

**Investitionseffizienz in China
läutet Ende des
Wachstums per
Verordnung ein
Singapur-Dollar
exponiert ggü.
Turbulenzen am
Devisenmarkt**

Brexiters weit entfernt von der Aufgabe, während GB auf den no deal-Brexit zusteuert

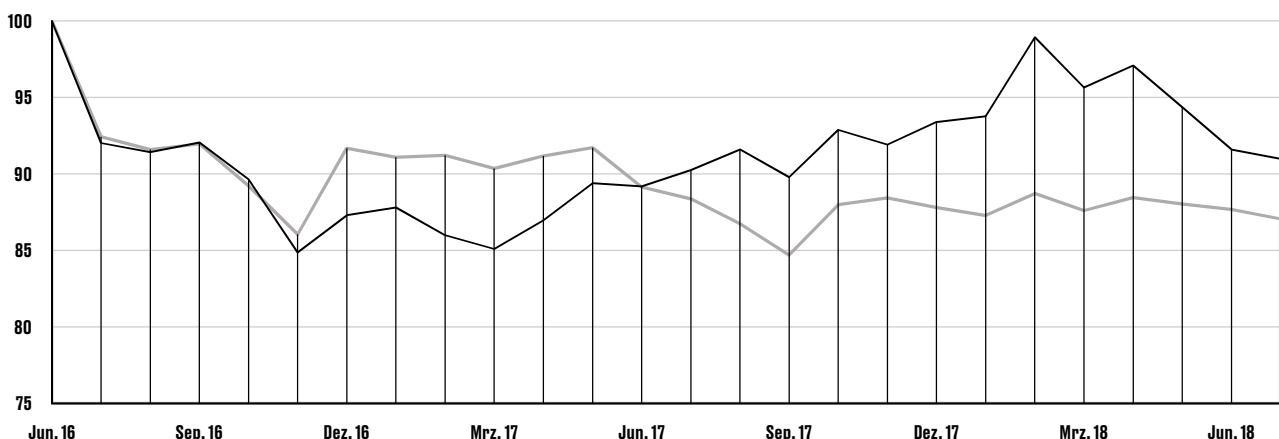
Die letzte Sitzungswoche des britischen Parlaments vor der Sommerpause war äußerst aufschlussreich – und hat jedenfalls die Gründe verdeutlicht, warum wir stets seit Anfang des vergangenen Jahres an unserer Vorahnung eines no deal-Brexits festgehalten haben. Wie kann das sein, mögen Sie sich fragen, wo doch noch immer so viele Beobachter das scheinbar offensichtliche feststellen, es gebe eine parteienübergreifende Mehrheit im Parlament für einen weichen Brexit oder gar einen Brexit nur dem Namen nach, bei dem Großbritannien in jeder gemeinsamen Institution mit der EU bleiben würde, Zollunion und Binnenmarkt mit eingeschlossen. So sehr sie auch polterten, fahren diese Kommentatoren fort, haben die Brexiters doch die Kontrolle über das Verfahren verloren und vermögen jedenfalls nicht das Vereinigte Königreich in einen harten oder gar no deal-Brexit zu stoßen, schlicht wegen ihrer dazu fehlenden Stimmen im Unterhaus. Die Rücktritte von Boris Johnson und David Davis, den vormaligen Außen- bzw. Brexitministern, werden als Beleg dafür herangezogen dass die Brexiters

schließlich ihre Niederlage gegenüber wirtschaftsorientierten Kabinettsmitgliedern wie Schatzkanzler Philip Hammond eingestanden hätten, deren Präferenzen im sogenannten Chequers-Plan (nach dem Landsitz der Premierministerin) festgeschrieben wurden. Doch wir können nicht anders, als diese Analyse für grundfalsch zu halten. Erstens, weil sie die unausweichliche Mechanik der Parteipolitik in Westminster ignoriert, die bisher nur in Kriegszeiten ausgesetzt wurde. Und zweitens, weil sie die Bereitschaft der EU27 zur Rettung Britanniens vom selbst angesteuerten Abgrund eines no deal-Brexits als gegeben voraussetzt. Der erste Punkt ist entscheidend um zu verstehen, warum die in der sogenannten European Research Group (ERG) versammelten Brexit-Hardliner der Konservativen die erforderlichen Stimmen haben, um die Minderheitsregierung nach ihrem Belieben zu bedrohen und in Richtung von ihr präferierter Positionen zu stoßen – obwohl sie selbst in der Minderheit sind. Die Abstimmung des Unterhauses über das Gesetz, das die britische Zollpolitik nach dem Brexit regelt, und das sich noch als der entscheidende Moment herausstellen könnte, an dem die Chance auf einen Brexit-Deal endgültig zunichte gemacht

schließlich ihre Niederlage gegenüber wirtschaftsorientierten Kabinettsmitgliedern wie Schatzkanzler Philip Hammond eingestanden hätten, deren Präferenzen im sogenannten Chequers-Plan (nach dem Landsitz der Premierministerin) festgeschrieben wurden. Doch wir können nicht anders, als diese Analyse für grundfalsch zu halten. Erstens, weil sie die unausweichliche Mechanik der Parteipolitik in Westminster ignoriert, die bisher nur in Kriegszeiten ausgesetzt wurde. Und zweitens, weil sie die Bereitschaft der EU27 zur Rettung Britanniens vom selbst angesteuerten Abgrund eines no deal-Brexits als gegeben voraussetzt. Der erste Punkt ist entscheidend um zu verstehen, warum die in der sogenannten European Research Group (ERG) versammelten Brexit-Hardliner der Konservativen die erforderlichen Stimmen haben, um die Minderheitsregierung nach ihrem Belieben zu bedrohen und in Richtung von ihr präferierter Positionen zu stoßen – obwohl sie selbst in der Minderheit sind. Die Abstimmung des Unterhauses über das Gesetz, das die britische Zollpolitik nach dem Brexit regelt, und das sich noch als der entscheidende Moment herausstellen könnte, an dem die Chance auf einen Brexit-Deal endgültig zunichte gemacht

■ GBP/USD ■ GBP/EUR

Wechselkurse GBP [1.6.2016 = 100]



worden ist, hat ein Paradebeispiel für die Macht der konservativen Brexiteers abgeliefert. In der (berechtigten) Befürchtung, die Abstimmung zu verlieren, gab die Regierung nach und übernahm alle vier von der ERG eingebrachten Änderungsanträge zu ihrem eigenen Gesetzesentwurf. Sie tat dies wissend, dass das umgekehrt die Europhilen auf den konservativen Bänken in Wut versetzt würde – was es auch tat. Und doch traf die Regierung taktisch die richtige Entscheidung, da sie die Abstimmung sowohl zu den Änderungsanträgen als auch dem Gesetzesentwurf insgesamt gewann, obgleich mit der dünnsten aller Mehrheiten. Dies bedeutet nichts anderes als dass wenn es zum Schwur kommt, die Befürworter eines weichen Brexits entweder die Chuzpe oder die Stimmen oder beides nicht haben, um der Regierung eine Niederlage beizubringen; und dass die Brexiteers, im Gegensatz dazu, weder den Sturz der Regierung fürchten noch der Stimmen entbehren, um ihren Willen durchzusetzen – nicht zuletzt, da mittlerweile Brexiteers der oppositionellen Labour Partei öfter mit ihren gleichgesinnten konservativen KollegInnen gestimmt haben als es den Europhilen beider Parteien gelungen ist, die erforderlichen Mehrheiten zu organisieren. Um diese doppelte Bruchstelle zwischen den Parteien und den beiden Brexit-Lagern zu überwinden, bräuchte es eine Regierung der sogenannten „nationalen Einheit“ („National Unity“), also eine Große Koalition. Jeremy Corbyn und der übrige Parteivorstand Labours jedoch lassen keinerlei Interesse erkennen, eine Tory-Regierung zu stützen, die aus ihrer Sicht reif für den Zusammenbruch ist. Es kann gut sein, dass diese Konstellation im Unterhaus schließlich zu einem totalen Patt führt – daraus jedoch eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür abzuleiten, dass der Brexit dann vollständig abgebrochen werden könnte, halten wir für völliges Wunschdenken. Der Grund für dieses Urteil ist der zweite, oben angeführte Punkt: Die angenommene Offenheit der EU, sollte Britannien auf Grund einer Sackgasse in Westminster und einer anschließenden, weiteren Neuwahl Antrag auf eine Verlängerung der Frist bis zum 29. März 2019 stellen. Doch für eine Zustimmung der EU bedarf es einer Ratifizierung durch alle 27 Mitgliedsstaaten. Nicht nur, dass das bereits für sich genommen unwahrscheinlich ist, blickt man z.B. auf Frankreichs Entschlossenheit, die Briten nicht von ihrem selbstgebastelten Haken zu lassen, sogar falls das ökonomische Schäden für die eigene

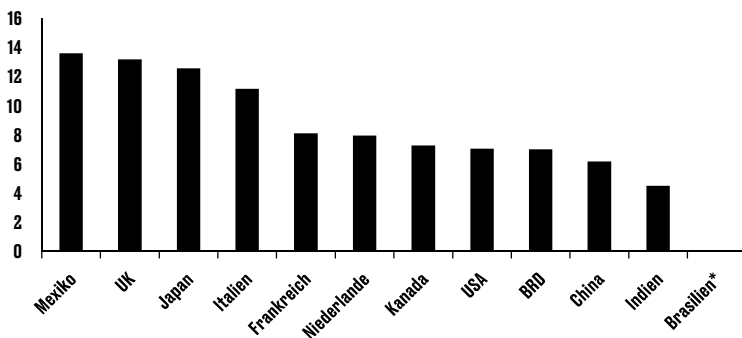
Wirtschaft nach sich ziehen sollte. Es ist überdies unwahrscheinlich, weil alleine der Prozess in jedem Fall Wochen um Wochen benötigen würde, um zu einem Abschluss zu gelangen. Zeit allerdings ist von nun an knapp bevorratet, während die Sommerpause weitere fünf wertvolle Wochen verzehrt und die Brexit-Verhandlungen weit von einer rechtzeitigen Einigung entfernt sind. Der Hauptgrund, warum wir auch das Zustandekommen wenigstens dieser Einigung nicht erwarten, die die Grundlage für eine Verlängerung der Frist gemäß dem berüchtigten Art. 50 wäre, ist – genau – die Frage der irischen Grenze. Nachdem sie die oben erwähnten Änderungsanträge der Brexiteers zum Zollgesetz akzeptiert hat, die eine Sonderbehandlung Nordirlands in Zollangelegenheiten illegal gemacht haben, hat Theresa May nun sogar die EU regelrecht herausgefordert, ihre Position bezüglich eben dieser Frage zu „entwickeln“, also der im letzten Dezember vereinbarten Rückfalloption. Diese legt ausdrücklich fest, dass Nordirland für den Fall eines no deal-Brexits sowohl in der Zollunion als auch dem Binnenmarkt verbleibe, um in jedem Fall die Wiedererrichtung einer Grenze innerhalb Irlands zu verhindern. Mit anderen Worten: Durch den Rückzug von ihrer Position bezüglich der irischen Grenze, wie sie eigentlich schon vereinbart war, hat die britische Regierung ihre Verhandlungslinie auf einen einzigen hopp-oder-top Punkt reduziert. In der Zwischenzeit hat die EU nun bereits die im Chequers-Plan vorgesehene und vom Unterhaus abgesegnete Zölllösung abgelehnt. Allerdings hat Chefunterhändler Michel Barnier – offenbar von Bundeskanzlerin Merkel und anderen EU-Regierungschefs instruiert – zuletzt eine gewisse Beweglichkeit sogar hinsichtlich der kniffligen Frage der Irischen Grenze signalisiert. Daher sieht bleibt unser Basisszenario zwar nach wie vor ein no deal-Brexit, aber der Pfad dorthin dürfte sich ändern: Wir rechnen nun mit einer Einigung zwischen UK und der EU, und sei es durch die simple Vertagung aller noch strittigen Punkte in die Verhandlungen zum zukünftigen Verhältnis bis Ende 2020. Doch dürfte dieser dann maximale Kompromiss erst Recht im britischen Parlament durchfallen und damit den von uns lang prognostizierten Regierungssturz mit anschließenden Neuwahlen provozieren, so dass dann schlicht nicht mehr genug Zeit bleibt, um einen Brexit-Deal noch rechtzeitig vor Ende März 2019 zu ratifizieren.

Chinas Investitionseffizienz deutet auf weitere Probleme hin

Ein fallendes Grenzprodukt ist nicht nur ein Gesetz von großer Bedeutung in der Volkswirtschaftslehre, sondern auch Fakt in nahezu jeder Branche, Durch die immer weitere Steigerung des Einsatzes von Energie und anderen Inputfaktoren erhält man eine immer geringere Extraproduktion – auf der Basis einer gegebenen Technologie, natürlich. Das ist auch der Grund, warum der technologische Fortschritt von so enormer Bedeutung ist: Ohne ihn wären die erforderlichen Input-Levels lediglich zur leichten Steigerung eines gegebenen volkswirtschaftlichen Outputs längst auf aberwitzige Höhen gestiegen. Daher gilt das Gesetz auf der makroökonomischen Ebene ebenso wie auf der mikroökonomischen. Ein nur scheinbar simpler Maßstab für die Effizienz der Effizienz einer ganzen Volkswirtschaft ist die sogenannte incremental capital output ratio (ICOR), die den Anteil der Bruttoinvestitionen eines Landes an seinem BIP als ein Vielfaches der realen BIP-Wachstumsrate ausdrückt. Zum Beispiel Indien: Dessen Anteil der Bruttoinvestitionen am BIP beträgt rd. 32%; mit

Debatte unserer Tage über die enttäuschende Produktivitätsentwicklung in entwickelten Volkswirtschaften: Warum wächst die Produktivität nach dem enormen Zuwachs der IT-Revolution aktuell so schwach? Exakt Dasselbe gilt nun natürlich auch für die marginale Effizienz zusätzlicher Investitionen: Entwicklungsländer mit ihren hohen Verbesserungspotentialen auf der Grundlage der gegebenen technologischen Basis weisen eine hohe Investitionseffizienz auf, während industrialisierte Volkswirtschaften immerfort mehr Investitionen benötigen, um denselben Beitrag zum BIP-Wachstum zu erzeugen – und das ist auch der makroökonomische Grund, warum sie im Vergleich einen hohen Wertschöpfungsanteil durch den Konsum leisten müssen, um ein angemessenes reales Wirtschaftswachstum zu erreichen. Daher ist die ICOR ein sehr nützliches Instrument, um Volkswirtschaften mit relativ ineffizienten Zusammensetzungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu identifizieren. Nehmen wir Mexiko als ein weiteres Beispiel: Wiewohl zweifellos ein Schwellenland weist es doch einen ICOR auf, der erheblich jenen industrialisierter Volkswirtschaften ähnelt. Das ist vor allem dem vergleichsweise schwachen BIP-Wachstum geschuldet, doch auch Konsequenz einer relativ zu hohen Investitionsrate auf Kosten des Konsums. Das Vereinigte Königreich und Italien sind daneben zwei Beispiele industrialisierter Ökonomien, wo das reale BIP-Wachstum in Relation zum Wertschöpfungsanteil der Bruttoinvestitionen zu niedrig ausfällt. Was heißt das alles nun für den Elefanten im Raum, China? Das Land wies traditionell einen ICOR von etwa 4 auf, ebenso also wie Indien, und just der Wert, den man von einer immer noch westlich der industrialisierten Küstenregion schwach entwickelten Volkswirtschaft erwarten würde. Doch: weit gefehlt. Langsam aber stetig hat sich die Investitionseffizienz Chinas verschlechtert, schlicht auf Grund des schieren Umfangs der Bruttoinvestitionen. Das Land hält noch immer den absoluten Rekord aller G20-Mitglieder in puncto Anteil der Investitionen am BIP: Ganze 45% (!) des BIP resultieren aus Investitionen – so viel zur oftmals behaupteten Umorientierung Chinas auf den Konsum. Doch das reale BIP-Wachstum fällt, und das schon seit Jahren. Daher ist die ICOR bereits über einen Wert von sechs geklettert, und wird aller Wahrscheinlichkeit nach noch weiter steigen, während das Land einer großangelegten Umstrukturierung seiner Finanzwirtschaft durch die Regierung unter-

Inkrementelle Kapital-Output-Relation (2017)



*Brasilien: neg. Wachstum, Quelle: trading economics

einem realen BIP-Wachstum von rd. 7% ergibt das eine ICOR von rd. 4,5. Dies ist zugleich das gewöhnliche Niveau von Entwicklungsländern mit einem relativ niedrigen Kapitalstock und damit relativ hohen Niveaus der Grenzproduktivität neuer Investitionen, die wiederum zumeist ein hohes BIP-Wachstum generieren. Industrialisierte Volkswirtschaften weisen dagegen typischerweise zweistellige ICORs auf, einfach weil ihre bereits relativ großen Anhäufungen von Realkapital die Grenzproduktivität ihrer Investitionen mager ausfallen lässt. Augenblick mal, mögen Sie nun einwenden, wie kann das denn angesichts des oben erwähnten technologischen Fortschritts sein? Nun, das ist just die große

worfen ist, die die Wachstumsraten weiter abschwächt und zugleich mittels zusätzlicher Investitionen genau das zu verhindern versucht. Na schön, aber ist das nicht einfach nur deskriptive Statistik? Was ist so kritisch daran, wenn die ICOR Chinas sich verschlechtert? Kritisch ist dies: Eines nicht mehr allzufernen Tages wird die Regierung nicht länger dazu in der Lage sein wird, das reale BIP-Wachstum durch weitere Investitionen im gewohnten Maß zu befeuern, ganz abgesehen von deren Schuldenfinanzierung, die eben wegen des abnehmenden Grenzprodukts dieser Investitionen immer untragbarer wird. Daher ist die ICOR schlicht ein weiteres Alarmsignal für die immer wahrscheinlichere ‚harte Landung‘ der chinesischen Volkswirtschaft, das mittlerweile dunkel-orange leuchtet.

Singapur-Dollar wird dieses Mal nicht als sicherer Hafen dienen

Hafen im volatilen Ost- und Südostasien angesehen. In dieser Hinsicht gibt nur der Yen einen Wettbewerber ab, obwohl sogar dieser zu vergleichsweise höhere Volatilität tendiert, je länger der betrachtete Zeitraum ist. Man könnte einwenden, dass dies einfach nur die Folge der Wechselkurssteuerung durch die Monetary Authority of Singapore (MAS) sei, doch änderte das nichts an der Sachlage: Erstens werden die Offenmarktgeschäfte durch die MAS so schnell nicht enden, weil sie das geldpolitische Instrument der Wahl der Behörde sind. Und zweitens ist die Währung des Stadtstaats als herausragendem regionalen Finanzplatz und Kreditgeber stets dann besonders gefragt, wenn Schuldner in Zeiten finanziellen Tumults sich Sing-Dollar verschaffen müssen, um ihren Verpflichtungen nachkommen zu können. In diesem Jahr hat der Singapur-Dollar sich kaum ggü. den großen Reservewährungen verändert; bemerkenswert ist allerdings die Entwicklung gegenüber dem chinesischen Renminbi: Hier hat der Sing-Dollar drastisch aufgewertet, nachdem die chinesische Währung unter Beschuss geraten ist. Dies hat unausweichlich Konsequenzen für die Geldpolitik der Lion City. Im Gefolge der globalen Rückführung des sogenannten Quantitative Easing hat auch die MAS mit einer sehr vorsichtigen Straffung ihrer Geldpolitik begonnen. Die Geldpolitik im Stadtstaat wird, wie oben bereits beschrieben, nicht durch Zinsänderungen sondern durch die Steuerung des Wechselkurses des

Ebenso wie der Stadtstaat selbst wird auch der Singapur-Dollar oft als relativ sicherer

Singapur-Dollars umgesetzt – das effektivere Instrument in einem winzigen Land mit nahezu unbeschränkten externen Kapitalflüssen. Zum ersten Mal in sechs Jahren hat die MAS nun in diesem April die Steigung des Handelsbands angehoben, innerhalb dessen sie dem Sing-Dollar Spielraum lässt. Seitdem jedoch ist die Drohung eines Handelskriegs zwischen den USA und Singapurs wichtigstem Handelspartner China weit schneller eskaliert als zumeist antizipiert, während die Ökonomie des Reichs der Mitte ohnehin strauchelt. Tatsächlich ist es genau diese Gemengelage warum – trotz den weiterhin gut gestimmten Singapur Unternehmen – unser Konjunkturindikator für den Stadtstaat, der SiNGES im Verlauf der vergangenen Monate so geschwächt hat. Und abseits eines plötzlichen und umfassenden Waffenstillstands zwischen den USA und China scheinen die Außenhandelsbedingungen die Geldpolitik überrollt zu haben und eher nach dem Gegenteil einer leichten Straffung zu rufen. Allerdings wird die MAS dabei von sowohl dem US-Dollar als auch dem Yen unterstützt, die beide aus jeweils verschiedenen Gründen Stärke an den Tag legen dürften. Während die Fed weiter die Zinsen erhöht und der Dollar zugleich vom Protektionismus gestärkt wird (jedenfalls kurzfristig), hat sich die Bank von Japan jüngst eine größere Flexibilität in ihrem Zinskurvenmanagement zugestanden – und damit effektiv einen stärken Yen als zuvor akzeptiert. Lediglich gegen den Euro, der durch ein erneuertes politisches Risiko aus Italien einerseits und einem womöglich chaotischen Brexit andererseits geplagt wird, könnte der Sing-Dollar in der nächsten Zukunft aufwerten. Falls die MAS also ihre Politik einfach unverändert lässt, würde sie damit voraussichtlich eine schwächere Straffung bewirken als ursprünglich geplant, dies jedoch nur zum Vorteil von Singapurs Wirtschaft, die schon bald von Handelshemmnissen und einer fallenden Exportnachfrage betroffen sein wird. In einem schlechteren Szenario allerdings könnte die Behörde sogar dazu gezwungen sein, ihre Entscheidung vom April zurückzunehmen, noch bevor das Jahr zu Ende geht. Statt also seinem traditionellen Skript relativer Stärke in unruhigen Zeiten zu folgen, dürfte der Singapur-Dollar in den kommenden Monaten eher an Wert verlieren, Rückkehr auf die Tiefs von 2015 bzw. 2016 gegenüber US-Dollar und Yen nicht ausgeschlossen.

Statistisches Bulletin

Industrieproduktion (Juni, y/y)

Japan: -1,2% ↓ Die Industrieproduktion in Japan scheint die jüngst positive BIP-Zahlen des Landes Lügen zu strafen: Die Wachstumsrate stand bei ganzen 0,5% im 2. Quartal dieses Jahres. Das verarbeitende Gewerbe sowohl als auch die Bauwirtschaft allerdings waren der Schwachpunkt, mit einem weiterhin starken Yen und in der ersten Jahreshälfte wild oszillierenden Aufträgen.

Niederlande: -0,2% ↓ In den Niederlanden fiel die Industrieproduktion kaum wahrnehmbar. Doch scheint das einen in der jüngsten Vergangenheit etablierten Abwärtstrend zu bestätigen, der ganz im Einklang mit der vieldiskutierten Abschwächung der Industrie von ihrem Höhenflug des vergangenen Jahres steht.

Einzelhandelsumsätze (Juni, y/y)

Tschechische Republik: +2% ↓ Die Einzelhandelsumsätze in der Tschechischen Republik erlitten einen Wachstumsknick, wenn auch auf immer noch starkem Niveau. Das Verbrauchervertrauen verlor etwas von seinem jüngsten Übermut, so dass sich fürs Erste noch kein neuer Trend abzeichnet, wofür auch die nach wie vor steigenden Konsumkredite sprechen.

USA: +6,6% ↑ Die US-Amerikaner scheint aktuell nichts aus der Ruhe zu bringen: Die Wirtschaft boomt, die Beschäftigung ebenso, die Häuserpreise steigen – Die Portemonnaies der Verbraucher sind somit weit geöffnet.

Importe (Juni, y/y)

Frankreich: +7,3% (EUR) ↑ Frankreichs Importe legten im Juni auf ein neues Allzeithoch zu und belegten damit die aktuell stark angefeuerte ökonomische Aktivität des Landes.

Türkei: -3,8% (USD) ↓ In einem weiteren Anzeichen ökonomischer Turbulenzen sind die Importe der Türkei dagegen zuletzt deutlich zurückgegangen.

Terms of Trade (Juni, Pkt.)

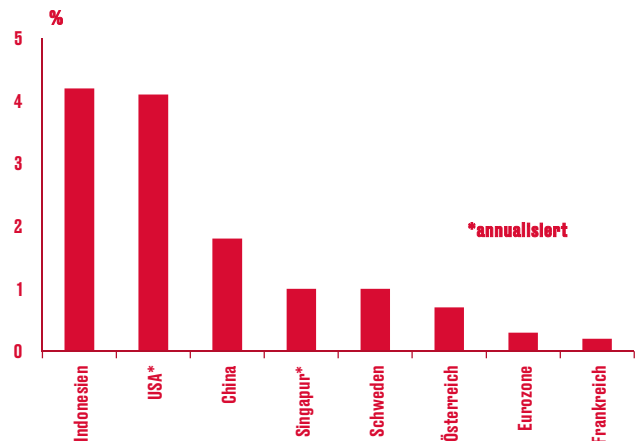
Australien: 87,70 → Australiens reales Austauschverhältnis ist mit Blick auf das überragende Gewicht der Bergbauexporte ein Opfer von Chinas Wachstumsknick.

Mexiko: 47,55 ↓ Mexikos terms of trade haben sich weiter verschlechtert, steht das Land doch als erstes in der Reihe vis-à-vis Donald Trumps Zollpolitik.

BIP-Wachstum (Q2/18, q/q)

Indonesiens Wirtschaftswachstum war im 2. Quartal an der internationalen Spitze; allerdings neigt die Wachstumsrate des Landes zu wilden Ausschlägen. China liegt aktuell noch ausreichend gut, aber die Abschwächung wird immer deutlicher sichtbar. Schweden bleibt der Star des industrialisierten Europas, mittlerweile allerdings dicht gefolgt von einer äußerst starken österreichischen Volkswirtschaft.

Quellen: Trading Economics, bloomberg, comdirect, eigene Berechnungen



Für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten statistischen Angaben kann keine Gewähr übernommen werden. Die J.S. Research KG haftet darüber hinaus nicht für Handlungen, die auf der Grundlage der hier angebotenen Informationen vorgenommen werden. Dies erfasst insbesondere eine Haftung für entgangenen Gewinn, mittelbare Schäden, Folgeschäden, sonstige entgangene finanzielle Vorteile oder andere finanzielle Einbußen oder Vermögensschäden.

Diese Publikation und alle ihre Teile unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der J.S. Research KG. Soweit Inhalte in dieser Publikation nicht von der J.S. Research KG erstellt werden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet; insbesondere werden Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie trotzdem auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bitten wir um einen entsprechenden Hinweis. Bei Bekanntwerden von Rechtsverletzungen werden wir uns umgehend um Abstimmung mit dem Rechteinhaber bemühen.

Gestaltungskonzept: Firm | www.f-i-r-m.de

Herausgegeben von:
J.S. Research KG, vertreten durch
den Geschäftsführer Jakob Steffen
Dohlenweg 10, 42115 Wuppertal
Tel. 0202 - 27 25 86 53
office@j-s-research.org