

September 2013

- **Thema des Monats:**
Zyklische Erholung beendet Krise des Euroraums (noch) nicht
Stabilisierung erreicht Arbeitsmarkt
Aufschwung auf wackeligen Beinen
Gunst der Stunde nutzen - Reformprozesse fortsetzen

Research Team

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Matthias Göthel

matthias.goethel@postbank.de

Thilo Heidrich

thilo.heidrich@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 06.09.2013

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

Zyklische Erholung beendet Krise des Euroraums (noch) nicht

Der Euroraum wittert Morgenluft. Im 2. Quartal ist das BIP gegenüber der Vorperiode um 0,3% gewachsen. Damit wurde die bislang längste Rezession in der EWU mit sechs negativen Quartalen in Serie beendet. Als erfreulich ist dabei auch zu werten, dass die jüngste Zunahme des BIP auf einer breiten Basis stand. Nicht nur der Außenhandel, der die Konjunktur in der Rezession fast durchgehend gestützt hatte, lieferte einen positiven Wachstumsbeitrag, sondern auch die Binnennachfrage expandierte nach längerer Zeit mal wieder. Privater Konsum, Staatsverbrauch und Bruttoanlageinvestitionen konnten jeweils zulegen. Getragen wurde die Aufwärtsbewegung allerdings vor allem von den beiden größten Volkswirtschaften der EWU. In Deutschland kletterte das BIP um 0,7%, wobei dies aber etwa zur Hälfte Nachholeffekten infolge des langen Winters zu verdanken war. Frankreich erzielte ein BIP-Wachstum um 0,5%. Dagegen verharrten Spanien, mit einem Rückgang um 0,1%, und Italien, mit einem Minus von 0,2%, noch in der Rezession. Beide konnten aber immerhin ein beträchtliches Nachlassen des Abwärtsdrucks verzeichnen.

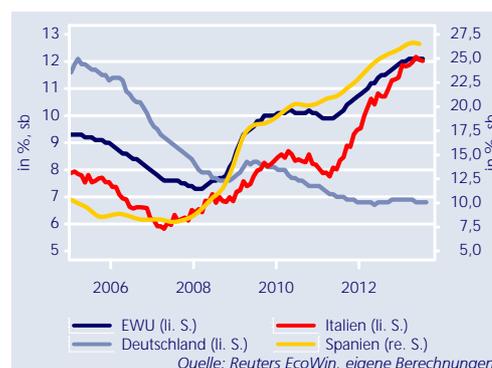
Für den weiteren Jahresverlauf zeichnet sich eine Fortsetzung der verhaltenen konjunkturellen Erholung in der EWU ab, die dann aber auch auf einer breiteren regionalen Basis stehen sollte. Treiber dieser Entwicklung wird aller Voraussicht nach die Industrie sein. So hat sich die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe in den letzten Monaten spürbar verbessert. Der entsprechende Einkaufsmanagerindex für die EWU hat klar den Sprung über die 50-Punkte-Marke geschafft und weist damit auf Expansion hin. Entsprechendes gilt auch für Deutschland sowie insbesondere auch für Spanien und Italien. Lediglich Frankreich hinkt hier aktuell etwas hinterher, wobei die französischen Stimmungsindikatoren in jüngerer Zeit aber die reale Entwicklung häufiger unterzeichnet haben. Hinsichtlich Spaniens und Italiens ist zudem festzuhalten, dass die Unternehmen

zuletzt über eine deutlich verbesserte Auftragslage berichteten. Die Anstiege der Einkaufsmanagerindizes sollten sich damit nicht als Eintagsfliege erweisen. Vielmehr sehen wir eine gute Chance, dass die Industrie in beiden Ländern ihre Produktion in den kommenden Monaten spürbar steigern kann, womit ihnen noch im Verlauf dieses Jahres der Sprung aus der Rezession gelingen sollte.

Stabilisierung erreicht Arbeitsmarkt

Die vorsichtigen gesamtwirtschaftlichen Erholungstendenzen zeigen auch am Arbeitsmarkt bereits erste Wirkung. Die EWU-Arbeitslosenquote verharrte im Juli zum fünften Mal in Folge bei 12,1%. Das Niveau ist damit natürlich weiterhin erschreckend hoch, der Abwärtstrend am Arbeitsmarkt scheint jedoch gestoppt. Dabei mehren sich auch die Hoffungszeichen in Spanien und Italien. In saisonbereinigter Rechnung ist die Arbeitslosigkeit nicht weiter gestiegen bzw. hat sogar schon ganz leicht nachgegeben. Ob damit der Gipfel aber tatsächlich bereits überschritten ist, wird sich wohl erst nach Beendigung der Reisesaison zeigen. Eine Trendwende, und wenn sie vorläufig auch nur sehr verhalten ausfallen dürfte, wäre jedenfalls in vielerlei Hinsicht positiv, nicht nur für die direkt betroffenen Menschen. Sie würde zu einer Stabilisierung der

Arbeitslosenquoten stagnieren inzwischen



Einkommen und damit auch des privaten Verbrauchs führen. Möglicherweise würde er sich sogar beleben, wenn die Arbeitsplatzsicherheit steigt und dadurch die Konsumneigung wieder zunimmt. In der Folge könnte er sich dann zu einem Standbein der konjunkturellen Erholung entwickeln. Die Staatsfinanzen würden sowohl über die Einnahmen- und Ausgabe-seite entlastet, was die Erreichung der fiskalischen Konsolidierungsziele erleichtern würde. Und last but not least sollte dann auch das Vertrauen in die mittelfristige Wirksamkeit der eingeleiteten, oftmals schmerzhaften Reformen steigen, was wiederum die Wahrscheinlichkeit erhöhen würde, dass diese auch fortgesetzt werden.

Aufschwung auf wackeligen Beinen

Das Eintreten dieses Positivszenarios ist aber alles Andere als sicher. Die konjunkturelle Erholung befindet sich noch in einer sehr frühen Phase und ist damit anfällig für Rückschläge. Auslöser könnte z.B. ein externer Schock durch eine Verschlechterung des globalen Umfeldes sein. Aber auch Euroraum-intern sind noch längst nicht alle Weichen für eine durchgreifende Besserung gestellt. Ein großer Hemmschuh stellt bislang die Investitionstätigkeit dar. Zwar sind die Bruttoanlageinvestitionen aktuell leicht gestiegen. Sie liegen real aber gerade einmal auf dem Niveau von 1999 und um gut 20% unter dem im Jahre 2007 erreichten Spitzenwert. Eine schnelle Besserung ist hier nicht in Sicht. So leidet der Wohnungsbau in einigen EWU-Mitglieds-ländern immer noch unter einem Überangebot an Immobilien. Vor allem aber stehen viele Unternehmen gerade in den Krisenländern noch unter dem Zwang, ihre Produktivität und dadurch ihre Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, sodass sie kaum Spielraum für Erweiterungsinvestitionen haben. Andere Unternehmen, wiederum vornehmlich in den Krisenländern, haben dagegen Probleme, Investitionen extern zu finanzieren bzw. ggf. hohe Kreditkosten stemmen zu müssen. Diese Hemmnisse schlagen sich bislang in einem deutlichen Rückgang der Bankkredite an den Unternehmenssektor nieder. Solange

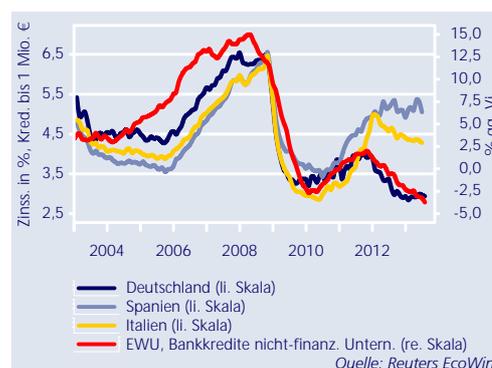
hier keine nachhaltige Besserung eintritt, kann die konjunkturelle Erholung nicht in einen nachhaltigen, selbsttragenden Aufschwung übergehen.

Das größte Risiko geht aber immer noch von der Staatsschuldenkrise aus. Zwar haben die Spannungen in diesem Punkt in den letzten Monaten deutlich nachgelassen, dies ist aber wiederum teilweise auf die konjunkturelle Erholung zurückzuführen. Jeder Rückschlag, sei es hinsichtlich der Konjunktur oder hinsichtlich des Vertrauens, dass die Länder ihre Staatsfinanzen in den Griff bekommen, könnte die Schuldenkrise wieder aufflammen lassen und in eine erneute Abwärtsspirale führen.

Gunst der Stunde nutzen - Reformprozesse fortsetzen

Es wäre deshalb sehr gefährlich, jetzt auf die positiven Wirkungen eines bereits begonnenen oder sich abzeichnenden zyklischen Aufschwungs zu setzen und sich darauf zu verlassen, dass dieser einen Großteil der Probleme mehr oder weniger automatisch lösen wird. Dabei halten wir es für durchaus gerechtfertigt, die daraus eventuell resultierenden Entlastungen für die Staatshaushalte zu nutzen, um auf zusätzliche, aber nur kurzfristig wirkende Sparpakete oder Steuererhöhungen zu verzichten, die die Konjunktur dann wieder belasten würden. Gleichzeitig sollte aber die Atempause, die die wirtschaftliche Erholung auf der einen Seite bietet, dazu genutzt werden, die eingeleiteten Reformprozesse zur Erhöhung der Produktivität

Hohe Kreditzinsen und sinkendes Kreditvolumen belasten die Wirtschaft



und längerfristigen Wettbewerbsfähigkeit eher noch zu forcieren, als in den Anstrengungen nachzulassen.

Hinsichtlich der notwendigen Strukturreformen haben die einzelnen Länder bislang sehr unterschiedliche Erfolge erzielt und stehen damit auch vor sehr unterschiedlichen Aufgaben. Als durchaus erfolgreich bewerten wir den Kurs Spaniens. Zum einen hat das Land energische Maßnahmen ergriffen, um die Staatsverschuldung mittel- bis langfristig deutlich zu senken. Dass diese bislang nur begrenzte Wirkung zeigen und das Staatsdefizit auch 2014 noch bei reichlich 5% des BIP liegen dürfte, ist in erster Linie der langen Rezession zuzuschreiben. Andererseits ist es Spanien aber inzwischen gelungen, seine eigentlich chronisch defizitäre Leistungsbilanz auszugleichen, verbunden mit der Chance, erstmals seit mehr als einem Vierteljahrhundert einen Überschuss zu erzielen. Zudem hat der private Sektor zum Teil beeindruckende Fortschritte hinsichtlich der Faktoren Produktivität, Profitabilität und Wettbewerbsfähigkeit gemacht. In der Folge haben z.B. Automobilkonzerne nach längerer Zeit wieder Investitionsentscheidungen zugunsten Spaniens getroffen. Auch hat die Kapazitätsauslastung in der spanischen Industrie mittlerweile ein Niveau erreicht, das eine Stabilisierung der Beschäftigung bzw. bei steigender Produktion einen allmählichen Beschäftigungsaufbau erwarten lässt. Das Land befindet sich damit in einer Ausgangslage, in der es besonders stark von einem zyklischen Aufschwung profitieren könnte, in dessen Folge auch die staatliche Neuverschuldung rasch sinken dürfte. Die extrem hohe Arbeitslosigkeit lässt sich dadurch aber allenfalls leicht senken. Für einen deutlichen Rückgang auf längere Sicht bedarf es schon eines Aufbrechens der in Spanien traditionell sehr starken Verkrustungen am Arbeitsmarkt. Hierfür wäre jetzt der richtige Zeitpunkt, da die positiven Wirkungen einer Liberalisierung bei Beschäftigungs- und Kündigungsregeln bei einer steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften viel schneller zum Tragen kommen als in einem konjunkturellen Abschwung.

Italien hat weniger Probleme mit der staatlichen Neuverschuldung als Spanien, kann hier aber auch keine Fortschritte mehr aufweisen. Gerade erst hat die Regierung eine Aufhebung der umstrittenen Immobiliensteuer für 2013 beschlossen, was eine neue Lücke in die Haushaltsplanung reißt. Der mangelnde Sparwillen führt denn auch dazu, dass das Land 2014 die Defizitgrenze von 3% des BIP zwar so gerade eben unterschreiten könnte, womit die Neuverschuldung aber mehr oder weniger seit 2012 stagnieren würde. Daneben kommt Italien aber auch auf vielen Reformfeldern nicht voran. Eine ineffiziente Verwaltung und lange Gerichtsverfahren behindern die private Wirtschaft. Von Korruption und organisierter Kriminalität ganz zu schweigen. Zudem sind, anders als in Spanien, auch im Unternehmenssektor keine wesentlichen Fortschritte zu erkennen. Die Produktivität hat sich seit der Einführung des Euro kaum erhöht. Im Gegenzug sind die Lohnstückkosten im Vergleich zum Rest des Euroraums massiv gestiegen. Die Folge ist ein eklatanter Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Zumindest seitens der Politik ist auf kurze Sicht nicht mit Fortschritten zu rechnen. Das Risiko eines baldigen Auseinanderbrechens der Regierungskoalition hat sich zwar zuletzt verringert. Die anhaltende politische Unsicherheit führt aber dazu, dass der Rücksichtnahme auf eventuelle Neuwahlen wohl größere Bedeutung zugemessen wird als wirtschaftlichen Reformen, die das Land mittelfristig voranbringen würden. Die wirtschaftliche Erholung in Italien sollte deshalb ausschließlich von zyklischen Faktoren bestimmt werden. Mittelfristig steht somit zu erwarten, dass das italienische Wachstum hinter dem Deutschlands, Frankreichs und Spaniens zurückbleibt.

Frankreich hat mittelfristig ebenfalls eine Fülle an Reformfeldern vor der Brust, wie z.B. die Schrumpfung des überdimensionierten Staatssektors, die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes oder die Ausrichtung des Rentensystems auf den demografischen Wandel, auch wenn dieser bei Weitem nicht so dramatisch ausfallen wird wie in anderen Ländern des Euroraums einschließlich Deutschlands. Hierzu hat die Regierung gerade einen Entwurf vorgelegt.

Auch wurde bereits zuvor eine Reform des Arbeitsmarktes auf den Weg gebracht. Auch wenn diese auf lange Sicht vielleicht nicht weit genug geht, bewegt sich Frankreich jedoch in die richtige Richtung. Dies ist aber auch dringend nötig. Die Arbeitslosigkeit in Frankreich liegt zwar noch leicht unter dem EWU-Durchschnitt, steigt aber immer noch. Dies liegt im Kern an der im Trend sinkenden Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen, die vor allem durch zu hohe Lohnstückkosten verursacht wird. Gleichzeitig leidet die französische Wirtschaft aber auch unter der Krise in Italien und Spanien, zwei seiner wichtigsten Handelspartner. Auf der positiven Seite ist dagegen festzuhalten, dass die Schuldenragfähigkeit Frankreichs bislang nicht infrage gestellt wird, sodass sich der Staat problemlos und günstig refinanzieren kann. Dies verschafft den nötigen Freiraum, keine kurzfristigen Maßnahmen ergreifen zu müssen, sondern die Problemfelder sorgfältig angehen zu können. Die politische Konstellation hierfür ist eigentlich sehr günstig, da Präsident Hollande über eine Mehrheit in der Nationalversammlung verfügt und die nächsten Wahlen erst 2017 anstehen. In Frankreich ist die Umsetzung von Strukturreformen daher eher eine Frage des Willens als des Könnens, zumal die Grande Nation nach wie vor zu den wohlhabendsten Ländern Europas zählt.

Heinrich Bayer