

Fiskalpolitische Aspekte der aktuellen Tiefzinsregimes in Europa

Anders als von vielen Marktbeobachtern und -kommentatoren erwartet ist das Zinsniveau in der Schweiz in den letzten Jahren nicht wiederangestiegen. Ebenso wenig haben sich die Negativzinsen am Geldmarkt als zeitlich begrenzte Notmassnahme zur Abwehr einer von ausländischen Anlegern alimentierten Spekulationsblase des Schweizerfrankens entpuppt. Vielmehr sind Negativzinsen ein Dauerzustand geworden, der inländische Investoren zum Kauf von Euros und Dollars bewegen soll. Weshalb ist es neun Jahre nach der Finanzkrise und trotz einer einmalig expansiven Geldpolitik in der Schweiz und im Ausland noch nicht zu einer Normalisierung der Konjunktur und des Zinsniveaus gekommen?

Professor Sims: Fiskalpolitik konterkariert Geldpolitik

Am diesjährigen geldpolitischen Symposium der Federal Reserve Bank von Kansas City in Jackson Hole/Wyoming lieferte der Diskussionsbeitrag von Christopher A. Sims (Professor an der Universität Princeton) eine Erklärung. Die Wirksamkeit der Geldpolitik wurde nicht durch die bei sehr tiefen Zinsen einsetzende Liquiditätsfalle beschränkt. Viel eher sind die fiskalpolitischen Restriktionen der OECD-Länder dafür verantwortlich.

Wegen seiner internationalen Verflechtung ist für den Schweizer Geld- und Kapitalmarkt diese Sachlage vor allem in der Eurozone von besonderer Bedeutung. In Grafik 1 ist neben dem Refinanzierungssatz der EZB der von der Europäischen Kommission berechnete Budgetsaldo aller nationalen Haushalte der europäischen Währungsunion dargestellt. Während im Jahr 2010 der strukturelle Fehlbetrag in den öffentlichen Haushalten noch 5% des Potenzial-BIP betrug, lag er im Jahr 2016 nur noch bei 1.3%. Die Konsolidierungstendenz lässt sich für alle grossen Länder der Eurozone festhalten, wobei zuerst Deutschland mit substantiellen Haushaltseinsparungen begann.

Tatsächlich fällt die Tiefzinspolitik der EZB mit der Haushaltskonsolidierung in der Eurozone zeitlich zusammen: Geldpolitische Stimulierung trifft auf fiskalpolitische Restriktion. Gemäss den Prognosen der Europäischen Kommission dürfte die Haushaltskonsolidierung im laufenden Jahr zu Ende gehen und für 2017 wird wieder mit einem (allerdings nur leicht) zunehmenden Strukturdefizit gerechnet.

Folgt man Professor Sims' Logik, würden sich bei einem grundsätzlichen Kurswechsel in der EU-weiten Fiskalpolitik die Aussichten für ein beschleunigtes Wachstum in der Eurozone und für wieder zulegende Zinsen verbessern. Wie wahrscheinlich ist ein solcher Kurswechsel in naher Zukunft?

Vom Stabilitäts- zum Fiskalpakt: Regelgebundene Fiskalpolitik in der Eurozone

In den USA dürfte die Wahl von Donald Trump zum 45. US-Präsidenten eine Trendwende zu einer expansiveren Fiskalpolitik initiieren. In seinem Programm kündigte er an, die Staatsausgaben massiv anzuheben um damit die Infrastruktur in den USA in grossem Umfang zu modernisieren. Entsprechend reagierten kürzlich die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen. Ist dies der Beginn der Zinswende?

Im Gegensatz zu den Verhältnissen in einzelnen Nationalstaaten wie der Schweiz oder den USA unterliegt die Ausgaben- und Steuerpolitik der Mitgliedsländer in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion einem gemeinsamen und grundsätzlich verbindlichen Regelwerk, dem Stabilitäts- und Wachstumspakt. Er soll dafür sorgen, dass die Mitgliedsländer ausgeglichene Staatshaushalte und eine begrenzte öffentliche Verschuldung anstreben. So soll das jährliche Defizit aller öffentlichen Haushalte 3% des BIP, die öffentliche Gesamtverschuldung 60% des BIP nicht übersteigen. Über die Einhaltung des Paktes wachen die Europäische Kommission und der Rat der Finanzminister der Euro-Mitgliedsländer.

Insbesondere den Vorgaben zur Maximalverschuldung wurden schon bei der Lancierung der Währungsunion wenig Beachtung geschenkt, indem Länder wie Italien und Griechenland mit doppelt so hohen Quoten zugelassen wurden und bei der Durchsetzung der Defizitvorgaben grosszügige Ausnahme- und Übergangsregelungen gewährt wurden, so z.B. der deutschen Regierung 2005. Nach der grossen Finanzkrise von 2007/08 gerieten Defizite und Schulden nicht zuletzt wegen der Verflechtungen von Banken und Staaten in fast allen Euroländern kurzfristig ausser Kontrolle, und mühsam ausgehandelte Umschuldungen in Griechenland, Portugal, Irland und Spanien wurden erforderlich, um das Überleben der Währungsunion in ihrer jetzigen Form zu gewährleisten. Im 2013 vereinbarten europäischen Fiskalpakt wurde der Stabilitätspakt in eine neue flexiblere Vertragsform überführt, am Ziel der Begrenzung der öffentlichen Defizite und Gesamtverschuldung aber festgehalten. Auch die revidierten Regeln des Fiskalpaktes begrenzen den zulässigen Expansionsgrad der Fiskalpolitik. So liegt etwa die Obergrenze für das maximal zulässige Strukturdefizit bei 0.5% des BIP. Es beschreibt das um konjunkturelle Schwankungen bereinigte Staatsdefizit.

Hohe Staatsverschuldung setzt fiskalpolitischer Expansion Grenzen

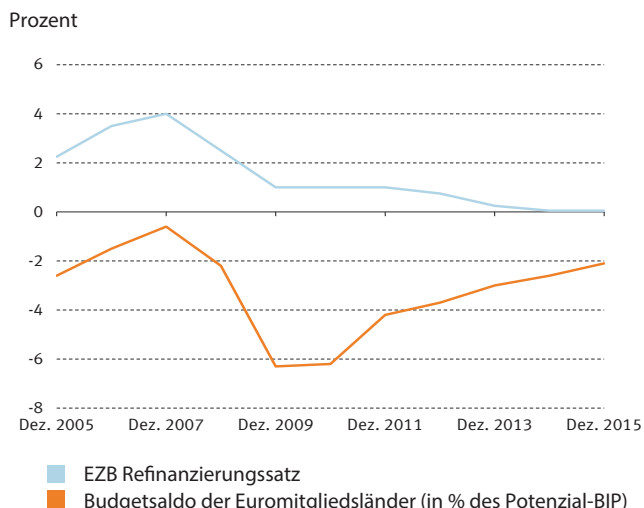
Die Erfahrungen der letzten Jahre haben in der Eurozone ganz unterschiedliche Sichtweisen hinsichtlich der anzu-

strebenden Rolle der Fiskalpolitik sichtbar gemacht. Die Regierungen jener Länder, die mit strukturellen Wachstumsproblemen kämpfen – zu ihnen zählen insbesondere Italien und Frankreich – befürworten eine expansivere Ausgabenpolitik, während Deutschland diese mit Skepsis sieht. Hinter der skeptischen Haltung Deutschlands steckt wohl letztlich die Sorge, im Rahmen einer voll ausgebauten europäischen Fiskalunion für die Staatsschulden der anderen Länder aufkommen und insbesondere grosszügigere Sozialversicherungssysteme als das eigene mitfinanzieren zu müssen. Solange diese Meinungsdivergenz innerhalb der Eurozone anhält und keine Konsensverschiebung in Richtung grösserer Ausgabenprogramme erfolgt, sind die Aussichten für eine wesentliche Zunahme der Kapitalmarktbeanspruchung seitens der öffentlichen Haushalte in der Eurozone gering. Vor dem Hintergrund der hohen öffentlichen Verschuldung in der Eurozone (vgl. Grafik 2) ist diese Zurückhaltung auch durchaus nachvollziehbar. Erst wenn sich die Vorstellung

durchsetzt, dass mit dem Anschieben selektiver Ausgabenprogramme womöglich eine nachhaltige und langfristige Wachstumsstimulierung erzielt werden könnte, durch die sich Neuschulden gleichsam selbst finanzieren, dürfte sich diese Sichtweise ändern. Auch die USA kann sich diesen Gegebenheiten nicht vollkommen entziehen. Eine restriktivere Geldpolitik der USA dürfte den Dollar aufwerten. Die daraus resultierende Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft würde aber das Ausmass der geldpolitischen Restriktion seitens des Fed einschränken. Damit bleibt auch die Wahrscheinlichkeit eines baldigen Wiederanziehens des pan-europäischen Zinsniveaus, die Schweiz eingeschlossen, gering.

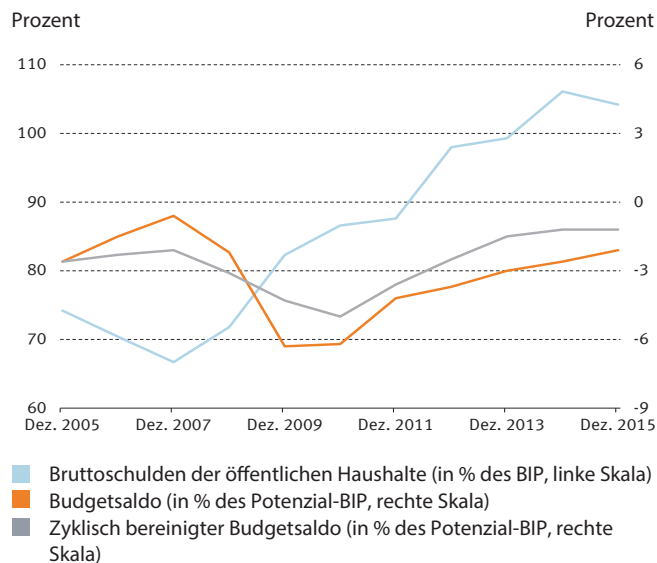
Grafik 1:

Quelle: Bloomberg



Grafik 2:

Quelle: Bloomberg



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch