

***Perspektiven der Weltwirtschaft -  
Und wohin steuert Europa?***

Wien, 24. Oktober 2013  
Josef Christl,  
*Macro-Consult*

# **Weltwirtschaft 2014:**

## **Niedrig-Zinsumfeld hält vorerst weiter an**

### **USA:**

- **Wachstum sollte sich trotz restriktiver Fiskalpolitik aufgrund guter Konsumkonjunktur von 1,6% (2013) auf 2,6% (2014) beschleunigen.**
- **Weiterer fiskalpolitischer Kurs aufgrund der politischen Konfrontation zwischen Demokraten und Republikanern mit hoher Unsicherheit behaftet (nächste Konfrontation: Jänner 2014)**
- **US-Geldpolitik: Auslaufen des „Quantitative Easing“ sollte bald beginnen; „FED-Forward Guidance“: Zinserhöhungen erst, wenn Arbeitslosenrate auf 6.5% zurückgegangen ist; Kommunikation über Art und Tempo des Ausstiegs wesentlich: Gefahr von rasch steigenden Langen Zinsen und abrupten Kapitalabflüssen aus Emerging Markets**

### **Asien:**

- **Japans Wachstum wird sich aufgrund der geplanten Erhöhung der „Sales Tax“ (von 5% auf 8% im April 2014) deutlich von 2,0% (2013) auf 1,2% (2014) verringern**
- **Chinas Wachstum verlangsamt sich von 7,6% (2013) auf 7,3% (2014) aufgrund schwächerer Exporte und struktureller Probleme (z.B. Immobilienblase);**
- **Eine Reihe von asiatischen Ländern (z.B. Indien, Indonesien) weisen Leistungsbilanzdefizite auf, die bei einem Wechsel in der US-Geldpolitik schwer zu finanzieren sein könnten.**

# Prognose 2014: Industrieländer gewinnen an Schwung

(Wachstum des realen BIP in %)

	2010	2011	2012	2013f	2014f
<b>Welt</b>	<b>5,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>
<b>USA</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>
<b>EU</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>
<i>Euroraum</i>	<i>2,0</i>	<i>1,5</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>1,0</i>
<i>Deutschland</i>	<i>3,9</i>	<i>3,4</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>1,4</i>
<i>Österreich</i>	<i>1,8</i>	<i>2,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>1,5</i>
<b>Japan</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Emerging Asia</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>
<i>China</i>	<i>10,4</i>	<i>9,3</i>	<i>7,7</i>	<i>7,6</i>	<i>7,3</i>
<b>Zentral- und Osteuropa</b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>
<b>Lateinamerika</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>

Quelle: IMF, WEO, October 2013; Macro-Consult

## ***Euroraum: Schulden- und Bankenkrise besser unter Kontrolle, aber nicht vorbei!***

- ***BIP-Wachstum 2. Quartal 2013 +0.3%, beendete 6 Quartale dauernde Rezession. Mäßiger Aufwärtstendenz sollte anhalten.***

- ***EZB – Prognose, September 2013:***

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b><i>reales BIP-Wachstum</i></b>	<b><i>-0,6%</i></b>	<b><i>-0,4%</i></b>	<b><i>1,0%</i></b>	<b><i>1,5%</i></b>
<b><i>Inflationsrate (HICP)</i></b>	<b><i>2,5%</i></b>	<b><i>1,5%</i></b>	<b><i>1,3%</i></b>	<b><i>1,6%</i></b>
<b><i>Arbeitslosenrate</i></b>	<b><i>11,4%</i></b>	<b><i>12,2%</i></b>	<b><i>12,1%</i></b>	<b><i>11,9%</i></b>

- ***Geldpolitik der EZB:***

***OMT Ankündigung hatte stark stabilisierende Wirkung (aber noch nicht getestet)***

***Forward guidance: Mario Draghi “present or lower levels for an extended period of time”***

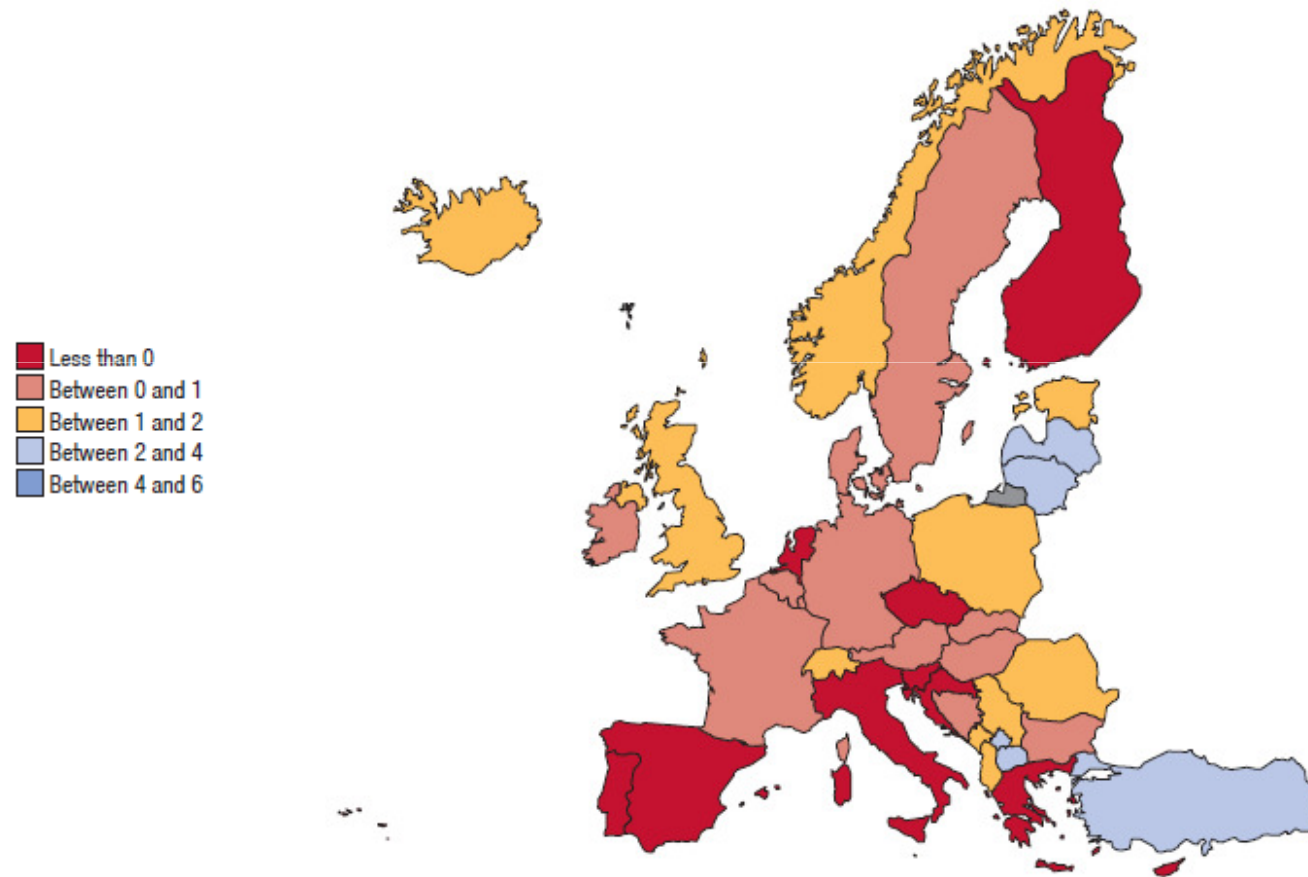
***Überschussliquidität von 800 Mrd. EUR auf 250 Mrd. EUR geschrumpft; EZB möchte diese über 150 Mrd. EUR halten.***

***Neue Runde von LTROs (Long-Term-Refinancing Operations) möglich, wenn sich Geldmarktverhältnisse verengen.***

***Bei ungünstiger Entwicklung auf negative Einlagenfazilität der EZB denkbar (Draghi: „we are technically prepared for negative interest rates“)***

***Zinserhöhung (Main refinancing operations) frühestens für 2015 erwartet***

## *Europa 2013: Wachstum im Kern, Rezession an den Rändern*



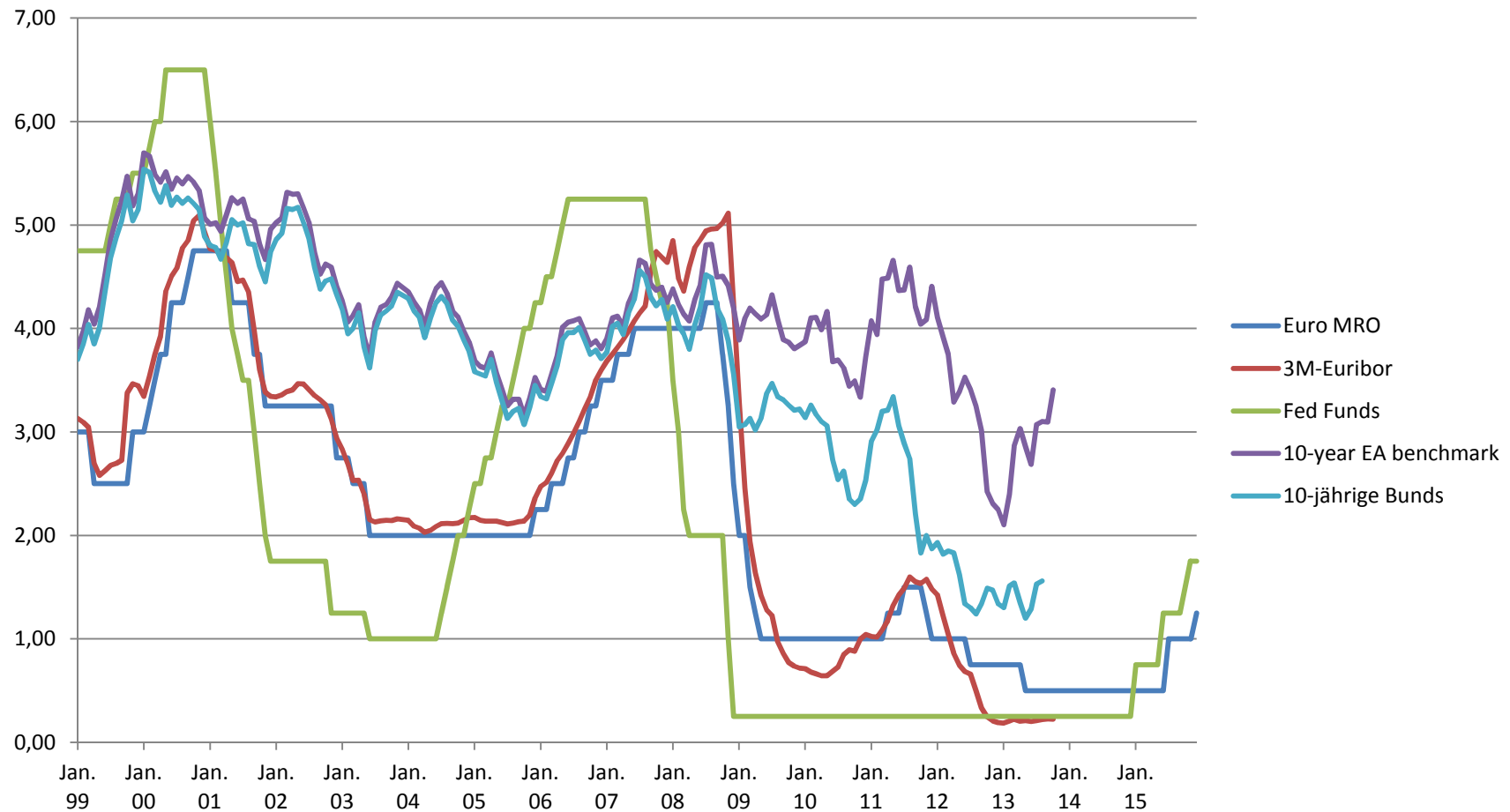
Quelle: IWF, WEO, October 2013

## *Österreich 2014: Moderates Wachstum – ungünstige Entwicklung der öffentlichen Finanzen*

	2010	2011	2012	2013f	2014f
<b>BIP, real %</b>	1,8	2,8	0,9	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>
Privater Konsum, real %	2,0	0,8	0,5	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>
Investitionen, real %	-1,4	8,5	1,6	<b>-1,4</b>	<b>2,5</b>
Warenexporte, real %	13,6	8,1	0,8	<b>2,5</b>	<b>5,0</b>
Warenimporte, real %	11,7	8,6	-1,3	<b>0,4</b>	<b>5,1</b>
<b>Arbeitslosenrate, %</b>	4,4	4,2	4,3	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
<b>Inflationsrate, %</b>	1,9	3,3	2,4	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Öffentl. Defizit (% d. BIP)</b>	4,5	2,5	2,5	<b>2,6</b>	<b>3,0*) (1,6)</b>
<b>Staatsschuld (% d. BIP)</b>	72,0	72,5	73,4	<b>73,8</b>	<b>76,0*) (73,7)</b>
<b>Leistungsbilanz (% d. BIP)</b>	3,4	1,6	1,6	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>

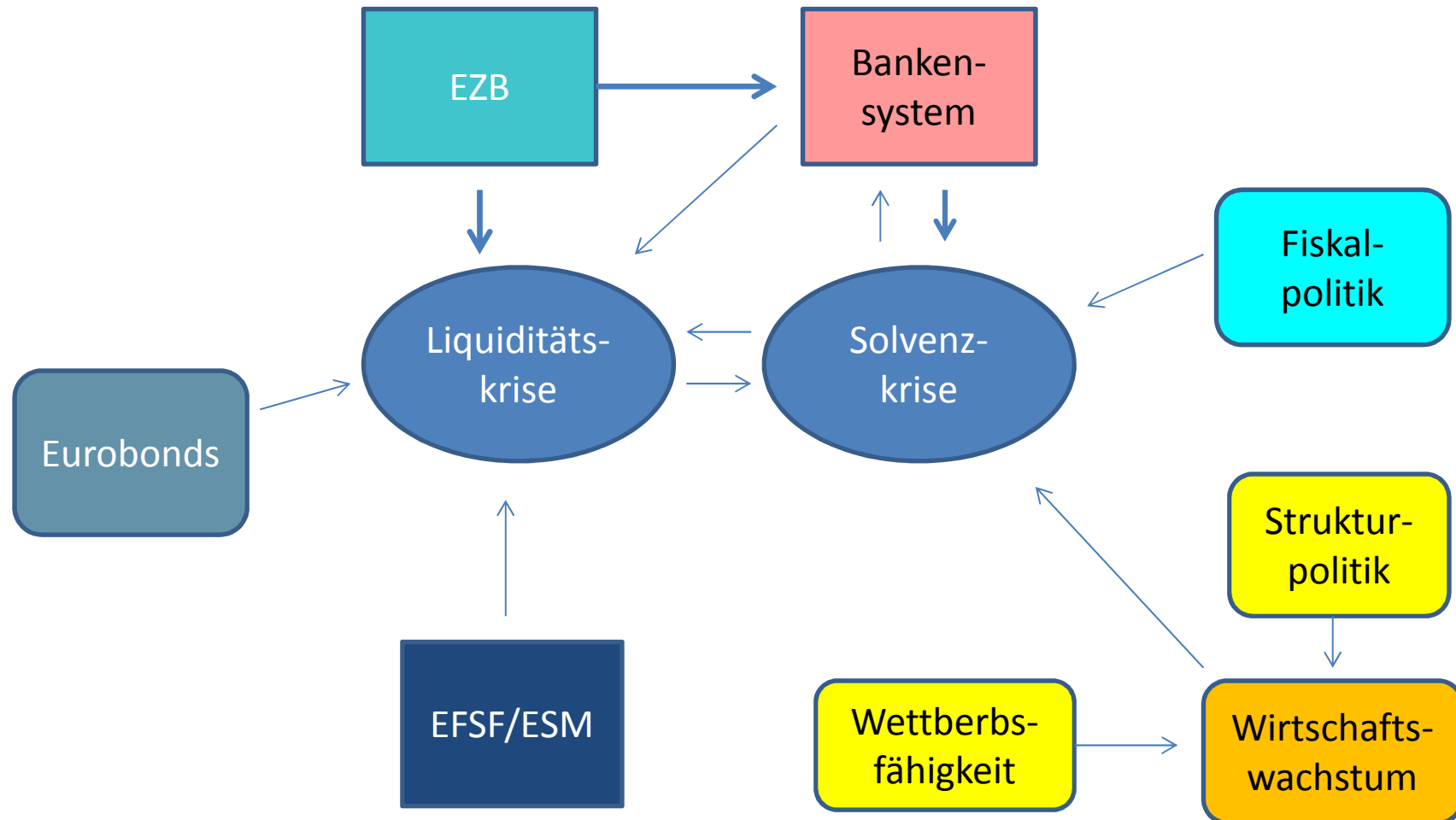
Quelle: Macro-Consult

## Zinsprognose: Normalisierung setzt 2015 ein



Quelle: Macro-Consult

## Diagnose der Europäischen Krise: Liquiditäts- und Solvenzprobleme



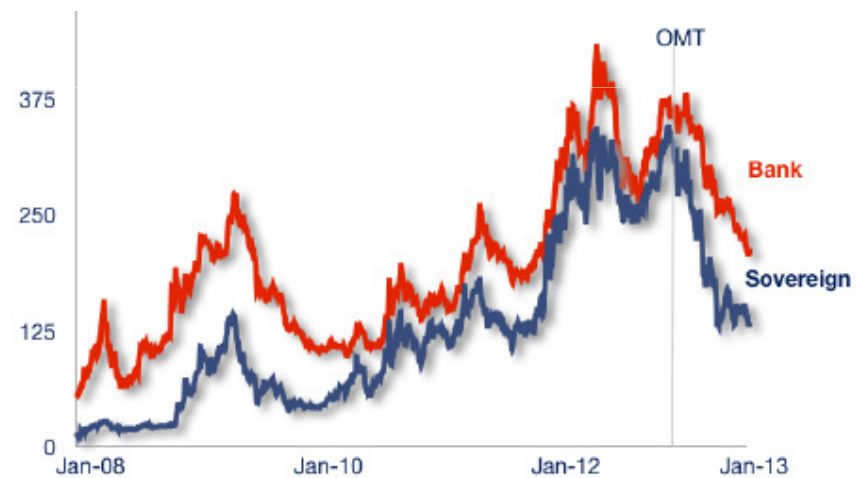


# Die Ausgangssituation: Negative Rückkoppelung zwischen Staats- und Bankrisiken

## Divergierende Kreditzinssätze für Unternehmen im Euroraum



## Parallele Entwicklung der Kreditrisiken von Banken und Staaten (CDS-spreads)



Quelle: IMF, 2013

## *Eine einfache Solvenzanalyse der Staatsschuld*

Erforderlicher Primärsaldo zur Stabilisierung bzw. Verringerung der Staatsschuld:

$$PS \geq (r - g) D,$$

$PS$  = Primärüberschuss,

$r$  = nomineller Zinssatz für die Staatsschuld,

$g$  = nominelle BIP-Wachstumsrate

$D$  = Staatsschuld in % des BIP.

$PS - r.D = \text{Budgetdefizit}$

### **Rechenbeispiel Griechenland:**

Für 175,2 % Staatsschuld am BIP im Jahre 2013 und bei durchschnittlichem Zins für die Staatsschuld von 3,5% und nominellem BIP-Wachstum von 1% zwischen 2013 und 2016 ist ein Primärüberschuss von 4,4% des BIP notwendig um den Stand der Staatsschuld bei 175% des BIP zu stabilisieren.

## Europas Peripherie ist noch nicht über den Berg

	Staats- schuld (% d. BIP) (2013)	Durchschn. Zinssatz % 2014-16	Nom. BIP- wachstum 2014-16	Erforderl. Primärsaldo (% d. BIP) 2014-16	Aktuelle Prognose PS 2014-16
<b>Griechen- land</b>	<b>175,2</b>	<b>3,5</b>	<b>1,0</b>	<b>+4,4</b>	<b>+2,0</b>
<i>Italien</i>	131,4	4,4	2,0	+3,2	+2,6
<i>Irland</i>	123,3	4,3	3,5	+1,0	-0,2
<i>Portugal</i>	123,0	5,0	2,5	+3,1	-0,1
<i>Spanien</i>	91,3	4,5	3,0	+1,4	-3,5

Quelle:: EUK (2013), IMF (2013), Macro-Consult

# *Die Reparatur der Währungsunion*

## *EFSF (European Financial Stability Facility) und ESM (European Stability Mechanism):*

Finanzhilfe für Problemstaaten unter Konditionalität (wie strikt?).  
Mit insgesamt 700 Mrd. EUR beschränkte Feuerkraft. Kann große Euro-Mitgliedsstaaten (z.B. Italien) bei Verlust des Marktzugangs nicht retten!



## *Outright Monetary Transactions (OTM):*


Unbegrenzte Hilfe der EZB (des Eurosystems) zur Zinsstabilisierung der Staatsanleihen von Problemstaaten. ESM-Programm ist notwendige Voraussetzung!


## *Bankenunion:*

Soll die negative Wechselwirkung zwischen Bankensystem und Staatsfinanzen brechen. Gesetzliche Umsetzung nur teilweise vollendet, Glaubwürdigkeit in der Praxis noch unklar.

# Unterschiede zwischen EFSF und ESM

	<small>European Financial Stability Facility</small> 	<small>European Stability Mechanism</small> 
Legal Structure	Private company under Luxembourg law	Inter-governmental institution under international law
Duration	Temporary (June 2010-June 2013)	Permanent institution
Capital structure	Backed by guarantees of euro area Member States	Subscribed capital of €700 billion €80 billion in paid-in capital €620 in committed callable capital
Guarantee Structure	Member States under a programme «step out» of guarantee structure	ESM Members do not «step out»
Maximum Lending capacity	€440 billion	€500 billion
Claims to loans	Pari passu	Preferred creditor status *

European Financial Stability Facility  


European Stability Mechanism  


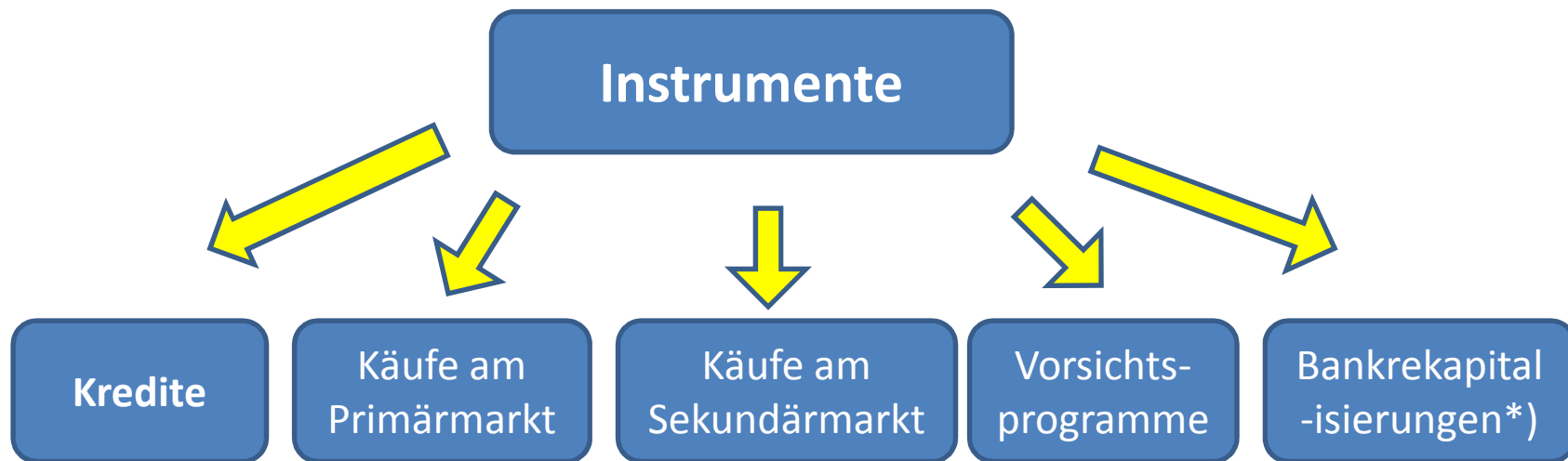
\* For the financial assistance for recapitalisation of the Spanish banking sector, pari passu will apply

# EFSF und ESM: Mission und Instrumente

## Mission

Sicherung der finanziellen Stabilität Europas durch die Gewährung von finanzieller Unterstützung für Staaten des Euroraums

## Instrumente



- **Alle Hilfsprogramme sind an entsprechende Konditionalität gebunden**
- EFSF und ESM finanzieren ihre Tätigkeiten über die Begebung von Anleihen bzw. anderer Schuldinstrumente

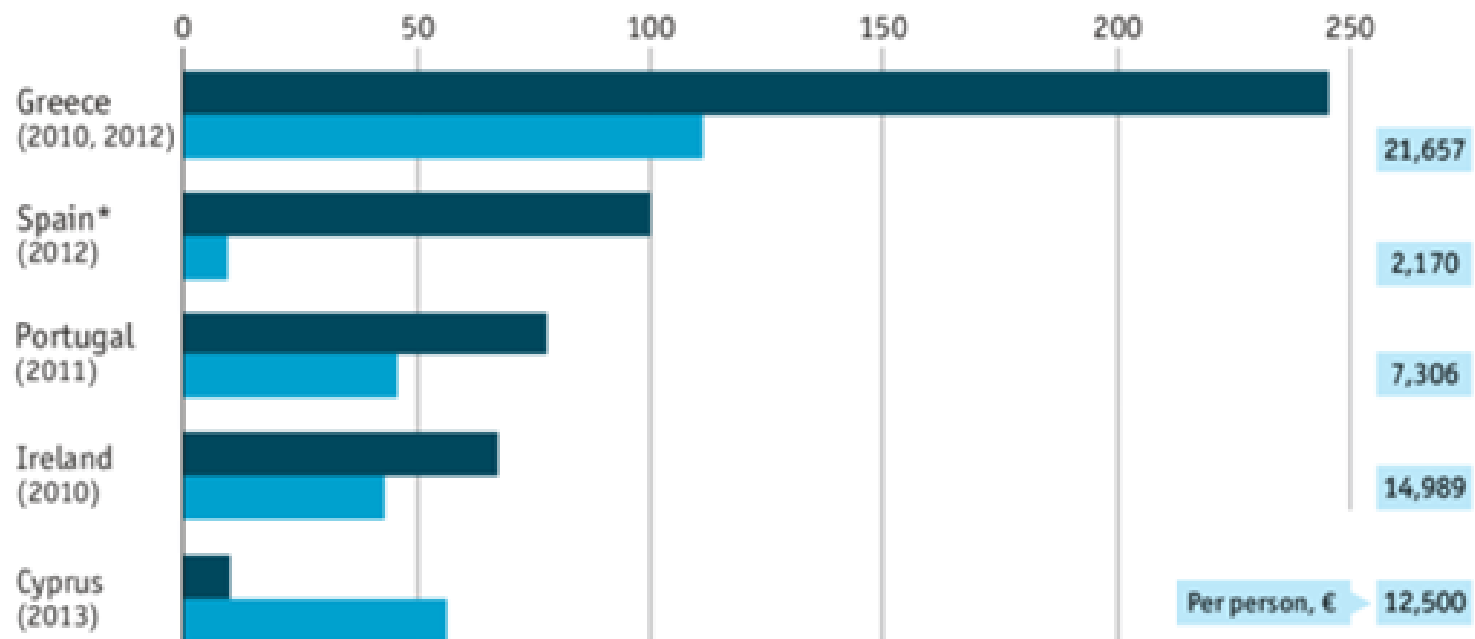
\*) derzeit noch keine direkten Bankrekapitalisierungen, sondern nur durch Kredite an Staaten. Direkte Rekapitalisierungen erst nach Einführung des SSM möglich.

# Bisherige Hilfsmaßnahmen (Bail-Outs) im Euroraum

## Euro zone bail-outs

Total package agreed with European Commission, ECB and IMF

■ €bn ■ as % of GDP



Sources: European Commission; IMF; UN

\*IMF not involved

[Economist.com/graphicdetail](http://Economist.com/graphicdetail)

# Outright Monetary Transactions (OMT)

## Das Programm

- Käufe von Staatsanleihen mit **Restlaufzeit 1-3 Jahren**.
- **Keine** quantitativen **Vorab-Limits für Ankaufsvolumina**
- Gleichbehandlung des Eurosystems gegenüber anderen Gläubigern („**pari passu**“)
- Effektive Maßnahme gegen destruktive Marktentwicklungen mit Gefahren für Preisstabilität (**Vermeidung asymmetrisch wirkenden geldpolitischen Transmissionsmechanismus**)

## Die Rahmenbedingung:

- **strikte Konditionalität mit EFSF/ESM-Programm**
- **IWF** wird für Programm und Überwachung möglichst einbezogen
- OMT wird **beendet**, sobald **Zielsetzung erfüllt** oder bei **Programmverletzung**.
- **Kein OMT während Programmevaluierung** - Wiederaufnahme sobald Programmeinhaltung festgestellt
- **Derzeitige Programmländer** könnten teilnehmen, sobald sie sich wieder am Anleihemarkt finanzieren können
- **Vollständige Sterilisation** der durch die Ankäufe geschaffenen Zentralbankliquidität



# *Die Bankenunion als notwendige Ergänzung zur Währungsunion*

## **4 Säulen:**

- Einheitliches Regelwerk für Banken (CRD IV/CRR)
- Einheitliche Bankenaufsicht unter dem Dach der EZB (Single Supervisory Mechanism- SSM)
- Europäischer Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism, SRM)
- Einheitliches Einlagensicherungssystem (Single Deposit Insurance, SDI) – umstritten, ob wirklich notwendig

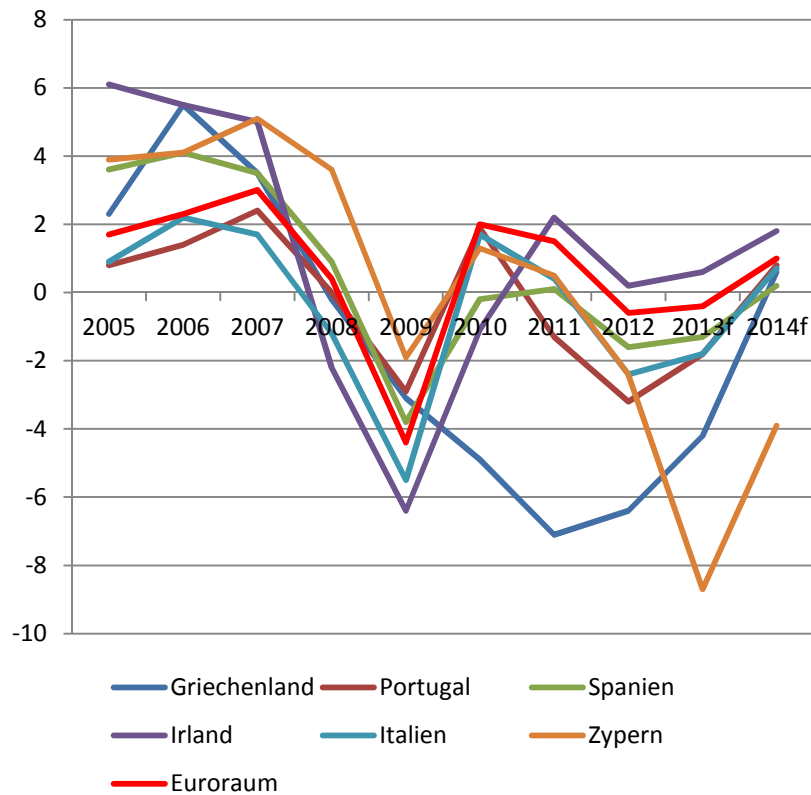
## **Zeitplan:**

- |                     |             |
|---------------------|-------------|
| ➤ CRD IV/CRR        | 1. 1. 2014  |
| ➤ SSM               | 1. 11. 2014 |
| ➤ SRM               | 1. 1. 2015  |
| ➤ Einlagensicherung | ?           |

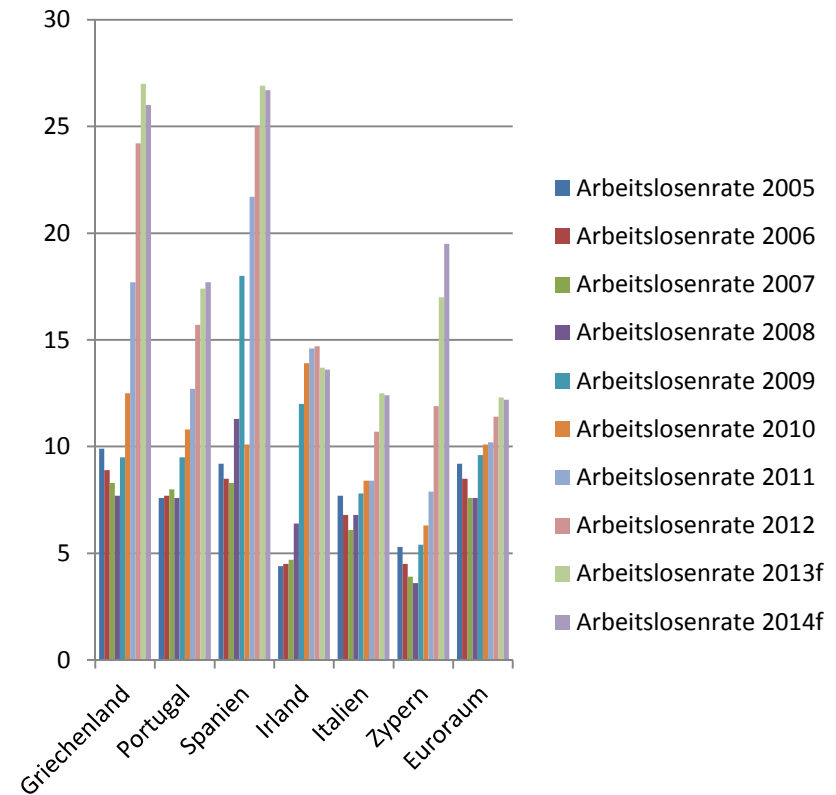
# Silberstreif am Horizont?

## Euro-Problemstaaten mit ersten Verbesserungen

**BIP-Wachstum (in %)**



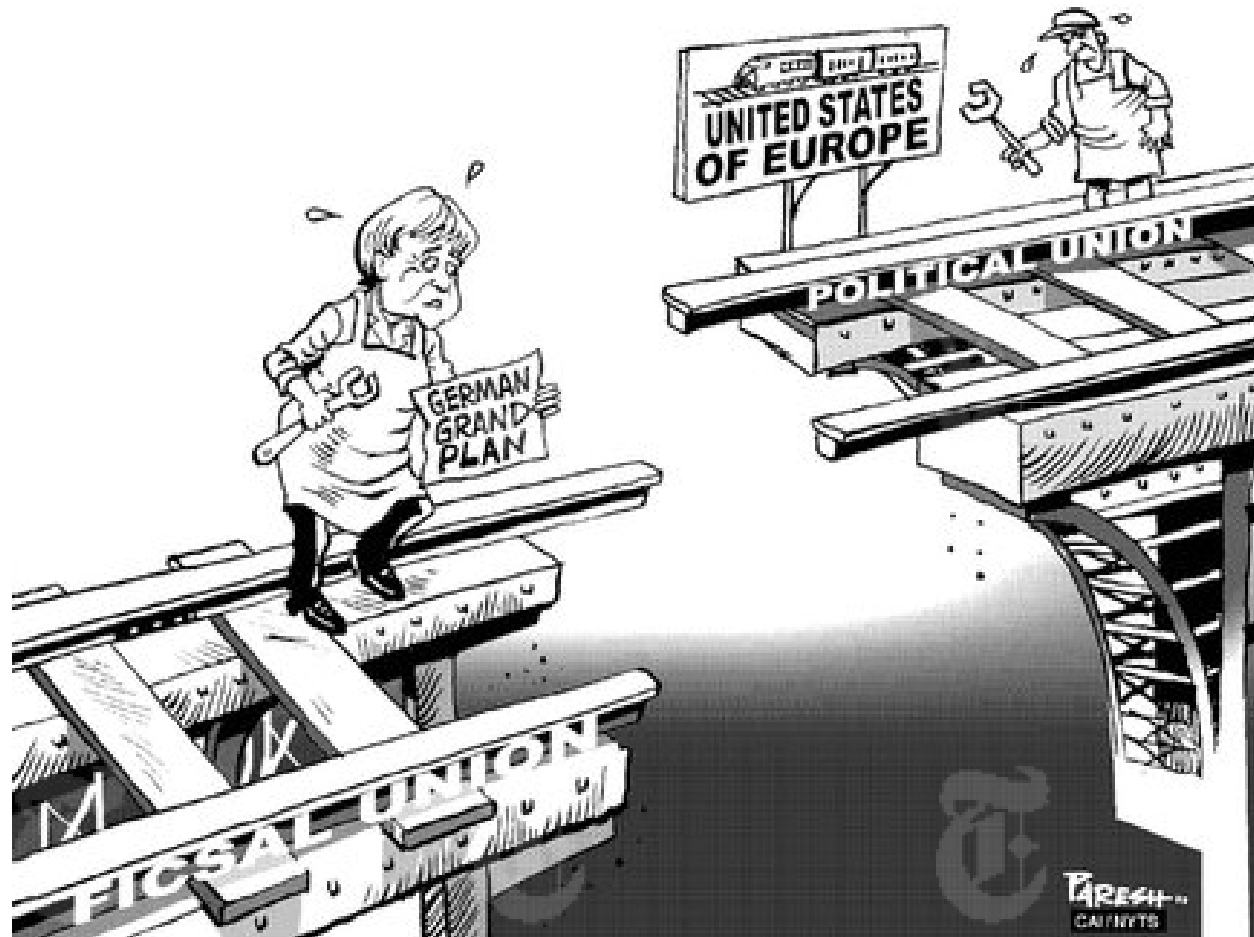
**Arbeitslosenrate (in %)**



## ***Aber nach wie vor bleiben viele Fragen offen!***

- **Kippt der deutsche Verfassungsgerichtshof die OMT?**
- **Bleibt Italien politisch einigermaßen stabil?**
- **Führt die Asset Quality Review und Europäischer Stress-Test im Frühjahr 2014 erneut zu Verspannungen auf den Finanzmärkten?**
- **Können die Regierungen der Industriestaaten die Wurzeln der Krise (hohe Budgetdefizite und Staatsschulden) mittelfristig beseitigen?**
- **Funktionieren in Europa die neu geschaffenen Institutionen bzw. Mechanismen in Europa (ESM, Fiskalpakt/SWP 3.0, OMT, SSM etc.) im Krisenfall?**
- **Können die wettbewerbsschwachen Mitglieder der Währungsunion durch Strukturreformen ihre Wettbewerbsposition nachhaltig verbessern und die hohe Arbeitslosigkeit politisch verkraften?**
- **Wann und wie erfolgt die Rückführung der Überschussliquidität und wie reagieren die Finanzmärkte darauf?**
- **Findet die Europäische Union den Weg über die Fiskal- zur politischen Union und sind die EU-Bürger bereit, den dazu notwendigen Souveränitätsverzicht zu akzeptieren?**

**PARESH**  
THE KHALEEJ TIMES  
Dubai  
U.A.E.



Cartoonists International: [www.jivisyn.com/cartoons](http://www.jivisyn.com/cartoons)