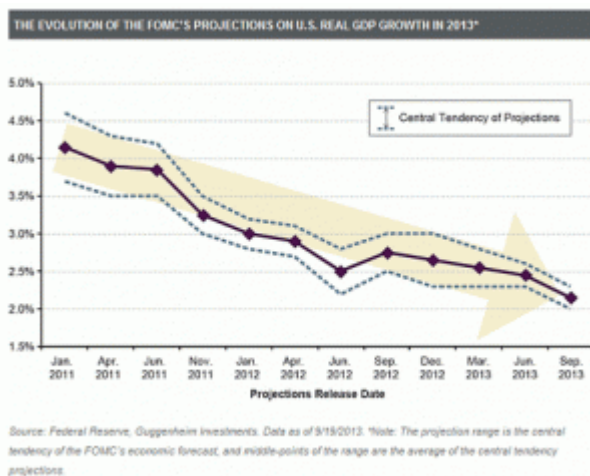


Wohlstandseffekt – wo ist er?

Description

Die Fed hat in den zurückliegenden Jahren bei ihren Wachstumsprojektionen permanent zu hoch gegriffen und musste sie demzufolge laufend nach unten revidieren. Das lässt Zweifel an ihrer Prognose von real plus 2,9% BIP-Wachstum für 2014 und 3,4% für 2015 aufkommen.

Der folgende Chart ([Chartquelle](#)) zeigt den Verlauf der Wachstumsprognosen für 2013 seit 2011. Zunächst bei über 4%, wurden die Erwartungen zuletzt halbiert.



[Hoisington](#) sieht die Ursache für die Abweichungen zwischen Wunsch und Realität darin, dass die Fed den die Realwirtschaft stimulierenden Effekt der QE-Maßnahmen notorisch überschätzt. Dieser „Wohlstandseffekt“ sollte über höhere Vermögen der Konsumenten deren Verbrauchsausgaben steigern.

Der ehemalige Fed-Chef Bernanke hatte in einem Artikel für die Washington Post am 5. November 2010 geschrieben, höhere Aktienkurse würden Wohlstand und Vertrauen der Verbraucher steigern und so zu mehr Konsum führen. Höhere Verbrauchsausgaben wiederum würden zu höheren Einkommen und Unternehmensgewinnen führen, was wiederum weitere wirtschaftliche Expansion bewirkt. Sein Vorgänger Greenspan pflichtete im Februar 2013 bei, indem er sagte, der Aktienmarkt spielt eine Schlüsselrolle beim Wirtschaftswachstum.

Auch die gegenwärtige Fed-Chefin Yellen zeigte sich im Januar überzeugt, dass ein Teil des



wirtschaftlichen Stimulus durch höhere Preise für Häuser und Aktien gegneriert wird. Besitzer von Häusern und Aktien würden mehr ausgeben, das würde neue Jobs schaffen und diese zusätzlichen Einkommen würden das Wachstum antreiben.

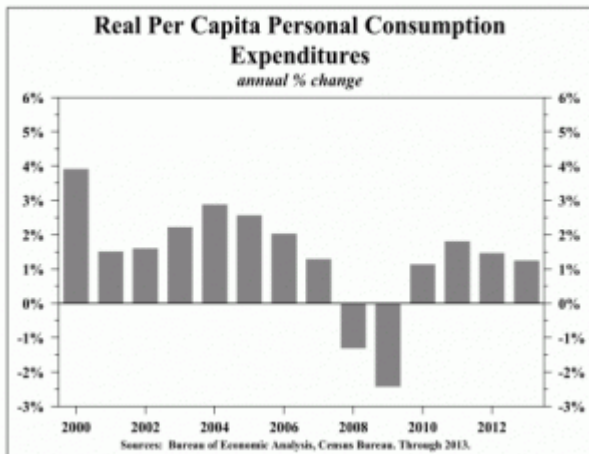
Das makroökonomische Modell der Fed unterstellt, dass eine Steigerung des Wohlstands der Konsumenten um einen Dollar die Verbrauchsausgaben um fünf bis zehn Cent steigen lässt (Seite 8-9 in "[Housing Wealth and Consumption](#)" von Matteo Iacoviello, International Finance Discussion Papers, #1027, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 2011). Selbst wenn man vom unteren Ende dieser Spanne ausgeht, wäre demnach der Wohlstandseffekt ein wichtiger Faktor für das Wirtschaftswachstum.

Hoisington hat diesen Wohlstandseffekt untersucht und meint, dass –platt gesagt- die QE-Käufe im Volumen von drei Bill. Dollar hinsichtlich ihres Effekts auf steigende Konsumausgaben rausgeschmissenes Geld sind. Die Analysten kommen bei der Untersuchung der Auswirkungen von "Consumer Wealth" mit ihren Bestandteilen "Financial Wealth" (Entwicklung des S&P 500) und "Housing wealth" (Entwicklung der Hauspreise) auf das „Consumer Spending“ (PCE) zu dem Schluss, dass es zwar einen signifikanten statistischen Zusammenhang zwischen den Komponenten gibt. Sie schätzen aber den Wohlstandseffekt auf nicht einmal einen Cent pro Dollar, also auf weniger als ein Fünftel des unteren Werts der Spanne, von der die Fed ausgeht.

Andere Forscher kommen zu vergleichbaren Ergebnissen, wobei Sherif Khalifa, Ousmane Seck und Elwin Tobing ("Housing Wealth Effect: Evidence from Threshold Estimation", The Journal of Housing Economics, 2013) zusätzlich herausgefunden haben, dass sich der Wohlstands-Effekt bei einem Einkommens-Pegel bis 74.046 Dollar auf ein Prozent beläuft. Darüber kommt er bis zu einem Einkommen von 501.000 Dollar auf zwei Prozent. Bei noch höheren Einkommen kann kein Wohlstandseffekt festgestellt werden.

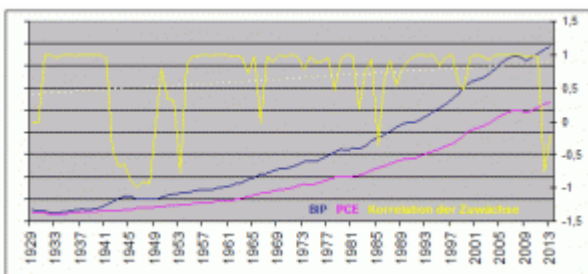
Die Ergebnisse sind auch nach folgender Argumentation plausibel: Wenn jemand ein Asset besitzt, dessen Wert deutlich gestiegen ist, kann er dieses verkaufen und mit dem Gewinn etwas anderes erwerben. Volkswirtschaftlich findet jedoch durch den Transfer von Mitteln vom Käufer zum Verkäufer eine Kompensation statt. Andererseits kann der Besitzer eines wertvolleren Assets dieses beleihen. Neue Schulden sind jedoch vorgezogene Ausgaben, der Effekt ist daher nur temporär. Zudem muss die neue Schuld einen zusätzlichen Einkommensstrom erzeugen, der den Schuldendienst ermöglicht. Ist diese Bedingung nicht erfüllt, dürfte zunehmende Verschuldung zur Umsetzung von Wohlstandsgewinn in Konsumausgaben zu höherer Volatilität des Konjunkturzyklus führen und keine bleibenden positiven Effekte hinterlassen.

In 2013 verzeichneten Aktien und Hauspreise starke Gewinne. Im Jahresdurchschnitt stieg der S&P 500 real um 17,7%, der reale Case Shiller Home Price Index legte um 9,1% zu. Macht zusammen 26,8%, der acht-höchste Wert in den vergangenen 84 Jahren. Die realen pro-Kopf Konsumausgaben (PCE) stiegen um 1,2%, das ist Platz 58 von 84. Die Lücke zwischen beiden ist die fünftgrößte in den zurückliegenden 84 Jahren. Eine solch große Diskrepanz im vierten Jahr einer wirtschaftlichen Expansion lässt erhebliche Zweifel an der Wirksamkeit des Wohlstandseffektes aufkommen.



Hoisington schließt: Die Verlängerung der Fed-Bilanz um mehr als drei Bill. Dollar mag den Wohlstand gesteigert haben, aber die US-Wirtschaft hat davon nicht viel gehabt. Ohne Wohlstandseffekt ist der Aktienmarkt aber auch kein Schlüssel-Faktor beim Antrieb von Wirtschaftswachstum, den Greenspan herbeischrieb. Das nominale BIP sollte demzufolge im laufenden Jahr um bestenfalls 3% steigen – weniger als die 3,4% in 2013. Während das Wachstum der Geldmenge M2 in den zurückliegenden zwölf Monaten bei 5,8% liegt, sollte die Umlaufgeschwindigkeit um mindestens 3% zurückgehen, was das nominale BIP-Wachstum auf 3% oder weniger begrenzt. Daraus wird auch die Erwartung abgeleitet, dass die Treasury-Renditen künftig eher sinken.

Nachfolgend wird das Ergebnis einer Korrelation zwischen den Zuwächsen von BIP und Konsumausgaben (PCE) in einem kurzen Fenster (drei Jahre) gezeigt.



Über einen langen Zeitraum gemittelt, ergibt sich ein guter Gleichlauf (Korrelationsergebnis nahe eins – siehe gestrichelte helle Trendlinie). Das ist nicht anders zu erwarten, denn es drückt aus, dass Konsum und BIP sich gegenseitig bestimmen. Dieser Zusammenhang „zerreißt“ in bestimmten Phasen allerdings, das Korrelationsergebnis im kurzen Fenster sinkt deutlich ab. Historisch war das in Zeiten von Kriegen und Krisen so, z.B. Mitte der 1970er bis Mitte der 1980er Jahre, auch um die Jahrtausendwende und aktuell seit Anfang 2012. Offenbar wird in solchen Phasen die BIP-Entwicklung stärker durch andere Faktoren beeinflusst.

Wenn ein zunehmender Wohlstand keinen Effekt auf die Verbrauchsausgaben hat (wie aktuell), dann kann das mehrere Gründe haben. Zum einen könnten die Verbraucher mehr sparen, weil sie wenig Vertrauen in die künftige Entwicklung haben oder weil sie hoch verschuldet sind. Oder der Wohlstandseffekt wirkt sich vor allem in den (hohen) Einkommensklassen mit geringer Konsumquote aus. Dies wiederum führt zu der seit Jahresanfang [verstärkt geführten Diskussion um die Verteilung von Einkommen und Wohlstand](#). Siehe hierzu auch "[Gefährliche Ungleichgewichte](#)"!

Aktuell dürften insbesondere die nach wie vor hohe Verschuldung und die Wohlstands- und



Eigentumsverteilung zugunsten der hohen Einkommen und Vermögen eine wichtige Rolle spielen bei der Antwort auf die Frage, wo der Wohlstandseffekt bleibt.