

Investment Essentials

22. August 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

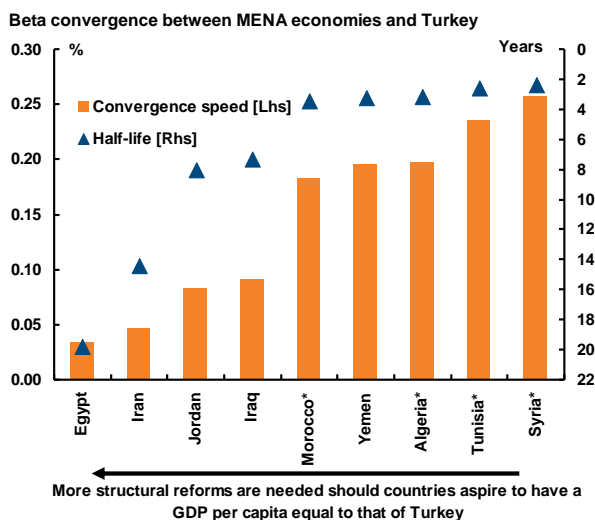
WOCHENBERICHT

Vom arabischen Frühling zur arabischen Wiedergeburt

Im Überblick

von
Manolis DAVRADAKIS

Arabien kann es schaffen



Quellen: Penn World Tables und AXA IM Research

- Der arabische Frühling führte zu einer Reihe gewaltsamer Aufstände im Nahen Osten und Nordafrika (der MENA-Region). Das alte Wirtschaftsmodell bot zu wenige Beschäftigungsmöglichkeiten für die wachsende Zahl von Arbeitskräften; die Jugendarbeitslosigkeit stieg gefährlich.
- Das reale Wirtschaftswachstum Ägyptens und Tunesiens (der Länder, in denen der Aufstand begann) ist wieder so hoch wie vor den Protesten, absolut gesehen aber weiter niedrig.
- Nachhaltiges Wachstum erfordert eine bessere Wirtschaftsordnung, die niemanden ausschließt, damit die Arbeitslosenquote erkennbar und dauerhaft zurückgehen kann. Bei einem durchaus möglichen Beschäftigungswunder könnte die Wirtschaft langfristig um 2% p.a. wachsen.
- Aus unserer Sicht können viele arabische Länder ein reales Pro-Kopf-BIP ähnlich der Türkei erreichen, wenn sie nur umfassende Reformen durchführen. In einigen Ländern (Ägypten, Iran, Jordanien und dem Irak) ist der Reformbedarf aber größer als in anderen (Marokko, Jemen, Algerien, Tunesien und Syrien).

Arabien blüht auf

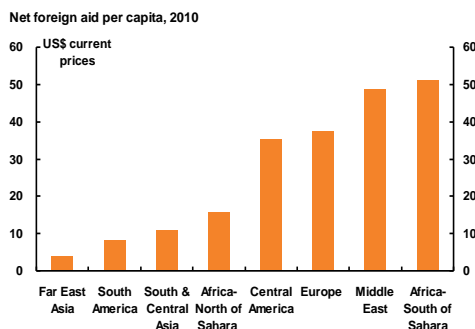
Seit Dezember 2010 gab es in der arabischen Welt eine Reihe von Aufständen. Sie markierten den Beginn einer neuen Ära, die allgemein als arabischer Frühling bezeichnet wird. In einigen Ländern wurden jahrzehntealte Diktaturen zu Fall gebracht, sei es durch einen Bürgerkrieg wie in Libyen oder durch anhaltende gewaltsame Proteste wie in Tunesien, dem Jemen und Ägypten. Produktionsunterbrechungen und der Zusammenbruch des Tourismus führten 2011 zu einem massiven Einbruch des BIP, von -61% in Libyen bis zu etwa -1% in Ägypten. Als Gründe für die Aufstände wurden in der Regel die allgegenwärtige Korruption, die fehlende Meinungsfreiheit und brutale Polizeimethoden genannt. Doch in Wahrheit hat der arabische Frühling auch wirtschaftliche Gründe.

Abhängigkeit von Energieexporten und Entwicklungshilfe ...

In den meisten arabischen Ländern leidet das Wirtschaftswachstum unter drei Faktoren: der Abhängigkeit von Rohstoffexporten, der Abhängigkeit von ausländischen Finanztransfers und Entwicklungshilfe und einer allgegenwärtigen staatlichen Bürokratie, die den Unternehmern nur wenig Luft zum Atmen lässt. Die Weltbank schätzt, dass von 2000 bis 2005 etwa 10% aller Überweisungen von Gastarbeitern weltweit in die MENA-Region flossen. Die Direktinvestitionen machten hingegen nur etwa 1% der weltweiten Direktinvestitionen aus.

Abbildung 1

Nur das subsaharische Afrika bekommt mehr Entwicklungshilfe als die MENA-Region



Quellen: OECD, *Geographical Distribution of Financial Flows to Developing Countries 2012* und AXA IM Research

Außerdem ist die Entwicklungshilfe pro Kopf in keiner anderen Region höher als in den MENA-Ländern (*Abbildung 1*). All dies sind zugleich Symptome und Ursachen der blutleeren Wirtschaftsentwicklung.

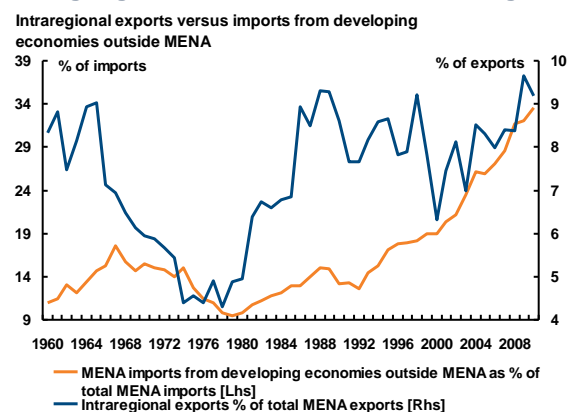
Die arabischen Länder haben daher kaum einen Anreiz, sich um ein nachhaltiges und stabiles Wirtschaftswachstum zu bemühen. So lange ausländisches Kapital ins Land fließt, ist das Wachstum mehr oder weniger garantiert – doch zugleich entsteht eine Abhängigkeit von den Geberländern, der Weltkonjunktur und den Weltmarktpreisen für Rohstoffe.

... wenig Handel mit Nachbarländern

Leider kann auch der regionale Außenhandel die Rohstoffabhängigkeit nicht mindern. Mangelnde Privatinitiative und politische Rivalitäten zwischen den arabischen Ländern haben zur Folge, dass sie untereinander nur wenig Handel treiben – obwohl die Araber doch eigentlich als geschickte Händler bekannt sind und die Region eine Brücke vom Osten zum Westen sein könnte. Alle MENA-Länder haben Zugang zum Meer und damit zum Seehandel. Dennoch flossen in den Jahren 2000 bis 2010 nur durchschnittlich 8% der MENA-Exporte in die Region, während die Importe aus Entwicklungsländern außerhalb der Region durchschnittlich 26% der Gesamtimporte ausmachten (*Abbildung 2*).

Abbildung 2

Wenig regionaler Handel in der MENA-Region



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Die Länder selbst erklären dies oft damit, dass sie letztlich alle die gleichen Güter exportieren, insbesondere Öl. Dies erklärt aber nicht die geringen Dienstleistungsexporte; von einem

Anstieg könnten die arabischen Volkswirtschaften zweifellos profitieren.

... wenig Unternehmergeist

Hinzu kommt, dass der unterentwickelte Privatsektor kaum für eine effiziente Allokation öffentlicher Dienstleistungen zu fairen Preisen und nach marktwirtschaftlichen Kriterien sorgen kann. Nach dem Zusammenbruch des Osmanischen Reichs, der Unabhängigkeit zahlreicher arabischer Länder nach dem Zweiten Weltkrieg und dem Entstehen des arabischen Nationalismus wurden viele ausländische Unternehmen verstaatlicht. Ihre gesamten Aktivitäten unterlagen von da an der staatlichen Kontrolle.

Die ineffizienten Entscheidungsprozesse und nicht zuletzt die mangelnde Rechtsstaatlichkeit haben den Unternehmergeist in der Region erstickt und den staatlichen Einfluss gestärkt. In Syrien litten Unternehmen unter geschlossenen Grenzen zu Jordanien, Saudi-Arabien und dem Irak; und etwa zwei Drittel der ägyptischen, libanesischen und syrischen Manager gaben an, dass verschiedene staatliche Stellen unterschiedliche Zeiträume für Genehmigungsverfahren veranschlagten.¹

Letztlich sind die Unternehmen auf gute Kontakte zur Verwaltung und zur herrschenden Elite angewiesen. Gründer werden hingegen von der allgegenwärtigen Bürokratie abgeschreckt. Banken vergeben Kredite (für die in der Regel zu hohe Sicherheiten verlangt werden) bevorzugt an große, alteingesessene Unternehmen mit guten Verbindungen, während andere Firmen auf die Innenfinanzierung angewiesen sind. Die von der Weltbank befragten Unternehmen in Algerien, Marokko, Syrien, Ägypten, dem Jemen und Jordanien gaben an, dass sie 75% ihrer Investitionen aus Gewinnthesaurierungen finanzieren. Nur 8% der jemenitischen Unternehmen nehmen Bankkredite in Anspruch.

Die Rahmenbedingungen für Unternehmen sind in den MENA-Ländern (gemessen am Ease of Doing Business Index) deutlich schlechter als im Durchschnitt aller Länder mit mittleren Einkommen und der OECD (*Abbil-*

dung 3). Die MENA-Region als Ganzes liegt hier auf Platz 111 von 183 Ländern. Der Maghreb schneidet bei einer Reihe von Einzelindikatoren sogar noch schlechter ab, auch wenn Verträge hier leichter durchsetzbar sind und es bessere Insolvenzverfahren gibt. Besonders lässt in den arabischen Ländern aber der Zugang zu Krediten zu wünschen übrig.

Abbildung 3

Keine guten Rahmenbedingungen für Unternehmen

Ranking by	MENA	Maghreb*	Middle income	OECD
Ease of doing business	111	112	101	30
Starting a business	95	115	99	57
Registering property	105	109	96	59
Getting credit	125	128	89	41
Protecting investors	98	92	89	63
Paying taxes	93	129	101	62
Enforcing contracts	104	92	98	37
Resolving insolvency	105	79	104	27

* Morocco, Mauritania, Tunisia and Algeria

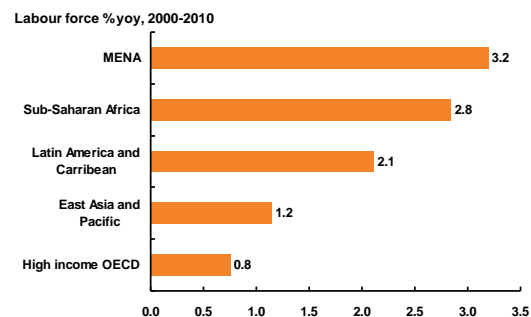
Quellen: Doing Business 2012 World Bank und AXA IM Research

... Jugendarbeitslosigkeit und Förderung der Schattenwirtschaft

Die schlechten Bedingungen für Unternehmen tragen nicht gerade dazu bei, Arbeitsplätze für die rasch wachsende Zahl von Erwerbspersonen zu schaffen. Dadurch steigen Jugendarbeitslosigkeit und Unzufriedenheit, was letztlich den arabischen Frühling auslöste. In den Jahren 2000 bis 2010 ist die Zahl der Arbeitskräfte in keiner anderen Region stärker gestiegen als in den MENA-Ländern, dicht gefolgt vom subsaharischen Afrika (*Abbildung 4*).

Abbildung 4

Enormer Anstieg der Erwerbspersonenzahl in den MENA-Ländern

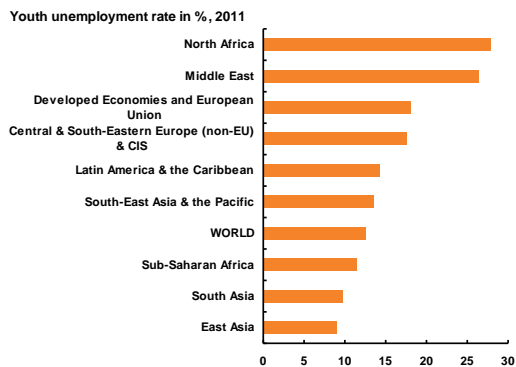


Quellen: Datastream und AXA IM Research

¹ Malik A. und B. Awadallah (2011): „The economics of the Arab Spring,“ CSAE Working Paper Series, 23, Centre for the Study of African Economies, University of Oxford.

Die Jugendarbeitslosigkeit der MENA-Region ist deshalb die höchste der Welt (Abbildung 5). Unterdessen betrug die Erwerbsquote, also der Anteil der Erwerbstätigen an der Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren im Jahr 2010 48% (weil die Frauenerwerbsquote mit 22% sehr niedrig war).

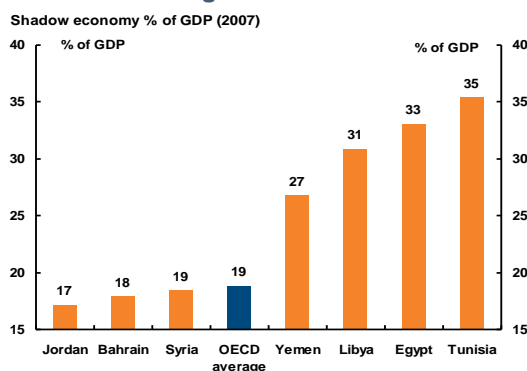
Abbildung 5
Sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit



Quellen: United Nations und AXA IM Research

Die dominierende Rolle des Staates hat viele junge Arbeitslose in die Schattenwirtschaft gedrängt, wo sie aber auf Alterssicherung und andere Versicherungsleistungen verzichten müssen. Der Anteil der Schattenwirtschaft am BIP ist am höchsten in den Ländern, in denen es während des arabischen Frühlings zu gewaltsamen Protesten kam (Tunesien, Ägypten, Libyen und Jemen, Abbildung 6).

Abbildung 6
Große Bedeutung der Schattenwirtschaft



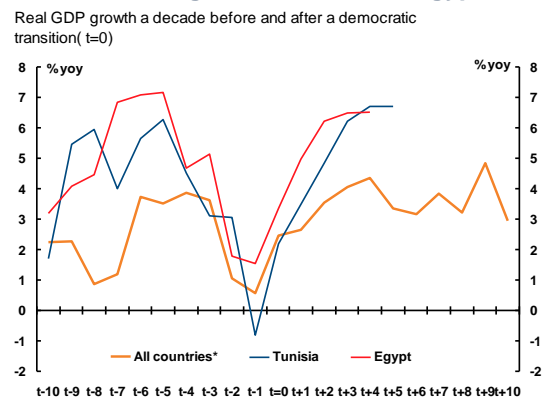
Quellen: Schneider, Friedrich, Buehn, Andreas und Montenegro, Claudio E. (2010): *New Estimates for the Shadow Economies all over the World*, *International Economic Journal*, 24: 4, 443-461 und AXA IM Research

So betrug der Anteil der Schattenwirtschaft am tunesischen BIP 35% und lag damit deutlich über dem OECD-Durchschnitt von 19%.

Mehr Wachstum durch Demokratie?

Wissenschaftliche Untersuchungen kommen in der Regel zu dem Ergebnis, dass mehr Demokratie das Wachstum fördert und die Konjunkturschwankungen dämpft.² Nach unserer eigenen Analyse steigt das reale Pro-Kopf-BIP nach dem Übergang zur Demokratie um durchschnittlich 2,4%. Das reale BIP in Tunesien und Ägypten ist nach einem deutlichen Einbruch im Jahr 2011 bereits jetzt wieder so hoch wie vor dem arabischen Frühling; das Wachstum war hier sogar höher als das durchschnittliche Wachstum anderer Länder beim Übergang zur Demokratie (Abbildung 7).

Abbildung 7
Starke Erholung in Tunesien und Ägypten



Quellen: Ahmed S. und N. Liouane (2012): *Transition démocratique et croissance économique: Quelles leçons pour les pays du printemps arabe?*, Paper presented at the annual forum of the Association des Economistes Tunisiens (ASECTU) *Croissance, emploi et répartition dans le contexte de la mondialisation*, 7-9 Juni; International Monetary Fund und AXA IM Research

* Länder, die in den Jahren 1975 bis 2005 die Demokratie eingeführt haben

Dennoch müssen die MENA-Länder noch einiges tun, damit das reale Pro-Kopf-BIP steigt und das Wachstum hoch bleibt. Um dies genauer zu analysieren, betrachten wir die Türkei, die als Benchmark dienen kann.

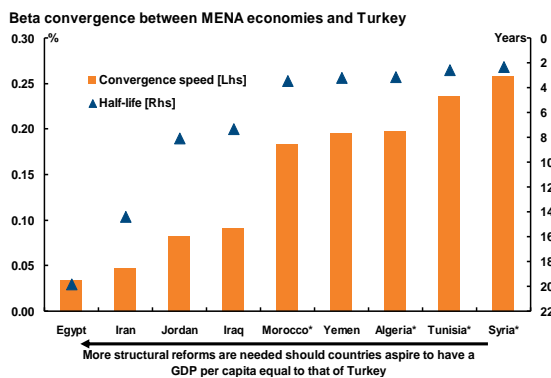
² Wacziarg R. und D. Rodrik (2005): „Do Democratic Transitions Produce Bad Economic Outcomes?“, *American Economic Review Papers and Proceedings*, May, Seiten 50-55.

Die Türkei als Modell und Benchmark für die MENA-Länder

Die Türkei ist ein Beispiel für ein islamisches Land, das nach einer schweren Bankenkrise im Jahr 2001 wie ein Phönix aus der Asche wiederauferstanden ist und dank weitreichender Strukturreformen die weltweite Finanzkrise gut überstanden hat. Wichtig ist dabei, dass sich in der Türkei das mächtige Militär und die Zivilregierung die Macht teilen. Seit aber 2002 die islamische Gerechtigkeitspartei (AKP) an die Macht gekommen ist, hat das Militär an Einfluss verloren.

Wir glauben, dass die Türkei für die Länder des arabischen Frühlings ein Vorbild sein kann und ihre Entwicklung wichtige Anhaltspunkte für Zeitbedarf und Umfang von Strukturreformen liefert, die ein höheres reales Pro-Kopf-BIP ermöglichen können.

Abbildung 8
Arabien kann es schaffen



Quellen: Penn World Tables und AXA IM Research

Betrachten wir deshalb den Konvergenzkoeffizienten zwischen den einzelnen MENA-Ländern und der Türkei (Abbildung 8). Je höher dieser Koeffizient ist, desto stärker nähern sich die Länder der Türkei an und desto weniger zusätzliche Strukturreformen sind nötig, um ein gleich hohes Pro-Kopf-BIP zu erreichen. Die Sterne hinter den Ländern stehen für eine erkennbar positive Konvergenz auf einem 5-prozentigen Signifikanzniveau.

Man sieht, dass sich in Ägypten und im Iran das reale BIP am langsamsten an das türkische Niveau annähert; die Konvergenz unterscheidet sich nicht signifikant von Null. Die erforderliche Zeit für eine Halbierung des Rückstands gegenüber der Türkei (Halbwerts-

zeit) beträgt 20 Jahre in Ägypten und 14 Jahre im Iran. So lange würde es dauern, bis sich die Lücke beim Pro-Kopf-BIP halbiert hat.

Jordanien und der Irak konvergieren schneller. Hier beträgt die Halbwertszeit acht beziehungsweise sieben Jahre.

In Marokko, dem Jemen und Algerien ist sie mit etwa drei Jahren deutlich niedriger und in Tunesien und Syrien beträgt sie nur 2,5 Jahre. Marokko, Jemen, Algerien, Tunesien und Syrien können also deutlich schneller und mit deutlich weniger Strukturreformen ein ähnlich hohes reales Pro-Kopf-BIP wie die Türkei erreichen als die übrigen von uns analysierten MENA-Länder.

Ein Beschäftigungswunder tut Not

Die Wirtschaftspolitik muss dafür sorgen, dass mehr Menschen am Wachstum teilhaben und anders als bisher in den Genuss der positiven Auswirkungen eines schnellen Wirtschaftswachstums kommen. Die Politik muss deshalb für einen nachhaltigen Rückgang der Arbeitslosigkeit sorgen, für ein Beschäftigungswunder. Nach Angaben der Weltbank würde dies die Arbeitslosigkeit von zurzeit 14,5% auf 8,8% in drei Jahren und 7,1% in weiteren vier bis sieben Jahren verringern. Dies würde mit einem deutlichen Anstieg des realen BIP um zunächst durchschnittlich 2% und einem massiven Anstieg des Anteils der Investitionen am BIP einhergehen. Hinzu kämen ein Abbau von Handelsschranken und eine geringere Wahrscheinlichkeit von Wirtschaftskrisen.

Nachhaltig wäre das aber nur, wenn der Unternehmergeist gestärkt und die allgegenwärtige Bürokratie zurückgedrängt werden. Konkret sind Verbesserungen des Justizsystems nötig; die Eigentumsrechte müssen garantiert, der Zugang zu Bankkrediten verbessert, der Finanzsektor insgesamt geöffnet werden. Nötig ist auch eine Deregulierung des Arbeitsmarkts.

Beschäftigungswunder sind nicht selten, und schon gar nicht undenkbar. Von 1980 bis 2008 gab es insgesamt 43.³ Nur wenn auch die MENA-Länder 15 Jahre lang jedes Jahr jene 4,5 Mio. zusätzlichen Stellen schaffen, können sie die wachsende Zahl von Erwerbspersonen

³ Zu den wichtigsten Beispielen zählen Algerien, Marokko, Bolivien, Barbados, Bulgarien und Litauen. Vgl. World Bank (2012): The Middle East and North Africa: A Regional Economic Update, April 2012.

beschäftigen und die hohe Jugendarbeitslosigkeit verringern.

Durch weniger Handelshemmnisse würde auch der regionale Handel gestärkt, so dass die MENA-Länder in geringerem Maße als bisher von Rohstoffexporten abhängig wären. Dies verringerte auch die Abhängigkeit von Entwicklungshilfe. Mehr regionaler Außenhandel und eine bessere Zusammenarbeit der Länder untereinander ermöglichen auch eine Kürzung der enormen Militärausgaben, die pro Kopf heute die höchsten der Welt sind. Die Staaten können dann ihr Kapital produktiver einsetzen.

Reformen sind auch bei der staatlichen Einkommensumverteilung nötig; sie muss vor allem jenen Menschen zugutekommen, die wirklich bedürftig sind. Einkommensumverteilung in den MENA-Ländern bedeutete bislang meist höhere Lebensmittel- und Energiesub-

ventionen in den ölimportierenden Ländern und höhere Gehälter im öffentlichen Sektor in den Ölexportländern. Ein solcher Ansatz hat aber keine Zukunft. Einerseits haben die Ölimporteure aufgrund der großzügigen Subventionen heute hohe Haushaltsdefizite. Die Ölexporteure sind hingegen mit schwankenden Ölpreisen konfrontiert, so dass sie nicht mehr mit Sicherheit wissen, ob der Ölpreis auch in Zukunft einen ausgeglichenen Staatshaushalt ermöglicht.

Fassen wir zusammen: Die MENA-Länder können ihr reales Pro-Kopf-BIP auf ein Niveau ähnlich dem einer reiferen Volkswirtschaft wie der Türkei steigern. Voraussetzung sind aber umfassende Struktur-reformen, auch mit dem Ziel eines nachhaltigen Beschäftigungswachstums. Dadurch würden mehr Menschen vom Wirtschaftswachstum profitieren, und das Wachstum würde insgesamt nachhaltiger.

DISCLAIMER

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können.