

## Die US-Wirtschaft im aktuellen Konjunkturaufschwung

*Nach der schweren Rezession von 2008/2009 hat die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in den USA nur verhalten expandiert. Insbesondere gegenüber den kräftigen Aufschwungphasen, die zur Mitte der siebziger und zu Beginn der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts ebenfalls auf scharfe Aktivitätseinbrüche folgten, ist das Wachstum weit zurückgeblieben. Vielfach wird das moderate Tempo der letzten Jahre als konjunkturelle Schwäche interpretiert, die aber auch durch die außerordentlich expansive Geldpolitik nicht beseitigt werden konnte.*

*Tatsächlich lässt sich eine Reihe von nachfrageseitigen Einflüssen identifizieren, die das gesamtwirtschaftliche Wachstum belastet haben. Zum einen hat der private Wohnungsbau seine übliche Rolle als Vorreiter der konjunkturellen Erholung nicht übernehmen können, weil nach den Übersteigerungen im vorherigen Zyklus zunächst noch die Anpassungsprozesse auf den Immobilienmärkten andauerten. Derartige Korrekturen benötigen erfahrungsgemäß einen längeren Zeitraum. Erst in den letzten Quartalen hat sich eine solide Aufwärtstendenz im Wohnungsbau etabliert, der jedoch aufgrund des niedrigen Aktivitätsniveaus die gesamtwirtschaftliche Tragweite fehlt. Zum anderen ist der hohe Expansionsgrad der Finanzpolitik, mit der sich der Staat 2008/2009 gegen die steile konjunkturelle Talfahrt stemmte, in den vergangenen Jahren zurückgeführt worden. Vor dem Hintergrund der nach wie vor steigenden Schuldenquote und immer noch klaffenden Haushaltslücken erscheinen weitere Konsolidierungsschritte erforderlich, auch um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen abzusichern.*

*Darüber hinaus wird zwar oftmals der private Verbrauch als eine wichtige Schwachstelle im aktuellen Aufschwung angesehen, weil sich die Konsumenten um den Abbau von Schulden und den Ausgleich erlittener Vermögensverluste bemühen. Dem standen aber auch positive Impulse der außergewöhnlich lockeren Geldpolitik gegenüber. Da im Ergebnis die Sparanstrengungen im Verlauf der konjunkturellen Erholung jedoch nicht mehr größer wurden, konnten die privaten Haushalte ihre Verbrauchsausgaben im Einklang mit ihren Einkommen erhöhen. Insofern sind die moderaten Konsumsteigerungen der vergangenen Jahre wohl weniger Bremse, sondern vielmehr Reflex der verhaltenen Expansion von Einkommen und Beschäftigung.*

*Schwerer als diverse zyklische Faktoren wiegt letztlich, dass sich mittlerweile das gesamtwirtschaftliche Grundtempo erheblich verringert hat. So ist die Verlangsamung des realen BIP-Wachstums gegenüber den Erholungsphasen der neunziger Jahre und zu Beginn des neuen Jahrhunderts weitgehend auf die schwächere Expansion der Produktionskapazitäten zurückzuführen. Ausschlaggebend hierfür ist neben den Korrekturen der vorangegangenen Übertreibungen am Immobilienmarkt insbesondere der tiefgreifende demographische Wandel, der nicht nur das Wachstum des Erwerbspersonenpotenzials dämpft, sondern mittelbar zudem die Kapitalbildung zurückhält. Auch wenn die Ausstrahleffekte der Rezession nachlassen und nunmehr ein Aufschwung im Wohnungsbau eingesetzt hat, wird sich daher die Gangart der gesamtwirtschaftlichen Expansion wahrscheinlich nur wenig erhöhen, zumal die notwendige fiskalische Konsolidierung noch nicht abgeschlossen ist.*

## Der aktuelle Aufschwung in der öffentlichen und akademischen Diskussion

*Schwächster  
Aufschwung der  
Nachkriegszeit*

Gemessen an der Aufwärtsentwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) ist der aktuelle Konjunkturaufschwung in den USA der schwächste seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs.<sup>1)</sup> Im Schlussquartal 2012 war die gesamtwirtschaftliche Erzeugung dem aktuellen (saisonbereinigten) Datenstand zufolge lediglich 7 ½% höher als im Frühjahr 2009, welches das Business Cycle Dating Committee des National Bureau of Economic Research (NBER) als Ende der letzten Rezession festgesetzt hat. In den beiden vorangegangenen zyklischen Erholungsphasen zu Beginn der neunziger Jahre und zum Auftakt des neuen Jahrhunderts hatte die Wirtschaftsleistung über dem gleichen Zeitraum von 14 Quartalen im Mittel immerhin um 11 ¼% zugenommen. Dabei handelte es sich damals bereits um relativ flache Expansionen, die auf recht milde Rezessionen folgten. Angesichts des Aktivitätseinbruchs im Abschwung von 2008/2009, als das reale BIP um nicht weniger als 4 ¾% binnen sechs Quartalen nachgegeben hat, erscheint die jüngste Entwicklung umso erstaunlicher. Denn üblicherweise werden tiefe Rezessionen von steilen Erholungen abgelöst.<sup>2)</sup> Insbesondere die Expansionen zur Mitte der siebziger Jahre und zu Beginn der achtziger Jahre entsprachen diesem Muster, indem sie innerhalb von dreieinhalb Jahren im Schnitt einen Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 20% generierten. Noch magerer erscheint das jüngste Ergebnis, wenn man das BIP ins Verhältnis zur Bevölkerung setzt. So ging das reale Pro-Kopf-Einkommen bis zum Herbst 2012 lediglich um 4 ½% nach oben und unterschritt damit seinen Stand von Ende 2007, dem letzten zyklischen Hochpunkt, nach wie vor merklich.<sup>3)</sup>

*Implikationen  
der voran-  
gegangenen  
Finanzkrise  
keinesfalls  
eindeutig*

Internationale Organisationen wie der Internationale Währungsfonds (IWF) haben in diesem Zusammenhang immer wieder darauf verwiesen, dass Rezessionen, die mit schweren Finanzkrisen verbunden sind, nur schleppende

Erholungen nach sich ziehen. Die wissenschaftliche Grundlage für deren Sichtweise bilden insbesondere Arbeiten von Reinhart und Rogoff (2009) sowie Reinhart und Reinhart (2010) zu den historischen Erfahrungen verschiedener Länder mit Finanzkrisen. Allerdings beschränken sich diese Analysen zum Teil nur auf Vergleiche der Schärfe und Dauer des Abschwungs und implizieren damit allenfalls, dass Finanzkrisen tiefe und bleibende Narben in den Niveaus makroökonomischer Größen hinterlassen.<sup>4)</sup> Zwar gelangen die Autoren auch zu dem Ergebnis, dass das Wachstum des realen Pro-Kopf-BIP in der Dekade nach dem Einsetzen einer schweren Finanzkrise im Vergleich zum vorangegangenen Zehnjahresabschnitt signifikant gedämpft ist. Dieses Resultat ist jedoch der gewählten Abgrenzung des Beobachtungszeitraums geschuldet. Indem das zyklische Hoch als Referenzpunkt der Untersuchung festgelegt wird, wird nämlich die Tiefe des Abschwungs mit dem Anstieg des Erholungspfadens saldiert.<sup>5)</sup> Werden ausschließlich amerikanische Konjunkturzyklen

1 Vgl. im Folgenden insbesondere: Deutsche Bundesbank, Der aktuelle Aufschwung in den USA im Vergleich zu früheren Erholungsphasen, Monatsbericht, August 2010, S. 18 f.; Congressional Budget Office, What Accounts for the Slow Growth of the Economy After the Recession?, November 2012; sowie Council of Economic Advisers, Economic Report of the President, März 2013.

2 Vgl.: V. Zarnowitz (1981), Business Cycles and Growth: Some Reflections and Measures, NBER, Arbeitspapier, Nr. 665; sowie V. Zarnowitz (1992), Business Cycles: Theory, History, Indicators and Forecasting, University of Chicago Press, Chicago und London.

3 Dagegen zog das reale BIP pro Kopf im Schnitt der vier Erholungsphasen von 1975 bis 1978, 1983 bis 1986, 1991 bis 1994 und 2002 bis 2005 um 11 ½% an und übertraf damit den vorangegangenen Hochpunkt um 8 ¾%. Die Expansion von 1980/1981 wird hier nicht in die Betrachtung einbezogen, da sie bereits nach vier Quartalen zu Ende ging.

4 Vgl.: C. M. Reinhart und K. S. Rogoff (2009), The Aftermath of Financial Crises, American Economic Review, Vol. 99, Nr. 2, S. 466 ff.; sowie C. M. Reinhart und V. R. Reinhart (2010), After the Fall, Federal Reserve Bank of Kansas City, Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, S. 17 ff.

5 Howard et al. (2011) ziehen hingegen aus ihrer Untersuchung den Schluss, dass der (isoliert betrachtete) konjunkturelle Aufschwung, der im zyklischen Tiefpunkt ansetzt, sich nach einer Finanzkrise nicht sonderlich von einer entsprechenden Phase nach einer anderen Rezession unterscheidet. Vgl.: G. Howard, R. Martin und B. A. Wilson (2011), Are Recoveries from Banking and Financial Crises Really So Different?, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Nr. 1037.

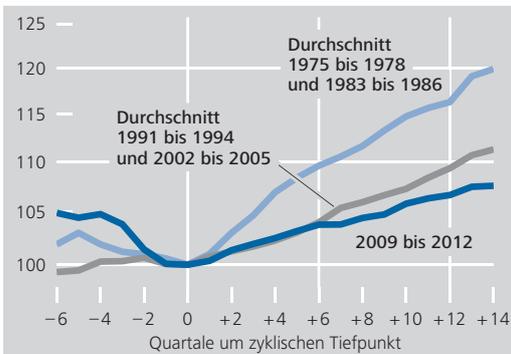
analysiert, ist der Zusammenhang zwischen einer schweren Kontraktion und einer steilen Erholung im Fall von Finanzkrisen sogar besonders ausgeprägt.<sup>6)</sup> Es ist deshalb keinesfalls eindeutig, dass die Schwäche der aktuellen Aufschwungphase lediglich den üblichen empirischen Mustern folgt und sich deshalb weiterführende Betrachtungen erübrigen.

Zahlreiche  
 exogene Brems-  
 faktoren

Mit dem Verweis auf die vorangegangene Finanzkrise wird häufig versucht, die mäßigen Erholungsfortschritte mit einer – aufgrund von Finanzierungsrestriktionen und vermögensseitigen Anpassungen – verlangsamten Eigendynamik des privaten Wirtschaftsgeschehens zu begründen. Ein alternativer Ansatz besteht darin, das verhaltene Expansionstempo auf äußere Bremsfaktoren zurückzuführen. In diesem Kontext sind vor allem die in den letzten Jahren wiederholt aufgetretenen Ölpreisschübe zu nennen, die sich aus einem Wechselspiel zwischen robust wachsender Rohölnachfrage in den Schwellenländern einerseits sowie tatsächlichen und befürchteten Angebotsbeschränkungen andererseits ergaben.<sup>7)</sup> Für ein Land wie die USA, das per saldo in großem Umfang Rohöl importiert, aber nur in begrenztem Maße Waren in die aufstrebenden Volkswirtschaften exportiert, dürfte dabei selbst eine rein nachfragegetriebene Ölverteuerung in erster Linie als Kaufkraftentzug wirken. Nicht zuletzt der amerikanische Absatz neuer Pkw hat in der Vergangenheit empfindlich auf starke Preisschübe bei Kraftstoffen reagiert. Speziell im Frühjahr 2011, als die realen privaten Verbrauchsausgaben für Kfz und Kfz-Teile saisonbereinigt um mehr als 5% gegenüber der Vorperiode zurückgingen, kamen noch Produktionsstopps in der Automobilindustrie hinzu, nachdem im Gefolge des schweren Tohoku-Erdbebens in Japan die internationalen Lieferketten zeitweise unterbrochen waren. Im vergangenen Jahr wurden auch die Probleme im Euro-Raum beziehungsweise die globale Flaute im Verarbeitenden Gewerbe als Belastungen betont.<sup>8)</sup> Schließlich führen einige Ökonomen an, dass eine erhöhte Unsicherheit über den Kurs der Finanz- und Wirtschaftspolitik die Investitionsbereitschaft privater Unterneh-

### Reales US-BIP im aktuellen Aufschwung im Vergleich zu vorangegangenen Erholungsphasen<sup>\*)</sup>

Index, zyklischer Tiefpunkt = 100, saisonbereinigt



\* Jeweils erste 14 Quartale der Expansionsphasen gemäß Datierung des National Bureau of Economic Research (NBER).  
 Deutsche Bundesbank

men und Haushalte beeinträchtigt.<sup>9)</sup> Besondere Bedeutung gewann diese Argumentation im Sommer 2011 und Herbst 2012, als der Zwist zwischen der Exekutive und den verschiedenen Zweigen der Legislative über die Staatsfinanzen eskalierte. So wurde Ende 2012 in der Öffentlichkeit vor der Gefahr einer drohenden Rezession aufgrund des sogenannten „fiscal cliff“ gewarnt.<sup>10)</sup>

Hervorzuheben ist allerdings, dass ungeachtet der verschiedenen Belastungsfaktoren ein

6 Vgl.: M. D. Bordo und J. G. Haubrich (2012), Deep Recessions, Fast Recoveries, and Financial Crises: Evidence from the American Record, Federal Reserve Bank of Cleveland, Arbeitspapier, Nr. 12–14.

7 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Rohölpreis und seine Bedeutung für die Konjunktur in den Industrieländern, Monatsbericht, Juni 2012, S. 29 ff.

8 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Einfluss der Nachfrageschwäche im Euro-Raum auf die globale Konjunktur, Monatsbericht, November 2012, S. 12 ff.

9 Dass ein hoher Grad an Unsicherheit zu einer Aufschübung irreversibler Investitionen führen kann, ist im Allgemeinen bereits von Bernanke (1983) hergeleitet worden. Die Entwicklung eines Index wirtschaftspolitischer Unsicherheit durch Baker et al. (2012) hat zuletzt der Debatte über eine entsprechende Wirkung des staatlichen Aktionismus Auftrieb verliehen. Vgl.: S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis (2012), Measuring Economic Policy Uncertainty, Stanford University und University of Chicago Booth School of Business, Arbeitspapier; B. S. Bernanke (1983), Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment, Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, S. 85 ff.; sowie A. Greenspan (2011), Activism, International Finance, Vol. 14, S. 165 ff.

10 Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Zu den makroökonomischen Effekten des „fiscal cliff“ in den USA, Monatsbericht, August 2012, S. 15 ff.

*Zwar Eindruck eines fragilen Aufschwungs, aber Rückfall in die Rezession bis zuletzt ausgeblieben*

neuerlicher Konjunkturabschwung bis zuletzt ausgeblieben ist. Das ist umso bemerkenswerter, als andere fortgeschrittene Volkswirtschaften, die keineswegs im Zentrum der vorangegangenen Finanzkrise gestanden hatten, nach einer kurzen Erholungsphase erneut in Rezessionen abrutschten. Zwar ist das reale BIP-Wachstum in den USA mitunter ins Stocken geraten, jüngst erst im Schlussquartal 2012. Doch die reale private Endnachfrage als eigentlicher Motor des Aufschwungs hat seit dem Winter 2010 stets und vergleichsweise solide expandiert, wenngleich mit einem nur moderaten Durchschnittstempo.

*Verlangsamung des Trendwachstums*

Vor diesem Hintergrund liegt die Vermutung nahe, dass nicht so sehr zyklische Faktoren die gesamtwirtschaftliche Expansion gebremst haben, sondern dass sich vielmehr das zugrunde liegende Trendwachstum verringert hat. In diesem Zusammenhang ist bereits ein neuer Normalzustand für die Jahre nach der Finanzkrise postuliert worden.<sup>11)</sup> Zwar sind durchaus vorübergehende Effekte der vorherigen schweren Rezession auf das Produktionspotenzial möglich. Dennoch gibt es darüber hinaus Hinweise darauf, dass die konjunkturellen Schwankungen der letzten Jahre eine Abflachung des Trendpfads überlagert haben, die auf fundamentale und langfristige Verschiebungen auf der Angebotsseite der Volkswirtschaft zurückzuführen ist. Nicht zuletzt Stock und Watson (2012) haben sich bemüht, die Bedeutung einzelner Triebkräfte in der letzten Rezession und dem folgenden Aufschwung zu identifizieren.<sup>12)</sup> Ihrer Analyse zufolge ist der vergleichsweise schwache Beschäftigungsaufbau in der aktuellen Erholung in stärkerem Maße einer Verlangsamung der trendmäßigen Stellenzunahme zuzuschreiben als zyklischen Faktoren. Aufgrund der im historischen Vergleich eher unauffälligen Produktivitätsentwicklung impliziert dies eine relativ schwache Aufwärtstendenz des Trendoutputs. Als ursächlich hierfür sehen sie letztlich den tiefgreifenden demographischen Wandel an. Mit Blick auf das Potenzialwachstum in den nächsten 20 bis 50 Jahren und völlig abstrahierend von der jüngsten Finanzkrise und

ihren möglichen Folgewirkungen prognostiziert Gordon (2012) eine säkulare Verlangsamung in der Zunahme des realen Pro-Kopf-Einkommens.<sup>13)</sup>

## ■ Nachfrageseitige Einflüsse

Um sich den Einflüssen auf die aktuelle Konjunkturerholung von der Nachfrageseite zu nähern, bietet sich ein Vergleich der durchschnittlichen Wachstumsbeiträge der einzelnen Verwendungskomponenten des realen BIP zu vorangegangenen Expansionsphasen an.<sup>14)</sup> Insgesamt ist der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung um 2% im Mittel der vergangenen dreieinhalb Jahre sowohl vom Konsum der privaten Haushalte als auch von den gewerblichen Investitionen getragen worden, während der private Wohnungsbau nur einen geringen positiven Effekt entfalten konnte. Dagegen haben die öffentliche Nachfrage und der Außenhandel das BIP-Wachstum jeweils merklich zurückgehalten. Ein Vergleich speziell zu den beiden vorangegangenen Konjunkturzyklen zeigt, dass sich nicht alle Nachfragegrößen in den letzten Jahren ungünstiger entwickelt haben. So haben die Unternehmen ihre Investitionen sogar merklich kräftiger ausgeweitet, was nicht allein auf die umfangreiche Wiederaufstockung ihrer Vorräte nach der schweren Rezession zurückzuführen ist, son-

*Wohnungsbau, öffentliche Nachfrage und privater Konsum im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen schwach*

<sup>11</sup> Vgl.: M. El-Erian (2008), *When Markets Collide*, McGraw-Hill, New York.

<sup>12</sup> Den jüngsten Abschwung erklären Stock und Watson (2012) mithilfe der gleichen Faktoren, die auch vorangegangene Rezessionen getrieben und ähnliche Reaktionen wie damals hervorgerufen haben. Lediglich das Ausmaß der Bewegungen sei größer ausgefallen; ein spezifischer „Finanzkrisen“-Faktor sei hingegen zur Erklärung unnötig. Vgl.: J. H. Stock und M. W. Watson, *Disentangling the Channels of the 2007–2009 Recession*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Frühjahr 2012, S. 81 ff.

<sup>13</sup> Vgl.: R. J. Gordon (2012), *Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovations Confronts the Six Headwinds*, *National Bureau of Economic Research*, Arbeitspapier, Nr. 18315.

<sup>14</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, *Der aktuelle Aufschwung in den USA im Vergleich zu früheren Erholungsphasen*, Monatsbericht, August 2010, S. 18 f.; sowie *Congressional Budget Office, What Accounts for the Slow Growth of the Economy After the Recession?*, Arbeitspapier, November 2012.

dern auch auf ihre gestiegenen Ausgaben für Ausrüstungen und Software. Dies nährt Zweifel an der manchmal vorgebrachten These, dass Finanzierungsbeschränkungen, insbesondere für kleine Unternehmen, den Aufschwung behindert hätten. Zudem hat der Außenhandel das gesamtwirtschaftliche Ergebnis nicht in dem gleichen Maße belastet wie in vorangegangenen Erholungsphasen.<sup>15)</sup> Demgegenüber sind der private Wohnungsbau, die öffentliche Nachfrage und der private Konsum – jeweils gemessen an ihren durchschnittlichen Wachstumsbeiträgen – gegenüber früheren Expansionen zum Teil erheblich zurückgeblieben, weshalb sie im Folgenden eingehender betrachtet werden.

## Immobilienmarkt und privater Wohnungsbau

*Wohnungsbau  
 lange Zeit ohne  
 Schwung*

Angesichts der Bedeutung des Immobilienmarkts als Epizentrum der Finanzkrise mag es wenig überraschen, dass der private Wohnungsbau seine typische Rolle als Vorreiter der gesamtwirtschaftlichen Erholung in den letzten Jahren nicht spielen konnte. Auch die befristeten staatlichen Programme, die steuerliche Vergünstigungen beim Erwerb von Eigenheimen gewährten, entfachten lediglich ein konjunkturelles Strohfeuer. Erst seit dem Winterhalbjahr 2011/2012 hat sich eine recht kraftvolle Aufwärtsbewegung der Investitionstätigkeit in diesem Bereich etabliert.

*Retardierender  
 Einfluss des  
 Angebots-  
 überhangs am  
 Immobilienmarkt*

Bremsend dürften insbesondere die Probleme aus vorangegangenen Fehlentwicklungen gewirkt haben, wie sie im aufgestauten Angebotsüberhang am Immobilienmarkt zum Ausdruck kamen. So war der Bestand unbewohnter, zum Verkauf stehender Eigenheime ab dem Jahr 2006 in die Höhe geschneit, bevor er im Winter 2008 gipfelte. Bis in den Sommer 2011 hinein ist dieses Immobilienangebot nicht nachhaltig reduziert worden. Zusätzlich dürfte der sogenannte Schattenbestand, also Wohnobjekte, die etwa aufgrund des ungünstigen Preisumfelds vorübergehend nicht zum Verkauf

### Verwendungskomponenten des realen US-BIP im Vergleich zu vorangegangenen Erholungsphasen <sup>\*)</sup>

in Prozentpunkten, jährlich

Position	Durchschnittlicher Wachstumsbeitrag <sup>1)</sup> 2009 bis 2012	Differenz zu Durchschnitt	
		1991 bis 1994 und 2002 bis 2005	1975 bis 1978 und 1983 bis 1986
Reales BIP	2,1	-1,0	-3,1
Privater Konsum	1,5	-0,7	-1,7
Gewerbliche Bruttoinvestitionen	1,0	0,3	-0,5
Privater Wohnungsbau	0,1	-0,3	-0,6
Öffentliche Nachfrage	-0,3	-0,5	-1,0
Außenbeitrag	-0,2	0,2	0,5

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben des BEA.  
 \*) Jeweils erste 14 Quartale der Expansionsphasen gemäß Datierung des NBER. <sup>1)</sup> Für reales BIP Wachstumsrate in %. Wachstumsbeiträge addieren sich nicht unbedingt auf.

Deutsche Bundesbank

angeboten worden sind, den Investitionsbedarf begrenzt haben.<sup>16)</sup> Zudem sind von der Nachfrageseite des Immobilienmarkts in der frühen Phase des gesamtwirtschaftlichen Aufschwungs nur wenige positive Impulse ausgegangen. Gerade junge Erwachsene hielten sich aufgrund der Arbeitsmarktlage und der strikteren Kreditvergabepraxis mit der Gründung eines Haushalts und dem Erwerb von Wohneigentum zurück.<sup>17)</sup>

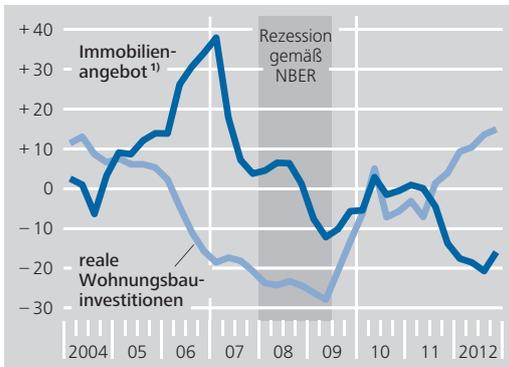
**15** Dabei ist dieser Effekt nicht auf einen schwächeren Anstieg der Einfuhren zurückzuführen. Tatsächlich entspricht der durchschnittliche (negative) Wachstumsbeitrag der Importe in der aktuellen Erholung den historischen Erfahrungen. Allerdings haben sich die Ausfuhren günstiger entwickelt. Ausschlaggebend hierfür könnte ein vergleichsweise hoher Grad an Synchronität der Volkswirtschaften in der letzten Rezession und der anschließenden Gegenbewegung sein.

**16** Aufgrund fehlender Daten kann die Höhe des Schattenbestandes nur abgeschätzt werden. Typischerweise werden ihm in erster Linie diejenigen Wohnobjekte zugerechnet, die als Sicherheit für ausgefallene Hypothekenkredite in Bankbilanzen übernommen worden sind, sowie solche, die sich noch im Prozess der Zwangsvollstreckung befinden. Der so definierte Schattenbestand hat gemäß den Analysen des Stabes der amerikanischen Notenbank die Erholung im Wohnungsbau spürbar gebremst. Vgl.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Minutes of the Federal Open Market Committee, Sitzung vom 12./13. September 2012.

**17** So sind im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2010 per saldo lediglich ½ Million Haushalte gegründet worden. Im Jahresmittel 2003 bis 2007 waren es noch 1¼ Millionen. Die Anzahl der Haushalte mit einem Haushaltsvorstand im Alter von weniger als 30 Jahren ist seit 2008 sogar kontinuierlich gesunken. Auch die Wohneigentumsquote tendiert bereits seit Herbst 2006 abwärts.

## Private Wohnungsbauinvestitionen und Immobilienangebot in den USA

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Bureau of Economic Analysis (BEA) und Census Bureau. <sup>1</sup> Zahl vakanter, zum Verkauf angebotener Wohnimmobilien.

Deutsche Bundesbank

Zuletzt kräftiger Aufschwung am Häusermarkt

Erst in den letzten anderthalb Jahren hat sich am Häusermarkt das Investitionsumfeld deutlich verbessert. Fortschritte sind dabei zunächst bei der Rückführung des Angebotsüberhangs gemacht worden. So nähert sich der Bestand vakanter, zum Verkauf stehender Eigenheime dem Vorkrisenniveau an. Auch die Häuserpreise tendieren in nominaler und in realer Rechnung wieder aufwärts. Den günstigeren Rahmenbedingungen folgend haben die Wohnungsbauinvestitionen zuletzt kräftig zugelegt. Ihre Wachstumsrate von 12% im Schnitt des vergangenen Jahres hat dabei sogar die aller anderen Nachfragekomponenten des BIP übertrafen. Aktuell sprechen das nach wie vor vergleichbar niedrige Bewertungsniveau ebenso wie die sich aus den aufgeschobenen Haushaltsgründungen speisende aufgestaute Nachfrage für eine Fortsetzung des Aufschwungs am Häusermarkt. Als Bremse könnte allerdings die vergleichsweise restriktive Vergabe von Immobilienkrediten wirken, wenngleich eine Rückkehr zu der laxen Praxis früherer Jahre kaum wünschenswert erscheint. Insgesamt dürfte der unmittelbare Wachstumsimpuls der Wohnungsbauinvestitionen für die Gesamtwirtschaft wegen des geringen Niveaus im Verhältnis zur aggregierten Nachfrage bis auf Weiteres moderat bleiben. Der entsprechende Anteil ist von seinem zyklischen Gipfel zum Jahresende 2005 um 3¾ Prozentpunkte auf zuletzt 2½% gefal-

len. Selbst der starke Zuwachs der privaten Wohnungsbauinvestitionen im Jahr 2012 hat deshalb die gesamtwirtschaftliche Expansionsrate lediglich um ¼ Prozentpunkt anheben können.

## Fiskalpolitik

Die zurückliegende Rezession wurde durch eine stark expansive Ausrichtung der Finanzpolitik spürbar gemildert. Dabei war die fiskalische Ausgangssituation zum konjunkturellen Höhepunkt keinesfalls günstig gewesen. Ende 2007 machten die gesamtstaatlichen Bruttoschulden rund zwei Drittel des BIP aus, während die Defizitquote bereits die Marke von 3% übertraf. In der Folge stieg das Defizit durch die automatischen Stabilisatoren, aber auch durch umfangreiche Konjunkturpakete steil an. So gipfelte die Defizitquote im Frühjahr 2009 bei fast 13%. Schätzungen der um konjunkturelle Einflüsse bereinigten Haushaltslücke differieren zwar in den genauen Angaben, zeigen aber ebenfalls eine kräftige Zunahme an.<sup>18)</sup> Gleich-

*Stark expansiver Staatshaushalt in der Rezession und ...*

<sup>18</sup> Der staatliche Finanzierungssaldo ist zum Teil Spiegelbild der Konjunktur. So führen etwa Beschäftigungsschwankungen zu Fluktuationen in den Steuereinnahmen und den Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung, sodass die Konjunkturschwankungen über Einkommenseffekte automatisch gedämpft werden. Darüber hinausgehende Impulse zeigen sich in Veränderungen des um Konjunkturreffekte bereinigten Saldos. Dabei ist zum einen zu berücksichtigen, dass verschiedene Ansätze zur Konjunkturbereinigung staatlicher Haushalte gebräuchlich sind, deren Ergebnisse sich aufgrund der diesbezüglichen Unsicherheit deutlich unterscheiden können und die vor allem hinsichtlich des konjunkturbereinigten Defizitniveaus am aktuellen Rand revisionsanfällig sind. Zum anderen ist hervorzuheben, dass Veränderungen des strukturellen staatlichen Finanzierungs- oder Primärsaldos nicht mit den finanziellen Wirkungen von aktiven finanzpolitischen Maßnahmen gleichzusetzen sind. Vielmehr können sie auch auf Entwicklungen zurückgehen, die nicht unmittelbar mit der aktuellen Finanzpolitik zusammenhängen. Vgl. etwa: Deutsche Bundesbank, Ein disaggregierter Ansatz zur Analyse der Staatsfinanzen: Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in Deutschland in den Jahren 2000 bis 2005, Monatsbericht, März 2006, S. 63 ff. Die hier unterstellte Schätzung für den konjunkturbereinigten Saldo wird dabei sowohl für den Bund als auch für die Ebene der Einzelstaaten und Gemeinden jeweils für Einnahmen und Ausgaben separat vorgenommen, wie sie in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Bureau of Economic Analysis (BEA) abgebildet werden. Die zugrunde liegenden Daten zum Potenzialoutput entstammen den Angaben des Congressional Budget Office (CBO). Zur Erläuterung des Konjunkturbereinigungsansatzes siehe auch S. 23 ff.

zeitig ist die Schuldenquote sehr stark gestiegen und liegt mittlerweile über 100%.

*... partielle Rückführung des Impulses im Aufschwung*

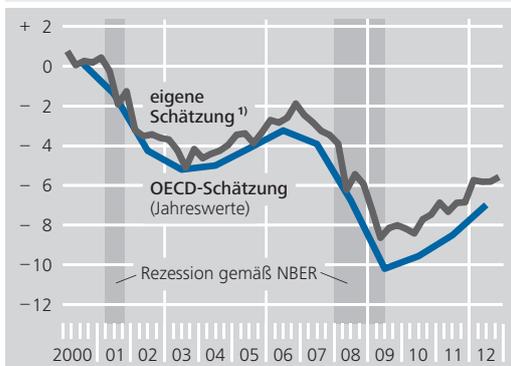
Seit dem Beginn der gesamtwirtschaftlichen Erholung und vor allem in den letzten beiden Jahren ist allerdings der Expansionsgrad der Finanzpolitik zurückgenommen worden.<sup>19)</sup> In dieser Hinsicht unterscheidet sich der jüngste Zyklus insbesondere vom vorangegangenen, als sich das bereinigte Defizit auch in der konjunkturellen Erholung noch erheblich erhöhte.<sup>20)</sup> Freilich ist es aus der Perspektive der fiskalischen Konjunktur stabilisierung durchaus angezeigt, den Impuls im Zuge der Wirtschaftserholung wieder zurückzuführen. Mit Blick auf die aktuelle Entwicklung in den USA ist außerdem zu berücksichtigen, dass die konjunkturberinigten Defizite im vergangenen Jahr noch beträchtlich höher waren als 2007 und die öffentlichen Haushalte damit im Vergleich zum Beginn des Abschwungs weiterhin stark expansiv ausgerichtet sind. Eine zeitnahe Konsolidierung ist nicht zuletzt auch angezeigt, um angesichts einer hohen und nach wie vor steigenden Schuldenquote die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen abzusichern.

*Gesamtwirtschaftliche Bremswirkungen des sinkenden bereinigten Defizits ...*

Die Rückführung des konjunkturberinigten Defizits bedeutet, dass die Fiskalpolitik den gesamtwirtschaftlichen Aufschwung gebremst hat. Ein wichtiger Wirkungskanal verläuft dabei über die öffentliche Nachfrage der Einzelstaaten und Gemeinden, die aufgrund institutioneller Regelungen unter vergleichsweise hohem Druck stehen, ihre Haushalte auszugleichen. Zuletzt hat gleichwohl die Nachfragezurückhaltung auf Bundesebene an Bedeutung gewonnen. Neben den staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben beeinflussen die Staatsfinanzen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung vor allem über Steuern und Transfers an private Haushalte und Unternehmen. So zielten auch die umfangreichen Konjunkturpakete, die im Zuge der Rezession geschnürt worden waren, über niedrigere Steuern und höhere Transferzahlungen auf die Stärkung der privaten Nachfrage ab. Der Schwenk im konjunkturberinigten Defizit dürfte zumindest zum Teil das Aus-

### Zyklisch bereinigter Finanzierungssaldo des Staatssektors in den USA

in % des potenziellen BIP, saisonbereinigt, vierteljährlich



Quelle: OECD Economic Outlook, November 2012 und eigene Berechnungen. 1) Auf Basis von Angaben des Congressional Budget Office (CBO) zum potenziellen BIP.

Deutsche Bundesbank

laufen dieser umfassenden Maßnahmenbündel reflektieren.

Derartige temporäre Maßnahmen zur Nachfragestützung sollen das reale BIP im konjunkturellen Abschwung stabilisieren, können die gesamtwirtschaftliche Erzeugung aber nicht dauerhaft über ihren zugrunde liegenden Pfad anheben. Sobald ihre Wirkung auf das Niveau der Produktion ihren Gipfel überschritten hat, wird das Wachstum im Vergleich zu seinem Grundtempo nicht länger angekurbelt, sondern gebremst. Angaben des Congressional Budget Office (CBO) zufolge wie auch nach eigenen Simulationsrechnungen mithilfe des Weltwirtschaftsmodells NiGEM des National Institute of Economic and Social Research (NIESR) dürfte dieser Umschwung im konjunkturellen Einfluss des Fiskalpakets von 2009 im Verlauf des Jahres 2010 eingetreten sein. Die Schätzungen über den Umfang des retardierenden Effekts differieren zwar; sie sind aber umso größer, je

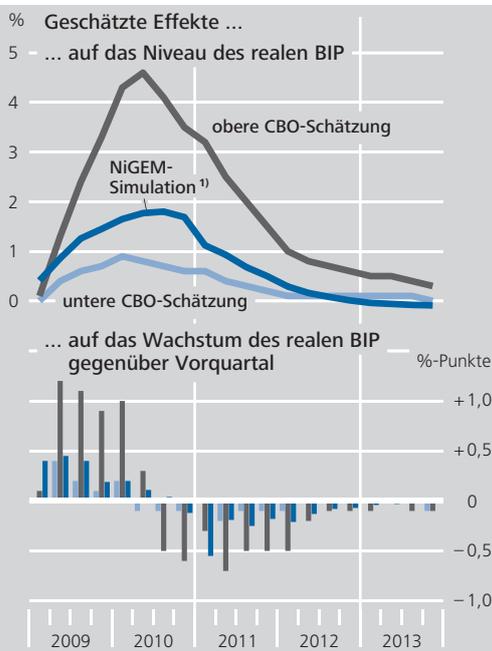
*... und speziell der auslaufenden fiskalischen Konjunkturstimuli*

19 Vgl.: B. Lucking und D. Wilson (2012), U.S. Fiscal Policy: Headwind or Tailwind?, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, Nr. 2012-20.

20 Ein wichtiger Grund für die unterschiedliche Ausrichtung der Fiskalpolitik in den beiden Zyklen dürften auch die Ausgaben für militärische Aktionen gewesen sein. Zu bedenken ist außerdem, dass die Schuldenquote im aktuellen Zyklus auf ein bedenkliches Niveau gestiegen ist, und zwar sowohl hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen als auch mit Blick auf die Wirksamkeit weiterer fiskalischer Konjunkturstimuli.

## Geschätzte Effekte des US-Konjunkturpakets<sup>21)</sup> von 2009

Abweichung von der Basislinie



Quelle: CBO und eigene Berechnungen mithilfe von NiGEM.  
 \* American Recovery and Reinvestment Act (ARRA). <sup>1</sup> Bei fixierten Leitzinsen und adaptiven Erwartungen der privaten Haushalte.

Deutsche Bundesbank

höher der vorangegangene positive Einfluss eingestuft wird.<sup>21)</sup>

## Privater Konsum

*Schwäche des Dienstleistungskonsums im Zusammenhang mit Schwierigkeiten am Wohnungsmarkt*

Die spürbare Moderation des Expansionstempos des realen BIP ging auf der Verwendungsseite mit einer ruhigeren Gangart des privaten Konsums einher, für den in den USA mehr als zwei Drittel des gesamtwirtschaftlichen Einkommens ausgegeben werden. Gleichwohl zeigt der Vergleich mit dem typischen Verhaltensmuster im Zyklus, dass sich diese Nachfragekomponente zuletzt eher günstig entwickelt hat (vgl. die Erläuterungen auf S. 23 ff.). Zudem weisen die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen unmittelbar eine klare Dichotomie innerhalb der (realen) Verbrauchsausgaben der privaten Haushalte aus, wobei einer relativ kräftigen Erholung des Warenkonsums nur eine verhaltene Aufwärtsbewegung des Dienstleistungskonsums gegenübersteht. Da diese zu einem Gutteil

wiederum auf eine annähernde Stagnation der Kategorie für Unterkunft zurückzuführen ist, ist sie wohl auch Reflex der vorangegangenen Fehlentwicklungen am Immobilienmarkt.<sup>22)</sup>

Viele Beobachter sehen allerdings vermögensseitige Anpassungen der privaten Haushalte und speziell deren Bemühungen um Schuldenabbau („deleveraging“) als treibende Kraft hinter der Dämpfung des privaten Konsumwachstums.<sup>23)</sup> Aufgrund des Verfalls der Immobilienpreise und der Kursstürze an den Finanzbörsen sahen sich die Verbraucher im Krisenjahr 2008 plötzlich mit einem spürbar geschrumpften Nettovermögen und einem entsprechend gestiegenen Verschuldungsgrad konfrontiert. Um diesen wieder zurückzuführen und die schweren Ver-

*Gegenläufige Einflüsse seitens des Immobilien- und Finanzvermögens*

<sup>21</sup> Das CBO ist per Gesetz verpflichtet, die Wirkungen des American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) auf Beschäftigung und Output zu beurteilen. Mit Blick auf das reale BIP wird hierzu keine unmittelbare empirische Evidenz herangezogen. Stattdessen werden die Effekte auf Basis der Wirkungen ähnlicher Maßnahmen in der Vergangenheit und mithilfe von Modellen abgeschätzt. Dabei soll die Angabe einer hohen und einer niedrigen Setzung die Unsicherheit über das Ausmaß des tatsächlichen Einflusses widerspiegeln. Das Ergebnis unserer NiGEM-Simulation bewegt sich im Wesentlichen innerhalb der Spannweite der CBO-Schätzungen, wenngleich näher am unteren Ende. Es hängt jedoch entscheidend von den Annahmen ab, dass die Geldpolitik nicht auf die unterstellten fiskalpolitischen Maßnahmen reagiert und die privaten Haushalte ihre Erwartungen nicht vorausschauend bilden. Lässt man hingegen eine endogene Zinsreaktion oder vorausschauende Erwartungen der privaten Haushalte zu, fällt die BIP-Reaktion noch schwächer aus. Die der Simulation zugrunde liegenden Schocks beruhen auf den Angaben des BEA über Höhe und zeitliche Verteilung der mit dem ARRA verbundenen staatlichen Transaktionen. Vgl.: Bureau of Economic Analysis, Effect of the ARRA on Selected Federal Government Sector Transactions, verfügbar unter [www.bea.gov/recovery/index.htm](http://www.bea.gov/recovery/index.htm); Congressional Budget Office, Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2012 Through December 2012, Februar 2013; sowie F. Reichling und C. Whalen (2012), Assessing the Short-Term Effects on Output of Changes in Federal Fiscal Policies, Congressional Budget Office, Arbeitspapier, Nr. 2012–08.

<sup>22</sup> Im Vergleich zum Schnitt der beiden vorangegangenen Erholungsphasen lieferte der private Konsum in den letzten Jahren einen um  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte geringeren Beitrag zum jährlichen Wachstum des realen BIP. Von diesem Rückstand können mehr als  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt allein Dienstleistungen zugeschrieben werden, wovon  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt dem Bereich Unterkunft geschuldet ist, der in dieser Abgrenzung neben den tatsächlichen und kalkulatorischen Mieten auch die häusliche Versorgung umfasst.

<sup>23</sup> Vgl. z. B.: R. Glick und K. J. Lansing (2009), U. S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, Nr. 2009–16.

## Folgt der private Konsum in den USA seinem typischen zyklischen Muster?

Der private Konsum wird oftmals als eine wichtige Schwachstelle im aktuellen Aufschwung der US-Wirtschaft angesehen. Vielfach wird argumentiert, dass die Bemühungen der privaten Haushalte um den Abbau von Schulden und den Ausgleich erlittener Vermögensverluste das Wachstum des realen Verbrauchs und damit der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung zurückhielten.<sup>1)</sup> Andererseits ist es angesichts einer engen Verflechtung auch möglich, dass die verhaltenen Konsumsteigerungen weniger Bremse, sondern vielmehr Reflex der moderaten Expansion von Einkommen und Beschäftigung sind, die letztlich einer Abflachung des zugrunde liegenden Trendpfads (vgl. die Erläuterungen auf S. 32 ff.) oder einer insgesamt nur mäßigen Erholung des zyklischen Outputs geschuldet ist.

Um zunächst den Einfluss des langsameren Grundtempos auszuschalten, können die Verwendungskomponenten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Relation zum Potenzialoutput gesetzt werden. Anschließend lassen sich ihre Beiträge zur Produktionslücke, das heißt dem prozentualen Abstand des BIP vom Potenzialoutput, berechnen sowie Vergleiche zwischen dem aktuellen Aufschwung und früheren Erholungsphasen ziehen. Das CBO (2012) gelangt in einer solchen Analyse zu dem Schluss, dass vor allem die öffentliche Nachfrage, aber auch die privaten Wohnungsbauinvestitionen und der private Verbrauch hinter der vergleichsweise geringen Rückführung der negativen Produktionslücke in den vergangenen Jahren stehen. Zur Begründung für den verhaltenen Beitrag des Konsums zum Anstieg des zyklischen Outputs verweist das CBO auf die erlittenen Vermögensverluste und das schwache Vertrauen der privaten Haushalte sowie auf den Rückgang der Lohnquote.<sup>2)</sup>

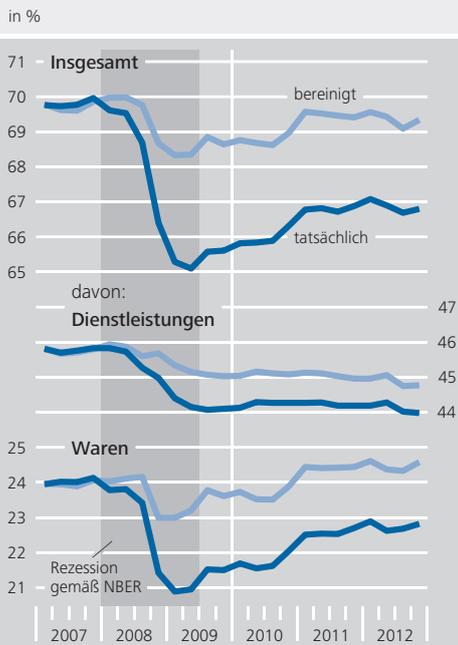
Da die privaten Verbrauchsausgaben ganz wesentlich vom Einkommen abhängen, ist es allerdings auch möglich, dass ihr magerer Beitrag selbst Ausdruck der mäßigen Erholung des zyklischen Outputs ist. Um letztlich konjunkturelle Belastungsfaktoren zu identifizieren, kann untersucht werden, wie sich die Relationen der BIP-Verwendungskomponenten zum Potenzialoutput üblicherweise in Abhängigkeit von der aggregierten Produktionslücke verhalten haben.<sup>3)</sup> Die tatsächlichen (nominalen) Größenrelationen der BIP-Verwendungskomponenten zum Potenzialoutput werden anschließend um die geschätzten zyklischen Einflüsse bereinigt. Verschiebungen zwischen den resultierenden Anteilen am Potenzialoutput können dann Hinweise auf

<sup>1</sup> Vgl. z. B.: B. Lavender und N. Parent (2013), *The U. S. Recovery from the Great Recession: A Story of Debt and Deleveraging*, Bank of Canada Review, Winter 2012–13, S. 13 ff.

<sup>2</sup> Das Congressional Budget Office (CBO) hat in seiner Studie die realen Verwendungskomponenten des BIP ins Verhältnis zu seiner Schätzung für den realen Potenzialoutput gesetzt. Vgl.: CBO, *What Accounts for the Slow Growth of the Economy After the Recession?*, November 2012.

<sup>3</sup> Den Ausgangspunkt der Analyse bildet dabei die jüngste Schätzung des CBO zum nominalen Potenzialoutput, zu dem die Werte der Verwendungskomponenten ins Verhältnis gesetzt wurden. Diese Relationen wurden auf die Produktionslücke regressiert, wobei zusätzlich abschnittsweise lineare Trends berücksichtigt wurden. Mithilfe der geschätzten Regressionskoeffizienten für die Produktionslücke wurde dann der zyklische Einfluss berechnet. Der zugrunde gelegte Beobachtungszeitraum für die Schätzung beginnt im Frühjahr 1953 und endet im Schlussquartal 2007. Damit umfasst er volle Konjunkturzyklen, die hier von einem Hoch zum anderen gemäß der Abgrenzung des NBER gemessen wurden. Überprüft wurde, ob der zyklische Einfluss vom Vorzeichen der Outputlücke abhängt. Entsprechende Hinweise ließen sich jedoch allenfalls beim privaten Wohnungsbau und Außenbeitrag finden, sodass im Folgenden der symmetrische Ansatz unterstellt wurde. Zudem wurde parallel eine analoge Rechnung auf Basis der realen Größenrelationen geführt. Die entsprechende Analyse kam qualitativ zu ähnlichen Ergebnissen. Da die realen Größenrelationen jedoch nicht als Anteile interpretiert werden können, addieren sich die errechneten Änderungen und Beiträge nicht auf.

**Tatsächliche und zyklisch bereinigte Größenrelation des privaten Konsums zum Potenzialoutput in den USA**



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Schätzungen des CBO zum Potenzialoutput.  
 Deutsche Bundesbank

besondere Entwicklungen bei den einzelnen Verwendungskomponenten geben. Zu beachten ist allerdings, dass eine solche Analyse nicht die mäßige Erholung des zyklischen Outputs im aktuellen Aufschwung an sich erklären kann; sie wird vielmehr als gegeben vorausgesetzt. Es wird lediglich untersucht, inwieweit die einzelnen Verwendungskomponenten von ihrem zyklischen Verhaltensmuster, wie es im historischen Schnitt zu beobachten gewesen ist, abgewichen sind.

So implizieren die Potenzialschätzungen des CBO, dass der gesamtwirtschaftliche Auslastungsgrad im Verlauf der letzten Rezession um 7 1/2 Prozentpunkte gesunken ist. Aufgrund der historischen Erfahrungen wäre daher ein Rückgang des privaten Konsums im Verhältnis zum Potenzialoutput um 3 1/4 Prozentpunkte zu erwarten gewesen. Tatsächlich aber rutschte die Relation um 5 Prozentpunkte ab, was die außergewöhn-

liche Schwäche des Verbrauchs im zurückliegenden Abschwung hervorhebt. Seit der konjunkturellen Talsohle im Frühjahr 2009 ist die Auslastung laut der Rechnung des CBO lediglich um 1 1/2 Prozentpunkte gestiegen. Entsprechend hätte sich das Verhältnis des privaten Verbrauchs zum Potenzialoutput gemäß dem historischen Zusammenhang um 3/4 Prozentpunkte erholen müssen. Mit einem Anstieg um 1 3/4 Prozentpunkte ist es jedoch mehr als doppelt so stark nach oben gegangen. Der private Konsum ist demzufolge also keineswegs ein Belastungsfaktor für den Aufschwung gewesen, sondern eher ein wichtiger Motor. Dies ist allerdings vor dem Hintergrund des Einbruchs in der vorangegangenen Rezession einzuordnen: Mittlerweile ist der damalige zyklisch bereinigte Rückgang der Größenrelation zum Potenzialoutput zu zwei Dritteln aufgeholt worden.

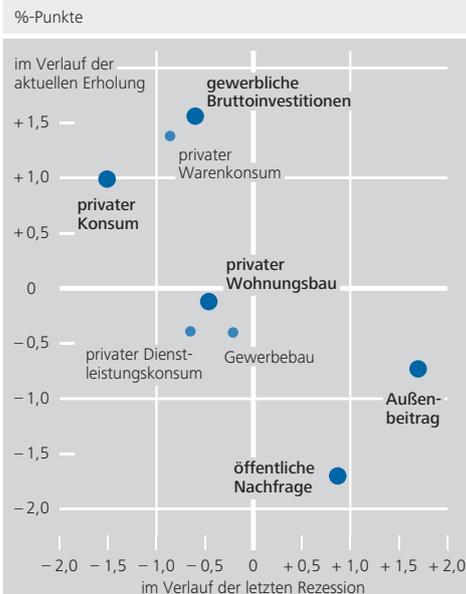
Interessant ist zudem, den privaten Konsum nach den Ausgaben für Waren und Dienstleistungen aufzugliedern. Beide Größenrelationen sind zwar in der vergangenen Rezession stärker gesunken, als dies auf Basis des historischen Zusammenhangs zu erwarten gewesen wäre. Dabei ist der Rückgang beim Warenkonsum noch etwas kräftiger ausgefallen als bei den Dienstleistungen. Allerdings ist in der konjunkturellen Erholung nur der Warenverbrauch relativ zum Potenzialoutput gestiegen, nicht aber der Konsum an Dienstleistungen. Bereinigt um den Einfluss der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke ist das Verhältnis des Warenkonsums zum Potenzialoutput am aktuellen Rand sogar höher als auf dem letzten Konjunkturgipfel. Allein im Dienstleistungsbereich ist also in der aktuellen Erholung eine außergewöhnliche Schwäche auszumachen. Bei einer noch tiefer gehenden Analyse lässt sie sich speziell der Sparte Unterkunft innerhalb des Dienstleistungskonsums zuschreiben und steht damit un-

mittelbar im Zusammenhang mit den Problemen am Immobilienmarkt.<sup>4)</sup>

Ein ähnliches Muster findet sich auch bei den übrigen Verwendungskomponenten. Trägt man in einem Koordinatensystem auf der horizontalen Achse die zyklisch bereinigten Änderungen der Größenrelationen zum Potenzialoutput während der letzten Rezession ab und auf der vertikalen die analogen Änderungen im Verlauf der aktuellen Erholung, finden sich im südwestlichen Quadranten die Verwendungskomponenten wieder, deren Wert relativ zum Potenzialoutput in beiden Phasen gesunken ist, was auf einen strukturellen Bedeutungsverlust schließen lässt. Neben dem privaten Wohnungsbau handelt es sich dabei lediglich um Subkomponenten, die ebenfalls in Verbindung mit den Immobilienmärkten stehen, nämlich um den privaten Dienstleistungskonsum (vor allem wegen der Sparte Unterkunft) und den Gewerbebau. Aufgrund ihres prozyklischen Verhaltens im Abschwung wie im Aufschwung sind die aggregierten Bruttoinvestitionen der Unternehmen und der private Konsum insgesamt im nordwestlichen Quadranten zu verorten. Demgegenüber haben die öffentliche Nachfrage und der Außenbeitrag im südöstlichen Quadranten einen stabilisierenden Einfluss ausgeübt, indem ihr zyklisch bereinigter Wert in Relation zum Potenzialoutput in der Rezession gestiegen, in der Erholung aber gesunken ist.

Als Ergebnis der Ausschaltung typischer zyklischer Einflüsse bleibt also festzuhalten, dass die Verwendungskomponenten sowohl im vergangenen Abschwung als auch im aktuellen Aufschwung von ihrem historischen Verhaltensmuster abgewichen sind. Zum einen haben die privaten Wohnungsbauinvestitionen in beiden Phasen an Bedeutung eingebüßt, was mit den erforderlichen Anpassungsprozessen an den Immo-

### Änderungen der zyklisch bereinigten Größenrelationen der BIP-Verwendungskomponenten<sup>4)</sup> zum Potenzialoutput in den USA



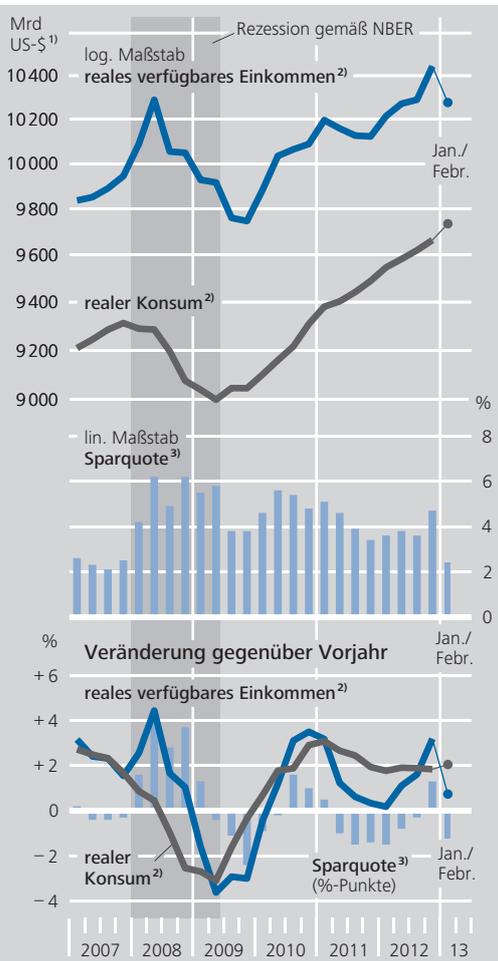
Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Schätzungen des CBO zum Potenzialoutput. \* Kleinere Punkte beziehen sich auf Subkomponenten.  
 Deutsche Bundesbank

bilienmärkten zusammenhängt. Zum anderen haben die öffentliche Nachfrage und der Außenhandel die konjunkturellen Ausschläge – sowohl nach unten wie nach oben – kräftiger als üblich gedämpft. Demgegenüber haben der private Konsum und die gewerblichen Bruttoinvestitionen die Schwankungen im Vergleich zu typischen Zyklen verstärkt. Das bedeutet, dass sie sich in der gesamtwirtschaftlichen Erholung relativ günstig entwickelt haben, nachdem sie in der Rezession überdurchschnittlich an Bedeutung verloren hatten.

<sup>4</sup> Die um zyklische Einflüsse bereinigte Größenrelation der Verbrauchsausgaben für Unterkunft zum Potenzialoutput ist im Verlauf der letzten dreieinhalb Jahre um gut ½ Prozentpunkt gesunken und erklärt damit den Rückgang des entsprechenden Verhältnisses für den gesamten Dienstleistungskonsum vollständig. Die Restkomponente des Dienstleistungskonsums ist nach Ausschaltung des Einflusses der Produktionslücke in Relation zum Potenzialoutput leicht gestiegen. Da es sich hierbei wiederum um einen Saldo handelt, könnten einzelne Subkomponenten durchaus spürbar positive oder negative Entwicklungen aufgewiesen haben.

## Einkommen, Konsum und Sparen der privaten Haushalte in den USA

saisonbereinigt, vierteljährlich



Quelle: BEA und eigene Berechnungen. **1** Zu Vorjahrespreisen, Referenzjahr 2005. **2** Bereinigt mithilfe des Deflators der privaten Konsumausgaben. **3** Sparen in % des verfügbaren Einkommens.

Deutsche Bundesbank

mögensverluste wettzumachen, würden die Haushalte der gängigen Argumentation zufolge nun einen größeren Teil ihres Einkommens als zuvor sparen. Gegenüber einem gegebenen Einkommenswachstum fällt dann die Expansion der Verbrauchsausgaben zurück, während die Sparquote steigt. Empirisch findet sich durchaus Evidenz für einen Zusammenhang zwischen der Sparquote und dem Nettovermögen der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren Einkommen.<sup>24)</sup> Dabei darf jedoch nicht übersehen werden, dass sich in der Realität nicht nur die Sparquote anpasst, sondern auch das Nettovermögen selbst über die relevanten Preise im Fluss ist. Aufgrund der kräftigen Kurserholung

an den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren überschreitet das Finanzvermögen der privaten Haushalte mittlerweile sogar wieder seinen Vorkrisenstand. Ein solcher positiver Einfluss auf das Konsumwachstum dürfte möglichen dämpfenden Effekten seitens der Immobilienmärkte gegenübergestanden haben.<sup>25)</sup>

Mit dem Verweis auf „deleveraging“ wird oftmals jedoch auch ein über die Wiederherstellung des vorherigen Verschuldungsgrades hinausgehender Schuldenabbau als Motiv für Konsumzurückhaltung angeführt. Mit den tiefen Verwerfungen an den Finanzmärkten und im makroökonomischen Umfeld, speziell etwa im Zuge der versiegenden Kreditströme, des massiven Arbeitsplatzabbaus und der sprunghaft gestiegenen Unsicherheit, hätte sich der von den Haushalten angestrebte Verschuldungsgrad im Vergleich zur Vorkrisenzeit verringert. Tatsächlich dürfte der Schwenk der privaten Haushalte vom Schuldenaufbau zum Schuldenabbau eine wichtige Rolle im konjunkturellen Abschwung des Jahres 2008 gespielt haben, in dessen Verlauf die Sparquote um 4 Prozentpunkte nach oben schnellte und die realen Verbrauchsausgaben deutlich eingeschränkt wurden. Seitdem tendiert die Sparquote jedoch eher leicht nach unten und hat damit letztlich keinen dämpfenden Impuls mehr auf das Wachstum der Verbrauchsausgaben ausgeübt.<sup>26)</sup> Während nämlich für die Kon-

*Schuldenabbau ohne weiteren Anstieg der Sparquote fortgesetzt*

<sup>24</sup> Vgl. etwa: C. Carroll, J. Slacalek und M. Sommer (2012), Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects, International Monetary Fund, Arbeitspapier, Nr. 12/219.

<sup>25</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung des privaten Konsums in den USA im aktuellen Aufschwung, Monatsbericht, November 2011, S. 18 f.

<sup>26</sup> Freilich unterliegt die Sparquote einer Vielzahl von Einflüssen, nicht zuletzt geld- und fiskalpolitischen, die auch einander entgegengewirkt haben mögen. Statistisch wird das Sparen lediglich als Residualgröße aus der Differenz zwischen Einkommen und Ausgaben bestimmt und ist damit in hohem Maße revisionsanfällig. Da das Einkommen regelmäßig zunächst zu niedrig ausgewiesen wird, ist die Sparquote in der Vergangenheit tendenziell nach oben korrigiert worden. Angesichts der Schwierigkeit, auf makroökonomischer Ebene Belege für den Einfluss von „deleveraging“ auf das Konsumverhalten zu finden, versucht Dynan (2012), mikroökonomische Evidenz zu sammeln. Vgl.: K. Dynan, Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?, Brookings Papers on Economic Activity, Frühjahr 2012, S. 299 ff.

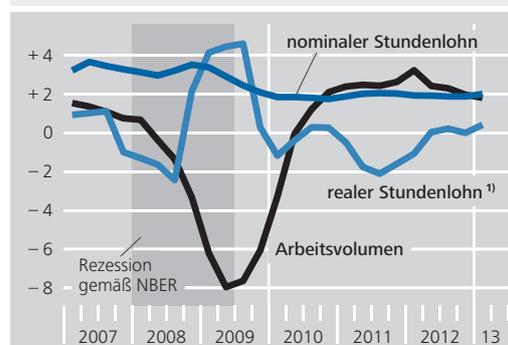
junktur – analog zur Argumentation im Zusammenhang mit dem staatlichen Finanzierungssaldo – allein die Änderung der Sparquote maßgeblich ist, erfordert ein Schuldenabbau lediglich, dass das Einkommen die Ausgaben hinreichend übersteigt. Mithin hat der anhaltende Schuldenabbau bei erhöhter, aber fortan weitgehend konstanter Sparquote den Konsum während des Aufschwungs im Tempo des Einkommens expandieren lassen.<sup>27)</sup>

*Anhaltendes Wachstum der Stundenverdienste deutet auf gestörten Lohnmechanismus hin*

Die Ursachen für das nur moderate Wachstum der (realen) Einkommen wiederum sind vor allem auf dem Arbeitsmarkt zu suchen, der von der letzten Rezession besonders in Mitleidenschaft gezogen worden war.<sup>28)</sup> Die Firmen unternahmen in der Rezession und zu Beginn des Aufschwungs große Anstrengungen, um ihre Arbeitskosten zu reduzieren und so ihre Profitabilität wiederherzustellen. Diese Anpassung unterscheidet sich zwar erheblich von dem Weg, den etwa die Unternehmen in Großbritannien eingeschlagen haben (vgl. die Erläuterungen auf S. 28 ff.). Sie war aber eine notwendige Voraussetzung für die kraftvolle Erholung der gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen, die in den vergangenen Jahren eine wichtige Stütze der US-Konjunktur bildeten. Erstaunlich ist, dass die Kosteneinsparungen – zumindest in den gesamtwirtschaftlichen Aggregatgrößen – allein über Beschäftigungsabbau erzielt wurden, nicht aber über Lohnkürzungen. Den Angaben des Bureau of Labor Statistics (BLS) zufolge ging der durchschnittliche nominale Stundenlohn in der Privatwirtschaft (außerhalb der Landwirtschaft) sogar weiter stetig nach oben. Lediglich sein Wachstum verminderte sich unter der Last hoher Arbeitslosigkeit, stabilisierte sich aber rasch bei einer Rate nahe dem aktuellen Inflationsziel der Notenbank von 2%. Dieser makroökonomische Befund könnte ein Hinweis auf starke Widerstände gegen nominale Lohnkürzungen sein.<sup>29)</sup> Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive ist mit dem Verzicht auf Lohnkürzungen der Stellenabbau wahrscheinlich verschlimmert worden. So legen Simulationen mit makroökonomischen Modellen nahe, dass die Beschäftigungs-

### Stundenlohn und Arbeitsvolumen in der US-Privatwirtschaft

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, saisonbereinigt, vierteljährlich



Quelle: Bureau of Labor Statistics (BLS) und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> Bereinigt mithilfe des Verbraucherpreisindex für städtische Lohnempfänger (CPI-W).

Deutsche Bundesbank

gewinne, die aus einer Lohnanpassung nach unten resultiert hätten, letztlich die nominalen Einkommenseinbußen der Gehaltsempfänger in ihrer Wirkung auf das reale BIP, aber auch auf die realen Einkommen und Verbrauchsaus-

**27** Zu beachten ist zudem, dass ein Gutteil des Schuldenabbaus der privaten Haushalte nicht auf Sparen aus dem laufenden Einkommen zurückzuführen ist, sondern auf Kreditausfälle. Vgl.: W. Li und S. Patwari, The Economics of Household Leveraging and Deleveraging, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, 3. Quartal 2011, S. 9 ff.

**28** So wurde im Zuge des konjunkturellen Abschwungs das in Stunden gemessene Arbeitsvolumen in der gewerblichen Wirtschaft, für die das Bureau of Labor Statistics eine entsprechende Rechnung führt, um fast 9% eingeschränkt, während sich die Erzeugung dieses Sektors lediglich um knapp 7% reduzierte. Dabei verschleierte die Beschränkung des Beobachtungszeitraums auf die vom NBER datierte Rezession noch das Ausmaß der Misere, weil der Arbeitseinsatz zeitlich vor dem gesamtwirtschaftlichen Output gipfelte, aber erst später seinen Tiefstand erreichte. Tatsächlich wurde das Arbeitsvolumen in der gewerblichen Wirtschaft zwischen dem Frühjahr 2007 und Herbst 2009 um mehr als 10% zurückgefahren; zugleich ging die Stundenproduktivität um 6¼% nach oben. Wenngleich die massiven Einsparungen an Arbeitskräften in Verbindung mit kräftigen Produktivitätsfortschritten zunächst die Befürchtung schürten, dass erneut eine langwierige „jobless recovery“ drohen könnte, setzte 2010 die Erholung am Arbeitsmarkt ein. Trotz eines Anstiegs um insgesamt 6% im Verlauf der vergangenen drei Jahre verharrte das Arbeitsvolumen in der gewerblichen Wirtschaft auch zuletzt noch weit unterhalb seines früheren Höchststandes.

**29** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der US-Arbeitsmarkt im aktuellen Zyklus, Monatsbericht, April 2011, S. 35 ff.; sowie M. Daly, B. Hobijn und B. Lucking, Why Has Wage Growth Stayed Strong?, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, Nr. 2012–10, 2. April 2012.

## Zur Produktivitätsschwäche in Großbritannien im Vergleich zu den USA

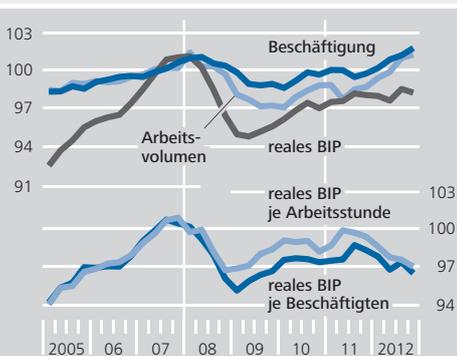
Während sich die US-Wirtschaft in einem moderaten Aufschwung befindet, ist der Wachstumspfad in Großbritannien bereits seit geraumer Zeit merklich abgeflacht. Im Schnitt der vergangenen drei Jahre hat die aggregierte Wirtschaftsleistung in Großbritannien preisbereinigt um 1% expandiert, verglichen mit einem jährlichen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von gut 2% in den USA. Bemerkenswert ist, dass die britische Wirtschaft trotz der Stagnation in den letzten Quartalen weiterhin Stellen geschaffen hat. So übertraf Ende 2012 die Beschäftigung in Großbritannien gemäß der Haushaltsumfrage des nationalen Statistikamts das Vorkrisenniveau und damit auch den bisherigen historischen Höchststand von 2008. Entsprechend gedämpft hat sich die Arbeitsproduktivität entwickelt. Vor dem Hintergrund des typischen zyklischen Musters, dem zufolge die Beschäftigung der gesamtwirtschaftlichen Produktion nachläuft, wird dies gemeinhin als Rätsel (Produktivitätspuzzle) angesehen. Dagegen haben US-Firmen erst vermehrt eingestellt, nachdem das Wachstum der realen Wirt-

schaftsleistung wieder spürbar angezogen hatte.

Obschon eine im Vergleich zu den USA länger andauernde Phase gedrückter Arbeitsproduktivität (u. a. aufgrund institutioneller Besonderheiten der unterschiedlichen Arbeitsmärkte und Sozialstaatssysteme) nicht ungewöhnlich für europäische Volkswirtschaften ist, sticht der britische Fall in seiner ausgeprägten Persistenz heraus. Dabei ist zu differenzieren, inwieweit temporäre Einflüsse die Arbeitsproduktivität zurzeit belasten oder sich ihr langfristiger Trendpfad abgeflacht hat. Das Ausmaß der Produktivitätslücke, also des Abstandes der tatsächlichen Produktivität von ihrem trendmäßigen Niveau, ist allerdings kaum zu quantifizieren. Schätzungen der Bank of England legen nahe, dass das Produktivitätsniveau gegenwärtig gut 10% unterhalb seines langfristigen Pfades liegen könnte.<sup>1)</sup> Es ist hingegen ex ante unklar, inwiefern die britische Wirtschaft strukturellen Schaden in der Rezession von 2008 genommen hat und somit die zu schließende Lücke tatsächlich geringer ausfällt. Da in diesem Zusammenhang auch die Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten eine wichtige Rolle spielt, berühren die Fragestellungen zentrale wirtschaftspolitische Bereiche. Angesichts der Komplexität und Reichweite der Zusammenhänge darf indes davon ausgegangen werden, dass es nicht nur eine Ursache gibt. Eher dürfte das Zusammenspiel einer Vielzahl an Faktoren zur Abflachung der britischen Produktivität beigetragen haben.

### Gesamtwirtschaftliche Produktion und Beschäftigung<sup>\*)</sup> in Großbritannien

2007 = 100, saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Haver Analytics. \* Beschäftigte gemäß Labour Force Survey (LFS).  
 Deutsche Bundesbank

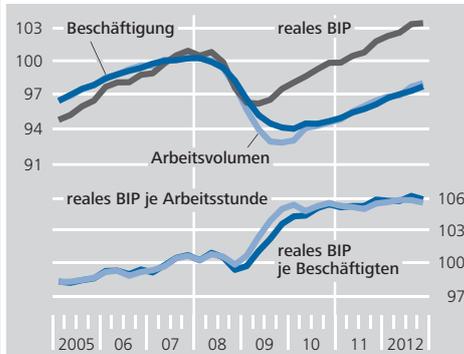
<sup>1)</sup> Vgl. hierzu auch: Bank of England (2012), Inflation Report November.

Einen wesentlichen Erklärungsbeitrag liefert der britische Arbeitsmarkt, dessen Entwicklung in den letzten Jahren von einem Aufbau der Beschäftigung im Privatsektor gekennzeichnet war. Im öffentlichen Bereich hingegen ist die Zahl der Arbeitnehmer seit Ende 2009 sukzessive zurückgegangen und hat jüngst ein Zehnjahrestief erreicht. Insbesondere im privaten Dienstleistungssektor, der mehr als drei Viertel der Beschäftigung auf sich vereint, ist im Verlauf der zurückliegenden Rezession die Anzahl der Stellen stabil geblieben und zuletzt wieder gestiegen. Möglicherweise haben Unternehmen in Großbritannien – im Gegensatz zu US-Firmen – im konjunkturellen Abschwung an ihren Beschäftigten festgehalten und stattdessen andere Anpassungskanäle genutzt. Gegen die gängige Hypothese des Hortens von Arbeitskräften („labour hoarding“) sprechen aber zum einen die im Aggregat ausgeprägten Brutto-Beschäftigungsströme, also die weiterhin hohe Zahl an Einstellungen und Entlassungen bei einer Nettozunahme der Erwerbstätigenzahl. Zum anderen ist zu erwarten, dass ein zyklisches Horten von Arbeitskräften die Arbeitsproduktivität nur vorübergehend dämpfen sollte.

Die Struktur der erwerbstätigen Bevölkerung Großbritanniens hat sich seit 2008 durchaus verschoben. So ist die Zahl der Selbständigen bis Ende 2012 um knapp 10% gestiegen und tendiert weiter nach oben. Außerdem hat die Bedeutung von Teilzeitbeschäftigung – bereits in der Zeit vor den Olympischen Spielen in London und danach – zugenommen. In den USA hat die Zahl derer, die freiwillig oder unfreiwillig nur reduzierte Arbeitszeiten haben, zwar noch stärker zugelegt. Ihr Anteil an der Beschäftigung insgesamt ist aber seit 2009 wieder rückläufig und lag zuletzt bei weniger als einem Fünftel. In Großbritannien hingegen befindet sich bereits mehr als ein Viertel

### Gesamtwirtschaftliche Produktion und Beschäftigung<sup>2)</sup> in den USA

2007 = 100, saisonbereinigt; log. Maßstab



Quelle: Haver Analytics. \* Abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.  
 Deutsche Bundesbank

aller Erwerbstätigen in einem Teilzeitarbeitsverhältnis. Nichtsdestoweniger kann die Zunahme an Teilzeitstellen allenfalls zum Teil die Schwäche des Outputs je Beschäftigten erklären. Denn auch die auf die geleistete Stundenzahl bezogene Produktivität ist gedrückt.

Laut einer Studie des Office for National Statistics agieren Unternehmen, insbesondere innerhalb des Dienstleistungsbereichs, immer mehr in einem Umfeld, das von einem abnehmenden Wettbewerbsdruck gekennzeichnet ist.<sup>2)</sup> Intrasektoral betrachtet haben sich demnach Produktivitätsunterschiede zwischen einzelnen Firmen erhöht, ohne dass ineffiziente Unternehmen vom Markt verdrängt würden. Dies dürfte auch mit den derzeit relativ niedrigen Kreditzinsen und der geringen Neigung vieler angeschlagener Banken, Kreditforderungen abzuschreiben, zusammenhängen. Die Existenz sogenannter Zombie-Unternehmen („zombie firms“) kann je nach Ausmaß und Dauer nicht unerhebliche makroökonomische Verzerrungen erzeugen und letztlich

2 Vgl.: S. Field und M. Franklin (2013), Micro-data perspectives on the UK productivity conundrum, Office for National Statistics.

zu Kapitalfehlallokationen führen.<sup>3)</sup> In Verbindung mit einer eingeschränkten Kreditvergabe des Finanzsektors werden die Möglichkeiten für neue innovative Firmen, den Markt zu betreten, gemindert und die Investitionsaktivität gedämpft.

Tatsächlich sind die gewerblichen Bruttoanlageinvestitionen im Vergleich zu den USA nach dem konjunkturell bedingten Einbruch 2008 merklich schwächer gestiegen. Zuletzt lagen sie 10¼% unterhalb ihres Vorkrisenniveaus, während die US-Investitionen nur noch 4¼% von ihrem Stand von Anfang 2008 entfernt waren und weiterhin aufwärtsgerichtet blieben. Zahlreiche Faktoren könnten für das anhaltend trübe Investitionsklima in Großbritannien eine Rolle gespielt haben. Neben den bereits erwähnten Friktionen in der Allokation von Kapital dürften die erhöhte konjunkturelle Unsicherheit und stagnierende private Konsumausgaben britische Firmen davon abgehalten haben, ihren Kapitalstock spürbar auszuweiten. Das Verhältnis von eingesetztem Kapital zu Beschäftigung ist somit gefallen, was auch die Arbeitsproduktivität beeinträchtigt haben dürfte. Andererseits lähmt die niedrige Produktivität über höhere Lohnstückkosten und eingeschränkte Profitabilität die Unternehmen in ihrem Investitionsverhalten.

Substitutionseffekte zugunsten des Faktors Arbeit haben wohl ebenfalls in erheblichem Maße zur gedämpften Produktivität beigetragen. Während in den USA das Arbeitsvolumen am aktuellen Rand sein Vorkrisenniveau nach wie vor erheblich unterschreitet, hat es sich in Großbritannien – auch im Vergleich zu früheren Abschwungphasen – seit 2008 deutlich schneller erholt und jüngst seinen vorangegangenen zyklischen Gipfel wieder übertroffen. Die Variabilität in der durchschnittlichen Stundenzahl kann als Anhaltspunkt für die Flexibilität auf dem bri-

tischen Arbeitsmarkt in den vergangenen Jahren gewertet werden. Zugleich ist der durchschnittliche nominale Stundenlohn in der Privatwirtschaft mit einer ähnlich gedämpften Rate wie in den USA gewachsen. Angesichts einer Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe, die in den letzten Jahren den nominalen Lohnzuwachs überschritten hat, haben die privaten Haushalte Kürzungen ihrer realen Arbeitseinkommen in Kauf genommen. Zudem könnten Vermögensverluste Erwerbspersonen davon abgehalten haben, den Arbeitsmarkt zu verlassen, so dass britische Firmen auf ein großes Arbeitsangebot zurückgreifen konnten.

Alles in allem lassen sich lediglich einzelne Teilstücke des britischen Produktivitätspuzzles erklären. Das Rätsel als Ganzes entzieht sich jedoch bislang einer klaren Lösung. Möglicherweise ist es Ausdruck eines Anpassungsprozesses in Richtung auf ein neues gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht. Von der Antwort auf die Frage, inwiefern strukturelle oder zyklische Faktoren die treibende Kraft hinter der Abflachung der Produktivität sind, hängt ab, wie lange das Phänomen bestehen bleibt.

---

<sup>3</sup> Der Begriff des Zombie-Unternehmens tauchte erstmals in der wirtschaftspolitischen Analyse des „verlorenen Jahrzehnts“ in Japan auf und beschreibt Firmen, deren unternehmerische Zielsetzung sich vor allem auf den Schuldendienst beschränkt. Vgl. hierzu auch: R. J. Caballero und T. Hoshi, T. und A. K. Kashyap (2008), *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, *American Economic Review*, 98:5, S. 1943 ff.

gaben der privaten Haushalte insgesamt mehr als wettgemacht hätten.<sup>30)</sup>

## ■ Angebotsseitige Einflüsse

Der moderate Beschäftigungsaufbau in den vergangenen Jahren könnte aber auch auf eine Verlangsamung des Trendwachstums hindeuten. Während vor allem nachfrageseitige Einflüsse kurzfristige Abweichungen und Schwankungen generieren, folgt die gesamtwirtschaftliche Erzeugung langfristig einem Wachstumspfad, der auf der Angebotsseite determiniert wird. Um von konjunkturellen Einflüssen zu abstrahieren und das Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft abzuschätzen, werden in der Praxis verschiedene Verfahren eingesetzt, von denen zwar keines als ideal eingestuft werden kann (vgl. die Erläuterungen auf S. 32 ff.). Ein Ansatz auf Basis einer einfachen Produktionsfunktion, die angibt, wie Arbeitskraft, Kapital und Technologie kombiniert werden, um Waren und Dienstleistungen zu erzeugen, beleuchtet aber die wesentlichen Faktoren, die das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten vorantreiben.

*Verschiebung der Bevölkerungsstruktur durch Alterung der Babyboom-Generation ...*

Insbesondere das potenzielle Arbeitsvolumen wird von längerfristigen Entwicklungen geprägt, nicht zuletzt weil neben Erwerbsbeteiligung, Arbeitszeit und Erwerbslosigkeit, wie sie sich bei einer Normalauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten ergeben würden, auch Bevölkerungswachstum und -struktur eine maßgebliche Rolle spielen. Zwar schneiden die USA in Hinsicht auf das Bevölkerungswachstum im Vergleich zu vielen anderen Industrieländern noch günstig ab. Allerdings verstellt diese Betrachtung den Blick auf den tiefgreifenden Strukturwandel innerhalb der amerikanischen Bevölkerung. Seit 1998 übersteigt das Wachstum der gesamten Wohnbevölkerung im erwerbsfähigen Alter (ab 16 Jahren) jenes in der Altersgruppe von 25 bis 54 Jahren, aus der die Mehrzahl der Erwerbstätigen stammt. Angaben des Census Bureau

### Demographischer Wandel<sup>\*)</sup> in den USA



zufolge stagniert die Zahl der Personen in dieser sogenannten „prime age group“ seit 2010, während die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter insgesamt jährlich noch um fast 1% wächst. Der Anteil der 25- bis 54-Jährigen an der so abgegrenzten Wohnbevölkerung war 2011 um mehr als 5 Prozentpunkte niedriger als 1997, während der Anteil älterer Personen praktisch genauso stark nach oben ging. Treibende Kraft hinter diesem demographischen Wandel ist die Alterung der „baby boomer generation“, wie die geburtenstarken Jahrgänge nach dem Zweiten Weltkrieg bezeichnet werden. Da die Erwerbsbeteiligung ab einem Alter von 55 Jahren recht rasch abnimmt, hätte diese Verschiebung in der Bevöl-

30 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Bedeutung der nominalen Lohnanpassung in NiGEM-Simulationen, Monatsbericht, April 2011, S. 50 f.; Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17 ff.; sowie Deutsche Bundesbank, Zu den makroökonomischen Effekten einer Anhebung des Lohnniveaus in NiGEM-Simulationen, Monatsbericht, Februar 2013, S. 19 ff.

## Zur Bestimmung des gesamtwirtschaftlichen Trendoutputs in den USA

In welcher zyklischen Position sich eine Volkswirtschaft am aktuellen Rand befindet, lässt sich nicht mit Sicherheit sagen. Das liegt zum einen daran, dass wichtige Daten nicht immer zeitnah verfügbar sind. Zum anderen werden diese mitunter noch Jahre später revidiert. Hinzu kommt, dass anhand der beobachteten Datenänderung nicht zweifelsfrei zu entscheiden ist, inwieweit sich darin Veränderungen im zugrunde liegenden Trend, dem Konjunkturzyklus oder Störeinflüsse widerspiegeln. Bei den in der Konjunkturanalyse üblicherweise betrachteten Monats- und Quartalsdaten ist die Trendveränderung des Wachstums zwischen einzelnen Beobachtungspunkten in der Regel sehr klein und somit kaum identifizierbar. Über einen längeren Zeitraum lassen sich jedoch Verschiebungen im zugrunde liegenden Tempo erkennen. Kommt es beispielsweise zu einer spürbaren Verlangsamung, würde bei Fortschreibung eines unveränderten Wachstumstrends die konjunkturelle Komponente im Ergebnis falsch eingeschätzt. Vor dem Hintergrund der nur mäßigen Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) der USA in den vergangenen Jahren werden im Folgenden einige Verfahren vorgestellt, mit denen in der Praxis Wachstum und Niveau des gesamtwirtschaftlichen Trendoutputs bestimmt werden.

Nicht selten werden rein statistische Methoden zur Trendextraktion eingesetzt. Die einfachste Vorgehensweise besteht darin, die Änderungsrate der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung über einen bestimmten Zeitraum zu mitteln. Dies ist gleichbedeutend damit, das Trendwachstum über die Steigung einer an die logarithmierte Zeitreihe des realen BIP angepassten Gerade zu approximieren. Dadurch wird zugleich auch ein Niveau für den Trendoutput abgeleitet. So wird gelegentlich der log-lineare Trend der Wirtschaftsaktivität in den USA in den fünf oder zehn Jahren bis zum letzten zyklischen

Hochpunkt im Schlussquartal 2007 berechnet und anschließend fortgeschrieben. Nach der kräftigen Rezession, welche die eineinhalb Jahre vom Winter 2008 bis zum Frühjahr 2009 umfasst, hat sich das reale BIP diesem Pfad nicht mehr angenähert. Ein derartiger Vergleich ist bemüht worden, um die schweren Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise zu verdeutlichen. Unter der Annahme, dass sich dieser dämpfende Einfluss im Wesentlichen auf die tatsächliche Aktivität erstreckt und kaum auf ihren Trend, würde daraus eine erhebliche Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten folgen.

Bei derartigen Trendraten und darauf aufbauenden Vergleichen ist allerdings große Vorsicht geboten. Konstellationen, in denen das reale BIP nicht mehr auf seinen auf diese Weise bestimmten früheren Trendpfad zurückgekehrt ist, lassen sich für zahlreiche andere US-Rezessionen in den vergangenen Jahrzehnten konstruieren. Der Grund hierfür ist letztlich die Schwierigkeit, den für die Bestimmung des Trendwachstums geeigneten Stützzeitraum auszuwählen. Die Periode nach dem jüngsten zyklischen Hochpunkt umfasst zwar die letzte (schwere) Rezession vollständig, aber unter der Annahme, dass kein erneuter Abschwung zurzeit im Gange ist oder unmittelbar bevorsteht, nur einen Teil der aktuellen Expansionsphase. Demgegenüber basiert die Referenzperiode bis zum Herbst 2007 bei einer Zeitspanne von fünf Jahren allein auf einer Expansionsphase; der Abschnitt von zehn Jahren würde die komplette Expansionsphase, die milde Rezession zu Beginn des Jahrhunderts und noch ein Stück des vorherigen Aufschwungs einschließen. Aufgrund der asymmetrischen zyklischen Einflüsse überrascht es nicht, dass das berechnete Trendwachstum in der Referenzperiode relativ hoch ausfällt und das reale BIP zuletzt nicht mehr den extrapolierten Trendpfad erreicht. Mithin ist da-

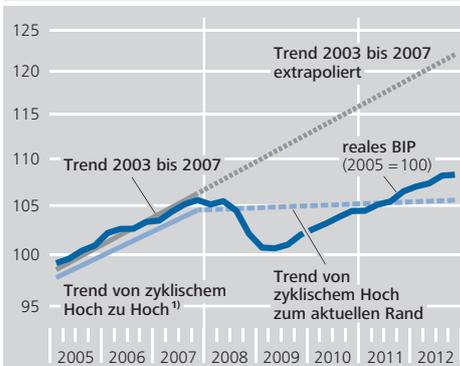
rauf zu achten, dass bei der Bildung von Durchschnittsraten beziehungsweise (log-)linearen Trends stets ein vollständiger Konjunkturzyklus zugrunde gelegt wird, wie er von Hochpunkt zu Hochpunkt oder von Tief zu Tief gemessen wird.<sup>1) 2)</sup>

In diesem Zusammenhang ist ein Gedankenexperiment interessant. Wäre die amerikanische Wirtschaft zum Jahresauftakt 2013 in eine erneute Rezession abgerutscht, hätte man das reale BIP im Schlussquartal 2012 mit dem Stand vom Herbst 2007 vergleichen und daraus einen nahezu flachen Trend ableiten können. Je länger aber die momentane Expansion noch anhält, umso steiler könnte der auf diese Weise bestimmte Trend werden. Was letztlich als Trend gewertet wird, hängt demnach auch vom weiteren Verlauf ab. Am aktuellen Rand bedeutet das aber, dass Vorausschätzungen der zukünftigen Entwicklung relevant sind.

Bekannt ist das Problem des Endpunkts auch im Zusammenhang mit der häufig angewandten Trendextraktion mithilfe des Hodrick-Prescott-Filters (HP-Filter).<sup>3)</sup> Endet die Zeitreihe in der Nähe ihres zyklischen Hochs, verzerrt der Einfluss des Aufschwungs den mit diesem statistischen Verfahren ermittelten Trend nach oben. Nahe dem Tiefpunkt hingegen wird der Trend unter dem Eindruck der Rezession zu schwach ausgewiesen. Entsprechend steil oder flach fallen die extrahierten Trendpfade für das reale US-BIP aus, wenn man den HP-Filter bis zum Schlussquartal 2007, dem Herbst 2009 oder bis zum aktuellen Rand anwendet.<sup>4)</sup> Eine gängige Methode, um die Problematik des Endpunkts abzumildern, besteht darin, die um Projektionen in die Zukunft verlängerten Zeitreihen zu glätten. Verlängert man die BIP-Reihe um die recht günstigen Vorausschätzungen der Teilnehmer an der jüngsten Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC) in die Zukunft, wird der Trend am aktuellen Rand zwar etwas steiler. Dennoch wird kein spürbarer Rückstand der gesamtwirtschaft-

### Log-lineare Trends für das reale US-BIP

saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: BEA und eigene Berechnungen. 1 Abschnittsweise lineare Trends mit dem 4. Vj. 1948 als Startpunkt der Anpassung. Datierung der zyklischen Hochpunkte gemäß NBER.

Deutsche Bundesbank

lichen Erzeugung gegenüber ihrem abgeleiteten Trendpfad ausgewiesen. Für den Zeitraum von 2007 bis 2011 wird nur ein verhaltenes Wachstum des Trendoutputs angezeigt, weil der Filter bei dem für Quartalszahlen üblichen Wert des Glättungsparameters den Einfluss der vergleichsweise schweren und langen Rezession nicht aussieht.

Die bislang vorgestellten Verfahren sind rein statistische Instrumente. Auf eine ökonomisch fundierte Betrachtung der Kräfte, die das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen

1 Vgl.: V. Zarnowitz (1981), Business Cycles and Growth: Some Reflections and Measures, NBER, Arbeitspapier, Nr. 665; sowie V. Zarnowitz (1992), Business Cycles: Theory, History, Indicators and Forecasting, University of Chicago Press, Chicago und London.

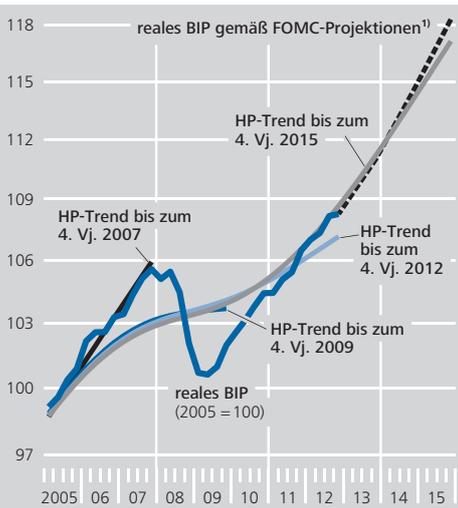
2 Da die jüngste Rezession mitunter als Reflex makroökonomischer Fehlentwicklungen in der vorangegangenen Boomphase gewertet wird, könnte der Messung der Trendrate von einem zyklischen Tief zum nächsten der Vorzug gegeben werden.

3 Vgl.: OECD (2009), The Sensitivity of Output Gap Estimates to the End-Point Treatment, Economic Outlook, Nr. 85, S. 225 f.

4 Bei Anwendung des HP-Filters auf Echtzeit-Daten etwa für das reale US-BIP bis zum Schlussquartal 2007, wie sie zum Jahresauftakt 2008 vorlagen und heute von der Federal Reserve Bank of Philadelphia zur Verfügung gestellt werden, ergibt sich noch ein geringfügig höherer Trendpfad. Der Effekt aus der nachträglichen Datenrevision erscheint jedoch unseren Rechnungen zufolge für die vergangenen Jahre kleiner zu sein als der Einfluss des verlängerten Beobachtungszeitraums.

### Einfluss des Endpunkts auf den gesamtwirtschaftlichen Trendoutput gemäß Hodrick-Prescott-Filter<sup>5)</sup> in den USA

saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: BEA und eigene Berechnungen. \* Bei einem für Quartalszahlen üblichen Wert des Glättungsparameters von 1600 und dem 1. Vj. 1947 als Startpunkt. 1 Auf Basis der Mitte der zentralen Tendenz der Projektionen der Teilnehmer an der Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC) vom 19./20. März 2013.

Deutsche Bundesbank

Produktionskapazitäten vorantreiben und damit letztlich die trendmäßige Erzeugung im Sinne des Potenzialoutputs bestimmen, wird im Rahmen dieser Verfahren verzichtet. Auf Produktionsfunktionen fußende Ansätze hingegen eröffnen die Möglichkeit, die Entwicklungslinien der angebotsseitigen Faktoren, die zur Herstellung von Waren und Dienstleistungen notwendig sind, bei der Ableitung des Wachstumstrends einzu-beziehen.<sup>5)</sup> Allerdings kommen hier auf einer anderen Ebene ebenfalls statistische Verfahren zur Trendextraktion zum Einsatz, wenn es darum geht, einzelne Bestimmungsgrößen, wie etwa altersspezifische Erwerbsquoten oder die totale Faktorproduktivität, um zyklische Einflüsse zu bereinigen.

Im Folgenden wird eine Schätzung skizziert, die auf einer einfachen Cobb-Douglas-Produktionsfunktion mit zwei Inputfaktoren basiert, wie sie auch das CBO (2001) verwendet.<sup>6)</sup> Eine solche Funktion postuliert für den Einsatz von Arbeit und Kapital kon-

stante Produktionselastizitäten, die mithilfe der entsprechenden Einkommensanteile approximiert werden. Ein wesentlicher Unterschied zum Ansatz des CBO besteht darin, dass sich die Produktionsfunktion hier nicht auf den Unternehmenssektor beschränkt, sondern auf die Gesamtwirtschaft angewandt wird. Darüber hinaus werden zur Bereinigung um zyklische Einflüsse wichtige Zeitreihen nach Fortschreibung mit mittel- bis langfristig projizierten Werten dem HP-Filter unterzogen, während das CBO lineare Trends für die von Hoch zu Hoch gemessenen Zyklen schätzt. Speziell dienen bei der Vorausschätzung der altersgruppenspezifischen Erwerbsbeteiligung die jüngsten Projektionen des Bureau of Labor Statistics (BLS) für 2020 als Orientierung.<sup>7)</sup> Größe und Struktur der Bevölkerung entwickeln sich gemäß dem mittleren Szenario des Census Bureau im Hinblick auf Geburtenrate, Lebenserwartung und Nettozuwanderung. Die natürliche Arbeitslosenquote wird mithilfe des Kalman-Filters abgeleitet und in die Zukunft als konstant projiziert.<sup>8)</sup> Für die Stundenzahl je Erwerbstätigen wird angesichts der deutlichen Erholung nach dem Einbruch in der letzten Rezession kein weiterer Abwärtstrend angenommen, wie er in der Vergangenheit zu beobachten war. Die Schätzungen des Kapitaleinsatzes knüpfen an Angaben des BLS an.<sup>9)</sup> Dabei werden für

5 Vgl. insbesondere: Deutsche Bundesbank, Potenzialwachstum der deutschen Wirtschaft – Mittelfristige Perspektiven vor dem Hintergrund demographischer Belastungen, Monatsbericht, April 2012, S. 13 ff.

6 Vgl.: Congressional Budget Office, CBO's Method for Estimating Potential Output: An Update, Hintergrundpapier, August 2001.

7 Vgl.: M. Toossi, Labor Force Projections to 2020: A More Slowly Growing Workforce, Bureau of Labor Statistics, Monthly Labor Review, Januar 2012, S. 43 ff.

8 Als Beobachtungen dienen dabei die Abweichungen der tatsächlichen aggregierten Erwerbsquote von der zuvor bestimmten potenziellen Erwerbsquote. Das Ergebnis der Schätzung, die zudem auf bestimmten Annahmen bezüglich Startwerten und Varianz beruht, ist ein verhaltener Anstieg der natürlichen Arbeitslosenquote im Zuge der jüngsten Rezession; zuletzt ist diese Quote wieder rückläufig gewesen.

9 Zum Zeitpunkt der Schätzung lagen unter [www.bls.gov/mfp/mprload.htm](http://www.bls.gov/mfp/mprload.htm) BLS-Schätzungen für den Kapitaleinsatz in der gewerblichen Wirtschaft bis 2011 vor; bezogen auf die Gesamtwirtschaft reichten sie bis 2010.

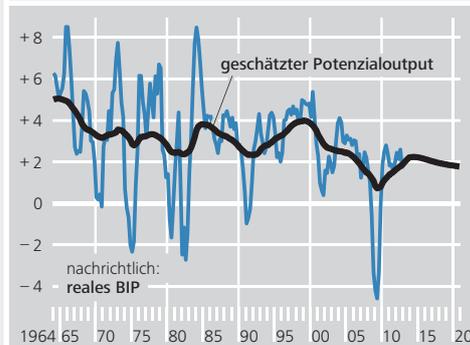
die letzten Jahre dämpfende Einflüsse auf den Kapitaleinsatz im Bereich der privaten Haushalte und im Staatssektor unterstellt, die von den Problemen am Immobilienmarkt beziehungsweise der fiskalischen Konsolidierung herrühren.<sup>10</sup> Zur Vorausschätzung des gesamtwirtschaftlichen Kapitaleinsatzes in der mittleren bis langen Frist wird auf einen früheren Trend in der Kapitalintensität zurückgegriffen. Im Hinblick auf das Wachstum der totalen Faktorproduktivität wird mit einer Rückkehr zur langfristigen Durchschnittsrate gerechnet, nachdem in den Jahren unmittelbar vor der jüngsten Rezession nur vergleichsweise bescheidene Fortschritte erzielt worden sind.<sup>11</sup>

Unter diesen nicht unplausiblen Annahmen kann das Wachstum der Produktionskapazitäten der US-Wirtschaft im Schnitt der nächsten Jahre (bis 2020) auf rund 2% beziffert werden. Maßgeblich für das im historischen Vergleich verhaltene Grundtempo ist die eher bescheidene Zunahme des potenziellen Arbeitsvolumens, die auch die Expansion des Kapitaleinsatzes bremst. In den vergangenen Jahren ist das Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials aufgrund der Ausstrahleffekte der Rezession beziehungsweise vorangegangener makroökonomischer Fehlentwicklungen noch erheblich schwächer ausgefallen. Im Vergleich zu anderen Schätzungen des Potenzialwachstums ist diese eher am unteren Ende des Spektrums angesiedelt. Die Spannweite der verschiedenen Resultate verdeutlicht dabei die Unsicherheit, mit denen solche Setzungen verbunden sind.<sup>12</sup>

Noch größer ist allerdings die Unsicherheit, mit der am aktuellen Rand die Schätzung des Niveaus des Potenzialoutputs und damit auch die der Produktionslücke, das heißt der Abweichung des realen BIP vom Produktionspotenzial, behaftet sind. Dazu trägt zum einen bereits die Festlegung des Ausgangsniveaus bei. Zum anderen können sich auch kleine Differenzen in den geschätzten Wachstumsraten des Potenzialoutputs über einen längeren Zeitraum zu

### Schätzung für das Wachstum der potenziellen gesamtwirtschaftlichen Erzeugung in den USA

vierteljährlich, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: BEA und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

spürbaren Niveauunterschieden kumulieren. So impliziert die hier skizzierte Schätzung mit zuletzt knapp –2% eine erheblich

**10** Als Anhaltspunkte werden das verzögerte und gemittelte Wachstum des privaten Dienstleistungskonsums in der Sparte Unterkunft bzw. die Beschäftigungsentwicklung im öffentlichen Dienst herangezogen.

**11** Vgl.: J. Fernald (2012), Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession, Federal Reserve Bank of San Francisco, Arbeitspapier, Nr. 2012–18.

**12** Die OECD rechnete im Economic Outlook vom November 2012 mit einem Potenzialwachstum der US-Wirtschaft um 2,0% im Schnitt der Jahre 2013 und 2014. Demgegenüber implizieren die im World Economic Outlook vom Oktober 2012 veröffentlichten IWF-Projektionen für das reale BIP und die Produktionslücke eine mittlere Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten um 2,2% im Zeitraum von 2013 bis 2017. Das CBO erwartet gemäß ihrem jüngsten Budget and Economic Outlook vom Februar 2013 im Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2023 ebenfalls ein Potenzialwachstum von 2,2%. Fernald (2012) beziffert das Grundtempo in den nächsten Jahren mit 2,1%. Die Schätzungen der Teilnehmer der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank für das Wachstum des realen US-BIP in der längeren Frist reichten von 2,0% bis 3,0%. Die zentrale Tendenz, bei der die höchsten und niedrigsten drei Angaben vernachlässigt werden, belief sich auf 2,3% bis 2,5%. Ein Grund für das vergleichsweise geringe Potenzialwachstum gemäß der hier skizzierten Schätzung könnte sein, dass diese bereits auf den aktuellen Bevölkerungsprojektionen des Census Bureau basiert. Gegenüber vorangegangenen Schätzungen rechnet das statistische Amt mit einer deutlich ungünstigeren Bevölkerungsentwicklung. Vgl.: Census Bureau, What a Difference Four Years Make: U.S. Population Projected to Grow at a Slower Pace Over the Next Five Decades, Dezember 2012, verfügbar unter [blogs.census.gov/2012/12/12/](http://blogs.census.gov/2012/12/12/).

geringere Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in den USA als die Setzungen internationaler Organisationen.<sup>13)</sup> Angesichts derartiger Diskrepanzen ist Vorsicht im Umgang mit diesen Angaben ratsam. Die Erfahrung lehrt, dass vor allem aufgrund der Unzuverlässigkeit der Schätzung des Trendoutputs am aktuellen Rand nachträgliche Revisionen der Produktionslücke von der gleichen Größenordnung sein können wie die Produktionslücke selbst.<sup>14)</sup>

Insgesamt legen die Schätzungen zurzeit ein im historischen Vergleich verhaltenes Grundtempo der amerikanischen Wirtschaft nahe. Die Expansionskräfte dürften insbesondere aufgrund des demographischen Wandels schwächer geworden sein, der wohl auch indirekt über einen langsameren Ausbau des Kapitaleinsatzes wirkt. Angesichts der geringeren Bedeutung der Akkumulation der Produktionsfaktoren wird das Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Trendoutputs in höherem Maße von Fort-

schritten in der totalen Faktorproduktivität abhängig, die sich nur schwer vorausschätzen lassen.

---

**13** Der IWF hat im Oktober 2012 die Abweichung des realen US-BIP vom Potenzialoutput im vergangenen Jahr auf –4,1% beziffert, während die OECD mit –3,7% rechnet. Die jüngsten Schätzungen des CBO lassen für 2012 sogar auf eine Produktionslücke in Höhe von –5,7% des Potenzialoutputs schließen. Die nach wie vor große Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten ist ein Grund dafür, dass diese Organisationen eine deutliche Verstärkung des realen BIP-Wachstums in den nächsten Jahren erwarten. Zum Umgang mit negativen Produktionslücken im Zusammenhang mit Projektionen vgl. auch: Office for Budget Responsibility, *Is It Plausible to Assume a Negative Output Gap after Five Years?*, *Economic and Fiscal Outlook*, März 2013, S. 45 f.

**14** Vgl.: A. Orphanides und S. van Norden (2002), *The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time*, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, S. 569 ff.

kerungsstruktur auch ohne Änderungen der geschlechts- und altersspezifischen Partizipation in den vergangenen Jahren zu einem spürbaren Rückgang der aggregierten Erwerbsquote geführt.<sup>31)</sup>

Zum Wandel in der Bevölkerungsstruktur kommt noch erschwerend hinzu, dass sich die geschlechts- und altersspezifische Erwerbsbeteiligung mit Blick auf das gesamtwirtschaftliche Arbeitskräftepotenzial unvorteilhaft entwickelt. Insbesondere die Eingliederung von Frauen in das Erwerbsleben, die der aggregierten Partizipationsquote bis zum Jahrhundertwechsel Auftrieb verliehen hat, scheint mittlerweile abgeschlossen zu sein. Parallel setzt sich der leichte Abwärtstrend der Erwerbsbeteiligung von Männern mittleren Alters fort. Zwar steigt nach wie vor die Zahl älterer Personen, die länger auf dem Arbeitsmarkt verweilt als früher üblich. Dem steht aber eine sinkende Partizipation Jugendlicher und junger Erwachsener aufgrund ausgedehnter Ausbildungszei-

ten gegenüber. Angesichts dieser langfristigen Trends erscheint die oftmals vorgebrachte These, der deutliche Rückgang der aggregierten Erwerbsquote in den letzten Jahren sei zu einem wesentlichen Teil zyklisch bedingt, fragwürdig. Tatsächlich ist die Partizipationsquote von 63,7% für 2012 bereits Jahre vor der Wirtschafts- und Finanzkrise von Aaronson et al. (2006) als trendmäßige Erwerbsbeteiligung exakt prognostiziert worden.<sup>32)</sup> Das BLS geht mittlerweile davon aus, dass die Erwerbsquote, die in den Jahren 1997 bis 2000 auf einem Niveau von 67,1% gipfelte, bis 2020 weiter auf 62,5% sinken wird, bis 2050 sogar auf

---

**31** Vgl.: Deutsche Bundesbank, *Zum Rückgang der Erwerbsbeteiligung in den USA*, *Monatsbericht*, Mai 2012, S. 19 ff.

**32** Das von diesen Autoren benutzte Modell zeichnet sich durch die Verbindung von Informationen über die Erwerbsbeteiligung nach Altersgruppen und Geburtsjahrgängen aus. Vgl.: S. Aaronson, B. Fallick, A. Figura, J. Pingle und W. Wascher, *The Recent Decline in the Labor Force Participation Rate and Its Implications for Potential Labor Supply*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Frühjahr 2006, S. 69 ff.

58,5%.<sup>33)</sup> Freilich ist bei derartigen Projektionen zu beachten, dass die Erwerbsbeteiligung auch Einflüssen wie der Entwicklung von Real-löhnen, rechtlichen Vorschriften und Netto-Zuwanderungsströmen unterliegt, die schwer oder gar nicht vorausgeschätzt werden können.

... bedingen  
 vergleichsweise  
 schwaches  
 Wachstum der  
 potenziellen  
 Erwerbs-  
 bevölkerung

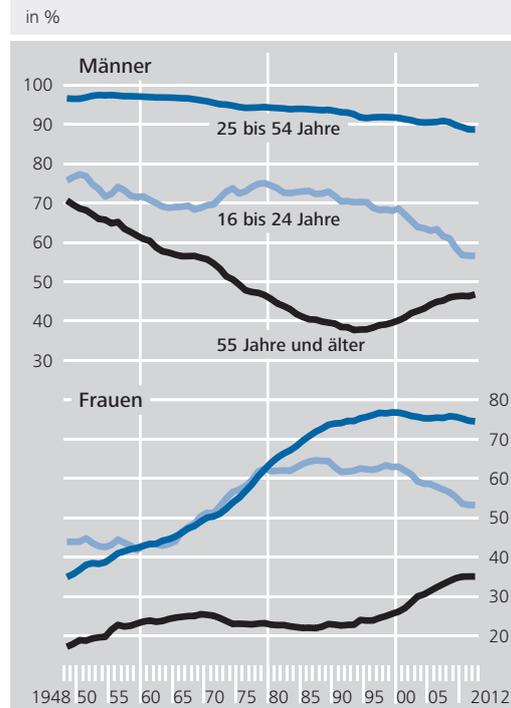
Insgesamt implizieren das verminderte Wachstum der Bevölkerung, die Verschiebung ihrer Altersstruktur und die ungünstigere Entwicklung der altersspezifischen Partizipation, dass die potenzielle Erwerbspersonenzahl zurzeit und in den nächsten Jahren nur noch mit Raten expandiert, die einem Bruchteil des Tempos vorangegangener Jahrzehnte entsprechen. Mit-hin muss selbst bei unverändert hohen Fortschritten der potenziellen Arbeitsproduktivität das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Pro-

**33** Vgl.: M. Toossi, Labor Force Projections to 2020: A More Slowly Growing Workforce, Bureau of Labor Statistics, Monthly Labor Review, Januar 2012, S. 43 ff.; sowie M. Toossi, Projections of the Labor Force to 2050: A Visual Essay, Bureau of Labor Statistics, Monthly Labor Review, Oktober 2012, S. 3 ff.

**34** Für das potenzielle Arbeitsvolumen sind neben der potenziellen Erwerbspersonenzahl auch noch die natürliche Arbeitslosenquote und die potenzielle durchschnittliche Arbeitszeit maßgeblich. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass sich die Stundenzahl je Erwerbstätigen nach dem schweren Rückgang in der jüngsten Rezession wieder normalisiert hat. Damit scheint der langfristige Abwärtstrend dieser Größe gestoppt zu sein, was der Abschwächung der Wachstumsrate des potenziellen Arbeitsvolumens etwas entgegenwirkt. Gemäß der aktuellen Schätzung des CBO dürfte die potenzielle Erwerbsbevölkerung im Schnitt der Jahre 2013 bis 2023 nur noch um ½% zu nehmen, verglichen mit jährlich gut 1½% im Zeitraum von 1950 bis 2001. Bei einer annähernd stabilen Zunahme der potenziellen Arbeitsproduktivität, hier definiert als die Relation von Potenzialoutput zu potenzieller Erwerbspersonenzahl, reduziert sich damit die mittlere Expansionsrate des um zyklische Einflüsse bereinigten realen BIP von 3½% auf 2¼%. Für den Zeitraum von 2002 bis 2012 rechnet das CBO mit einem jährlichen Wachstum der potenziellen Erwerbsbevölkerung um ¾% und einer durchschnittlichen Expansion des Produktionspotenzials um ebenfalls 2¼%, also mit einer Steigerung der potenziellen Arbeitsproduktivität um 1½%. Vgl.: Congressional Budget Office, The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023, Februar 2013, S. 44 f.

**35** Haltmaier (2012) hat jüngst in einer empirischen Studie einen merklich dämpfenden Einfluss von Rezessionen auf das Potenzialwachstum in der Folgezeit beobachtet. Im Fall fortgeschrittener Volkswirtschaften hängt dabei das Ausmaß des Effekts von der Tiefe des vorangegangenen Abschwungs ab. Vgl.: J. Haltmaier (2012), Do Recessions Affect Potential Output?, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Nr. 1066.

### Erwerbsbeteiligung\*) nach Altersgruppen in den USA



Quelle: BLS und eigene Berechnungen. \* Anteil der Erwerbspersonen (Erwerbstätige und Erwerbslose) an der zivilen nicht-institutionellen Bevölkerung.  
 Deutsche Bundesbank

duktionskapazitäten erheblich niedriger ausfallen.<sup>34)</sup> Mit ins Bild zu nehmen ist noch, dass angesichts reduzierter Steigerungen des um zyklische Einflüsse bereinigten Arbeitsvolumens auch der Kapitaleinsatz nicht mehr in dem Maße ausgeweitet werden muss wie zuvor und somit ebenfalls geringere Wachstumsbeiträge generieren dürfte.

Über diese langfristig wirksamen Entwicklungen hinaus könnten die Verwerfungen im Zuge der jüngsten Rezession die Expansion des Produktionspotenzials zeitweise in Mitleidenschaft gezogen haben.<sup>35)</sup> In der Öffentlichkeit ist insbesondere ein Anstieg der auch bei Normalauslastung der Kapazitäten vorhandenen Erwerbslosigkeit, der natürlichen Arbeitslosenquote, diskutiert worden. Zu einer solchen Erhöhung können der Verfall von Humankapital durch Langzeitarbeitslosigkeit, ein „mismatch“ zwischen Arbeitsangebot und -nachfrage aufgrund von Verschiebungen in der sektoralen Struktur sowie die verlängerte Bezugsdauer

*Bremseffekte der Rezession auf das Wachstum des Produktionspotenzials*

### Potenzielle und zyklische Komponente des realen US-BIP im Vergleich zu vorangegangenen Erholungsphasen <sup>\*)</sup>

in Prozentpunkten, jährlich

Position	Durchschnittlicher Wachstumsbeitrag <sup>1)</sup> 2009 bis 2012	Differenz zu Durchschnitt	
		1991 bis 1994 und 2002 bis 2005	1975 bis 1978 und 1983 bis 1986
Reales BIP	2,1	- 1,0	- 3,1
Eigene Schätzungen			
Potenzialoutput	1,5	- 1,1	- 1,9
Potenzielles			
Arbeitsvolumen	0,3	- 0,3	- 0,9
Kapitaleinsatz	0,3	- 0,6	- 0,8
Potenzielle TFP <sup>2)</sup>	0,9	- 0,2	- 0,2
Zyklischer Output <sup>3)</sup>	0,6	0,1	- 1,2
Schätzungen des CBO <sup>4)</sup>			
Potenzialoutput	1,6	- 1,0	- 1,6
Zyklischer Output <sup>3)</sup>	0,5	0,1	- 1,4
Schätzungen des IWF <sup>5)</sup>			
Potenzialoutput	1,7	- 1,1	-
Zyklischer Output <sup>3)</sup>	0,4	0,1	-
Schätzungen der OECD <sup>5)</sup>			
Potenzialoutput	1,8	- 0,8	-
Zyklischer Output <sup>3)</sup>	0,3	- 0,1	-

\* Jeweils erste 14 Quartale der Expansionsphasen gemäß Datierung des NBER. 1 Für reales BIP Wachstumsrate in %. Wachstumsbeiträge addieren sich nicht unbedingt auf. 2 Totale Faktorproduktivität. 3 Änderung der Produktionslücke. 4 Eigene Berechnungen auf Basis vierteljährlicher Angaben des CBO gemäß Hintergrundmaterial zum Budget and Economic Outlook (Februar 2013). 5 Eigene Berechnungen auf Basis jährlicher Angaben zu Produktionslücke oder Potenzialoutput gemäß IWF World Economic Outlook (Oktober 2012) bzw. OECD Economic Outlook (November 2012).

Deutsche Bundesbank

von Arbeitslosenunterstützung beigetragen haben. Schätzungen über das Ausmaß dieses Effekts differieren zwar erheblich, plausiblen Ansätzen zufolge dürfte aber der Anstieg der tatsächlichen Erwerbslosenquote zum Großteil zyklischen Faktoren geschuldet sein.<sup>36)</sup> Ferner hat der Einbruch der Investitionen in der Rezession die Erweiterung des Kapitalstocks gebremst. Im Sektor der privaten Haushalte dürfte die Krise am Immobilienmarkt die Nutzung von Wohneigentum beeinträchtigt haben,<sup>37)</sup> während zuletzt das Wachstum des staatlichen Kapitaleinsatzes wohl von der fiskalischen Konsolidierung zurückgehalten worden ist. Schließlich mag sich auch die Zunahme der totalen Faktorproduktivität abgeschwächt haben, etwa weil die Reallokation von Ressourcen über die Wirtschaftszweige hinweg, die Tätigkeiten der Unternehmen im Bereich Forschung und Entwicklung oder die Anstrengungen der Arbeitnehmer zum Erwerb neuer Fähigkeiten behindert worden sind.<sup>38)</sup> Letztlich dürfte insbesondere das verminderte Kapital-

wachstum die Expansionsrate des Produktionspotenzials während der jüngsten Rezession und in der anschließenden Erholung noch spürbar gedrückt haben.<sup>39)</sup> Betrachtet man Energie als eigenständigen Produktionsfaktor, ist wohl auch von den kräftigen Ölpreisteigerungen und resultierenden Verbrauchseinschränkungen ein dämpfender Effekt ausgegangen.<sup>40)</sup>

Im Ergebnis kann die schwächere Zunahme des realen BIP in den zurückliegenden dreieinhalb Jahren gegenüber den beiden vorherigen zyklischen Erholungsphasen weitgehend auf das langsamere Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten zurückgeführt werden; der Rückstand gegenüber den früheren Vergleichsperioden wird immerhin zu einem Gutteil erklärt. Langfristig steht hinter dieser Abflachung des Potenzialpfads vor allem der tiefgreifende demographische Wandel. Zusätzlich dürfte kurzfristig insbesondere das erheblich verminderte Wachstum des Kapitaleinsatzes einen retardierenden Einfluss ausgeübt haben. Mit dem geringeren Grundtempo steigt

*Langsamere Expansion der Produktionskapazitäten bedingt schwächeres BIP-Wachstum*

<sup>36</sup> Vgl.: M. C. Daly, B. Hobijn, A. Sahin und R. G. Valletta (2012), A Search and Matching Approach to Labor Market: Did the Natural Rate of Unemployment Rise?, Journal of Economic Perspectives, Vol. 26, S. 3 ff.

<sup>37</sup> Steindel (2009) schätzt, dass auch unter recht starken Annahmen das langsamere Wachstum des Häuserbestandes, die Kontraktion von Finanzdienstleistungen und etwaige Spillover-Effekte zusammen genommen das Wirtschaftswachstum jährlich nur um rd. ¼ Prozentpunkt bremsen könnten. Vgl.: C. Steindel (2009), Implications of the Financial Crisis for Potential Growth: Past, Present, and Future, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Nr. 408.

<sup>38</sup> Vgl.: Congressional Budget Office, Lasting Effects of the Recent Recession and the Ensuing Economic Weakness on Potential Output, An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022, August 2012, S. 40 f. Alles in allem hat das CBO (2012) seine Projektion für das Niveau des Potenzialoutputs im Jahr 2022 aufgrund verschiedener Rezessionseffekte um 1½% reduziert. Seit 2007 hat es seine Vorausschätzung insgesamt aber um ungefähr 7% herabgesetzt. Ein Großteil dieser Revision ist den Angaben zufolge auf die Neubewertung langfristiger Trends zurückzuführen.

<sup>39</sup> Vgl.: J. Fernald (2012), Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession, Federal Reserve Bank of San Francisco, Arbeitspapier, Nr. 2012-18.

<sup>40</sup> Vgl.: D. Holland (2012), Reassessing Productive Capacity in the United States, National Institute Economic Review, Vol. 220, S. F38-F44.

die Gefahr, dass äußere Einflüsse die Expansionsrate des realen BIP auf oder unter die Nulllinie drücken, die für die gängige Rezessionsdefinition kritisch ist.