



Zyklus: Totgesagte leben länger

AUTOR

Patrick Franke
Telefon: 0 69/91 32-47 38
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Die aktuelle Expansion der US-Wirtschaft dauert nun schon überdurchschnittliche acht Jahre.
- Sorgen, dass dies auf kurze Sicht für eine Rezession spricht, sind jedoch deplatziert.
- Aufschwungphasen sterben nicht an Altersschwäche, sie werden in der Regel von der Notenbank beendet, wenn sie auf vorher entstandene Ungleichgewichte reagiert.
- In diesem Zyklus zeichnet sich eine restriktive Geldpolitik auf absehbare Zeit nicht ab – eine Einschätzung, die jedoch nicht alle Beobachter teilen.
- Negative Schocks, insbesondere aus China, könnten den Zyklus abwürgen, auch wenn die Fed nicht auf die Bremse tritt.

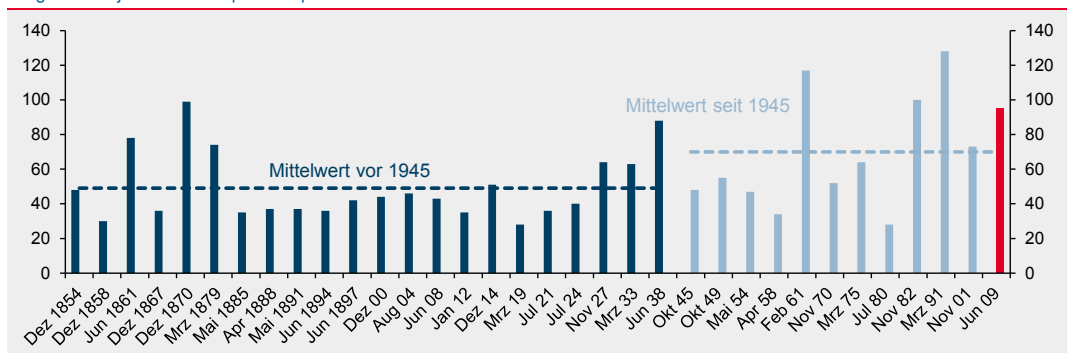
Kasten: (Wann) Wird die Fed restriktiv? (S. 4)

Die aktuelle Expansionsphase der US-Wirtschaft begann mit dem Ende der „Great Recession“ im Juni 2009. Im kommenden Monat erreicht der Zyklus damit das scheinbar biblische Alter von acht Jahren (96 Monaten). Dies übersteigt den Durchschnitt der Nachkriegszyklen (70 Monate) bereits deutlich und wurde seit 1945 von nur drei Expansionen übertroffen. Entsprechend werden immer mehr Stimmen laut, die die Tage der Expansion für gezählt halten und sich über eine vielleicht schon 2018 bevorstehende Rezession in den USA sorgen. Droht dann die Katastrophe, weil die Notenbank kaum „trockenes Pulver“ für Zinssenkungen hat?

Wir gehen jedoch davon aus, dass die aktuelle Expansion eine höhere Lebenserwartung hat als viele Beobachter glauben. Hauptargumente hierfür sind der ungewöhnliche Charakter des aktuellen Zyklus, die Geldpolitik der Fed und die Tatsache, dass Konjunkturzyklen nicht an Altersschwäche sterben. Vor allem wenn sich herausstellen sollte, dass die Fed mit ihrer extrem vorsichtigen Vorgehensweise bei der Normalisierung des Leitzinses Recht hat, ist die Gefahr von Ungleichgewichten relativ gering. Diese würden erstens ein härteres Durchgreifen der Notenbank erforderlich machen und ihre Korrektur könnte dann zweitens die Abschwungdynamik merklich verstärken. Aktuell sieht es so aus, als könnte die Fed ihren moderaten Kurs mindestens noch eine Weile fortsetzen, ohne eine Schuldenblase aufzublasen oder ein Inflationsproblem heraufzubeschwören. Als problematisch könnten sich in dieser Hinsicht allerdings die hohen Bewertungen am Aktien- und Rentenmarkt herausstellen.

Konjunkturzyklen: Früher war alles... kürzer

Länge der konjunkturellen Expansionsphasen seit 1854 in Monaten



Quellen: NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Zyklus versus Trend

Teilweise baut diese Publikation auf unser USA Aktuell vom Juni 2015 „[Wann endet die Expansion?](#)“ auf und aktualisiert es. Dort hatten wir auch einige grundsätzliche Fragen zur Konjunkturanalyse und zum Begriff der Rezession behandelt, die wir hier nicht noch einmal in dieser Ausführlichkeit wiederholen. Stattdessen gehen wir zunächst kurz auf den Unterschied zwischen Trend und Konjunktur ein, bevor wir uns mit den Perspektiven für den aktuellen Konjunkturzyklus beschäftigen.

Wichtiger Unterschied

Die unter Ökonomen gängige Differenzierung zwischen dem langfristigen Trend- oder Potenzialwachstum und konjunkturellen Schwankungen ist nämlich für den Laien nicht unbedingt eingängig. Die offiziellen Zahlen zum realen Bruttoinlandsprodukt („Wachstum“) zeigen lediglich, dass der geschätzte Output in einer Wirtschaft um X % zugelegt hat. Die Frage, ob dies einen hohen langfristigen Wachstumstrend (Demografie, technischer Fortschritt u.ä.) reflektiert, oder eben einen vielleicht temporären oder sektoralen Boom, beantworten die offiziellen Statistiken nicht. Die Trennung zwischen diesen beiden Faktoren muss der Analyst vornehmen – und hierbei unterscheiden sich die Ansätze und Methoden naturgemäß. Der Konsens unter Ökonomen ist, dass der Trend in erster Linie von angebotsseitigen Faktoren bestimmt wird, während bei den konjunkturellen Schwankungen die Nachfrageseite dominiert.¹

Der Konjunkturzyklus, d.h. Abweichungen vom Output-Trend in Form einer Unter- oder Überauslastung, wird zwar auch von der Angebotsseite mitbestimmt. Etwas kontraintuitiv ist aber, dass ein niedrigeres Trendwachstum (ein Problem, mit dem sich viele Industrieländer plagen) Gegenmaßnahmen erfordern kann, die die Konjunkturpolitik tendenziell erschweren – und umgekehrt. So belasten die vielfach für die europäischen Peripherieländer diskutierten Strukturreformen (die das Trendwachstum erhöhen würden) kurzfristig oft die Konjunktur. Eine gleichzeitige Wachstums- und Konjunkturschwäche ist daher besonders schwer in den Griff zu bekommen. Dies gilt auch deshalb, weil unerwünschte Neben- und Wechselwirkungen möglich sind. Eine übertriebene Rücksicht auf die konjunkturelle Lage kann wie in Japan in den 1990er Jahren und in Europa nach 2009 dazu führen, dass eine lange aufgeschobene Rekapitalisierung des Bankensystems auf mittlere Sicht eine schwächere Produktivitätsentwicklung („Zombiefication“) mit sich bringt und somit den Wachstumstrend schädigt.

Expansionen sterben nicht an Altersschwäche...

“I think it's a myth that expansions die of old age. I do not think that they die of old age. So the fact that this has been quite a long expansion doesn't lead me to believe that...its days are numbered.“

Janet Yellen bei der FOMC-Presskonferenz am 16. Dezember 2015

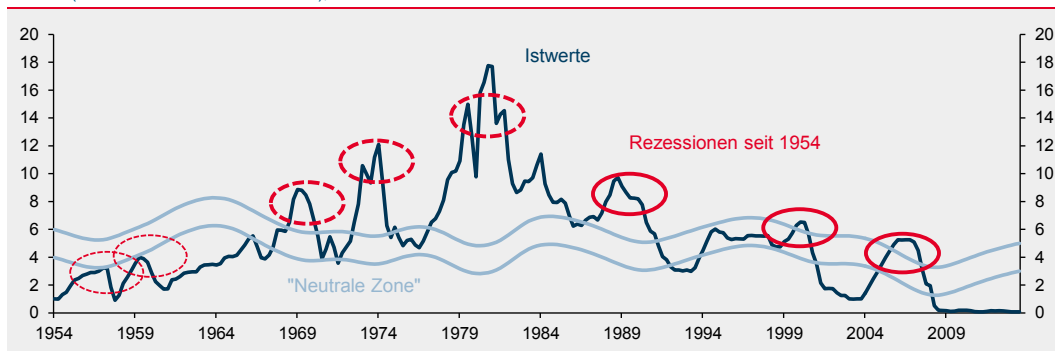
Auf den ersten Blick erscheint diese Aussage der Notenbankchefin fragwürdig. Wenn der Durchschnittszyklus 70 Monate dauert und der aktuelle schon im 95. Monat ist – dann muss doch die Wahrscheinlichkeit, dass er bald endet, hoch sein? Hier ist aber zwischen einer absoluten und einer bedingten Wahrscheinlichkeit zu differenzieren. So trifft es zu, dass auf der Basis der historischen Erfahrungen die a priori Wahrscheinlichkeit, dass eine Expansion nach 100 Monaten noch läuft geringer ist, als dass sie 75 Monate „überlebt“. Für die Zyklen vor 1945 galt auch die Aussage: Je älter der Zyklus, desto höher die Chance, dass er bald endet. Für die Zyklen seit 1945 trifft dies jedoch nicht mehr zu. Die bedingte Wahrscheinlichkeit einer Rezession im nächsten Monat – gegeben, dass der Zyklus schon 95 Monate „überlebt“ hat – ist heutzutage nicht höher als nach 70 Monaten oder nach 60 Monaten. Im Gegensatz zu Menschen, deren Sterbewahrscheinlichkeit im hohen Alter deutlich zunimmt, gilt dies für Zyklen nicht. Sterbetafeln für die USA zeigen z.B., dass im Jahr 2011 ein 90-jähriger Mann im Schnitt eine 20 %ige Wahrscheinlichkeit hatte, in den nächs-

¹ Siehe auch USA Aktuell „[Trendwachstum – ein Update](#)“ vom Juni 2014. Manche argumentieren, dass eine Wirtschaft allein durch hohe Nachfragedynamik auch ein höheres Potenzial erwirtschaften kann. Dies ist allerdings eine Minderheitenmeinung.

ten zwölf Monaten zu sterben. Für einen 100-jährigen war diese Wahrscheinlichkeit schon fast doppelt so hoch. Sterbetafeln beruhen auf einer mathematisch-statistischen Analyse, die sich auch auf Konjunkturzyklen anwenden lässt. Glenn Rudebusch von der San Francisco Fed hat dies in einer Studie von Anfang 2016 getan.² Sein Ergebnis: In den Zyklen vor 1945 nahm die „Sterbewahrscheinlichkeit“ einer Expansion tatsächlich merklich zu, je älter sie war. Nach 50 Monaten betrug die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im nächsten Monat bereits 15 %, nach 60 Monaten näherte sie sich 25 %. Für die Phasen nach 1945 ist die entsprechende Kurve viel flacher. Zwischen 70 und 120 Monaten steigt sie kaum noch – in anderen Worten: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Expansion endet, hängt nicht davon ab, wie alt sie ist.

Restriktive Geldpolitik = Rezession

Leitzins (Federal Funds Rate 1954-2014), %



Die unterschiedlichen Markierungen der Rezessionen weisen auf strukturelle Veränderungen im Lauf der Jahrzehnte hin.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

... sie werden von der Fed ermordet

Wie wir in unserer Publikation von 2015 gezeigt haben, sind die Expansionen in den USA seit dem Zweiten Weltkrieg letztlich alle durch einen exogenen Faktor beendet worden – in der Regel durch eine restriktive Geldpolitik. Der entscheidende Chart zeigt, dass Rezessionen seit den 1950er Jahren und vor allem in der jüngeren Vergangenheit stets mit einem relativ zum neutralen Zinsniveau hohen Leitzins verbunden waren.³

Leitzins von 2 % ist
nicht restriktiv

Aktuelle Prognosen gehen davon aus, dass der Leitzins bis Ende 2018 graduell auf ein Niveau von 2 % bis 2,25 % (Bloomberg-Umfrage vom Mai 2017), 1,75 % bis 2 % (Helaba), 2,1 % (FOMC-Median) bzw. knapp 2 % (Eurodollar-Futures) angehoben wird. Abzüglich der Inflation von rund 2 % wäre damit selbst Ende des kommenden Jahres der kurzfristige Realzins noch negativ oder nahe null. Wir sehen das neutrale Zinsniveau langfristig unverändert bei nominal 4 % (2 % Inflation plus 2 % Realzins), aktuell wohl eher am unteren Rand des darum gelegten +/- 1 Prozentpunkt-Bandes, also bei etwa 3 %.⁴ Diese Einschätzung wird jedoch nicht von allen Beobachtern geteilt. Die Fed selbst geht derzeit wohl mehrheitlich von einem (temporär) merklich niedrigeren neutralen Zins aus. Auch wenn der kurzfristige Realzins aber nahe null liegen und – wie von der Fed erwartet – in den nächsten Jahren leicht steigen würde, wäre ein nominaler Leitzins Ende 2018 um die 2 % nur bestenfalls neutral und recht weit von den Restriktionsgraden der vergangenen Zyklen entfernt. Zudem muss auch der zusätzlichen expansiven Wirkung der heute auf das Fünffache aufgeblasenen Fed-Bilanz Rechnung getragen werden. Wir gehen auf diese Themen noch einmal im Kasten ab S. 4 im Zusammenhang mit den Schätzungen des neutralen Zinsniveaus von Laubach und Williams ein.

In unserem Basis-Szenario besteht daher kaum Anlass zur Sorge über eine „zu restriktive“ Geldpolitik, selbst wenn die Fed in absehbarer Zeit zusätzlich den Einstieg in den Ausstieg aus ihrer

² Siehe [Will the Economic Recovery Die of Old Age?](#), FRBSF Economic Letter 2016-13, 8. Februar 2016.

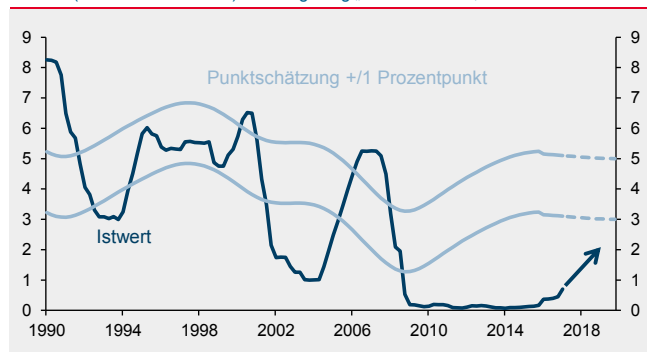
³ Für Einschränkungen siehe unser USA Aktuell vom Juni 2015.

⁴ Siehe USA Aktuell „[Wo liegt der neutrale Zins?](#)“ vom Juni 2014.

derzeitigen Wiederanlagepolitik fällig werdender Wertpapiere wagen sollte. Anders sieht es aus, wenn das „Goldilocks“-Szenario („nicht zu heiß, nicht zu kalt“) der Fed nicht eintritt. Wenn durch eine übertrieben expansive Fiskalpolitik der Regierung oder aus anderen Gründen Wachstum und Inflation auf der oberen Seite überraschen, müsste die Fed tatsächlich voll auf die Bremse gehen. Dies ist aus heutiger Sicht ein Szenario mit recht geringer Eintrittswahrscheinlichkeit – für eine Überhitzung der US-Konjunktur gibt es trotz aktuell voll ausgelastetem Arbeitsmarkt bisher wenig Anhaltspunkte. Es wäre aber wohl an Immobilien-, Aktien- und Rentenmärkten mit erheblichen Verwerfungen verbunden.

Leitzins: Keine Bremswirkung absehbar

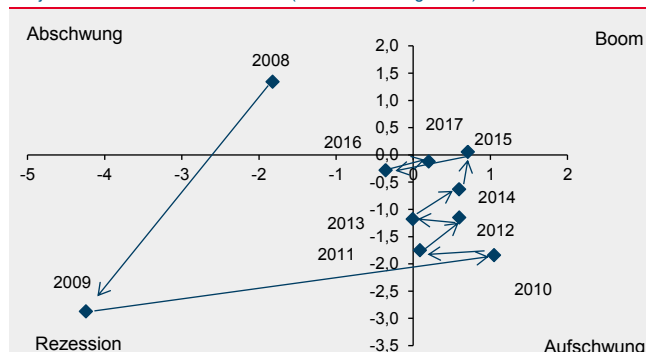
Leitzins (Federal Funds Rate) und langfristig „neutrale Zone“, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im Zickzack-Kurs durch den Aufschwung

Konjunkturschnecke* 2008 bis 2017 (2016/2017: Prognosen)



Vertikale Achse: Output-Gap (%-punkte), Horizontale Achse: Abweichung Wachstum vom Trendwert (%-punkte). Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Als Alternativen zur „Ermordung der Expansion“ durch die Fed wären ein negativer Schock von der amerikanischen Fiskalpolitik wie Ende der 1960er Jahre (derzeit nicht absehbar) oder ein externes Ereignis denkbar. Bei Letzterem fällt einem aktuell neben einem globalen Handelskrieg, der die Gewinne der Globalisierung und der internationalen Arbeitsteilung in Frage stellen würde, vor allem ein Szenario ein: eine Rezession in China. Tatsächlich scheint dies, neben einer restriktiven Fed, derzeit das größte Risiko für die Expansion der US-Wirtschaft zu sein. In China gibt es zahlreiche Ungleichgewichte (Immobilienmarkt, Verschuldung der Unternehmen), die im Falle einer spürbaren Schwächephase eine Kontraktion beschleunigen könnten. Daher setzen wir das Rezessionsrisiko für China auch schon seit geraumer Zeit höher an als in den USA.

Größerer Einfluss
des Auslands

Ein Beispiel für eine heute vielleicht höhere Wirksamkeit externer Faktoren war die Periode 2015/2016. Der Einbruch des Ölpreises und anderer Rohstoffpreise führte zu einer massiven Korrektur im amerikanischen Bergbau- und Energiesektor. Gleichzeitig legten die realen Exporte der USA in diesen beiden Jahren nur um 0,1 % und 0,4 % zu, die schwächste Performance außerhalb von globalen Rezessionen seit 1945. Dies dämpfte die Dynamik der US-Wirtschaft insgesamt so sehr, dass sie gemessen an der so genannten „Konjunkturschnecke“⁵ im Jahr 2016 den größten Schritt in Richtung Rezession seit dem Beginn der Expansion unternahm.

(Wann) Wird die Fed restriktiv?

Wenn die Notenbank stets der Hauptverdächtige beim Ableben eines Zyklus ist, kommt der Frage, wann die Geldpolitik effektiv bremsend wirkt, entsprechend großes Gewicht zu. Dies ist allerdings unter Ökonomen – selbst innerhalb des FOMC – äußerst umstritten. Wir gehen als Richtschnur von unserer langfristigen Schätzung des neutralen Zinsniveaus aus. Statt kurzfristige Faktoren in einem stark schwankenden neutralen Zins zu berücksichtigen, würden wir diese eher konjunkturell bedingten Einflüsse als Bestimmungsfaktoren des jeweils aktuell angemessenen tatsächlichen Zinses relativ zum neutralen Niveau sehen.

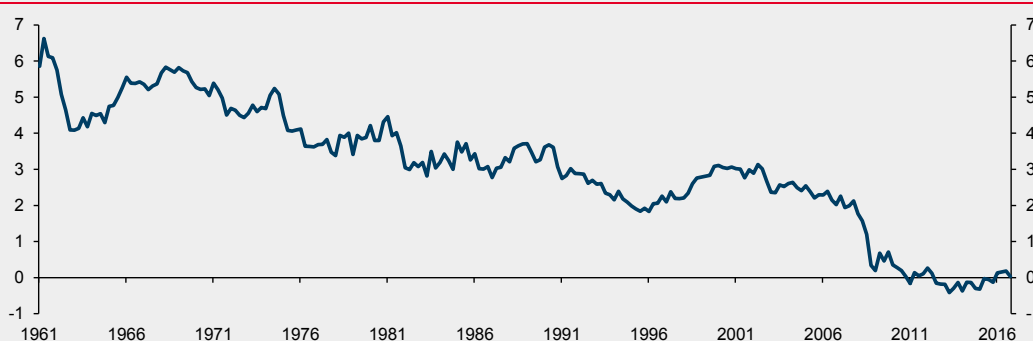
⁵ Siehe Chart auf dieser Seite.

Nach unserer Lesart liegt der Zeitpunkt einer restriktiven Geldpolitik im Basis-Szenario daher in ferner Zukunft. Was aber, wenn wir in dieser Hinsicht daneben liegen und das neutrale Zinsniveau doch deutlich niedriger liegt? Könnte in der neuen Normalität nicht schon ein Nominalzins von 1 % bis 2 % die Konjunktur abwürgen? Innerhalb der Fed gibt es eine wichtige Gruppe von Geldpolitikern, die der Meinung ist, dass der neutrale Zins aktuell erheblich niedriger liegt. Zwar werden selten konkrete Zahlen genannt, aber Janet Yellen kann sich offenbar gut vorstellen, dass der reale Wert derzeit nur bei null liegt (nominal also bei etwa 2 %). Macht das Sinn?

Hauptquelle der niedrigeren Schätzungen sind der Chef der San Francisco Fed John C. Williams und sein Mitautor Thomas Laubach. Sie haben erstmalig 2003 eine einschlägige Studie⁶ veröffentlicht. Die letzte ausführliche Aktualisierung zu den USA ist von 2015,⁷ Schätzwerte werden regelmäßig auf den neuesten Stand gebracht und veröffentlicht. Für Ende 2016 zeigt ihre Schätzung einen neutralen Realzins nahe null.

How low can you go?

Neutraler Realzins für die USA (Laubach/Williams), %



Version vom April 2017. Quellen: Laubach/Williams, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ist das plausibel? Aus unserer Sicht hat der Ansatz von Laubach/Williams (LW) verschiedene Schwächen. Wie viele Schätzungen beruht er auf einem einzelnen ausgewählten Modell. Ob dies korrekt spezifiziert ist und/oder besser als Alternativen funktioniert, lässt sich schwer beurteilen – der neutrale Zins ist ja keine beobachtbare Größe. LW kommen zudem zu ihren Ergebnissen auf Basis eines Modells, in dem das Potenzialwachstum der US-Wirtschaft von Quartal zu Quartal extrem schwankt (Beispiel bei der einseitigen Schätzung: Q4 2013: 2,2 %; Q1 2014: -0,9 %). Das ist aus unserer Sicht wenig sinnvoll. Hier werden offensichtlich zufällige und konjunkturelle Faktoren dem Potenzial zugeschrieben.⁸ Der Koeffizient für die Wirkung des Trendwachstums auf den neutralen Zins liegt laut LW bei 1,3. Demnach reagiert der reale neutrale Zins also überproportional auf Änderungen des Trendwachstums, aber umso weniger, je näher dieses bei null liegt. Wieso?

Auch krankt der Ansatz von LW unter einem verbreiteten Problem bei akademischen Studien. Inhaltlich ist zwar von einem Zinssatz die Rede, der weder stimulierend noch restriktiv wirkt. Formell und modelltheoretisch definieren LW den neutralen Zins aber als denjenigen, der sich im Falle „kompletter Preisflexibilität“ in der US-Wirtschaft einstellen würde. Damit stellt sich die Frage, ob er den Gleichgewichtswert in einer vollausgelasteten Wirtschaft auf dem Potenzialpfad abbildet oder eben einen Wert für ein rein hypothetisches „potenzielles Potenzial“.

Um Schätzungen zum Potenzialwachstum kommt man nicht herum, wenn man sich mit dem Konzept des neutralen Zinses beschäftigt. Die Verwendung von Output-Gap-Schätzungen als zentrales Element ist aber angesichts der Schwierigkeiten bei deren Ermittlung ein Problem. LW

⁶ „Measuring the Natural Rate of Interest“, Review of Economics and Statistics 85(4), 2003, S. 1063-1070.

⁷ „Measuring the Natural Rate of Interest Redux“, FRBSF Working Paper 2015-16, Oktober 2015.

⁸ Zwar wird für das Potenzialwachstum noch mal ein Trend berechnet. Dieser ist aber so träge, dass er in der Krise 2007-2009 nur um 0,3 Prozentpunkte fiel – genau so stark wie dann noch einmal von 2010 bis 2014.

unterstellen bei ihrer Potenzialberechnung quasi eine stabile Phillips-Kurve (Beziehung zwischen Produktionslücke und Teuerung), trotz mannigfacher Evidenz, dass diese Beziehung zuletzt deutlich loser (die Kurve flacher) war. Auch schweigen sich LW dazu aus, wie die massiven Wertpapierkaufprogramme der Fed seit 2008 auf ihre Schätzungen wirken. Erhöhen sie den neutralen Zins (zusätzliche Nachfrage nach Anleihen)? Senken sie ihn (zusätzliche Liquidität)? Ist angesichts der nun deutlich größeren Notenbankbilanz (= expansive Wirkung) ein gegebener Leitzins vielleicht weniger restriktiv als mit einer kleineren Fed-Bilanz?

Schließlich stellt sich die Frage nach der grundsätzlichen Plausibilität eines neutralen Realzinses nahe oder gar unter null. Wenn bei diesem Wert der marginale Entscheider indifferent ist, ob er eine zusätzliche Investition tätigt, bedeutet dies, dass seine Zeitpräferenzrate null (oder negativ) ist. Auf Gutdeutsch: Einer Investorin wäre ein Dollar in zwölf Monaten gleich viel wert wie (mehr wert als) ein Dollar heute. Kann das in einem Umfeld angeblich deutlich gestiegener Unsicherheit und Risikoaversion Sinn machen? Es würde zudem bedeuten, dass bei vollem Inflationsausgleich (wir reden hier ja über Realzinsen) keinerlei Risikoprämien für eine mögliche höhere Geldentwertung in der Zukunft gefordert würden. Kann das ein Gleichgewichtszustand sein?

Wenn LW richtig liegen, stellt sich aber noch ein anderes, entscheidenderes Problem: Kann sich der neutrale Realzins so schnell wie von ihnen postuliert ändern (von 2 % auf 0,2 % in einem Jahr) – vielleicht auch mal wieder nach oben – dann ist er ein so bewegliches Ziel, dass er als Orientierungspunkt für die Geldpolitik möglicherweise ungeeignet ist.

Losgelöst vom spezifischen Ansatz hört man oft die These, dass die gestiegene Verschuldung in der US-Wirtschaft den neutralen Zins massiv gesenkt hätte („Die Zinsen können gar nicht steigen, sonst bricht alles zusammen!“). Dem wird zum Teil widersprochen mit dem Argument, dass ja jedem Schuldner ein Gläubiger gegenüber steht und die Verschuldung daher irrelevant ist. Beide Einschätzungen sind falsch. Die Wahrheit liegt in der Mitte. Verteilungsaspekte können den Effekt steigender Zinsen sehr wohl beeinflussen, selbst wenn man Insolvenzen einmal ausklammert.⁹ So können Gläubiger eine höhere Sparneigung haben als Schuldner, Zinseinkommen können ins Ausland abfließen usw.

In dieser Hinsicht ließe sich auch eine selbsterfüllende Prophezeiung formulieren: Je länger der tatsächliche Zins extrem niedrig ist, umso mehr Schuldner gehen davon aus, dass dieser Zustand dauerhaft sein wird – und umso schwieriger wird es, den Zins irgendwann wieder anzuheben, ohne die Expansion abzuwürgen. Also: Besser zu schnell normalisieren als zu langsam!

Ungleichgewichte: Ursache und Beschleuniger von Rezessionen

Natürlich ist es nicht das erklärte Ziel der Notenbank, eine Expansion zu beenden. Dieses Resultat ergibt sich quasi als Nebeneffekt. Das Risiko einer Rezession ist daher umso höher, je größer die gesamtwirtschaftlichen oder sektoralen Ungleichgewichte sind, die sich in der vorangegangenen Expansion aufgebaut haben. Gute Beispiele hierfür sind die Über- und Fehlinvestitionen im Unternehmenssektor während des „New Economy“-Booms Ende der 1990er Jahre oder die Blasen an den Immobilienmärkten in den USA, Spanien oder Irland vor der Krise 2007-2009.

Ein Treiber möglicher Ungleichgewichte war in den vergangenen Jahren die Politik der Fed, die mit Nullzinsen und Kaufprogrammen alles getan hat, um die Wirtschaftssubjekte zur Verschuldung und zum Eingehen größerer Risiken zu animieren. So sind die Preise an Aktien-, Renten- und vielen Immobilienmärkten schon weit (oder vielleicht zu weit) gelaufen. Die Verschuldungsaggregate, sonst wichtige Indikatoren für eine zyklische Spätphase, geben aber wenig Anlass zur Sorge.

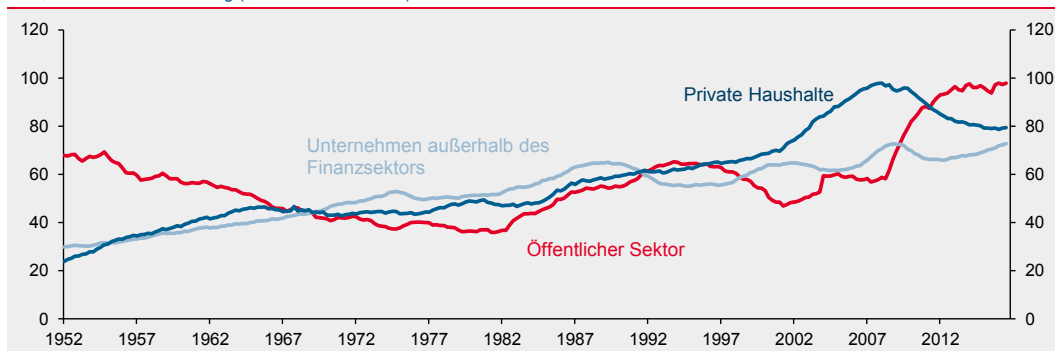
⁹ Hierbei ist zu beachten, dass die Tragfähigkeit von Schulden letztlich vom Eintreffen der Realeinkommens- und Inflationserwartungen des Schuldners zum Zeitpunkt der Schuldenaufnahme abhängt und nicht davon, ob die Einkommenszuwächse und die Inflation fallen oder steigen.

Fed als Quelle von Ungleichgewichten?

Die Ausnahme ist hier der Staat, dessen Schuldenquote mit fast 100 % am BIP einen Rekordstand erreicht hat. Da ein Szenario, in dem ein plötzlicher Gläubigerstreik den US-Finanzminister zu Steuererhöhungen und/oder Ausgabenkürzungen à la Griechenland zwingt, aber ebenso unwahrscheinlich ist, wie das Einfordern einer spürbaren Risikoprämie auf US-Staatsanleihen, wird dieser Sektor wohl kaum eine kontraktive Spirale auslösen. Die Haushalte haben ihre Schulden merklich abgebaut, die Unternehmensschulden liegen im Trend. Auch die Investitionsquoten zeigen keinen Anlass, eine baldige Korrektur zu erwarten. Stattdessen zeichnet sich dieser Zyklus bislang eher durch eine ausgeprägte Investitionszurückhaltung der Unternehmen aus, sowohl bei Ausrüstungen wie im Gewerbebau. Die Wohnungsbauaktivität hat sich von der Krise noch nicht wieder erholt.

Verschuldung: Hoch, aber nicht kritisch

USA, sektorale Verschuldung (Anleihen und Kredite) in % am BIP



Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktuell relativ kleine Ungleichgewichte stützen die These, dass sich die USA 2017 noch nicht in der Spätphase des Zyklus befinden. Ein Ableben des aktuellen Zyklus steht daher wohl nicht unmittelbar bevor.

Fazit: Geringe Risiken auf kurze Sicht – aber die nächste Rezession kommt bestimmt

Auch diese Expansion wird jedoch irgendwann enden, denn der Konjunkturzyklus ist nicht tot. Ein simples Monatezählen bringt aber keinen Erkenntnisgewinn, da die Wahrscheinlichkeit einer Rezession nicht wesentlich vom Alter der Expansionsphase abhängt. Ökonomen sind notorisch schlecht darin, Rezessionen zu prognostizieren, ja selbst sie zu diagnostizieren, wenn sie schon eingesetzt haben. Dies liegt zum Teil an Daten, die später revidiert werden, zum Teil an der widersprüchlichen Aussage unterschiedlicher Indikatoren und zum Teil an kognitiven Dissonanzen.

Entsprechend sind auch ökonometrische Rezessionsmodelle mit großer Unsicherheit behaftet. Man muss einen schmalen Grad wandern zwischen Modellen, die zu schnell ausschlagen und damit zu viele Fehlsignale senden (Paul Samuelson: „Der Aktienmarkt hat neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesehen“) und jenen, die erst zu spät reagieren, wenn das Kind (und der Anleger) schon in den Brunnen gefallen ist. Unser präferiertes Modell zeigt aktuell eine vernachlässigbare Wahrscheinlichkeit von etwa 1,5 % für eine Rezession in sechs Monaten (auf Basis der April-Daten, d.h. also für den Oktober 2017).

Zu früh für Gratulationen

Die Frage, ob die Fed mit ihrer zögerlichen Normalisierung der Geldpolitik letztlich richtig liegt, ist jedoch noch nicht abschließend beantwortet. Das Risiko einer Überhitzung, obwohl klein, besteht durchaus. Zudem sind mögliche Fehlbewertungen an Finanz- und Immobilienmärkten entstanden, die teilweise auf der Annahme einer auf absehbare Zeit sehr lockeren Geldpolitik bzw. eines nachhaltig äußerst niedrigen Zinsniveaus beruhen. Bereits eine leichte Abweichung von diesem eingepreisten „Fahrplan“ könnte daher merkliche Korrekturen nach sich ziehen. Die wegen des begrenzten Spielraums für Zinssenkungen angeblich asymmetrischen Risiken gelten daher eher für das orthodoxe Instrumentarium der Geldpolitik und damit für die Bequemlichkeit der Fed. Fällt die Fed „hinter die Kurve“, hat sie zwar nach oben unbegrenzt „Munition“ für Zinserhöhungen – die Grenze, ab der sie die US-Wirtschaft in eine Rezession bremst, wird aber auch deutlich schneller erreicht sein als in vergangenen Zyklen.

Helaba-Publikationen: USA Aktuell

100 Tage Trump: Mehr als heiße Luft?

28.04.2017

Prognose-Update: Höhere Teuerung

03.03.2017

US-Staatshaushalt: Kids in America?

20.02.2017

„Pay Big Border Tax!“ – was soll das sein?

30.01.2017

Trumps erster Tag im Amt – eine Checkliste

24.01.2017

Außenhandel: „Fake news“ und Fakten

19.01.2017

Trump!

09.11.2016

Arbeitsmarkt: Ist die Fed schon am Ziel?

10.10.2016

Prognose Update: Schwächephase läuft aus

05.08.2016

Und jetzt noch Präsident Trump?

13.07.2016

Fed: Viele Worte, wenig Substanz

16.06.2016

Wer die Wahl hat...

20.05.2016

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■