PORTAS CAPITAL

Newsletter August 2016

USA: Wirtschaftlicher Aufschwung mit Misstönen



Prof. Dr. Georg Rich

Anhaltender Aufschwung

Die amerikanische Wirtschaft befindet sich seit Ende 2009 auf einem anhaltenden – wenn auch nicht spektakulären – Expansionspfad. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) stieg in diesem Zeitraum im Schnitt um rund 2% pro Jahr. Zwar flachte das Wachstum im vierten Quartal 2015 wieder etwas ab. Im zweiten Quartal 2016 betrug es auf das Jahr hochgerechnet noch 1.2% (Abb. 1). Aber die auf Expansion getrimmten Kräfte sind nach wie vor wirksam. Tragende Stützen des Aufschwungs bilden ein robuster privater Konsum und eine rege Exporttätigkeit. Dagegen lassen die Unternehmensinvestitionen zu wünschen übrig, deren Flaute die Abschwächung in der jüngsten Vergangenheit erklärt. Im Gegensatz dazu bleibt die Wohnbautätigkeit dynamisch. Abbildung 2 illustriert die Entwicklung der Zahl sowohl der neu begonnenen als auch fertiggestellten Wohnbauten. Nach dem dramatischen Kollaps des amerikanischen Wohnungsmarktes als Folge der Finanzkrise expandiert die Bautätigkeit seit 2009 wieder. Allerdings erreicht sie nicht mehr die Ausmasse der Zeit vor 2007. Eine Rückkehr zu den damaligen Übertreibungen wäre auch nicht erwünscht.

Abb. 1: BIP und Beschäftigung

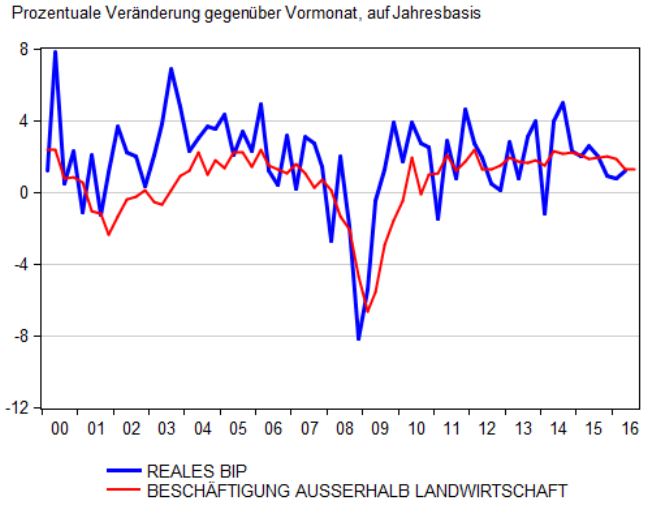
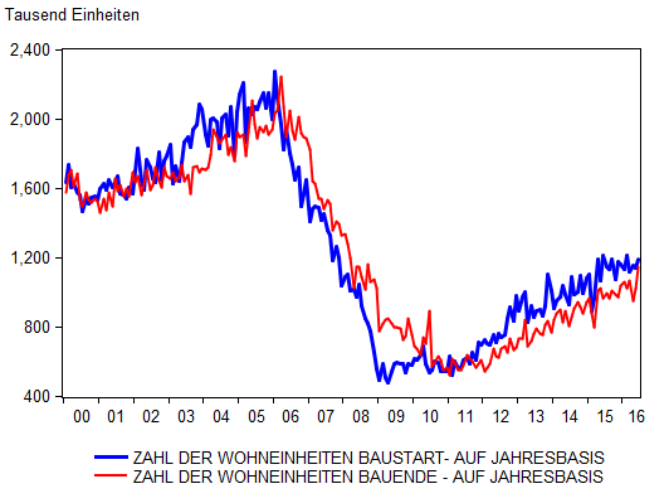


Abb. 2: Wohnbautätigkeit



Arbeitsmarkt in guter Verfassung

Die Beschäftigung stieg tendenziell im Gleichschritt mit dem realen BIP. Ihr Wachstum beträgt gegenwärtig auf das Jahr hochgerechnet knapp 1.5%. Offensichtlich gelingt es der amerikanischen Wirtschaft mit einem moderaten, aber anhaltenden Tempo neue Stellen zu schaffen. Als Folge des Stellenwachstums geht die Arbeitslosenquote seit 2010 kontinuierlich zurück; sie betrug im Juli 2016 4.9%, nachdem sie Ende 2009 rund 10% erreicht hatte (Abb. 3). Allerdings ist die Arbeitslosenquote – wie in früheren Berichten ausgeführt wurde – ein unvollkommener Indikator für die Auslastung des amerikanischen Arbeitsmarktes. Die Partizipationsquote, d.h. der prozentuale Anteil der arbeitsfähigen Bevölkerung, der überhaupt eine Arbeit sucht, fiel ab 2009 markant. Viele Menschen verabschiedeten sich vom Arbeitsmarkt, weil sie jegliche Hoffnung auf eine bezahlte Tätigkeit verloren hatten. Unter diesen Menschen besteht mit grosser Wahrscheinlichkeit ein Reservoir an Arbeitskräften, das im Falle eines weiter andauernden Konjunkturaufschwungs beansprucht werden könnte. Wie die Abbildung 3 zeigt, erreichte die Partizipationsquote im Jahre 2015 einen Tiefpunkt und scheint seither wieder zu steigen. Es ist möglich, dass das künftige Beschäftigungswachstum zumindest teilweise aus dem Reservoir von Menschen, die dem Arbeitsmarkt den Rücken gekehrt haben, gespeist werden wird.

Abb. 3: Arbeitslosen- und Partizipationsquote

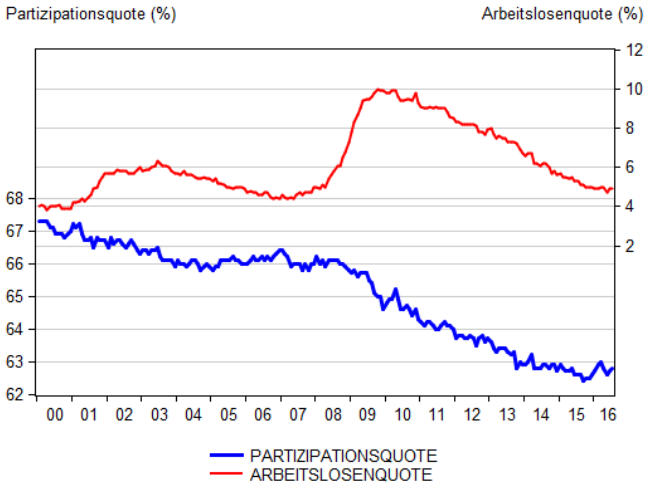
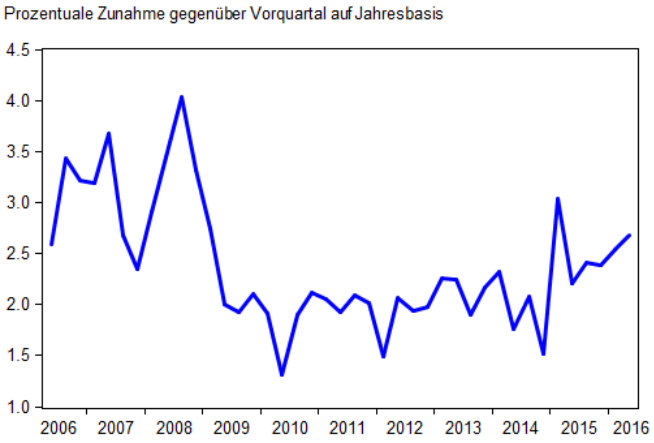


Abb. 4: Durchschnittlicher Stundenlohn



Deshalb kann von einer eigentlichen Knappheit an Arbeitskräften trotz der niedrigen Arbeitslosenquote noch kaum gesprochen werden. Dennoch beschleunigt sich das Wachstum der Löhne seit Anfang 2015 wieder tendenziell. Die Abbildung 4 beschreibt die auf das Jahr hochgerechnete Zunahme des durchschnittlichen Stundenlohns im amerikanischen Privatsektor. Trotz der jüngsten Beschleunigung des Lohnwachstums bleibt dieses weit hinter dem unmittelbar vor der Finanzkrise erreichten Niveau zurück. Das immer noch verhaltene Wachstum des durchschnittlichen Stundenlohns sollte indessen nicht zum Schluss verleiten, am Markt bestünden nach wie vor hohe Reserven an unbeschäftigten Arbeitskräften, die den Aufwärtsdruck auf die Löhne milderten. Wie aus der Abbildung 1 ersichtlich ist, wuchs vor dem Ausbruch der Finanzkrise das reale BIP deutlich stärker als die Beschäftigung. Diese Spanne war einer markanten Zunahme der Arbeitsproduktivität in der amerikanischen Wirtschaft zu verdanken. Dies erlaubte den Unternehmen, grosszügige Lohnerhöhungen zu gewähren. Wie die Abbildung ebenfalls zeigt, stieg das reale BIP ab 2010 nur noch in ähnlichem Ausmass wie die Beschäftigung. Während sich das reale BIP von 2010 bis 2016 – wie schon erwähnt – um jährlich rund 2% erhöhte, kletterte die Beschäftigung um 1.6% in die Höhe. Im Unterschied dazu betrugen die entsprechenden Werte in der Periode von 2000 bis 2006 2.6% und 0.7%. Somit verringerte sich das Produktivitätswachstum von jährlich 1.9% in der Periode 2000–2006 auf 0.4% in der Zeit seit Anfang 2010.

Die Analyse des amerikanischen Arbeitsmarktes führt zum Schluss, dass sich das Angebot an Arbeitskräften weiter verknappen und zu einer Beschleunigung des Lohnanstiegs führen dürfte. Höhere Arbeitskosten ohne höhere Produktivität dürften die Unternehmen dazu zwingen, ihre Preise heraufzusetzen. Die Gefahr einer Beschleunigung der Inflation nimmt damit zu.

Abb. 5: Konsumentenpreise

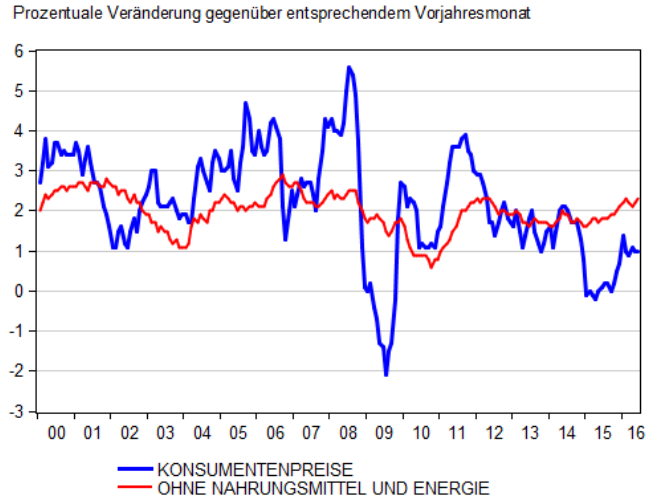
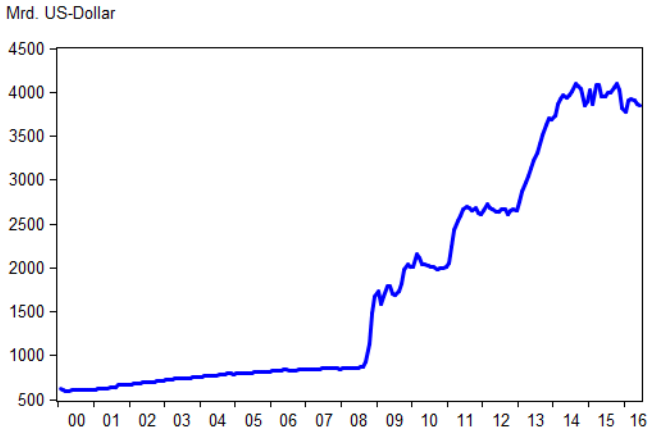


Abb. 6: Monetäre Basis



Geldpolitik weiterhin expansiv?

Die amerikanische Zentralbank erkennt allerdings noch keine Inflationsgefahren. An seiner Sitzung im Juli 2016 beliess der Offenmarkt-Ausschuss des Fed die Federal Funds rate bei 0.25 – 0.5%, nachdem er den Satz Ende 2005 zum ersten Mal seit längerer Zeit wieder erhöht hatte. Er wies zwar auf das anhaltende Real- und Beschäftigungswachstum hin. Aber angesichts der tiefen Inflation von 1% (Abb. 5), die sich unter dem Ziel des Fed von 2% befindet, ortete er keinen Handlungsbedarf. Zu dieser Lagebeurteilung drängen sich zwei Bemerkungen auf. Zum einen spiegelt die unter dem Ziel liegende, tiefe Inflation vor allem den Einfluss der niedrigen Energiepreise. Die um die Nahrungsmittel und Energie bereinigte Kerninflation ist am Steigen und übertrifft das Ziel von 2% seit Ende 2015 leicht. Zum andern sollte eine Zentralbank vorausschauend handeln und Inflationsgefahren begegnen, bevor die unerwünschten Preissteigerungen effektiv eintreten. Änderungen der Geldpolitik beeinflussen die Inflation mit einer beträchtlichen Verzögerung. Ist die Inflation einmal da, kann sie die Zentralbank nicht mehr über Nacht ausradieren.

Für den Moment dürfte die Geldpolitik locker bleiben. Darauf deutet nicht nur das niedrige Zinsniveau, sondern auch die nach wie vor reichliche Versorgung der Banken mit Liquidität hin. Die Abbildung 6 illustriert die Entwicklung der monetären Basis, d.h. der vom Fed geschaffenen Geldmenge, die den Notenumlauf und die Guthaben der Banken beim Fed umfasst[1]. Sie zeigt, dass das Fed zwar seit etwa zwei Jahren kein zusätzliches Geld mehr geschaffen hat, aber ein eigentlicher Liquiditätsabbau nach wie vor auf sich warten lässt.

[1] Die Abbildung beruht auf den von der ***Federal Reserve Bank of St. Louis*** berechneten Zahlen für die monetäre Basis. Sie weichen von den effektiven Daten geringfügig ab, da das St. Lous Fed eine Anhebung/Senkung der gesetzlichen Mindestreserven für die Banken als eine Senkung/Anhebung der monetären Basis betrachtet, obwohl sich diese nicht verändert hat. Mit der vom St. Louis Fed vorgenommenen Anpassung wird nur jener Teil der monetären Basis berücksichtigt, über den die Banken frei verfügen können.

Den Mitgliedern des Offenmarkt-Ausschusses ist selbstverständlich bewusst, dass sich eine weitere Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik früher oder später aufdrängen wird. Nach ihrer Junisitzung gaben sie ihre Prognosen über die künftige Entwicklung der Federal Funds rate bekannt. Für 2017 sagten die Mitglieder ein zwischen 1.25 und 2.25% liegendes Niveau voraus. Für 2018 rechnen sie mit einem weiteren Anstieg auf 2 – 3.25%. Soll das Fed glaubwürdig bleiben, müssen diesen Voraussagen bald entsprechende Taten folgen. Dann wären auch die Wirtschaftsprognosen des Fed realistisch. Für 2006 und 2007 rechnet das Fed mit einem Wachstum des realen BIP von je 2% und einer Zunahme der Konsumentenpreise von 1.4% bzw. 1.9%. Es ist zu hoffen, dass das Fed nicht zu spät auf künftige Inflationsgefahren reagieren wird.

Misstöne trotz positiver Wirtschaftszahlen

Trotz der guten Verfassung der amerikanischen Wirtschaft herrscht in beträchtlichen Teilen der Bevölkerung eine schlechte Stimmung. Viele Amerikaner fühlen sich vom wirtschaftlichen Aufschwung ausgeschlossen. Sie beklagen die Verlagerung industrieller Tätigkeiten nach China und anderen Schwellenländern. Der damit verbundene Abbau an Arbeitsplätzen werde zwar durch eine Zunahme in anderen Sektoren mehr als kompensiert. Aber bei den neu geschaffenen Stellen handle es sich häufig um Jobs mit niedrigen Löhnen und fehlenden sozialen Leistungen wie einer Krankenversicherung. Es ist schwierig zu beurteilen, inwiefern solche Klagen berechtigt sind. Unbestritten ist, dass sich die Schere zwischen Reich und Arm in den USA ausgeweitet hat. Allerdings sind die Klagen über die wachsende Kluft zwischen Reich und Arm – obwohl berechtigt – häufig übertrieben, sodass sich eine differenzierte Analyse aufdrängt.

Abb. 7: Gini-Koeffizient: USA und China

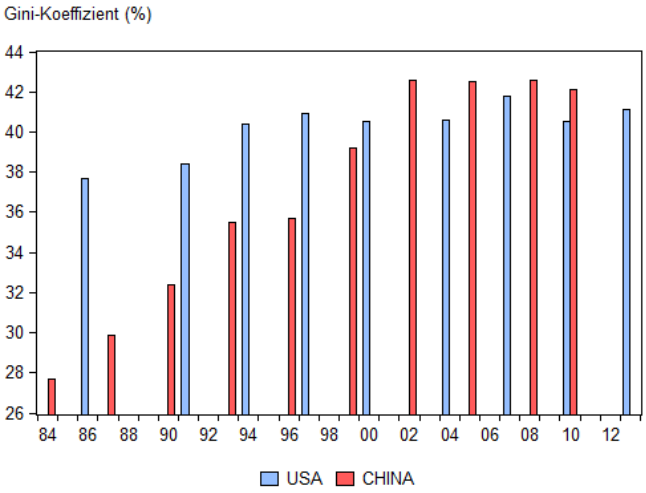
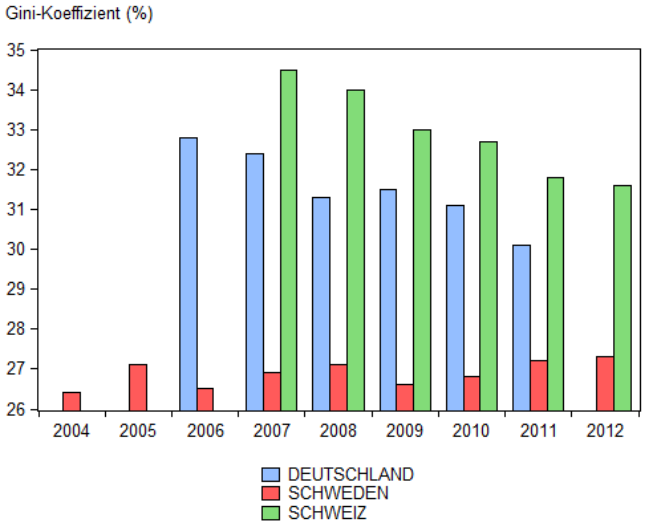


Abb. 8: Gini-Koeffizient: Ausgewählte europäische Länder



Reiche immer reicher und Arme immer ärmer?

Kritiker der Marktwirtschaft behaupten gerne, die Reichen seinen in den vergangenen Jahrzehnten immer reicher und die Armen immer ärmer geworden. In der pauschalen Form, in der sie in der Regel geäussert wird, ist diese Kritik unhaltbar. Tatsache ist, dass die Einkommensunterschiede zwischen den Industrie- und wichtigen Schwellen- sowie Entwicklungsländern kleiner geworden sind. So hat das rasante wirtschaftliche Wachstum Chinas, Indiens und anderer asiatischer Länder zu einer deutlichen Verringerung der Kluft zu den Industrieländern

geführt. Auch verschiedene südamerikanische Länder haben aufgeholt. Selbstverständlich existieren viele Länder, die infolge von Bürgerkriegen, inkompetenten Regierungen oder anderen Problemen wirtschaftlich zurückbleiben oder sogar an Boden verloren haben. Aber aufs Ganze gesehen haben sich die Einkommensunterschiede zwischen den Ländern verringert. Es gibt in der Geschichte der Menschheit keine Periode, in der die Armut stärker und nachhaltiger reduziert wurde als in den vergangenen dreissig Jahren.

Im Unterschied zur Kluft zwischen armen und reichen Ländern sieht das Bild innerhalb der Länder teilweise anders aus. Die Abbildung 7 weist die von der Weltbank errechneten Gini-Koeffizienten für die USA und China aus. Der Gini-Koeffizient stellt ein Mass für die Ungleichheit der Einkommensverteilung zwischen den privaten Haushalten innerhalb eines Landes dar. Er variiert zwischen 0 und 100%: 0% bedeutet völlige Gleichheit, d.h. alle Haushalte verdienen gleich viel, während 100% völlige Ungleichheit signalisiert, d.h. das gesamte Einkommen geht an die Spitzenverdiener und für die restlichen Haushalte bleibt nichts übrig. Die Abbildung zeigt, dass sich die Ungleichheit der Einkommensverteilung in China nach den marktwirtschaftlichen Reformen in den Achtzigerjahren des letzten Jahrhunderts massiv erhöht hat. Im Wesentlichen bedeutet dies, dass zwar sowohl arme als auch reiche Chinesen gegenüber den Menschen in den Industrieländern aufgeholt haben, aber die Reichen von der Aufholjagt deutlich stärker profitierten als die Armen. Auch in den USA nahm die Ungleichheit vor allem bis zum Jahr 2000 zu, aber in wesentlich bescheidenerem Ausmass als in China.

Allerdings kann keine Rede davon sein, dass sich die Kluft zwischen Reich und Arm in allen Ländern der Welt ausgeweitet hat. Die Abbildung 7 vermittelt Hinweise auf die Einkommensverteilung in drei ausgewählten europäischen Ländern. Schweden ist bekannt für eine relativ egalitäre Einkommensverteilung, was durch einen tiefen Gini-Koeffizienten von 26 – 27% bestätigt wird. Dieser hat sich seit 2004 kaum verändert. In Deutschland und der Schweiz ist die Ungleichheit ausgeprägter als in Schweden, aber in beiden Ländern ist der Gini-Koeffizient seit 2006 rückläufig. Es würde den Rahmen des vorliegenden Berichts sprengen, Gini-Koeffizienten für weitere Länder zu präsentieren. Es geht vor allem darum zu betonen, dass pauschale Behauptungen über eine wachsende Kluft zwischen Reich und Arm durch die vorhandenen Statistiken widerlegt werden. Die Realität ist komplizierter und ohne differenzierte Analysen geht es nicht.

Abb. 9: Einkommensverteilung Marktlöhne

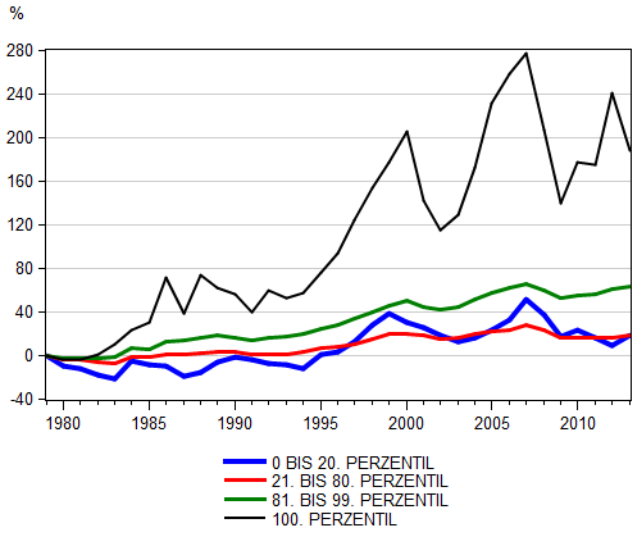
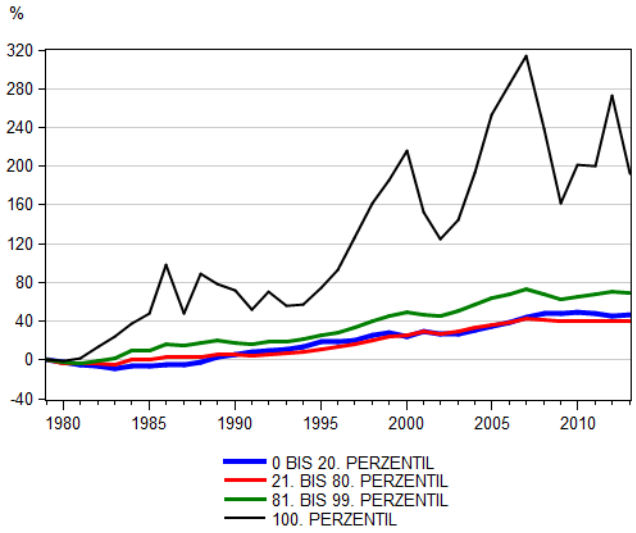


Abb. 10: Einkommensverteilung nach Steuern



Einkommensverteilung in den USA

Die Abbildungen 9 und 10 liefern zusätzliche Informationen über die Entwicklung der Einkommensverteilung in den USA. Sie beruhen auf Statistiken, die vom Congressional Budget Office zusammengestellt werden. Die Haushalte sind auf der horizontalen Achse der Abbildungen nach vier Einkommensklassen gegliedert: die 20% der Haushalte mit den tiefsten Einkommen (0 bis 20 Perzentil), die 60% mit den nächsthöheren, die 19% mit den noch höheren und die restlichen 1% mit den höchsten Einkommen. Die Abbildungen zeigen, wie sich das durchschnittliche Realeinkommen, d.h. das um die Inflation bereinigte Nominaleinkommen, jeder der vier Einkommensklassen gegenüber dem Niveau von 1979 entwickelt hat. Die Abbildung 9 beruht auf den Markteinkommen, d.h. den Einnahmen der Haushalte ohne staatliche Transferleistungen und ohne Abzug von Steuern. Die Abbildung 10 illustriert die Entwicklung des verfügbaren Einkommens, das die vom Staat erhaltenen Transferleistungen ein- und die Steuern ausschliesst. Die beiden Abbildungen vermitteln wiederum ein differenziertes Bild. Ins Auge sticht der starke Anstieg der Einkommen der Spitzenverdiener: sie erzielten 2013 ein durchschnittliches Realeinkommen, dass um 200% über dem Niveau von 1979 lag! Ebenfalls überdurchschnittlich stiegen die Einkommen der Haushalte im 81 bis 99 Perzentil-Bereich; sie verdienten real und nach Abzug der Steuern rund 70% mehr als 1979. Dagegen veränderte sich die Einkommensverteilung unter den restlichen Haushalten kaum: Sowohl die ärmsten Haushalte als auch jene im mittelständischen 21 bis 80 Perzentil-Bereich verdienten 2013 real nach Abzug der Steuern 46% bzw. 41% mehr als 1979. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass staatliche Transferleistungen und progressive Steuern dazu beitrugen, die Kluft zwischen Reich und Arm deutlich zu verringern. Ohne staatliche Interventionen hätten die ärmsten Haushalte und jene im mittelständischen Bereich real nur 18% mehr verdient als 1979.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass in den USA seit 1979 vor allem die Spitzenverdiener massiv an Boden gewonnen haben. Die Realeinkommen der oberen Mittelklasse im 81 bis 99 Perzentil-Bereich stiegen ebenfalls überdurchschnittlich, aber in wesentlich geringerem Ausmass als jene der Spitzenverdiener. Innerhalb der übrigen Einkommensklassen veränderte sich die Verteilung kaum. Dennoch glauben viele Amerikaner, dass der wirtschaftliche Aufschwung an ihnen vorbeigeht. Wahrscheinlich gibt es keine einfachen Erklärungen für die in den USA weit verbreitete Missstimmung. Sicher ist, dass die massiven Einkommensgewinne der Spitzenverdiener bei vielen Menschen auf Unverständnis stossen.



Dr. Georg Rich
Dr. Georg Rich ist von Beruf Volkswirt und ist als Honorarprofessor an der Universität Bern tätig. Von 2002 bis 2007 unterrichtete er am Volkswirtschaftlichen Institut der Universität. Vor seiner Anstellung an der Universität Bern war er als Direktor und Chefökonom bei der Schweizerischen Nationalbank in Zürich bis Ende 2001 tätig. Dr. Georg Rich berät heute internationale Institutionen, z.B. Zentralbanken in Schwellenländern. Dr. Georg Rich steht der Portas Capital AG und seinen Kunden als Stratege für makroökonomische und geldpolitische Fragen zur Verfügung.

Disclaimer
Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.