

Makrodialog

„Es funktioniert gut, was politisch und fiskalisch nichts kostet“

Ob Griechenland, China oder die Zinspolitik – brisante aktuelle Themen gab es in der Diskussionsrunde zwischen Dr. Dietmar Hornung, Vice President der Ratingagentur Moody's, und Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank, reichlich zu besprechen. Die Ausblicke der beiden Experten zu den jüngsten Trends in der Weltwirtschaft, neuen Entwicklungen in der Geldpolitik und deren Auswirkungen auf die Märkte waren von viel Nachdenklichkeit geprägt.

DekaBank Podiumsdiskussion mit
**DR. DIETMAR HORNUMG UND
DR. ULRICH KATER**

DR. DIETMAR HORNUMG

ist Associate Managing Director und führt ein Team von Analysten in Frankfurt am Main, London und New York innerhalb der Länderrisikengruppe von Moody's. Bevor er 2007 zu Moody's kam, war er Leiter des Emerging Markets Research der DekaBank in Frankfurt am Main.

DR. ULRICH KATER

ist seit 2004 Chefvolkswirt der DekaBank. Zuvor arbeitete er am Aufbau der volkswirtschaftlichen Abteilung der DekaBank. Dr. Kater ist Autor zahlreicher einschlägiger Veröffentlichungen.

Das Flüchtlingsthema beherrscht seit Wochen und Monaten die Schlagzeilen. Welchen Einfluss hat diese Völkerwanderung, die wir erleben, auf die Kapitalmärkte?

KATER: An den Märkten hat die Flüchtlingsthematik erstaunlicherweise bislang keine Auswirkungen. Das liegt vor allem daran, dass die ökonomischen Auswirkungen erst in einigen Jahren erwartet werden. Die Finanzmärkte blicken faktisch nur auf das nächste, bestenfalls auf das übernächste Jahr. Die Flüchtlingswelle wirkt sich kurzfristig nicht auf Konjunktur und Zentralbankpolitik aus. Das wird sich natürlich ändern, wenn sich die mittel- und langfristigen Wirkungen auf Sozialsysteme, auf die Frage der Integration am Arbeitsmarkt und der politischen Stabilität in Deutschland bemerkbar machen. Aber das ist noch eine Weile hin.

Wie wird sich diese Entwicklung auf die Ratings für die europäischen Länder in fünf Jahren auswirken?

HORNUNG: Im Zuge der europäischen Schuldenkrise haben wir bereits zum Teil erhebliche Ratingveränderungen vorgenommen. Wir haben eine große Ausdifferenzierung der Kreditwürdigkeit in der Eurozone und das inkludiert auch die Her-

ausforderungen, die auf Europa einwirken. Im Moment ist die Flüchtlingskrise bei Moody's aber kein wirklicher Ratingtreiber. Auf mittlere Sicht kommt natürlich eine fiskalische Belastung auf uns zu. Wir sind eher auf der vorsichtigen Seite, was die langfristigen positiven Wachstumseffekte angeht. Es wird davon abhängig sein, wie es gelingt, die Immigranten in den Arbeitsmarkt zu integrieren. Das ist im Moment noch nicht absehbar.

Was aber könnten mögliche Auswirkungen sein?

HORNUNG: Das größte Gefahrenpotenzial ist auf mittlere Sicht im politischen Bereich zu befürchten. Wir sehen eine Entwicklung in einigen Ländern, wo sich gerade die Stimmungslage verändert, in Richtung populistischer Bewegungen. Unabhängig davon: Die europäische Flüchtlingskrise, die direkt nach der europäischen Schuldenkrise kommt, ist aus unserer Sicht ein weiteres Beispiel dafür, wie schwer sich Europa tut, exogene Schockwellen zu verarbeiten. Die europäische Schuldenkrise hatte ja eigentlich ihren Ursprung in den USA. Aber es ist bezeichnend, dass wir immer noch in den Nachwehen der globalen Finanzkrise sind, während andere Wirtschaftsräume, allen voran die USA, schon längst darüber hinweggekommen sind.



01

Wir haben bislang eher die Probleme angesprochen. Aber was funktioniert eigentlich gut in Europa?

KATER: Es funktioniert gut, was politisch und fiskalisch nichts kostet. Vom Standpunkt der Finanzmärkte können wir Folgendes sagen: Wer eine gemeinsame Währung gründet, der will eigentlich ein Staat werden. Um es zuzuspitzen: Eine funktionierende Währung ist eine Transferunion in dem Sinne, dass eine gegenseitige fiskalische Verantwortung der beteiligten Gebietskörperschaften vorhanden sein muss. Das ist keine normative Forderung, sondern einfach eine Beobachtung aus der Geschichte. Der Euro ist anders konstruiert worden, wie eine Art

„Das größte Gefahrenpotenzial ist auf mittlere Sicht im politischen Bereich zu befürchten.“

DR. DIETMAR HORNING

Goldstandard. Jeder behält seinen Finanzkreislauf. Da müssten Länder eigentlich auch pleitegehen können. Jeder ist nur für sich verantwortlich. Es war aber von Anfang an nicht geklärt, was passiert, wenn es ein Land tatsächlich nicht schafft. Die Finanzmärkte haben das auch nicht geglaubt, sie haben von Anfang an die Solidarität der Gebietskörperschaften untereinander angenommen. Insofern war das Ganze eine Fehlkonstruktion.

Was bedeutet diese Schlussfolgerung für den Euro und die europäische Gemeinschaft?

KATER: Jetzt steht man vor der schwierigen Entscheidung, wie es weitergeht. Es gibt aus meiner Sicht nur zwei Möglichkeiten. Entweder man setzt den Weg der fiskalischen Integration fort, und das bedeutet ganz am Ende die Einrichtung einer fiskalischen Bundespolitik. Angelsächsische Investoren, mit denen ich spreche, sagen ganz klar: Der Euro funktioniert nur die nächsten zehn, zwanzig Jahre, wenn ihr eine Fiskalunion macht. Ansonsten ist der Euro tot. Oder man sagt, man möchte das nicht. Europa funktioniert offenbar nicht, insbesondere da, wo es was kostet, und da, wo man wirklich Souveränität abgeben müsste. Denn das muss man bei der Fiskalunion. Fiskalunion bedeutet nicht, dass man nur Geld kassieren darf. Das hat Griechenland sich vielleicht so vorgestellt. Aber das ist nicht die ganze Geschichte bei der Transferunion. Nur wenn jemand bereit ist, im Gegenzug Souveränität abzugeben, und sich wirtschaftlich zu verändern und sich am Ende auch Anweisungen geben zu lassen, nur dann funktioniert es. Die Kommunen in Deutschland müssen sich beispielsweise Anweisungen geben lassen, wie viele Flüchtlinge sie aufnehmen.

Kommen wir zur wirtschaftlichen Entwicklung in Europa. Wohin geht die Reise? Geht die Schere weiter auseinander oder gibt es eine Annäherung?

HORNING: Weder noch. Auch wenn man möglicherweise erwartet hätte, dass die Schere nach einer so starken Krise in der Peripherie weiter zusammengeht und dass sich die Kreditwürdigkeit der Peripherieländer weiter erholt und wir wieder in die Konvergenzbewegung hin-

einkommen. Wir haben in einzelnen Ländern zwar gewisse Verbesserungen gesehen. Irland vorneweg, auch Portugal zählt dazu. Doch wenn man sich die Situation in Europa anschaut, muss man Folgendes feststellen: Wir mussten die Ratings im Großen und Ganzen so belassen, wie sie 2012 auf dem Höhepunkt der Eurozonenkrise waren. Italien beispielsweise ist nach wie vor auf „Baa2“. Zwar ist der negative Ausblick mittlerweile weg, aber es gab seitdem auch wirklich keine fundamentalen Fortschritte. Das zeigt, dass die fundamentalen Probleme in Europa nicht wirklich gelöst wurden. Aus Kapitalmarkt-sicht ist Griechenland mittlerweile auch nicht mehr das ganz große Thema, selbst bei einer Verschlechterung Griechenlands. Es ist unwahrscheinlich mit den jetzigen Mechanismen der EZB und des ESM, dass Griechenland die Eurozone wirklich zur Implosion bringen kann. Was aber auf mittlere bis lange Sicht die wirkliche Brisanz für die Eurozone birgt, ist die Entwicklung der vier großen Länder. Wenn eines dieser vier Länder aus der Eurozone aufgrund von fundamentalen Schwächen austreten müsste, haben wir ein Riesenproblem.

Können Sie das bitte konkretisieren?

HORNUNG: Frankreich ist beispielsweise ein Land, das nach wie vor eine hohe Kreditwürdigkeit hat, auch aufgrund der systemischen Wichtigkeit. Aber in Frankreich haben wir über die vergangenen zwei, drei Jahrzehnte keinen Thatcher-Moment wie im Vereinigten Königreich und keine Agenda 2010 wie in Deutschland erlebt. Darunter wird langfristig die Kreditwürdigkeit leiden, es sei denn, es kommt zu wirk-

lich einschneidenden Reformen, die diesen Trend stoppen können.

Wagen wir den Blick über den Tellerrand. Wie schätzen Sie die Entwicklung in den Schwellenländern ein? Droht von der Seite Gefahr für die Weltkonjunktur?

KATER: Die Wachstumsraten in vielen Schwellenländern sind bereits in den vergangenen Jahren ganz langsam heruntergegangen. Auch das Wirtschaftsvertrauen ist gesunken. Beschleunigt wurde dies durch einige spektakuläre Marktentwicklungen wie den Preisverfall der Rohstoffe. Dahinter steckt insgesamt ein Abkühlen der Dynamik, was aber in der langen zeitlichen Entwicklung von Ländern relativ normal ist. China kann natürlich nicht immer mit sieben Prozent pro Jahr wachsen. An den Kapitalmärkten gab es im Sommer jedoch die Angst, dass es sich um keine planvolle Abkühlung handelt, sondern dass ein kräftiger Absturz kommt. Das war es, was die Börsen 25 Prozent gekostet hat. Die Börsen hatten, vollkommen in Übereinstimmung mit ihrer Funktion als Risikobarometer, durchaus eine weltweite Rezession eingepreist. Da diese Rezession nicht eingetreten ist, haben die Märkte auch wieder korrigiert. Und diese Korrektur an den Aktienmärkten ist unserer Meinung nach auch berechtigt. China ist insgesamt stark genug. Der Staat hat zwar eine Verschuldungsquote von 60 Prozent. Das ist auch nicht wenig. Aber auf der anderen Seite stehen Vermögenswerte, so dass die Welle der schlechten Kredite nicht in eine Finanzkrise und damit in einen Absturz wie in den westlichen Ländern führt. Aber sollte China so

01 | 02 Dr. Ulrich Kater und Dr. Dietmar Hornung
03 Dr. Ulrich Kater

02



weitermachen, das heißt den realwirtschaftlichen Strukturwandel Richtung Innovation, hochwertige Güter, Dienstleistungen und Konsum nicht überzeugend hinbekommen und das Finanzwesen weiter strapazieren, dann ist eine richtige Chinakrise programmiert. Das wird unserer Meinung nach aber nicht in den nächsten zwei, drei Jahren passieren.

Nochmal zu China. Ist ein geringeres Wachstum in China nicht vielleicht gesünder?

KATER: Auch mit fünf Prozent Wachstum können wir weltweit gut leben. Die Impulse, die dann gesendet werden durch mehr Nachfrage nach Rohstoffen, werden immer noch immens sein, weil China so groß geworden ist.

„Die Flüchtlingswelle wirkt sich kurzfristig nicht auf Konjunktur und Zentralbankpolitik aus.“

DR. ULRICH KATER

HORNUNG: Die Moody's-Erwartung für China ist eine Abkühlung der Wirtschaft, aber auf hohem Niveau. Das Wachstum sollte aus unserer Sicht um 6,5 Prozent betragen. Es handelt sich aber um eine normale Entwicklung. Es stimmt, was Herr Dr. Kater sagt: Es kann kein Land der Welt über Jahrzehnte mit acht bis zehn Prozent wachsen.

China ist nur einer der vier sogenannten BRIC-Staaten. Was ist mit den anderen?

HORNUNG: Es ist insgesamt ein ungünstiges globales Umfeld für Schwellenländer mit der erwarteten Zinserhöhung in den USA plus der Rohstoffschwäche. Hinzu kommen einige hausgemachte Probleme wie etwa das der fehlenden Strukturreformen und das der fiskalischen Konsolidierung in Brasilien, die sich sehr schwer gestaltet. Russland ist bei uns mittlerweile im Non-Investment-Grade-Bereich, also im spekulativen Bereich, weil wir sehen, dass die wirtschaftliche Entwicklung von geopolitischen Herausforderungen überlagert ist. Es ist unklar, wie sich das Land in den nächsten fünf bis zehn Jahren entwickeln wird. Wir sehen vor allem eine große Investitionsschwäche. Indien sehen wir dagegen eher positiv.

KATER: Was in den nächsten Jahren für die Emerging-Markets-Welt folgt, müssen wir Land für Land sehen. Welches Land schafft den Strukturwandel und welches Land hat ein eher eindimensionales Geschäftsmodell? Die Emerging-Markets-Story ist nicht tot, aber sie verändert sich, denn die Länder müssen sich verändern.

Das ist der Strukturwandel, den wir von den westlichen Ländern aus den vergangenen 20 bis 25 Jahren kennen. Und das kam ja, weil die Emerging Markets den alten Ländern das Leben so schwer gemacht haben.

Wagen wir noch einen Blick in die Glaskugel, was die viel beschworene Zinswende angeht. Wie beurteilen Sie die Zinspolitik der Fed?

KATER: Wir glauben, dass die Fed 2016 schon ein bisschen mehr Druck verspüren wird und diesen auch aufnimmt und die Zinswende nicht nur bei einem einzigen Schritt bewenden lässt. Die Fed muss auf kurze Sicht fahren, das tun wir auch. Wir erwarten aber mehr als Symbolik. Wenn die Wirtschaft jetzt keinen Strich durch die Rechnung macht, erwarten wir ein Prozent beim Geldmarkt in den USA Ende 2016.

Und in Europa?

KATER: Die EZB wird dagegen Geldpolitik für Europa machen, egal, was Amerika macht. Das wird sich natürlich im Wechselkurs widerspiegeln, das heißt, die Schere geht auseinander. Insgesamt also keine großen Überraschungen mehr, aber es bewegt sich etwas, ganz langsam, in diesem zähen Nachkrisengefüge. Langsam versucht eine Notenbank, sich ein bisschen in Richtung Normalität zu bewegen. Da wird am Anfang nicht viel herauskommen, aber immerhin. Gegenüber null ist ein Prozent schon ein riesiger Sprung.

Wo sieht Moody's Wachstum in der Welt?

HORNUNG: Wir erleben gerade das Comeback der Industrieländer. Wir sehen eine Wachstumsstabilisierung in Europa, die sehr positiv ist. Im Sommer 2012 war aus Ratingsicht eine große Sorge da, dass Spanien und eventuell auch Italien Liquiditätsprobleme bekommen, und da war es essentiell, dass sich die EZB entwickelt hat von einer europäischen Bundesbank zu einer europäischen Zentralbank und die Gesamtverantwortung für den europäischen Raum übernommen hat. Auf der anderen Seite haben wir bezüglich der mittel- bis langfristigen Aussicht große Sorgen, was den Zustand der Weltwirtschaft angeht. Als wir 2007 in die globale Finanzkrise geraten sind, hatten wir weltweit eine Geldpolitik, die weitgehend normal war, was das Zinsniveau angeht. Und die Verschuldungsquoten der Staaten waren deutlich niedriger. Wenn nun aber die nächste Krise kommt, ist die Frage, wie die Politik da gegensteuern soll – in einem Umfeld, wo die Geldpolitik sich schwertut, wieder trockenes Pulver anzuhäufen, und wo die Fiskalpolitik in vielen Ländern schon am Rande der Glaubwürdigkeit ist. ■