



Niedrigere Arbeitslosenquote – frühere Fed-Wende

AUTOR

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

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung
Research
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Die Situation am US-Arbeitsmarkt verbessert sich schneller als wir bislang prognostiziert haben. Wir revidieren daher unsere Prognose für die Arbeitslosenquote deutlich nach unten.
- Dafür sind teilweise konjunkturelle Ursachen verantwortlich – die amerikanische Wirtschaft scheint die Belastungen seitens der Finanzpolitik deutlich besser zu verkraften als wir für möglich gehalten hätten. Wichtiger ist aber noch, dass sich unsere Einschätzung hinsichtlich der Partizipationsrate geändert hat. Strukturelle Faktoren spielen bei ihrem Rückgang offenbar die dominierende Rolle.
- Wegen des daraus resultierenden schnelleren Fallens der Arbeitslosenquote wird die Fed die geldpolitische Wende wohl früher einleiten. Eine erste Zinserhöhung ist Ende 2014 zu erwarten, das Wertpapierkaufprogramm dürfte noch 2013 zurückgefahren werden.

Die Diskussion um den zukünftigen geldpolitischen Kurs in den USA ist selten so kontrovers geführt worden wie derzeit. Die Mitglieder des FOMC vertreten hinsichtlich des aktuellen Kaufprogramms sehr unterschiedliche Einschätzungen im Hinblick auf seine Erforderlichkeit und Wirksamkeit. Entsprechend weit gehen auch die Einschätzungen auseinander, ob das Kaufprogramm aufgestockt oder zurückgefahren werden soll.

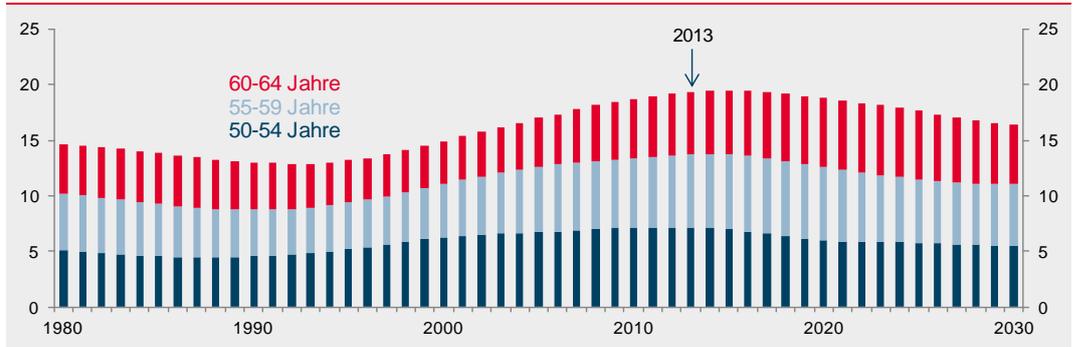
Wir erwarten, dass die Notenbank das Volumen ihrer Wertpapierkäufe früher als bisher gedacht reduzieren wird. Ursächlich für diese Änderung ist nicht die aktuelle, lebhaft geführte Debatte um mögliche Probleme für die Stabilität der Finanzmärkte (übertriebene Risikoneigung, Fehlallokation von Kapital, Blasenbildung). Stattdessen liegt unserer neuen Prognose eine geänderte Einschätzung der Lage auf dem Arbeitsmarkt zugrunde.

Die Arbeitslosenquote spielt derzeit im geldpolitischen Konzept der Fed eine zentrale Rolle. Sie hat den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung an den Rückgang der Quote unter die Marke von 6,5 % geknüpft. Wie auch die Mitglieder des FOMC haben wir bisher damit erst im Laufe des Jahres 2015 gerechnet. Ein schnellerer Rückgang wird den Zeitpunkt der Zinswende jedoch nach vorne verschieben, und er wird die Notenbank darüber hinaus veranlassen, ihr Kaufprogramm schneller einzustellen.

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

Alternde Bevölkerung reduziert das Angebot an Arbeitskräften

Anteil der Bevölkerung in der jeweiligen Altersgruppe (ab 2014: mittlere Projektion, %)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Recht solider Stellenaufbau

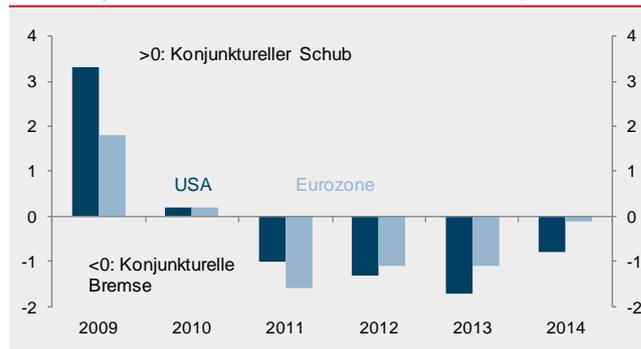
Beschäftigte in der Privatwirtschaft, Veränderung ggü. Vm. in Tsd.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gegenwind von der Finanzpolitik lässt nach

Veränderung des strukturellen Primärdefizits des Staates, Prozentpunkte



Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

2013: Per Saldo bislang besser als erwartet

Trotz der zuletzt wieder etwas schwächeren Konjunkturdaten hat das Jahr 2013 in den USA bisher insgesamt positiv überrascht. Im ersten Quartal legte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 2,5 % (Jahresrate) zu. Dies liegt über dem Trendwachstum und war umso bemerkenswerter, als allgemein mit einer ausgeprägten Schwäche im Zusammenhang mit dem „fiscal cliff“ gerechnet worden war. Zwar wurden die finanzpolitischen Belastungen dann verglichen mit dem schlimmsten Szenario deutlich abgemildert. Dennoch brachte insbesondere die Anhebung der Rentenbeiträge für die breite Mehrheit der amerikanischen Haushalte eine merkliche Reduktion des Monatsnettoeinkommens. Dessen ungeachtet legte der private Konsum im ersten Quartal real um rund 3 % zu. Nach den bislang vorliegenden Daten setzte sich diese Konsumstärke auch im Q2 fort. Die Einzelhandelsumsätze für April deuten auf einen erneut robusten Gesamtkonsum hin. Die gefürchtete Delle durch die Kürzungen bei den Staatsausgaben im Rahmen des „sequester“ ist bisher nur in Ansätzen erkennbar. Zwar dürfte der daraus resultierende Nachfrageausfall seitens der öffentlichen Hand in diesem Jahr $\frac{1}{4}$ bis $\frac{1}{2}$ Prozentpunkte Wachstum kosten. Das moderate Expansions tempo von gut 2 % dürfte allerdings aufrechterhalten werden.

Arbeitsmarkt läuft

Auch am Arbeitsmarkt stellt sich die Situation recht günstig dar. In den vergangenen drei Monaten stieg die Zahl der Beschäftigten in der Privatwirtschaft im Schnitt um über 200.000 und damit deutlich stärker als wir noch Ende 2012 erwartet hatten. Für die kommenden Monate rechnen wir mit einem etwas schwächeren Stellenaufbau von 100.000 bis 150.000 pro Monat, aber hier liegen die Prognoserisiken aus heutiger Sicht eher auf der Seite eines besser als erwarteten Beschäftigungsaufbaus.

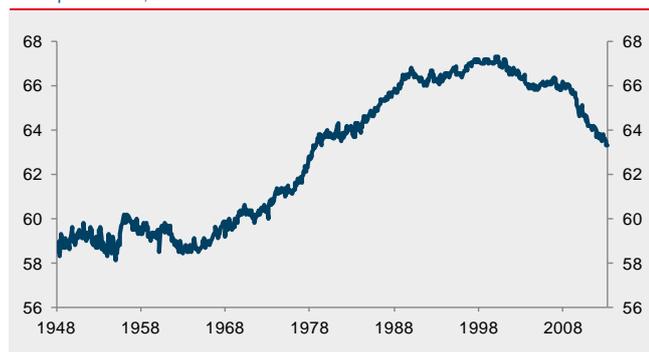
2014: Der Aufschwung gewinnt an Fahrt

Im kommenden Jahr dürfte die US-Wirtschaft spürbar an Fahrt aufnehmen. Die Fiskalpolitik, die 2012 und 2013 das Wachstum im Schnitt um rund $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte gedämpft hat, wird so weit heute absehbar, 2014 mit $\frac{3}{4}$ Prozentpunkt nur noch halb so stark bremsen. Denn mit den Einschnitten im laufenden Jahr hat die US-Regierung (wenn auch zum Teil ungewollt) erhebliche Konsolidierungsfortschritte gemacht: Die jüngste Projektion des Congressional Budget Office sieht für das Haushaltsjahr 2013 einen Rückgang des Haushaltsdefizits der Bundesregierung von 7 % auf 4 % des BIP. Gleichzeitig bleibt die Geldpolitik angesichts der Nullzinspolitik und der massiv aufgestockten Notenbankbilanz sehr expansiv und der Heilungsprozess im Bankensystem schreitet voran. Die Erholung am Immobilienmarkt setzt sich fort und auch die Impulse von der Weltwirtschaft werden 2014 wieder positiver ausfallen als noch 2013.

Vor dem Hintergrund höherer Wachstumsraten ist 2014 auch eine zunehmende Dynamik bei der Beschäftigung wahrscheinlich. Der Stellenaufbau sollte sich wieder beschleunigen, was den Abwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote verstärken wird.

Langfristige Trends bestimmen die Partizipationsrate

Partizipationsrate, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bisherige Prognose gegen den Trend

Partizipationsrate, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Des Pudels Kern: Rückgang der Partizipationsrate weitgehend strukturell bedingt

An unserer bisher beschriebenen Einschätzung des konjunkturellen Umfelds hat sich nicht viel geändert. Der veränderte Arbeitsmarktausblick ist vielmehr in erster Linie strukturellen Ursachen geschuldet. Drei Faktoren bestimmen letztlich die Arbeitslosenquote: Da ist einmal das Bevölkerungswachstum, zu dem wir nach wie vor die offiziellen Projektionen der US-Statistiker übernehmen. Dann spielt der Beschäftigungsaufbau naturgemäß eine wichtige Rolle, auch hier hat sich an unseren Erwartungen aber nichts Grundlegendes geändert. Es ist vielmehr die dritte Größe, bei der wir zu einer neuen Einschätzung gekommen sind: die Partizipationsrate.

Zyklus vs. Struktur

Die Partizipationsrate gibt an, welcher Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter dem Arbeitsmarkt zur Verfügung steht, sich also entweder in einem Beschäftigungsverhältnis befindet oder ein solches aktiv anstrebt. Von Mitte der 1960er Jahre bis etwa 1990 folgte die Partizipationsrate einem klaren Aufwärtstrend, hinter dem vor allem die steigende Berufstätigkeit von Frauen stand. Nach der Rezession Anfang der 1990er Jahre verzeichnete die Rate noch einmal einen leichten Anstieg, um dann zur Jahrtausendwende ihren Höhepunkt zu erreichen. Mit der (leichten) Rezession von 2001 setzte ein Abwärtstrend ein, der nur in den Jahren 2003 bis 2008 durch eine Seitwärtsbewegung unterbrochen wurde. Seitdem fällt die Rate mit einem erstaunlich hohen Tempo. In den Medien und von manchen Analysten wird dies häufig damit erklärt, dass sich „die Leute frustriert vom Arbeitsmarkt zurückziehen“, also mit einem zyklischen Argument. Die Logik dahinter ist in erster Linie, dass die Betroffenen die Chance einen Job zu finden als so gering einschätzen, dass sie es gar nicht mehr versuchen. Auch werden Alternativen zur Erwerbstätigkeit wie eine verlängerte Ausbildungszeit, das Aufziehen von Kindern o.ä. attraktiver, wenn die Arbeitslosigkeit hoch ist.

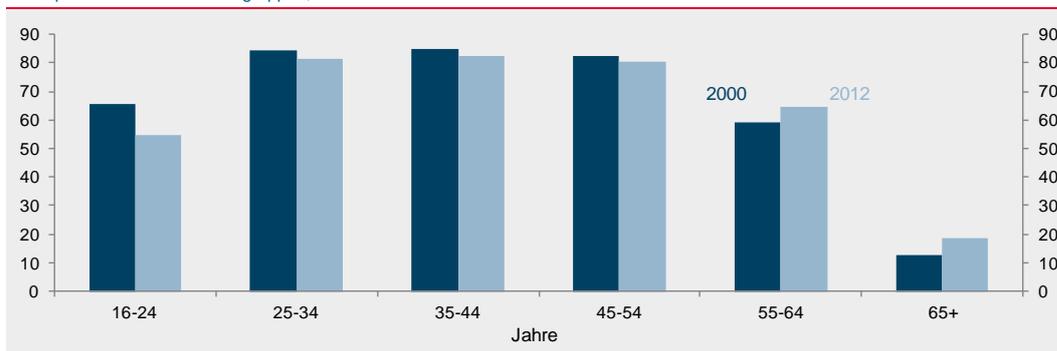
Auch wir sind bislang davon ausgegangen, dass der steile Rückgang der Rate zu einem guten Teil zyklische Ursachen hatte, und sich daher in absehbarer Zeit abschwächen oder sogar umkehren würde. Diese Prognose ist allerdings in den bald vier Jahren nach dem Ende der Rezession von 2007 bis 2009 nicht eingetreten. Es sieht auch immer weniger danach aus, als wäre mit einer baldigen Wende bei der Partizipationsrate zu rechnen. Diese fällt seit Jahren, unabhängig davon, ob das Wachstum oder der Stellenaufbau nun höher oder niedriger waren. Zyklische Effekte spielen also offensichtlich eine untergeordnete Rolle. Stattdessen scheinen wohl fast gänzlich strukturelle, d.h. nachhaltige, Ursachen hinter der fallenden Partizipationsrate zu stehen.

Um welche Ursachen handelt es sich? Mehrere Faktoren sind am Werk. Der Rückgang der Partizipationsrate ist bei Männern ausgeprägter als bei Frauen. Hier kommt wohl unter anderem eine Entwertung von Humankapital durch strukturelle Änderungen in der Wirtschaft (z.B. Boom-Bust im Bau) und durch Langzeitarbeitslosigkeit zum Tragen.

Zudem ist unter denen, die die Gruppe der Erwerbspersonen verlassen, der Anteil derer gestiegen, die als Grund „Ausbildung“ angeben. Diese längere bzw. zusätzliche Ausbildungszeit dürfte zwar zu einem Teil auch ein zyklisches Phänomen sein¹ – die Opportunitätskosten einer längeren Ausbildung sind umso niedriger, je höher die Arbeitslosigkeit ist. Zum Teil dürfte sie jedoch strukturell bedingt sein, denn die Job-Perspektiven für Amerikaner mit High-School-Abschluss oder darunter sollten auf absehbare Zeit mäßig bleiben. Weiterbildung während des Berufslebens wird an Bedeutung eher noch gewinnen. Auch bei denjenigen, die als Grund „household care“ angeben, wird der zyklische Gegeneffekt wahrscheinlich gedämpft ausfallen. So ist die Flexibilität, auf verbesserte Bedingungen am Arbeitsmarkt zu reagieren, im Falle von Kindererziehung auf längere Zeit deutlich eingeschränkt. Die Erfahrung zeigt, dass sich der Wiedereintritt in den Arbeitsmarkt im Vergleich zum Ausscheiden oft schwieriger gestaltet. Gleichzeitig wird die Zahl der pflegebedürftigen älteren Menschen weiter zunehmen.

Erhebliche Unterschiede zwischen den Altersgruppen

Partizipationsraten nach Altersgruppen, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Demografie ist Trumpf

Die Alterung der Gesellschaft (oder genauer: der nach dem Zweiten Weltkrieg geborenen Baby-Boomer-Generation) ist aber wohl der Haupttreiber der beobachteten Entwicklung. Zwar zeigen die Statistiken, dass zumindest die älteren Männer heute in größerer Zahl und bis zu einem höheren Alter arbeiten als in der Vergangenheit. Dieser Effekt erhöht tendenziell die gesamtwirtschaftliche Partizipationsrate. Er wird aber durch den so genannten „Kohorteneffekt“ deutlich überkompensiert. Derzeit verschiebt sich der Anteil der Bevölkerung zunehmend von der Kohorte mit der höchsten Partizipationsrate (Alter 25-54 Jahre: über 80 %) in die Kohorten „55-64 Jahre“ (rund 65 %) und „65+ Jahre“ (unter 20 %). Dieser Zusammensetzungseffekt ist so stark, dass er die Gesamtrate deutlich drückt. Laut den aktuellen Bevölkerungsprojektionen wird dieser Trend bis mindestens 2020 andauern, bevor er etwas an Stärke verliert.

Unter den Studien, die sich in den vergangenen Jahren mit dem Thema rückläufiger Partizipationsrate beschäftigt haben, war die 2006 erstellte Projektion von Stephanie Aaronson und ihren Kollegen von der Fed am pessimistischsten.² In ihrem Basis-Szenario fällt die Partizipationsrate im Trend bis mindestens 2015 und für Anfang 2013 wurde ein Wert von etwa 63,5 % projiziert. Der tatsächliche Wert lag bei 63,6 %, es war also fast eine Punktlandung. Andere Schätzungen für die Rate, z.B. vom Congressional Budget Office, haben sich in den vergangenen Jahren fast durch die Bank als zu hoch erwiesen.

¹ Siehe z.B. Hotchkiss, J. et al., A Closer Look at Nonparticipants during and after the Great Recession, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2012-10.

² Für einen Überblick siehe Hotchkiss, J., Changes in the Aggregate Labor Force Participation Rate, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 4:2009. Das Paper von Aaronson et. al. ist bei Brookings Papers on Economic Activity erschienen (The Recent Decline in the Labor Force Participation Rate and Its Implications for Potential Labor Supply, 2006, Vol. 37, Issue 1, S. 69-154).

Fallende Partizipationsrate = schnellerer Rückgang der Arbeitslosenquote

Eine im Trend fallende Partizipationsrate hat mehrere Folgen. Sie ist in erster Linie schlecht für das langfristige Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft. Wenn weniger Personen arbeiten, kann auch weniger Output produziert werden. Es könnte also sein, dass das mittel- bis langfristige Trendwachstum in den USA sogar noch unterhalb unserer Schätzung von 2 % liegt.³

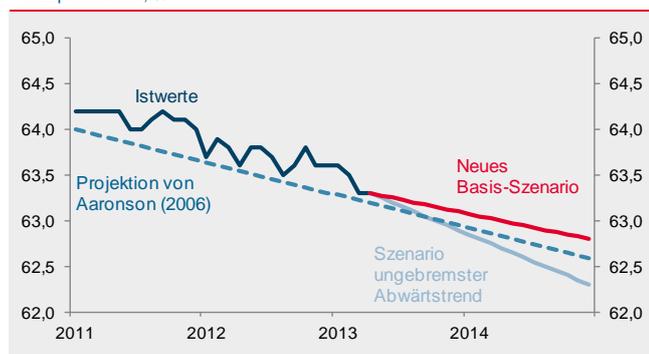
Auf kurze Sicht ist aber eine andere Wirkung viel wichtiger. Wenn sich der negative Trend bei der Partizipationsrate fortsetzt, wird die Arbeitslosenquote deutlich schneller fallen als wir dies bislang erwartet haben. Eine gewisse zyklische Gegenbewegung in den kommenden Jahren ist nach wie vor wahrscheinlich. Sie wird aber voraussichtlich vom Umfang her überschaubar sein und zudem voraussichtlich erst auftreten, wenn sich die Knappheitsverhältnisse am Arbeitsmarkt spürbar verändert haben. Selbst recht pessimistische Einschätzungen sehen die „gleichgewichtige Arbeitslosenquote“ eher unter- als oberhalb der 6,5 %-Marke, die die Fed als Schwellenwert ausgewählt hat. Erst wenn die Arbeitslosenquote unter diesen „gleichgewichtigen“ Wert gefallen ist, werden zyklische Effekte wieder wichtiger werden und den Rückgang der Partizipationsrate (und damit der Arbeitslosenquote) dämpfen.

Abwärtsdruck auf die
Arbeitslosenquote

Zunächst ist aber davon auszugehen, dass die Partizipationsrate weiter stetig fällt. Verlängert man einfach den beobachteten Trend seit 2009, so ergibt sich für die Arbeitslosigkeit bei unveränderten Annahmen zu Bevölkerungswachstum und Stellenaufbau ein rapider Rückgang. Die Schwelle von 6,5 % wäre bereits Anfang 2014, d.h. in einem guten halben Jahr, erreicht. Bis Ende 2014 würde die Quote auf etwa 5 % sinken. Dies wäre jedoch eine recht extreme Annahme. Ein vorsichtigerer Ansatz unterstellt, dass sich der Abwärtstrend bei der Partizipation abschwächt (genauer gesagt: halbiert). Selbst in diesem Szenario wird die Quote in unserem konjunkturellen Basis-Szenario bereits im Mai 2014 auf 6,5 % fallen und danach weiter kontinuierlich zurückgehen. Dies ist ein völlig anderes Bild als die nur leichte Abwärtstendenz in unserer bisherigen Prognose. Die Unterauslastung am US-Arbeitsmarkt dürfte unter den geänderten Annahmen also sehr viel schneller abnehmen als bislang gedacht.

Selbst bei abflachendem Trend...

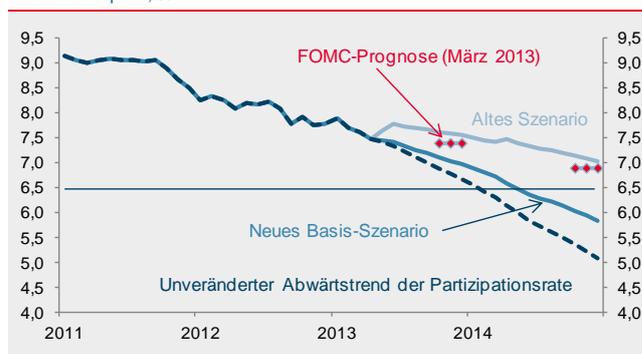
Partizipationsrate, %



Quellen: Macrobond, Aaronson et.al., Helaba Volkswirtschaft/Research

...fällt die Arbeitslosenquote merklich schneller

Arbeitslosenquote, %



Quellen: Macrobond, FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fed: Frühere Zinswende und schnelleres Ende des Kaufprogramms

Dieses Überraschungspotenzial besteht auch für die Fed. Die FOMC-Mitglieder haben auf ihrer Sitzung im März im Mittel Prognosen für die Arbeitslosigkeit von 7,4 % für Ende 2013 und 6,9 % für Ende 2014 abgegeben. Diese Prognosen dürften sich als merklich zu pessimistisch herausstellen. Dadurch sollte sich auch Anpassungsbedarf bei der Terminierung der Zinswende ergeben. Zuletzt sahen die Geldpolitiker ihr Bild mehrheitlich als konsistent mit einer ersten Zinserhöhung im

³ Siehe unser USA Aktuell „Niedrigeres Trendwachstum – ein Preis der Krise“ vom Januar 2010.

Jahr 2015.⁴ Nur sechs der achtzehn Mitglieder des FOMC erwarteten auf der Sitzung im März die Zinswende schon 2013 (einer) oder 2014 (fünf).

Angesichts der Verzögerung, mit der die Geldpolitik auf die Konjunktur wirkt, würde eine sofortige Zinserhöhung bei Erreichen des Schwellenwerts erst Monate oder einige Quartale später wirksam werden. Außerdem wird der Leitzins selbst nach dem Startschuss für einen neuen Zinszyklus für eine geraume Zeit im expansiven Bereich liegen – die Fed würde zunächst nur weniger Gas geben. Eine echte Bremswirkung wird die Geldpolitik erst entfalten, wenn der (reale) Leitzins wieder oberhalb seines neutralen Niveaus liegt. Da sich die Fed aber wie schon 2004 derzeit in einer Situation befindet, wo der Abstand zwischen dem tatsächlichen Leitzins und seinem „normalen“ Niveau extrem groß ist, muss sie, um einem Crash am Rentenmarkt vorzubeugen, signalisieren, dass der Normalisierungsprozess sehr graduell ausfallen wird. Das Tempo der Zinserhöhungen wird entsprechend verhalten sein.

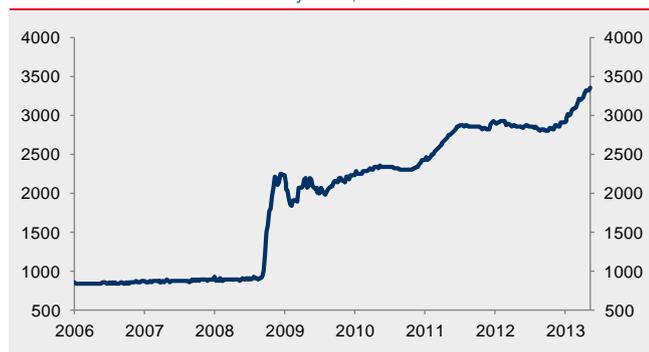
Kein Automatismus

Nun hat sich die Fed mit ihren Formulierungen gewisse Hintertüren offen gelassen. So könnte sie zum einen die auf absehbare Zeit niedrige Teuerung als Argument verwenden, trotz einer zügig fallenden Arbeitslosenquote mit der Zinswende länger zu zögern. Zum anderen ist die Fed nicht sklavisch auf die Quote fixiert, andere Indikatoren zum Arbeitsmarkt wie der Stellenaufbau werden sicher ebenfalls berücksichtigt und auch das allgemeine konjunkturelle Umfeld wird in die Entscheidung eingehen. Zudem ist es gut möglich, dass mit Janet Yellen ab Januar 2014 eine Person an der Spitze der Fed stehen könnte, die eine noch größere „Taube“ ist als der aktuelle Chairman Ben Bernanke. Unter ihrer Führung würde die Fed wohl eine gewisse „Sicherheitsmarge“ einplanen. Vor diesem Hintergrund ist es wahrscheinlich, dass der erste Zinsschritt nicht schon im ersten Halbjahr 2014, sondern gegen Ende des Jahres erfolgen wird.

Wenn die Arbeitslosigkeit merklich schneller fällt als die Fed das erwartet hat, rückt der Zeitpunkt näher, zu dem mit einem ersten Drehen an der Zinsschraube zu rechnen ist. Dann wird auch der Druck auf die Fed zunehmen, das Wertpapierkaufprogramm früher zurückzufahren und dann auszusetzen. Derzeit drückt die Notenbank jeden Monat zusätzliche 85 Mrd. Dollar an Liquidität (Zentralbankgeld) in die Wirtschaft. Wir gehen davon aus, dass das Kaufvolumen bereits im zweiten Halbjahr 2013 reduziert und schließlich ausgesetzt wird. Bislang hatten wir dies erst für Frühjahr/Sommer 2014 erwartet.

Anleihenkäufe = zusätzlicher Druck aufs Gaspedal

Bilanzsumme des Federal Reserve Systems, Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zinswende jetzt schon deutlich später als üblich

Unternehmenskredite, indiziert (zyklischer Tiefpunkt = 100)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dieser beschleunigte Zeitplan für die Fed ist alles andere als Konsens. In der jüngsten Umfrage zum US-Leitzins bei Bloomberg rechneten von 63 Analysten, die für den Zeitraum bis Ende 2014 Prognosen abgegeben haben, nur sieben mit einer Zinswende vor dem Anfang des Jahres 2015.

⁴ Bei der Einführung des numerischen „Ziels“ für die Arbeitslosenquote war sich das Gremium zudem einig, dass dieses wohl zu dem gleichen Zeitpunkt erreicht werden würde, den man im Kommuniké schon in der vorher verwendeten, nicht-konditionalen Formulierung genannt hatte, nämlich „Mitte 2015“.

„Behind the curve?“

Selbst mit diesem Fahrplan bleibt aber offen, ob die Fed nicht „behind the curve“ fallen und das Inflationsrisiko zunehmen wird. Denn wegen der Wirkungsverzögerungen wird die Geldpolitik auf absehbare Zeit stimulierend wirken, vor allem wenn die Notenbank aus Angst vor einer Wiederholung der Ereignisse von 1994/95 vorsichtig agiert. Damals gab die Zinswende der Fed den Startschuss zu einem Crash am Rentenmarkt. Angesichts der derzeitigen extrem niedrigen Kapitalmarktzinsen ist das Risiko einer Wiederholung bei ungeschickter Kommunikationspolitik nicht von der Hand zu weisen. Auch wegen der Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte, die aufgrund des hohen Schuldenstands unter einem deutlichen Zinsanstieg leiden würden, sollte die Fed einen vorsichtigen Kurs steuern. Damit liegt ein neutrales Niveau für den Leitzins (etwa 4 %) in sehr ferner Zukunft. Gemessen an der Kreditvergabe ließe sich aber sogar argumentieren, dass der richtige Zeitpunkt für eine Zinswende bereits seit längerer Zeit verstrichen ist. So hat die Fed bereits heute verglichen mit ihrem Verhaltensmuster nach den beiden letzten Rezessionen über 30 Monate länger gewartet als damals. Und auch 1993/94 und 2003/04 kann man der US-Notenbank kaum den Vorwurf machen, zu schnell gestraft zu haben. Im Gegenteil, ihr langes Abwarten nach der Rezession von 2001 wird als eine der Ursachen der folgenden Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten gesehen. ■