

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 38

13. September 2019

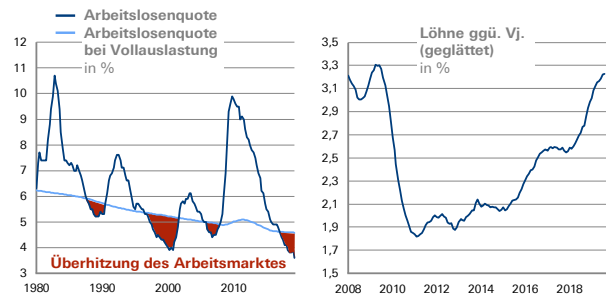
Metzler: Geldpolitik sollte Sozialpolitik nicht ersetzen

Die Präsidentin der Federal Reserve Bank of San Francisco, Mary Daly, sprach kürzlich in einer Rede¹ davon, dass eine Überhitzung des Arbeitsmarktes positive Auswirkungen auf die Arbeitsmarktchancen von Minderheiten habe. Andere sind sogar der Meinung, dass eine anhaltende Überhitzung des Arbeitsmarktes eine Umverteilung des Einkommens von Kapital zu Arbeit ermöglichen, da endlich Lohnsteigerungen bei den Geringverdienern ankommen würden. Die mehrfachen Leitzinssenkungen der US-Notenbank – im Juli, voraussichtlich nächste Woche am Mittwoch und nochmals im Oktober – sollen die Konjunktur stabilisieren, sodass die Überhitzung am Arbeitsmarkt Bestand haben und der Umverteilungsmechanismus weiterhin intakt bleiben kann.

Geldpolitik sollte jedoch keine Sozialpolitik sein. Schon der Versuch, mithilfe der Wirtschaftspolitik allen US-Amerikanern ein Eigenheim zu ermöglichen, das permanent im Wert steigt, führte in das Desaster der Finanzmarktkrise – zumindest laut Raghuram Rajan und seinem Buch „Fault Lines“. Damals stagnierten die realen Arbeitseinkommen vieler Amerikaner. Die über lange Jahre steigenden Immobilienpreise ermöglichten jedoch eine regelmäßige Refinanzierung mit immer größeren Krediten und generierten damit ein regelmäßiges Zusatzeinkommen. Arbeitseinkommen und Konsumausgaben konnten sich somit über viele Jahre voneinander abkoppeln: Die Arbeitseinkommen stagnierten, während die Konsumausgaben boomten.

Die Anhaltende Überhitzung am US-Arbeitsmarkt scheint langsam zu einer Beschleunigung des Lohnwachstums und zu höheren Inflationsraten beizutragen.

Überhitzung des Arbeitsmarktes als Sozialpolitik?



Stand 30.6.2019 (links) bzw. 15.8.2019 (rechts)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Sollte sich die Konjunktur tatsächlich stabilisieren, und sollten sogar Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr notwendig werden, könnte die US-Notenbank wahrscheinlich in einem Wahljahr den Leitzins nicht anheben. Es bleibt also abzuwarten, ob sich die Lohndynamik weiter beschleunigt und ob die Inflation weiter steigt. Einblicke in die Konjunktur- und damit in die mögliche Inflationsdynamik werden in der kommenden Woche von Daten aus der Industrie und dem Wohnungsmobilienmarkt kommen.

Dabei dürften die Daten aus der Industrie eher zur Schwäche neigen: Industrieproduktion (Dienstag) sowie Philadelphia Fed Index (Donnerstag). Im Gegensatz dazu dürften die viel wichtigeren Daten vom Wohnungsmobilienmarkt glänzen: NAHB-Index (Dienstag), Neubaugenehmigungen (Mittwoch) sowie Umsätze bestehender Wohnimmobilien (Donnerstag). Das Risikoszenario einer überschießenden Inflation im kommenden Jahr sollte also nicht leichtfertig unterschätzt werden.

¹ Mary C. Daly, A New Balancing Act: Monetary Policy Tradeoffs in a Changing World, FRBSF Economic Letter, September 3, 2019:

“... Again I’ll turn to the U.S. experience. Our current expansion passed the 10-year mark in July—a U.S. record. Unemployment has fallen from 10% at its peak in October 2009 to near historic lows—just 3.7% in July. Other critical labor market indicators have also improved, including prime-age labor force participation, job-finding rates, wages, and income. These improvements have been particularly notable for disadvantaged workers who often struggle to get a foothold in the workforce (Petrosky-Nadeau and Valletta 2019). Recent research I’ve done with colleagues examines this pattern closely (Aaronson et al. 2019). We looked into whether running a hot economy—compared with just a sustained expansion—provides extra benefits to marginalized groups. We found that, when the unemployment rate drops below what is thought to be its long-run sustainable level, the benefits to marginalized groups increase. Said simply, the gains to running a hot economy disproportionately flow to groups that are historically less advantaged. These findings are echoed in the comments we hear from workforce development and community leaders. They tell us that the current hot economy

has allowed many of their constituents to get a second look from employers (Powell 2019). This outcome is intuitive. When labor markets are tight and firms are competing for workers, they find new ways to fill jobs. They recruit more intensively, adjust hiring standards, and look to a broader pool of potential employees (Okun 1973; Davis, Faberman, and Haltiwanger 2013; Leduc and Liu 2019; Abraham and Haltiwanger 2019; and Modestino, Shoag, and Ballance 2016). These conditions create more opportunities for disadvantaged groups. All of this means that assigning too much weight to our projections of the long-run sustainable rate of unemployment—or u-star—risks undershooting what the labor market can really deliver. Indeed, central banks in the United States and other countries have been marking down their estimates of u-star as unemployment rates have fallen (Board of Governors 2012, 2019b). And recent research in the United States and here in New Zealand points to non-inflationary rates of unemployment that are even lower than current estimates of the natural rate would imply (Petrosky-Nadeau and Valletta 2019; Crump et al. 2019; and Jacob and Wong 2018). But as I said before... there is no free lunch. There are potential consequences to running a hot economy we need to consider...”

Der leider in Vergessenheit geratene große deutsche Ökonom Wolfgang Stützel, ein glühender Verfechter der freien Märkte und der sozialen Marktwirtschaft, schrieb in seinem Buch „Marktpreise und Menschenwürde“ über die Sozialpolitik, dass es deren Hauptaufgabe sei, einen ruinösen Wettbewerb der Arbeitnehmer untereinander um Arbeitsstellen zu verhindern. So besteht seiner Meinung nach ein großes Risiko darin, dass Arbeitnehmer mit mittlerem und niedrigem Einkommen sich gegenseitig bei den Löhnen unterbieten und bei den angebotenen Arbeitszeiten überbieten, um ein Abrutschen in die Arbeitslosigkeit zu verhindern und um ein gewissen Lebensstandard zu halten.

Die Arbeitnehmer könnten daher auf eine Senkung des realen Stundenlohns „anomal“ reagieren – das heißt nicht mit einer Einschränkung ihres mengenmäßigen Angebots, sondern mit einer Ausweitung. Wenn sich jedoch alle immer weiter unterbieten, kommt der Unterbietungsprozess erst auf dem absoluten Existenzminimum zum Ende, in der sogenannten „Rationalitätenfalle“.

Dass es sich hierbei nicht nur um eine Theorie handelt, sondern die Realität in den USA beschreiben könnte, zeigt eine Statistik der US-Notenbank von 2018: Demnach haben 40 % aller Erwachsenen nicht die Ersparnisse, um sich im Notfall Mehrausgaben von 400 US-Dollar leisten zu können. Auch haben viele Amerikaner mehrere Jobs gleichzeitig.

Stützels Meinung nach kommt daher der Sozialpolitik und vor allem den Gewerkschaften die wichtige Aufgabe zu, durch eine künstliche Einschränkung des Ar-

beitsangebots sowie durch eine weitreichende Festlegung der Löhne dieses Marktversagen zu korrigieren und für einen menschenwürdigen Arbeitsmarkt zu sorgen. Wenngleich er nur von einer Vermeidung des Unterbietungsprozesses spricht, fordert er immer auch eine beschäftigungsorientierte Lohnpolitik; er sieht hier keinen Widerspruch. Es wäre also zu hoffen, dass die US-Regierung noch rechtzeitig den Sozialstaat stärkt, sodass sich die Geldpolitik wieder auf ihre Kernaufgabe konzentrieren kann.

Weltwirtschaft: Sehr schwach, aber auf dem Weg der Besserung

Der ZEW-Index (Dienstag) fiel zuletzt auf extrem niedrige Niveaus und reflektierte damit die allgemein großen Rezessionsorgen. Die Stabilisierung der Konjunkturdaten zuletzt könnte dafür gesorgt haben, dass die Rezessionsängste etwas nachlassen, zumal das Konsumentenvertrauen (Freitag) in der Eurozone stabil auf sehr hohem Niveau verharrt.

Auch in China wird mit einer leichten Verbesserung gerechnet: Die Wachstumsrate der Industrieproduktion (Montag) stieg von 4,8 % im Juli auf 5,2 % im August, die Einzelhandelsumsätze von 7,6 % auf 7,9 %.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.