

## Geldpolitik verhängnisvoller als Handelskrieg

Nach den starken Wachstumsraten der letzten Jahre scheint die Wirtschaft in den USA, Europa und China an Fahrt zu verlieren. Es könnte bei einer typischen Zwischenkorrektur im konjunkturellen Aufschwung bleiben. Ein Abwärtsrisiko sehe ich vor allem durch zwei potenzielle Faktoren – eine Verschärfung des Handelskonfliktes mit China, die zu einer vorübergehenden Destabilisierung der Wirtschaft führen könnte, und eine unbeabsichtigte Straffung der Finanzierungsbedingungen, die einen nachhaltigeren Abschwung auslösen könnte.

### Frühe Beendigung der Anleihekäufe könnte das Wachstum der Eurozone lähmen

Da die US-amerikanische Notenbank (Fed) gleichzeitig die Zinsen erhöht und ihre aufgeblähte Bilanz reduziert, wird das Wohl und Wehe der US-amerikanischen Wirtschaft künftig sehr stark von der Kreditschöpfung im Banken- und Finanzsystem abhängen. Diese könnte durch das restriktivere Basel III-Regelwerk jedoch stärker eingeschränkt sein. Ich befürchte, dass die Bilanzschrumpfung der Fed das Geld- und Kreditwachstum in den USA weiter verlangsamen und dadurch das Wirtschaftswachstum insgesamt bremsen könnte. Gleichzeitig könnte eine zu frühe Beendigung der Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) das Wachstum in der Eurozone lähmen, wo das Geld- und Kreditwachstum nach wie vor sehr schwach sei.

Während der US-chinesische Handelsstreit die Wirtschaftsaktivität vorübergehend destabilisieren könnte, halte ich einen „Handelskrieg“ mit einem dadurch bedingten globalen Abschwung für unwahrscheinlich. So würde ein Zoll- oder Handelskrieg das Handelswachstum zwar dämpfen, vermutlich aber nur sehr begrenzte Auswirkungen auf das BIP-Wachstum insgesamt haben, solange die Inlandsnachfrage in den großen Volkswirtschaften robust bleibt.

### Schärfere Zölle haben auf das reale BIP-Wachstum kaum Einfluss

Dass Zölle eine schlechte Nachricht für Konsumenten und Unternehmen sind, steht fest. Da aber die Warenimporte nur rund 12% zum US-amerikanischen BIP und 15% zum chinesischen BIP beitragen, würden selbst schärfere Zölle das reale BIP-Wachstum nur um rund 0,1-0,2% reduzieren. Die beiden größten Risiken, die einer Fortsetzung des globalen Aufschwungs im Weg stehen könnten, sind mögliche geldpolitische Fehlentscheidungen in den USA oder der Eurozone, nicht das protektionistische Säbelrasseln der Trump-Regierung.

Die US-amerikanische Binnenwirtschaft ist zuletzt weiter moderat gewachsen, wobei die Inflation den verfehlten Erwartungen getrotzt hat, dass die Teuerung deutlich anziehen würde. Tatsächlich dürften die Hinweise auf eine Abkühlung der Wirtschaft im ersten Quartal diejenigen beruhigen, die eine Überhitzung der US-amerikanischen Wirtschaft gefürchtet haben. Der eigentliche Sorgenfaktor ist die Verlangsamung des Geld- und Kreditwachstums auf eine Jahresrate von nur noch 4% gegenüber 7% bis 8% Ende 2016. Sollte diese Abschwächung anhalten und nicht durch eine Zunahme der Aktivitäten im Schattenbankwesen aufgewogen werden, werde nicht nur die Inflationsrate hinter den derzeitigen Erwartungen der Wall-Street-Ökonomen zurückbleiben – durch die Drosselung der Liquidität könne auch die Wirtschaft insgesamt abrupt nachlassen. Ich prognostiziere für die USA im Jahr 2018 ein reales BIP-

Wachstum von 2,5% und eine durchschnittliche Verbraucherpreis-inflation von 2,3%.

## **Wachstum in der Eurozone könnte seinen Höhepunkt erreicht haben**

In der Eurozone rechne ich im ersten Halbjahr 2018 mit einer Fortsetzung des seit 2017 andauernden Aufschwungs, inzwischen sehe ich auch deutliche Hinweise darauf, dass das Wachstum seinen Höhepunkt erreicht haben könnte, vor allem in Deutschland. Unterdessen stelle das Bankensystem der Eurozone eine potenziell problematische Schwachstelle dar. In mehreren Ländern seien die Kreditausfallquoten hoch und in der gesamten Eurozone wachse die Kreditvergabe weiterhin nur sehr schleppend. Sollte die EZB ihre Anleihenkäufe komplett einstellen, würden das Einlagenwachstum und damit das M3-Geldmengenwachstum in der Region wahrscheinlich wieder sinken, was das BIP-Wachstum bremsen und dazu führen könnte, dass die Inflation wieder Richtung null tendiert. Für 2018 prognostiziere ich ein reales BIP-Wachstum von 2,3% für die Eurozone insgesamt und eine weiterhin unter dem Zielwert von 2% liegende Verbraucherpreis-inflation von 1,5%, vor allem aufgrund des unzureichenden M3-Wachstums.

In Großbritannien wächst die Wirtschaft zwar nicht mehr mit „amerikanischen“ Wachstumsraten von 2,0-2,5%, sondern eher entsprechend der „europäischen Norm“ von 1,5-2,0%, hat aber deutlich weniger stark an Fahrt verloren als die Konsensökonomien zum Zeitpunkt des Brexit-Referendums im Jahr 2016 vorausgesagt hatten. Großbritanniens hat eine sehr wettbewerbsfähige, marktorientierte Wirtschaft mit einem im Vergleich zu anderen europäischen Ländern sehr flexiblen Arbeitsmarkt. Der zweite Erfolgsfaktor ist die unabhängige Geldpolitik Großbritanniens, die in den letzten Jahren einen wichtigen Beitrag zur Erholung der Wirtschaft geleistet habe. Schließlich habe das schwächere Pfund den britischen Industrieproduzenten hohe Auslandsaufträge beschert. Für das Gesamtjahr 2018 prognostiziere ich in Großbritannien ein reales BIP-Wachstum von 1,8% und eine Verbraucherpreis-inflation von 2,4%.

## **Japans Wirtschaft wächst**

Was die Entwicklung der japanischen Wirtschaft angeht, ist vor allem die seit zwei Jahren größere Stabilität der Wachstumswahlen hervorzuheben. Japans Wirtschaft wächst inzwischen seit acht aufeinanderfolgenden Quartalen. Das ist der längste ununterbrochene Aufschwung seit fast drei Jahrzehnten. Doch trotz des inzwischen engen Arbeitsmarktes ist das Lohnwachstum weiterhin schwach und dämpft den Konsum. Das breite Geldmengenwachstum in Japan ist noch nicht stark genug, um für nachhaltigen Preisauftrieb zu sorgen. Die schwache Verbrauchernachfrage dämpft das Wachstum und die positiven Impulse der höheren Investitionsausgaben dürften nachlassen, da die Industrieproduktion im Januar und Februar 2018 schwächer ausfiel. Ich rechne 2018 in Japan mit einem realen BIP-Wachstum von 1,4% und einer durchschnittlichen Verbraucherpreis-inflation von 1%.

In China rechnet der Chefökonom von Invesco in diesem Jahr mit einem Wachstum von 6,7%. Dafür, dass die chinesische Wirtschaft in den letzten Jahren längst nicht mehr so kräftig gewachsen ist wie von 2000 bis 2009, sind drei Faktoren verantwortlich. Erstens habe die deutlich höhere Verschuldung der Wirtschaft dazu geführt, dass sich die Aufmerksamkeit der Regierung jetzt auf den Schuldenabbau bei den stärker verschuldeten Unternehmen und kommunalen Regierungen konzentriert. Keine Wirtschaft könne gleichzeitig Schulden abbauen und ihr Wachstumspotenzial voll ausschöpfen. Zweitens hat sich der Immobilienmarkt nach dem starken Anstieg der Hauspreise in den Jahren 2015 und 2016 abgekühlt. Drittens hat die Industrie weiter mit Überkapazitäten zu kämpfen – zu einem Großteil auch eine direkte Folge früherer Entscheidungen gegen eine Reform der staatseigenen Unternehmen (SOEs). China wird auch künftig mit den Problemen seiner staatseigenen Unternehmen und Überkapazitäten in

verschiedenen Industrien zu kämpfen haben, solange die politische Führung des Landes grundlegende Reformen weiter aufschiebt und an einer teilweise im Staatsbesitz befindlichen und teilweise staatlich kontrollierten Wirtschaft festhält.