



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Jackson Hole und die Arbeitsmarktdynamik

22. August 2014

In diesen Stunden findet das legendäre Treffen von Zentralbankern, Chefökonomern und Politikern nordöstlich von Salt Lake City im amerikanischen Städtchen Jackson Hole (Wyoming) statt. Die idyllische Yellowstone Park-Umgebung trägt mitsamt der Kleidervorschriften («Casual») dazu bei, dass hier auf Einladung der [Kansas-FED](#) anders diskutiert und reflektiert werden soll als in den üblichen Marathon-Meetings in formellerem Rahmen. Der ursprüngliche Anspruch und die mittlerweile gewachsene Wirklichkeit klaffen immer mehr auseinander. Der einst vertrauliche Rahmen wird heute durch eine enorme Medienmeute, die auf der Suche nach auch nur einem einzigen relevanten Wortlaut keine Mittel scheut, gewaltig gestört. Jeder Händler ist über Bloomberg TV mit Jackson Hole verbunden, wenn heute die FED-Vorsitzende Janet Yellen ihre Eröffnungsrede halten wird und später auch noch EZB-Chef Mario Draghi seine Einschätzungen kundtut. Das ist wie ein Champions League-Final für Ökonomen.

Das Hauptthema in diesem Jahr wird die «Re-Evaluation der Arbeitsmarkt-Dynamik» sein, und Yellen hat sich ihre Reputation insbesondere als Arbeitsmarktökonomin gewonnen. Deshalb wird ihre Rede für mich spannend sein. Auch ihre Interpretation zu den jüngst erforschten, gewissermassen überarbeiteten Zusammenhängen zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. [Robert Hall](#) (Stanford University) und [Peter Diamond](#) (MIT, Nobelpreisträger) haben wegweisende Forschungspapiere publiziert, die herkömmliches Handeln für unvorteilhaft halten. Auch deshalb wird Yellen zeitgemässe Forschungsergebnisse und praktische Handlungsmöglichkeiten miteinander verbinden. Denn für alle Zentralbanken, insbesondere aber die FED, ist dies wichtig, weil sie sich in



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

ihrer Geldpolitik auch am Arbeitsmarkt orientieren (müssen). Kernthemen der Arbeitsmarkt-Dynamik sind nicht nur die verschiedenen Statistiken zur Höhe der Arbeitslosigkeit und deren Veränderung, sondern auch zur Beschäftigungsquote, zur «natürlichen», strukturellen und zyklischen Arbeitslosigkeit, zur Jugend- und Langzeit-Arbeitslosigkeit, zu Produktivitäts- und Lohnveränderungen in Zeiten von unterschiedlichen Real- und Nominalzinsniveaus. Meine Lieblings-Website dazu heisst [«FRED»](#). Von der Federal Reserve Bank of St. Louis werden 236'000 US und internationale Zeitreihen aus 68 verschiedenen Quellen zur Verfügung gestellt. Kürzlich wurden 6'164 Zeitreihen von Einkommensstatistiken dazu gefügt, d.h. man kann diese nun je nach Land, Region, Qualifikation, Rang, Alter, Religion, Geschlecht, Hautfarbe usw. analysieren – und interpretieren.



Der gewiefte Ökonom geht hin und sucht die Nadel im Heuhaufen. Welche Zeitreihe(n) können z.B. den Kursverlauf von bestimmten Aktien- oder Anleihenindices am besten erklären? Sind die Ergebnisse valide und verlässlich? Sind sie überhaupt plausibel? Ist die Methodologie, die der Ökonom angewandt hat, robust? Den berühmten Ökonomen Kenneth Rogoff (Harvard-Professor) und Carmen Reinhart konnten simple Excel-Fehler in der Analyse nachgewiesen werden, welche die Ergebnisse in völlig neuem Licht erscheinen lassen haben. Auch die viel diskutierte Ungleichgewichtsstudie von Thomas Piketty basiert vor allem auf dem Umgang mit fehlenden Werten. An dieser Stelle setzen Robustheitstests an. Forscher müssen viele Entscheidungen über die Spezifikation empirischer Modelle treffen. Robustheitstests gehen davon aus, dass nicht nur das Modell des Forschers, sondern auch alternative Modelle nicht wesentlich weniger plausibel sind. In Robustheitstest wird deshalb geprüft, ob Ergebnisse und Schlussfolgerungen auch dann Bestand haben, wenn arbiträre Annahmen durch alternative, ebenfalls plausible Annahmen ersetzt werden. Sie veranschaulichen gewissermassen die Fragilität empirischer Ergebnisse.

Auch muss man sich stets fragen: Können die Ergebnisse aus der Vergangenheit (sog. «Backtesting») auch für die Zukunft (sog. «Forecasting») angewandt werden? Wenn die FED-Vorsitzende beispielsweise heute erwähnt wird, dass der Beschäftigungsquote (sie



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

liegt in den USA tiefer als je zuvor in den vergangenen 40 Jahren) inskünftig mehr Aufmerksamkeit beigemessen wird als den herkömmlichen Arbeitslosen-Zeitreihen, sind alle vergangenheitsbasierten Modelle fehlerbehaftet, wenn sie vor allem letztere als Vorlauf-Indikator verwenden – selbst wenn sich für das Modell eine recht gute Erklärungskraft für vergangene Beobachtungen und Resultate ergeben hat.

Einem hochgradig dynamischen, komplexen System wie der Weltwirtschaft mit einfachen Formeln beizukommen ist unmöglich. Das erklärt auch die schlechte Performance vieler Hedge Funds. Deren Manager versuchen, mit möglichst einfachen Ansätzen regelbasiert zu agieren. Deren Risiko besteht darin, dass sich die Akteure neuen Regeln und neuen Themen zuwenden. Wirtschaftswissenschaft ist eine Sozial- und keine Naturwissenschaft. Jedes starre Analyseverfahren ist in einem sozialen, interdependenten System einem immensen sogenannten «Modellrisiko» unterworfen.

Auf Modelle gänzlich zu verzichten ist auch nicht ratsam. Es braucht ein gedankliches und methodologisches Grundgerüst, auf dem sich auch ein guter Vermögensverwalter abstützen sollte. Und in aussergewöhnlichen Zeiten, in denen wir derzeit leben, braucht es nicht nur «Fore-Casting», sondern viel mehr «Now-Casting»: Die Interpretation nicht nur von Erwartungen und deren Veränderungen, sondern jene der Fakten im Hier und Jetzt und wie sich diese verändern. Ich bin gespannt auf das Ergebnis von Jackson Hole 2014.

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner