. Denn nach wie vor bestehen Zweifel am mittelfristigen Wachstumspotenzial der USA. Der Begriff der säkularen Stagnation als Phase von anhaltend niedrigem Wachstum fällt immer wieder in diesem Zusammenhang. Er wurde nicht während der jüngsten Finanzkrise geprägt, sondern ist schon länger Bestandteil der volkswirtschaftlichen Diskussion, insbesondere nach schweren Rezessionen – das erste Mal in den 30er Jahren.

Abb. 1: US-BIP-Wachstum und Durchschnittswachstum



Quellen: BEA, IKB-Berechnungen

Die vermuteten Ursachen des anhaltend niedrigen Wachstums sind vielfältig: Überschuldung, ungleiche Einkommensverteilung und demografischer Wandel. Die hohe Schuldenlast verhindert einen ausreichenden Anstieg der Kreditnachfrage und hemmt damit auch Investitionen und Konsum. Der Privatsektor ist zudem gezwungen, sich zu entschulden, was sogar die absolute Nachfrage schwächt. Allerdings ist zu beachten, dass es zu diesen Schulden immer eine Gegenposition in Form von Vermögen gibt. Das Problem liegt deshalb darin, dass der verschuldete Teil der Wirtschaft seine Nachfrage nicht ausreichend steigern kann, während der vermögende Teil nicht dazu bereit ist; und selbst negative Zinsen haben nicht genügend Einfluss, diese Asymmetrie zu korrigieren. Dies gilt vor allem in einem Niedrigzinsumfeld, wenn der Raum für eine weitere geldpolitische Lockerung begrenzt ist. Der Einfluss einer alternden Bevölkerung auf das Wachstum ist hingegen vielschichtig. Zum einen müsste infolge einer sinkenden Partizipationsrate am Arbeitsmarkt das Potenzialwachstum sinken, was eine steigende Inflation und/oder eine Zunahme des Leistungsbilanzdefizits bedeutet und eher ein Thema der Angebotsseite ist; zum anderen könnte die Konsumnachfrage ebenfalls weniger stark wachsen, sodass auch die Nachfrage negativ beeinflusst wird.

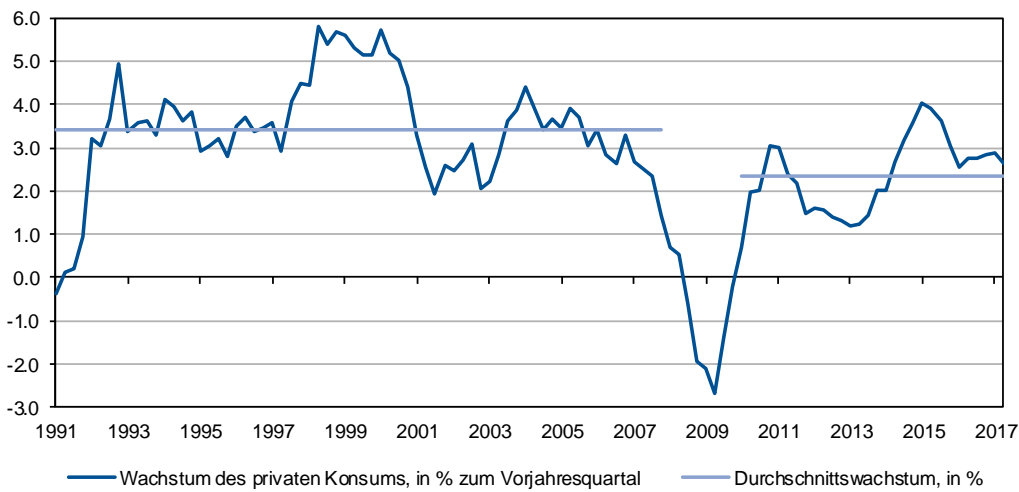
Wird die US-Wirtschaft von der Angebots- oder Nachfrageseite getrieben? Muss die Nachfrage anziehen, worauf die Angebotsseite mit steigender Produktivität und Investitionen reagiert? Oder ist es primär die Angebotsseite, die unter anderem aufgrund der sinkenden Erwerbsquote und niedriger Produktivität kein höheres Wachstum liefern kann? Ein keynesianisch geprägter Volkswirt würde argumentieren: Die fehlende Nachfrage ist verantwortlich, denn investiert wird dann, wenn die Auftragsbücher voll sind. Das relativ niedrige US-Wachstum wäre somit in erster Linie durch eine schwache Nachfrage verursacht.

Die US-Wirtschaft dagegen weist ein Leistungsbilanzdefizit von rund 3 % des BIP aus, was auf eine zu hohe Nachfrage hindeutet. Dies ist grundsätzlich richtig, hängt allerdings eher mit der Struktur der US-Wirtschaft und einer unelastischen Angebotsseite zusammen. Sprich: Die Angebotsseite reagiert nur begrenzt auf wachsende Nachfrage, was selbst dann zu einem Leistungsbilanzdefizit oder steigender Inflation führt, wenn die Wirtschaft unter ihrem Potenzial wächst. Dies macht eine Stimulierung der Nachfrage, die Wachstum generieren soll, weniger effektiv. Die USA benötigen vor allem strukturelle

Angebotsreformen. Eine nachhaltige Abwertung des US-Dollar könnte hierfür Anreize schaffen. Allerdings ist die Glaubwürdigkeit der USA ungebrochen, sodass zunehmende Forderungen des Auslands keinen nachhaltigen Druck auf den US-Dollar auszuüben scheinen. Angesichts der uneingeschränkten Finanzierbarkeit des Leistungsbilanzdefizits bleibt somit der Reformanreiz aus.

Seit der Finanzkrise scheint die Angebotsseite auf Nachfragestimulierung weniger deutlich zu reagieren als zuvor, auch wenn die Unterschiede nur geringfügig sind. Sprich: In den Jahren vor der Finanzkrise hat ein Anstieg der Nachfrage um einen Prozentpunkt zu einem leicht höheren BIP-Wachstum geführt als dies seit 2008 der Fall ist. Dennoch mag die Angebotsseite – wenn auch eher überschaubar – einen Grund für das niedrige Wachstum liefern. Da der leichte Rückgang der Nachfrage jedoch erst seit der Finanzkrise zu erkennen ist, ist er weniger auf strukturelle und demografische Entwicklungen als auf zögerliches Investitionsverhalten zurückzuführen. Um die US-Wachstumsdynamik zu beschleunigen, bleibt deshalb ein effektives und vor allem überzeugendes Nachfragewachstum eine notwendige Voraussetzung.

Abb. 2: Wachstum des privaten US-Konsums und Durchschnittswachstum

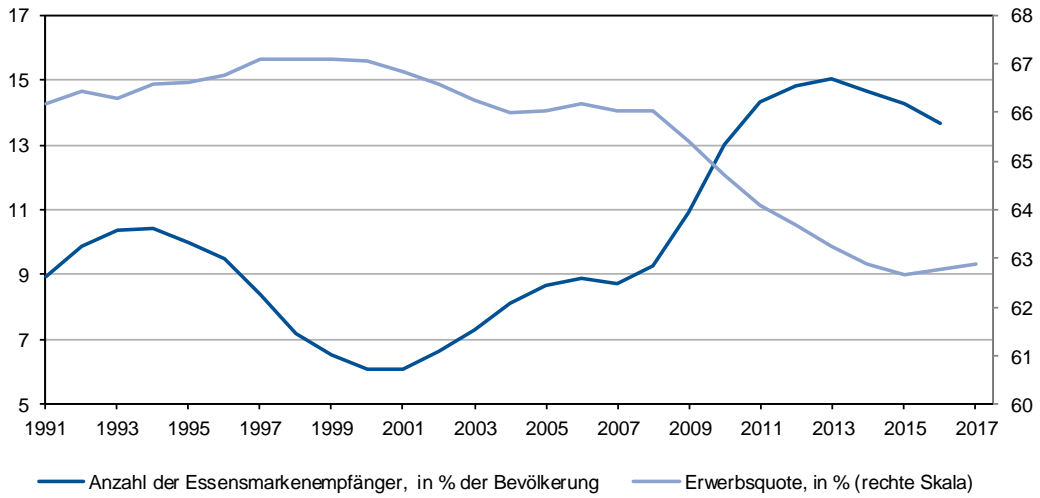


Quellen: BEA, IKB-Berechnungen

Die bedeutendste Nachfragekomponente der USA ist der private Konsum, der inzwischen auf fast 70 % des BIP angestiegen ist. Auch 2015 und 2016 ist die Quote nach Jahren der Stabilität wieder angestiegen. Doch ähnlich wie das BIP-Wachstum verläuft auch der private Verbrauch seit 2008 auf einem niedrigeren Wachstumspfad. Kausalitätstests sind eindeutig und bestätigen die keynesianische Sichtweise: Zuerst steigt der Konsum (Nachfrage), und dann folgt das BIP-Wachstum (Angebotsseite). Deshalb ist die nicht ausreichende Dynamik des privaten Konsums eine Ursache für das niedrige BIP-Wachstum der letzten Jahre und stützt die Thesen der Überschuldung und der ungleichen Einkommensverteilung. Während das durchschnittliche Konsumwachstum zwischen 1990 und 2007 3,4 % betrug, ist es seit der Finanzkrise auf 2,4 % und damit um einen vollen Prozentpunkt zurückgegangen. Doch demografische Entwicklungen und ein nachhaltiger Schuldenabbau sind sehr langwierige Anpassungsprozesse. So muss der Ausbruch der Krise das Konsumverhalten zusätzlich belastet haben.

Empirische Analysen deuten darauf hin, dass die Bedeutung des aktuell verfügbaren Einkommens als Treiber des privaten Konsums seit der Finanzkrise an Bedeutung verloren hat, und dass dieser strukturelle Bruch immer noch präsent ist. Das stützt die These, dass der US-Konsument weniger auf sein aktuelles Einkommen schaut als auf sein längerfristiges bzw. zukünftiges Einkommen, und dass Erfahrungen der letzten Jahre, wie die hohe Langzeitarbeitslosigkeit, immer noch eine Rolle spielen. Da die Sparquote jedoch nicht nachhaltig gestiegen ist, resultiert das niedrige Konsumwachstum auch aus dem relativ niedrigen Zuwachs des preisbereinigten verfügbaren Einkommens. Dieses lag zwischen 2010 und 2017 bei durchschnittlich 2 %, während es zwischen 1990 und 2007 noch über 3 % betrug. Ein hoher Anteil an Essensmarkenempfängern (13,7 % der Bevölkerung in 2016) zeigt zudem, dass seit der Finanzkrise die Verteilung der Einkommen noch ungleicher geworden ist. Doch kann hier eher die Nachfrageseite (fiskalische Stimulierung, um Arbeit zu schaffen) oder aber die Angebotsseite (Senkung der Hilfen, um Anreize zu schaffen) Abhilfe schaffen? Auch hier wäre die Antwort von Keynes eindeutig: Im Gegensatz zu Aussagen von Trump liegt die Antwort in der Stimulierung der Nachfrage.

Abb. 3: USA - Anteil der Essensmarkenempfänger und Erwerbsquote



Quellen: Bureau of Labour Statistics, US Department of Agriculture, BEA, IKB Berechnungen

Das US-Wirtschaftswachstum scheint ein Gleichgewicht zwischen Inflation und Deflation gefunden zu haben, das dennoch unter seinem Potenzial liegt. Doch deutet eine Arbeitslosenquote von 4,3 % nicht auf Vollbeschäftigung und damit Potenzialwachstum hin? Nicht unbedingt, denn die Erwerbsquote ist seit der Finanzkrise deutlich gesunken. Die Arbeitslosenquote ist deshalb kein guter Maßstab für Vollbeschäftigung – es sei denn, der Rückgang der Erwerbsquote ist strukturell bedingt – etwa als Folge einer alternden Bevölkerung. Da die Erwerbsquote jedoch vor allem seit der Finanzkrise gesunken ist, scheinen strukturelle Langzeiteffekte eine untergeordnete Rolle zu spielen. Anders gesagt: Nicht das Potenzialwachstum hat sich in Folge struktureller Veränderungen auf der Angebotsseite reduziert, sondern eine fehlende Nachfrage belastet das US-Wachstum. Dies deutet weiterhin auf die Notwendigkeit einer grundsätzlich expansiven Wirtschafts- und damit vor allem einer Fed-Geldpolitik hin.

Fazit

Das US-BIP zeigt im historischen Vergleich ein relativ niedriges Wachstum. Dafür werden demografische und andere strukturelle Entwicklungen verantwortlich gemacht, die die Angebotsseite der Wirtschaft belasten und langfristig zu einem niedrigen Potenzialwachstum führen. Allerdings ist die Wachstumsverlangsamung des US-BIP vor allem seit der Finanzkrise zu beobachten und nicht nur Resultat struktureller Veränderungen, sondern vor allem einer zu geringen Nachfrage. Seit Jahren wächst die US-Wirtschaft deshalb trotz offiziell niedrigerer Arbeitslosenquote unter ihrem Potenzial. Deshalb ist eine anhaltend unterstützende Geld- und Fiskalpolitik weiterhin angebracht.

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

29. August 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