PORTAS CAPITAL

Newsletter September 2015



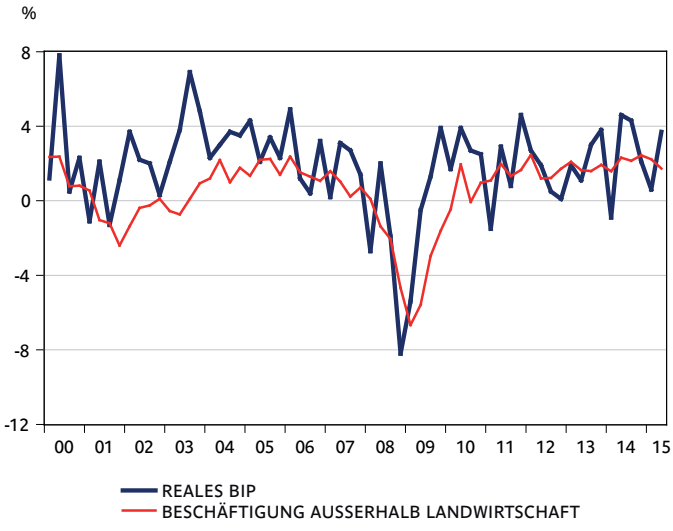
Schleppende konjunkturelle Gesundung

Prof. Dr. Georg Rich

Der Zustand der Weltwirtschaft lässt nach wie vor zu wünschen übrig. In den USA mehren sich die Anzeichen eines robusten Konjunkturaufschwungs, der die amerikanische Zentralbank bald zu einer Straffung der Geldpolitik zwingen dürfte. Auch in Europa hellen sich die wirtschaftlichen Aussichten auf, nachdem die Krise in Griechenland längere Zeit eine lähmende Wirkung auf den Gang der Konjunktur ausgeübt hat. Allerdings ist von einem nachhaltigen Aufschwung noch wenig zu verspüren, sodass die europäische Zentralbank (EZB) zumindest in der absehbaren Zukunft an ihrem expansiven Kurs festhalten wird. Dagegen haben sich in der Schweiz die wirtschaftlichen Aussichten als Folge der seit der Aufgabe des Mindestkurses deutlichen Aufwertung des Frankens am Devisenmarkt verdüstert. Auch viele Schwellen- und Entwicklungsländer befinden sich in einer wenig erfreulichen wirtschaftlichen Verfassung. Vor allem Länder, die stark vom Export von Öl und anderen Rohstoffen abhängen, leiden unter den tiefen Preisen dieser Produkte. Mit der markanten Verlangsamung des Wachstums in China fügt sich neues negatives Element in das schon durchzogene Bild der Weltwirtschaft ein.

Nach dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahre 2007 wirkte China längere Zeit als Konjunkturlokomotive, die die wirtschaftliche Aktivität in den umliegenden asiatischen Ländern, aber auch in Deutschland, der Schweiz und anderswo stützte. Die positiven Impulse, die in der Vergangenheit von China ausgingen, fallen momentan weg.

Abbildung 1: Entwicklung des BIP und der Beschäftigung in den USA (Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresbasis, saisonbereinigt)

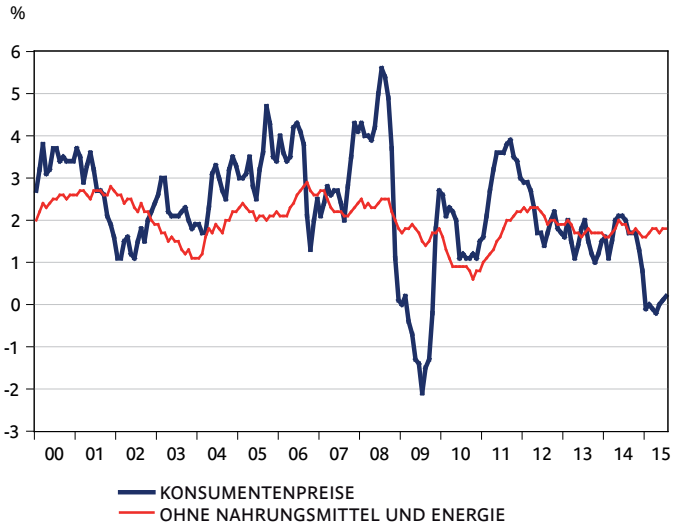


Portas Capital AG | Kronenplatz 1 | CH-8953 Dietikon | Telefon +41 44 740 34 80/81 | Fax +41 44 948 00 70 | www.portascapital.com

USA weiterhin auf Expansionskurs

Das reale amerikanische Bruttoinlandprodukt (BIP) wuchs im zweiten Quartal 2015 gegenüber der Vorperiode und auf das Jahr hochgerechnet um 3.7%, nachdem es im ersten Quartal nur um 0.6% zugenommen hatte (Abb. 1). Im Jahre 2014 hatte sein Wachstum insgesamt 2.4% betragen. Dies bedeutet, dass sich die amerikanische Wirtschaft weiterhin auf einem anhaltenden Expansionspfad befindet. Getragen wurde das Wachstum von einem nach wie vor starken privaten Konsum und einer dynamischen Wohnbautätigkeit, während die Investitionsneigung der Unternehmen weiterhin enttäuschte. Die Exporttätigkeit blieb rege.

Abbildung 2: Entwicklung der Konsumentenpreise in den USA (Veränderung gegenüber Vorjahresmonat)



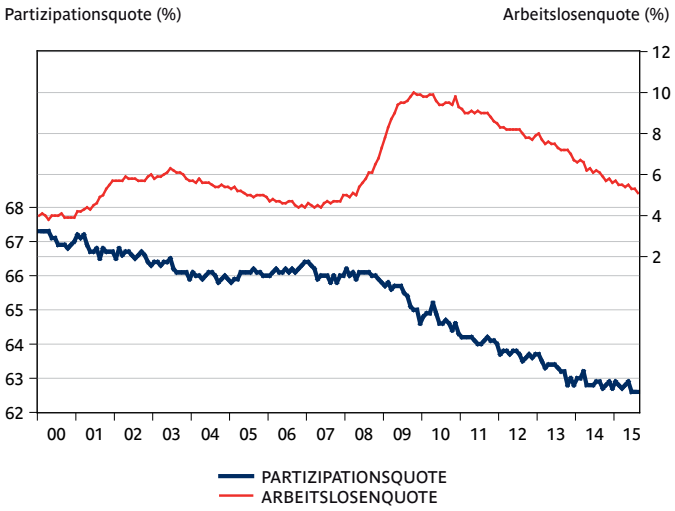
Die an den Konsumentenpreisen gemessene Inflation blieb mit 0.2% im Juli tief und lag weiterhin unter der vom Fed angestrebten Rate von 2% (Abb. 2). Die tiefe Inflation ist indessen vor allem auf die Verbilligung der Rohstoffe zurückzuführen. Ohne Nahrungsmittel und Energie betrug der Anstieg der Konsumentenpreise im Juli 1.8% und liegt schon seit längerer Zeit ungefähr auf diesem Niveau. Die regelmässigen Umfragen des Fed bestätigen das Bild einer stetig expandierenden Wirtschaft, die allerdings immer noch moderater wächst als im konjunkturellen Aufschwung von 2002 bis 2006. Die Beschäftigung nimmt seit einigen Quartalen mit einer Jahresrate von rund 2% zu, wobei gemäss dem Fed in einigen Regionen das Angebot an qualifizierten Arbeitskräften knapp wird. Dank der steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften sank die Arbeitslosenquote im August auf den Tiefstand von 5.1% (Abb. 3). Dennoch blieb der Aufwärtsdruck auf die Löhne bescheiden.

Die widersprüchlichen Signale, die der Arbeitsmarkt aussendet, trugen dazu bei, dass das Fed bis jetzt von einer Verschärfung seiner ultraexpansiven Geldpolitik absah. Viele Beobachter weisen auf die Entwicklung der Partizipationsquote hin, d.h. jenes Teils der arbeitsfähigen Bevölkerung, der schon beschäftigt ist oder aktiv eine Stelle sucht. Diese begann nach dem Ausbruch der Finanzkrise deutlich zu sinken. Seit Mitte 2014 verlangsamt sich ihr Rückgang, aber es ist nicht klar ob sie schon ihren Tiefpunkt erreicht hat und in der nahen Zukunft wieder steigen wird. Die niedrige Partizipationsrate deutet – im Unterschied zur tiefen Arbeitslosenquote – auf ein immer noch beträchtliches nicht ausgeschöpftes Potenzial an Arbeitskräften hin. Dies könnte den trotz Konjunkturaufschwung überraschend geringen Aufwärtsdruck auf die Löhne erklären.

Selbst wenn die Löhne und Preise auch in der nahen Zukunft nur verhalten in die Höhe klettern werden, so stellt sich doch die Frage, ob der Zeitpunkt für eine Straffung der Geldpolitik nicht gekommen ist. Die Zentralbanken dürfen mit einer Kursänderung nicht zuwarten, bis die Inflation zu steigen beginnt. Dann ist es zu spät, weil die Geldpolitik das Preisniveau nur mit beträchtlicher zeitlicher Verzögerung beeinflusst. Findet die Wirtschaft auf einen soliden Wachstumspfad zurück, ist der Moment für eine Straffung gekommen. Diese Voraussetzung ist in den USA erfüllt, sodass das Fed mit einer Kursänderung nicht mehr lange zuwarten sollte. Falls das Fed die Bremse sukzessive anziehen sollte, dürfte die Preisstabilität in den USA längerfristig gewährleistet sein. Das reale

BIP wird in den Jahren 2015 und 2016 voraussichtlich weiterhin um etwa 2.5% zunehmen, während die Inflation 2015 bei rund 0.5% verharren und sich im Folgejahr wieder an das vom Fed festgelegte Ziel von 2% annähern dürfte.

Abbildung 3: Amerikanische Partizipations- und Arbeitslosenquote

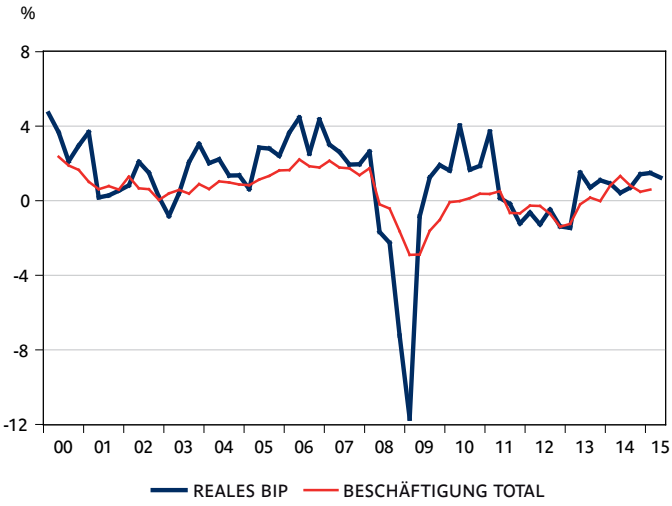


Zeichen der Belebung in der Eurozone

In der Eurozone beschleunigte sich das Realwachstum leicht und stieg im ersten und zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode und auf das Jahr hochgerechnet auf 1.5 bzw. 1.2%, nachdem es 2014 insgesamt noch 0.9% betragen hatte (Abb. 4). Alle Komponenten des BIP trugen zum moderaten Wachstum bei. Allerdings verbergen die aggregierten Zahlen die nach wie vor grossen Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedsländern. Während im zweiten Quartal in Deutschland und Italien das Wachstum ungefähr dem Durchschnitt der Eurozone entsprach, stagnierte die französische Wirtschaft. Besonders erfreulich waren die deutlichen Zeichen einer Erholung in verschiedenen südeuropäischen Volkswirtschaften, die von der Finanzkrise stark gebeutelt worden waren. So stieg das reale BIP in Spanien und in Griechenland im zweiten Quartal und auf das Jahr hochgerechnet um rund 4%. Auch die Beschäftigung nahm in der Eurozone insgesamt weiterhin mit mässigem Tempo zu, aber die Arbeitslosenquote blieb hoch.

Die Konsumentenpreise steigen seit dem Frühjahr 2015 wieder geringfügig, nachdem sie im Winter zurückgegangen waren. Der Index ohne frische Lebensmittel und Energie nahm etwas stärker zu, aber auch sein Anstieg verharrte unter der von der EZB angepeilten Rate von etwas weniger als 2% (Abb. 5). Dennoch sind keine Deflationsgefahren auszumachen, wie von manchen Analysten behauptet wird. Die expansive Geldpolitik der EZB, die mit einer Strategie des „Quantitative Easing" (QE) Liquidität in das europäische Bankensystem pumpt, verhindert ein Abgleiten der Eurozone in eine Deflation und unterstützt deren konjunkturelle Genesung.

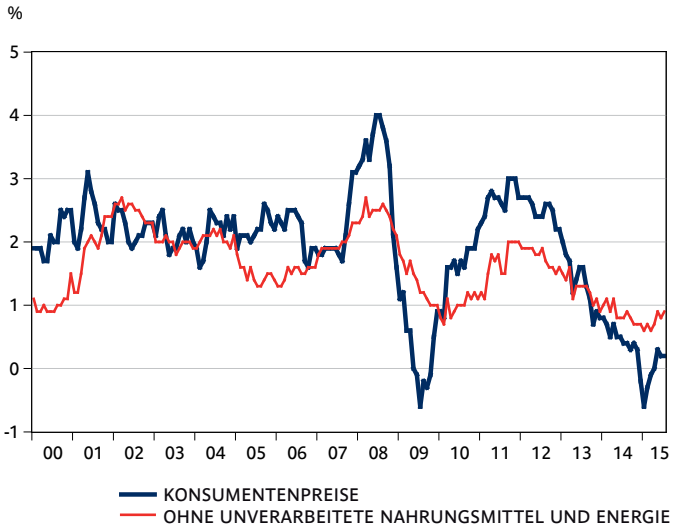
Abbildung 4: Entwicklung des BIP und der Beschäftigung in der Eurozone (Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresbasis, saisonbereinigt)



Der Übergang zu einer QE-Strategie tönt dramatisch, sollte aber in einen internationalen und historischen Kontext gestellt werden. Die Abbildung 6 zeigt den Verlauf der monetären Basis, d.h. der von der jeweiligen Zentralbank geschaffenen Geldmenge (Notenumlauf und Sichteinlagen der Banken bei der Zentralbank) in den USA und der Eurozone. Während sich die monetäre Basis in den USA von 2007 bis 2015 verfünffachte, kam es in der Eurozone im gleichen Zeitraum lediglich zu einer Verdoppelung. Ferner weitete das Fed die monetäre Basis kontinuierlich aus, wobei diese im Jahre 2014 einen Höhepunkt erreichte und seither

nicht mehr weiter steigt. Sollte das Fed bald die Bremse anziehen, dürfte sich die monetäre Basis wieder zurückbilden. In der Eurozone hingegen stieg die monetäre Basis im Jahre 2012 auf einen Höhepunkt, um anschliessend wieder stark zu schrumpfen. Dass die EZB die monetäre Basis angesichts der damaligen Rezessionsgefahren zurückgehen liess, war ein Fehler, den die jetzige Leitung mit der QE-Strategie zu korrigieren sucht. Die EZB wird diese erst abbrechen, wenn die Eurozone auf einen nachhaltigen Expansionspfad zurückgefunden hat.

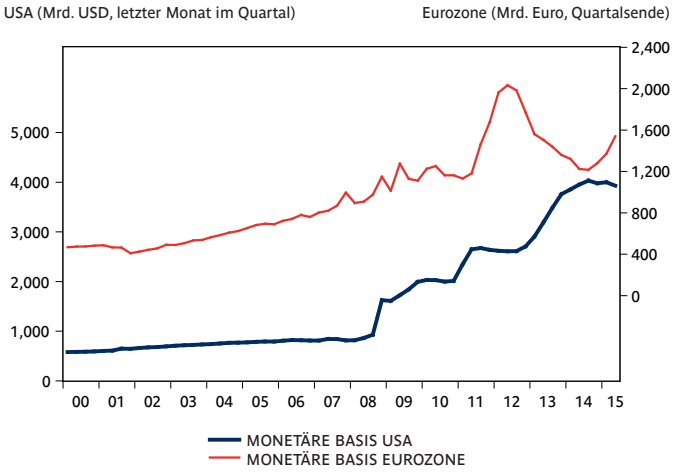
Abbildung 5: Entwicklung der Konsumentenpreise in der Eurozone (Veränderung gegenüber Vorjahresmonat)



Problematisch an der QE-Strategie ist die Tatsache, dass die EZB in grossem Umfang staatliche Obligationen kauft, um die monetäre Basis auszuweiten. Der Bestand an staatlichen Obligationen umfasst zwar erst etwa 12% ihrer Bilanzsumme, nimmt aber kontinuierlich zu. Das Kaufprogramm der EZB schafft falsche Anreize, indem der auf den Staaten lastende Druck, ihre öffentlichen Finanzen in Ordnung zu bringen, nachlässt. Ziehen die Staaten ihre Gürtel an, ist zwar davon auszugehen, dass die wirtschaftliche Erholung der Eurozone zumindest kurzfristig beeinträchtig wird.

Indes führt an einer Sanierung der öffentlichen Finanzen trotz negativer Effekte kein Weg vorbei. Vor allem die hoch verschuldeten südeuropäischen Länder befinden sich in einem Teufelskreis: Eine auf Expansion getrimmte Wirtschaftspolitik fördert zwar das Wachstum, das über höhere Steuereinnahmen und geringere Sozialausgaben zur Gesundung der öffentlichen Finanzen beiträgt. Gewinnt der Konjunkturaufschwung aber an Dynamik, steigt die Gefahr einer Beschleunigung der Inflation. Die EZB ist gezwungen, die Zinsen anzuheben. Hoch verschuldete Staaten müssen einen schmerzlichen Anstieg der Zinszahlungen an ihre Gläubiger hinnehmen, der die positiven Effekte des Wachstums auf die öffentlichen Finanzen wieder zunichtemacht.

Abbildung 6: Entwicklung der monetären Basis in den USA und der Eurozone

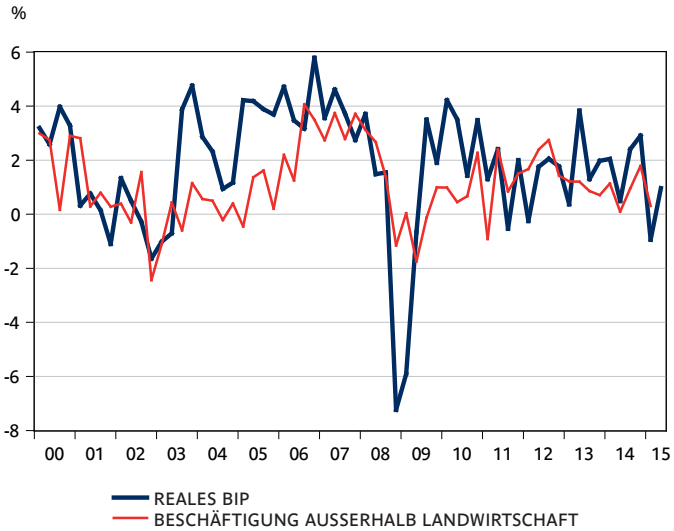


Sofern es der Eurozone gelingt, die Schuldenprobleme von Staaten wie Griechenland unter Kontrolle zu halten, dürfte das Wachstum des realen BIP im Jahre 2015 1.4% betragen und sich 2016 leicht auf 1.7% beschleunigen. Die Inflation wird voraussichtlich von 0.1% im laufenden Jahr auf 1.0% in der Folgeperiode ansteigen.

Schweizer Wirtschaft spürt starken Franken

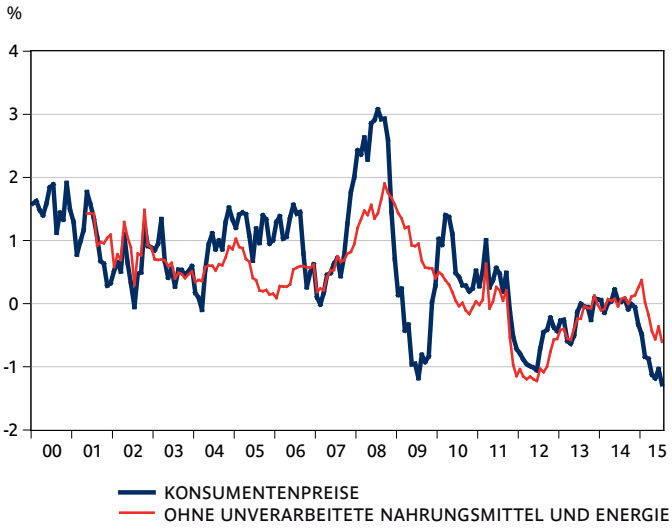
In der Schweiz verdüsterten sich die wirtschaftlichen Aussichten, nachdem die SNB im Januar 2015 die Untergrenze für den Frankenpreis des Euro aufgehoben und eine markante Aufwertung des Frankens am Devisenmarkt zugelassen hatte. Allerdings scheint die Wirtschaft den Wechselkursschock bis jetzt recht gut verkraftet zu haben. Das reale BIP stieg im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode und auf das Jahr hochgerechnet immer noch um rund 1%. Sein Wachstum verlor aber deutlich an Schwung, nachdem es im Jahre 2014 noch 1.9% betragen hatte. Sowohl der private und staatliche Konsum als auch die Investitionen in Bauten und Anlagen trugen zum Wachstum bei. Dagegen brachen die Exporte als Folge der Frankenaufwertung ein. Das Wachstum der Beschäftigung verlangsamte sich ebenfalls, blieb aber positiv.

Abbildung 7: Entwicklung des BIP und der Beschäftigung in der Schweiz (Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresbasis, saisonbereinigt)



Die Konsumentenpreise sind vor allem seit der Aufgabe der Untergrenze für den Wechselkurs rückläufig; im August 2015 lagen sie um 1.4% unter ihrem Vorjahresstand. Auch die um die Nahrungsmittel- und Energiepreise bereinigte Kernrate sank um 0.7%. Der Preisrückgang ist somit nicht ausschliesslich auf die Verbilligung der Energie zurückzuführen.

Abbildung 8: Entwicklung der Konsumentenpreise in der Schweiz (Veränderung gegenüber Vorjahresmonat)



Angesichts der verhaltenen wirtschaftlichen Aussichten hält die SNB weiterhin an ihrem extrem expansiven Kurs fest. Sie liess die Zinsen sogar in den negativen Bereich fallen, um den Franken für die in- und ausländischen Anleger möglichst unattraktiv zu machen. Da die Frankenaufwertung die Wirtschaft ähnlich beeinflusst wie eine Straffung der Geldpolitik, wird die SNB noch für eine Weile an ihrem expansiven Kurs festhalten.
Der starke Franken allein sorgt dafür, dass in der absehbaren Zukunft keine Inflationsgefahren am Horizont auftauchen. Die SNB wird eine Verschärfung der Geldpolitik erst in Betracht ziehen, wenn sich die internationale Wettbewerbslage der schweizerischen Wirtschaft verbessert hat, sei es indem der Frankenpreis des Euro, der seit einiger Zeit wieder in die Höhe klettert, weiter gestiegen ist oder die Preise und damit auch die Produktionskosten im Ausland stärker angezogen haben als in der Schweiz.

Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass die Industrie und der Tourismus, die stark vom Wechselkurs abhängen, ihre Aussichten pessimistisch einschätzen und Erstere Produktionsverlagerungen ins Ausland nicht auszuschliesst. Auch im Detailhandel und Gastgewerbe herrscht keine Euphorie. Positiver sind dagegen die Aussichten des Bausektors. Insgesamt deuten die der Konjunktur vorlaufenden Indikatoren auf eine weitere Abflachung des Geschäftsgangs hin. Für das laufende Jahr dürfte das Wachstum des realen BIP zwischen 0.5 und 1% liegen und – falls sich die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Wirtschaft weiter verbessert – 2016 wieder über 1% klettern. Der Rückgang der Konsumentenpreise, der im Jahre 2015 1% betragen dürfte, wird sich voraussichtlich mässigen und 2016 nur noch geringfügig ausfallen.

Schwieriger Abbau der Liquiditätsschwemme?

Als Folge der massiven Ausweitung der monetären Basis – in der Schweiz stieg sie ab 2007 sogar um das Zehnfache – stellt sich die Frage, wie die hohen Liquiditätsbestände wieder abgebaut werden können, wenn sich eine geldpolitische Straffung früher oder später aufdrängt. Die Abbildung 9 illustriert die Zusammensetzung der Aktiven der amerikanischen, europäischen und schweizerischen Zentralbank. Beim Fed fällt auf, dass ein beträchtlicher Teil der Aktiven aus grundpfandgesicherten Papieren besteht. Dies ist eine ungewöhnliche Konstellation, da Zentralbanken normalerweise nicht als Kreditgeber am Hypothekarmarkt auftreten. Das Fed erwarb diese Papiere zur Stützung des amerikanischen Marktes für Liegenschaften, der nach dem Ausbruch der Finanzkrise massiv abstürzte. Im Falle eines Liquiditätsabbaus käme das Fed nicht darum herum, neben den von ihm ebenfalls gehaltenen staatlichen Obligationen grundpfandgesicherte Papiere abzustossen. Dabei liefe das Fed möglicherweise Gefahr, dem amerikanischen Hypothekarmarkt erneut Schaden zuzufügen. Wie gross diese Gefahr wäre, ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwer einzuschätzen.

Die Aktiven der EZB sind wesentlich stärker diversifiziert als jene des Fed. Um Liquidität abzuschöpfen, könnte die EZB die Kredite an die Banken zurückfahren und Wertpapiere, die aus grundpfandgesicherten und anderen besicherten Titeln privater Schuldner sowie aus staatlichen Obligationen bestehen, verkaufen. Die Veräusserung staatlicher Obligationen würde bei den hoch verschuldeten Mitgliedsländern kaum grosse Freude auslösen.

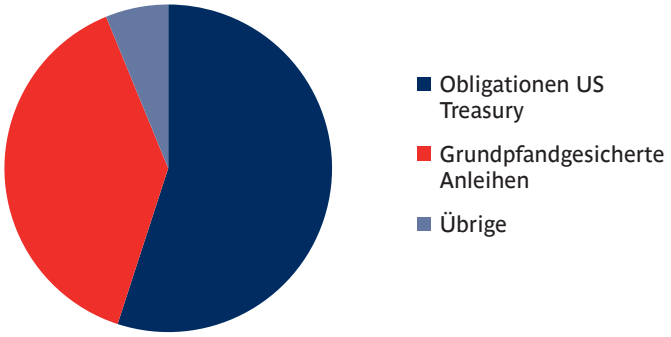
Im Falle der SNB umfassen die Aktiven vorwiegend Devisen, die sie als Folge ihrer Bestrebungen, den Höhenflug des Frankens zu bremsen, erwarb. Der Liquiditätsabbau müsste somit über Devisenverkäufe durchgeführt werden. Die SNB dürfte ihre Geldpolitik – wie schon ausgeführt wurde – erst wieder straffen, wenn sich die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wirtschaft wesentlich verbessert hat. Wahrscheinlich könnte sie in dieser Situation graduell Devisen verkaufen, ohne für die Wirtschaft schädliche Wechselkursbewegungen auszulösen. Aber die Geldpolitik bliebe eine Gratwanderung. Eine Alternative bestünde darin, Liquidität über die Ausgabe eigener Schuldverschreibungen abzuschöpfen. Ein solches Vorgehen wäre insofern problematisch, als sich die SNB in einen Finanzintermediär verwandeln würde, der auf Franken lautende, zinstragende Wertpapiere ausgäbe und den Erlös in Devisen anlegte. Solche Aktivitäten entsprechen nicht dem Mandat einer Zentralbank und sollten deshalb dem privaten Sektor überlassen werden.

Generell gesagt würde ein Liquiditätsabbau einige Schwierigkeiten, die aber überwindbar wären, aufwerfen.

Abbildung 9: Gliederung der Aktiven verschiedener Zentralbanken

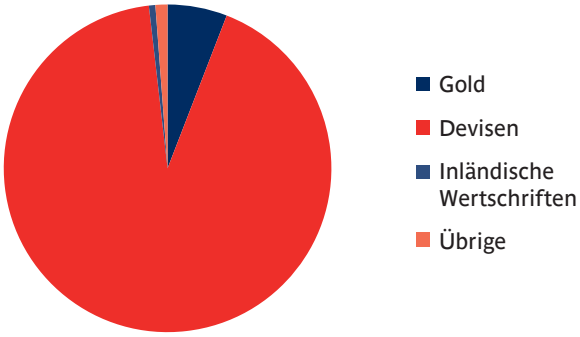
FED: Aktiven

Ende August 2015: Total 4'476 Mrd. USD



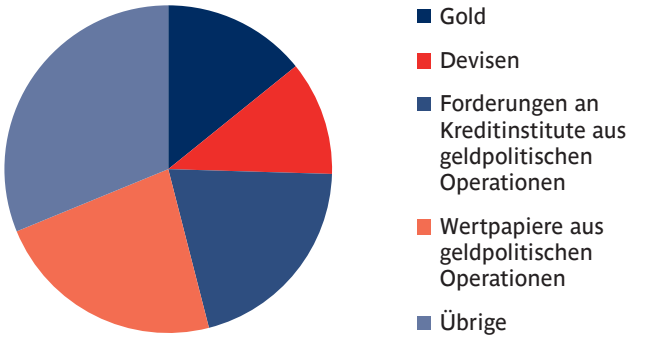
SNB: Aktiven

Ende Juli 2015: Total 597 Mrd. CHF



EZB: Aktiven

04.09.2015: Total 2'586 Mrd. EUR





Dr. Georg Rich
Dr. Georg Rich ist von Beruf Volkswirt und ist als Honorarprofessor an der Universität Bern tätig. Von 2002 bis 2007 unterrichtete er am Volkswirtschaftlichen Institut der Universität. Vor seiner Anstellung an der Universität Bern war er als Direktor und Chefökonom bei der Schweizerischen Nationalbank in Zürich bis Ende 2001 tätig. Dr. Georg Rich berät heute internationale Institutionen, z.B. Zentralbanken in Schwellenländern. Dr. Georg Rich steht der Portas Capital AG und seinen Kunden als Stratege für makroökonomische und geldpolitische Fragen zur Verfügung.

Disclaimer
Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.