PORTAS CAPITAL

Newsletter Dezember 2014

Zaghafte Erholung der Weltwirtschaft



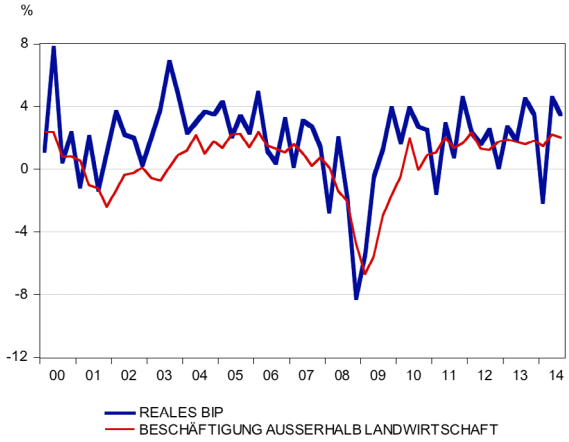
Prof. Dr. Georg Rich

In der Weltwirtschaft mehren sich die Zeichen einer – zwar immer noch – zaghaften Erholung, von einer endgültigen Überwindung der seit 2007 andauernden Finanzkrise kann aber nach wie vor keine Rede sein. Besonders ausgeprägt ist die Wende zum Besseren in den Vereinigten Staaten, wo das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) seit Anfang 2013 tendenziell kräftig steigt. Die Eurozone vermittelt ein durchzogenes Bild: Nachdem sie in der zweiten Hälfte 2013 zu einem bescheidenen positiven Wachstum zurückgefunden hatte, begann der verhaltene Aufschwung im zweiten Quartal 2014 schon wieder nachzulassen. Auch in China, das während längerer Zeit als konjunkturelles Zugspferd gewirkt hatte, lässt die wirtschaftliche Dynamik nach, das Wirtschaftswachstum verbleibt allerdings auf einem im internationalen Vergleich hohen Niveau. Auf Grund des schleppenden Verlaufs der Weltwirtschaft verharrt die Inflation auf einem tiefen Stand; zahlreiche Analysten beschwören sogar die Gefahr einer Deflation herauf. Das Fed, die Europäische Zentralbank (EZB) und andere wichtige Zentralbanken sehen angesichts der niedrigen Inflation keinen Anlass, ihre ultralockere Geldpolitik zu straffen. Allerdings stellt sich zumindest in den USA die Frage, ob der wirtschaftliche Aufschwung und die damit verbundenen zunehmenden Inflationsrisiken schon bald eine Verschärfung der Geldpolitik erfordern werden.

Deutliche Erholung in den USA

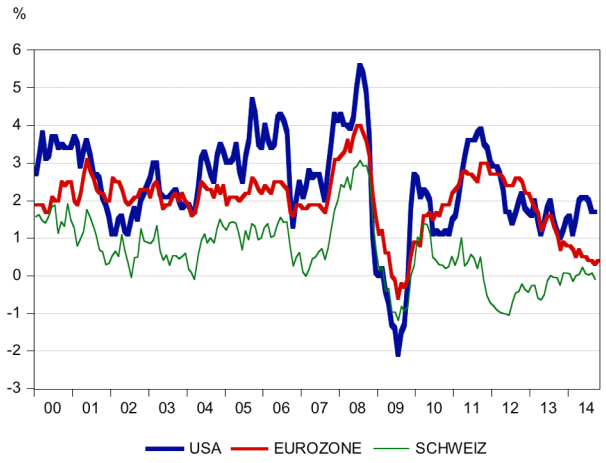
Das reale amerikanische BIP wuchs von Anfang 2013 bis zum dritten Quartal 2014 mit einer Jahresrate von durchschnittlich 3.6%. Dieser markante Aufschwung war von einem Anstieg der Beschäftigung und Rückgang der Arbeitslosigkeit begleitet (Abb. 1). Besonders erfreulich war die rege Investitionstätigkeit, die darauf hindeutet, dass die amerikanischen Unternehmen die Aussichten positiv beurteilen und mit einem nachhaltigen Aufschwung rechnen. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Inflation verharrte bei 2% oder leicht darunter (Abb. 2), was der Zielvorgabe des Fed entsprach.

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



Die Auguren rechnen mit einer Fortsetzung des Wirtschaftswachstums und einer anhaltend tiefen Inflation. Das reale BIP dürfte 2015 und 2016 zwischen 2.5 und 3% zunehmen, während die Inflation bei 2% oder leicht darunter verharren wird. Angesichts der günstigen wirtschaftlichen Aussichten in den USA dürfte der Wechselkurs des Dollars gegenüber anderen Währungen tendenziell steigen. In der Regel neigt der Dollar am Devisenmarkt zur Stärke, wenn das amerikanische Wirtschaftswachstum in einem Konjunkturaufschwung deutlich anzieht.

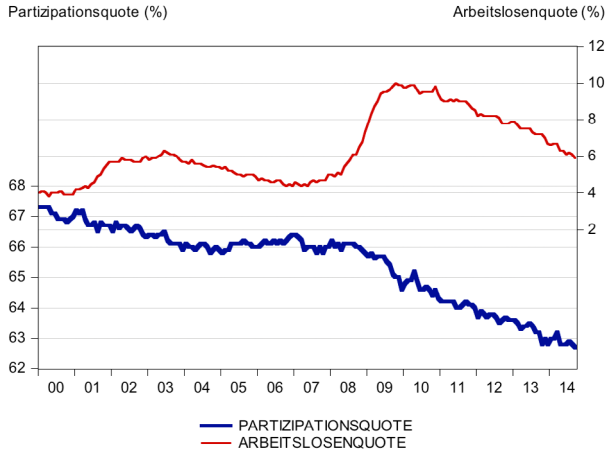
Abbildung 2: Entwicklung der Konsumentenpreise
(Veränderung gegenüber Vorjahresmonat)



Die Inflationsprognose für die USA ist mit einem Risiko behaftet, das innerhalb und ausserhalb des Fed kontrovers diskutiert wird. Die Arbeitslosenquote ist in den USA auf ein Niveau gesunken, das auf Anspannungen am Arbeitsmarkt und auf einen Spielraum für steigende Löhne und Preise hindeutet (Abb. 3). Wird die gemessene Arbeitslosigkeit als Gradmesser für die Lage am Arbeitsmarkt herangezogen, besteht in den USA ein beträchtliches Inflationspotenzial, dem das Fed mit einer Straffung der geldpolitischen Zügel begegnen sollte. Die Bedeutung der sinkenden Arbeitslosigkeit wird indes durch die Entwicklung der Partizipationsquote relativiert. Dabei handelt es sich um jenen Anteil an der arbeitsfähigen Bevölkerung, der schon beschäftigt ist oder aktiv eine Stelle sucht. Wie Abb. 3 zeigt, ist die Partizipationsquote seit dem Beginn der Finanzkrise markant rückläufig. Viele Analysten vertreten die Auffassung, der Rückgang der Partizipationsquote beweise, dass in den USA immer noch ein beträchtliches nicht ausgeschöpftes Potenzial an Arbeitskräften bestehe, das von der gemessenen Arbeitslosigkeit nur ungenügend erfasst werde. Deshalb sei die Gefahr steigender Löhne und Preise gering. Diese Analysten sehen keine Notwendigkeit für eine baldige Straffung der Geldpolitik sondern befürworten eine Weiterführung des gegenwärtigen lockeren Kurses.

Die Erfahrungen der Vergangenheit weisen darauf hin, dass das Fed in kritischen Situationen häufig zu spät auf drohende Inflationsgefahren reagierte. Nach meiner Meinung sollte das Fed im Zweifelsfalle der Inflationsbekämpfung Priorität zuordnen. Dies bedeutet, dass es mit der Straffung der Geldpolitik und der Anhebung des Leitzinses, d.h. der «Federal Funds rate», nicht mehr lange zuwarten sollte. Wächst die amerikanische Wirtschaft weiterhin im bisherigen Ausmass, sollte das Fed innerhalb des nächsten halben Jahres die geldpolitische Wende einleiten. Sonst läuft die amerikanische Zentralbank Gefahr, die Preisstabilität aufs Spiel zu setzen.

Abbildung 3: Amerikanische Partizipations- und Arbeitslosenquote



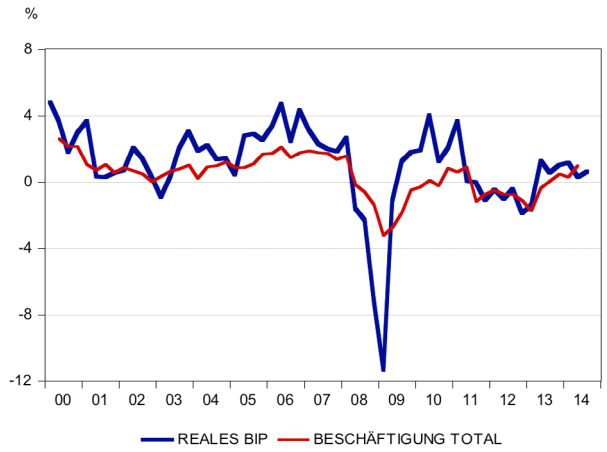
Enttäuschende Entwicklung in der Eurozone

In der Eurozone verdüstern sich die wirtschaftlichen Aussichten nach einer Ende 2012 einsetzenden Erholung wieder. Das reale BIP stagnierte im zweiten Quartal 2014 und stieg im dritten ge-

genüber der Vorperiode und auf das Jahr hochgerechnet um lediglich 0.6%. Während der private Konsum und die Exporte weiterhin in die Höhe kletterten, bildeten sich die privaten Investitionen zurück. Die europäischen Unternehmen schätzen – im Unterschied zu jenen in den USA – die wirtschaftlichen Aussichten pessimistisch ein und zeigen wenig Bereitschaft mit Investitionen ihren Produktionsapparat auszubauen. Die Beschäftigung nimmt zwar seit Mitte 2013 wieder zu, aber der Anstieg verläuft schleppend (Abb. 4).

Indes sieht die wirtschaftliche Lage in der Eurozone nicht überall gleich düster aus. Deutschland und andere nordeuropäische Staaten weisen dank einem wettbewerbsfähigen Exportsektor ein ansprechendes Wirtschaftswachstum auf, aber der Aufschwung verliert an Dynamik. Die von der Finanzkrise arg gebeutelten Volkswirtschaften Spaniens und Griechenlands beginnen zu genesen; besonders beeindruckend ist die Erholung in Irland. Dagegen stagniert die wirtschaftliche Aktivität in Frankreich und Italien, wo die Aussichten äusserst pessimistisch beurteilt werden. Weshalb bleibt die Eurozone im Sumpf der Finanzkrise stecken? Dafür gibt es mehrere Gründe: Nach der Einführung des Euro wurden die südeuropäischen Länder, die unter hohen Kreditkosten gelitten hatten, von einem Zinsrückgang beglückt. Statt diesen Bonus für die Stärkung ihrer Wirtschaft einzusetzen, verwendeten sie das billige Geld für eine Aufblähung der Staatsausgaben oder zur Finanzierung eines wenig nachhaltigen Baubooms. Der Ausbruch der Finanzkrise bewog viele Länder, mit teuren Konjunkturprogrammen die Wirtschaft anzukurbeln, was die staatlichen Defizite und Schulden weiter in die Höhe trieb. Die enormen Schulden zwingen die Staaten nun dazu, ihre Finanzen zu sanieren, indem sie Ausgaben kürzen und Einnahmen erhöhen. Besonders schädlich für die Wirtschaft ist die Tatsache, dass viele Staaten vor allem die Steuerschraube anziehen und vor namhaften Ausgabenschnitten zurückschrecken. Wissenschaftliche Untersuchungen deuten darauf hin, dass Steuererhöhungen die Wirtschaft stärker beeinträchtigen als eine Kürzung der Ausgaben im selben Ausmass.

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



Ferner sahen die meisten Länder der Eurozone – im Unterschied zu den USA und der Schweiz – davon ab, tatsächlichen und drohenden Insolvenzen im Bankensystem beherzt zu begegnen und mit überzeugenden Massnahmen für eine Sanierung des Bankensystems zu sorgen. Als Folge davon stockt die Kreditgewährung der Banken, was ebenfalls zur Lähmung der Wirtschaft beiträgt. Da seit Kurzem die Aufsicht über die wichtigsten Banken an die EZB übertragen wurde, dürfte sich die Lage in dieser Hinsicht bessern.

Auch die EZB hätte vor allem in den Anfangsphasen der Krise mehr zur wirtschaftlichen Gesundung der Eurozone beitragen können. Sie lockerte zwar wie das Fed und die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Geldpolitik, aber im Unterschied zu den beiden anderen Zentralbanken agierte sie zu langsam und zu zögerlich. Später spielte sie allerdings eine Schlüsselrolle bei der Stabilisierung des Euro, indem sie sich bereit erklärte, Anleihen maroder Staaten am Sekundärmarkt aufzukaufen und mit Hilfe eines Strausses von Instrumenten Liquidität ins Bankensystem zu

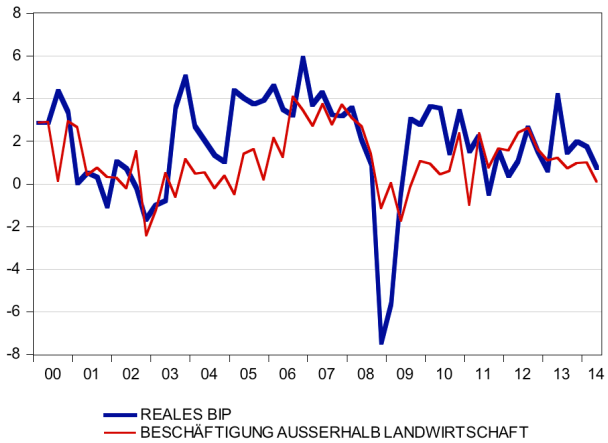
pumpen. Die Liquiditätshilfe der EZB krankt indes an der Tatsache, dass sie nur begrenzte Möglichkeiten besitzt, den Banken permanent zusätzliches Geld zur Verfügung zu stellen. Die EZB weitete die monetäre Basis, d.h. das von ihr geschaffene Geld, bis Mitte 2012 massiv aus, aber seither hat sich diese fast wieder zur Hälfte zurückgebildet, weil die Banken Gelder aus auslaufenden Krediten an das Frankfurter Institut zurückzahlten. Präsident Draghi hat zwar kürzlich angekündigt, die monetäre Basis erneut auf das Niveau von 2012 anzuheben, aber es ist unklar wie er dies bewerkstelligen will.

Diese Überlegungen werfen grundsätzliche Fragen auf. Die EZB versucht gegenwärtig, die Liquidität durch den Kauf pfandgesicherter Wertpapiere («covered bonds») auszuweiten. Der Markt für solche Papiere ist aber eng und es fraglich, ob die EZB damit ihr Ziel erreichen kann. Dieses könnte sie selbstverständlich problemlos erfüllen, wenn sie nicht nur erstklassige, sondern auch Ramschpapiere privater Schuldner erwerben würde. Es kann indes nicht Aufgabe einer Zentralbank sein, die mit dem Kauf von Ramschpapieren verbundenen Risiken einzugehen. Schliesslich könnte die EZB erneut Staatsanleihen erwerben. Die Staaten mit hohen Schulden wären selbstverständlich glücklich, wenn ihnen die EZB auf diese Weise unter die Arme griffe. Nach meiner Meinung liegt allerdings der Schlüssel für eine Gesundung der europäischen Wirtschaft nicht mehr primär bei der EZB. Die Inflation in der Eurozone liegt mit etwa mit 0.4% im September 2014 zwar unter der Vorgabe der EZB von knapp 2%, aber eine Deflation – wie manche befürchten – ist nicht in Sicht. Käufe von Staatsanleihen schüfen nur Anreize, die dringend notwendige Sanierung der Staatsfinanzen weiter hinauszuzögern. Was die Eurozone vor allem braucht, sind Reformen – wie die Flexibilisierung verkrusteter Arbeitsmärkte und anderer Bereiche der Wirtschaft, welche den Unternehmen Fesseln anlegen und sie daran hindern, ihre Dynamik voll zu entfalten.

Abschwächung trotz guter Wirtschaftslage in der Schweiz

Die schweizerische Wirtschaft expandierte ab 2010 wieder deutlich. Das Realwachstum kletterte auf ein höheres Niveau als in der Eurozone (Abb. 5). Der Aufschwung wurde vor allem durch eine rege Binnennachfrage getragen, während der bis 2011 andauernde markante Höhenflug des Schweizer Frankens in der Exportindustrie beträchtlichen Schaden anrichtete. Die Nöte der exportorientierten Unternehmen bewogen die SNB im September 2011 zu einem Kurswechsel, indem sie eine Untergrenze von CHF 1.20 für den Frankenpreis des Euro am Devisenmarkt festlegte. In der Folge gewann die Exportindustrie wieder an Wettbewerbskraft; die Binnennachfrage bleibt aber Hauptstütze der Konjunktur. Die Inflation verharrte trotz regem Realwachstum bei nahezu null (Abb. 2)

Abbildung 5: Entwicklung des BIP und der Beschäftigung in der Schweiz (Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresbasis, saisonbereinigt)



Die schweizerische Wirtschaft kann sich allerdings dem aus der Eurozone blasenden kalten Wind nicht ganz entziehen. Ihr Realwachstum flacht seit etwa einem Jahr ebenfalls ab und die Beschäftigung, die – unterstützt durch eine starke Zuwanderung von Arbeitskräften aus dem Ausland – ab 2010 deutlich gestiegen war – stagnierte im 2. Quartal 2014. Die Auguren rechnen aber immer noch mit einer Zunahme des realen BIP von 1–1.5 % in den Jahren 2014 und 2015, während die Konsumentenpreise stabil bleiben werden. Das prognostizierte Realwachstum ist nach wie vor etwas höher als in der Eurozone, wo es 2014 unter 1 % liegen und 2015 bestenfalls 1 % erreichen wird. Die SNB wird angesichts dieser verhaltenen Aussichten zumindest in der absehbaren Zukunft an ihrer Untergrenze für den Frankenpreis des Euro festhalten.



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.