

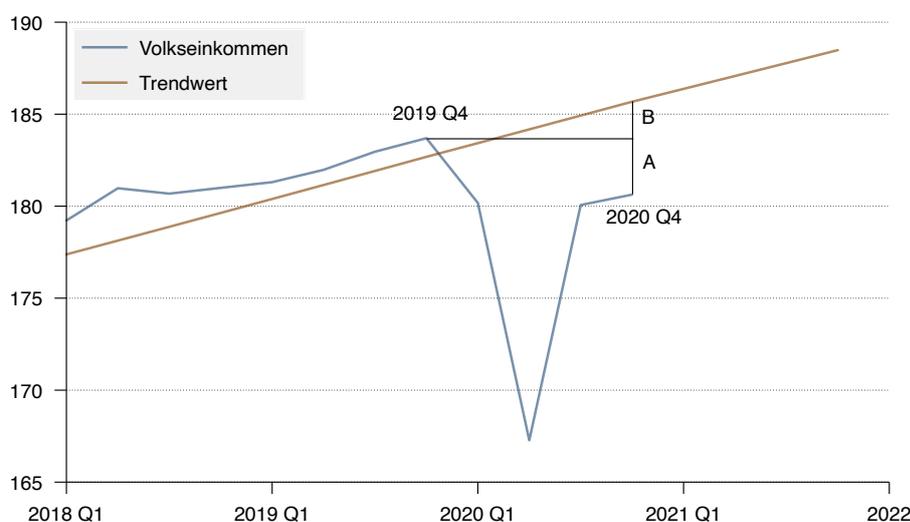
Die W&P Current Perspectives: Wie geht es der Wirtschaft in den Industrienationen?

Die Wachstumszahlen zum 4. Quartal 2020 sind in der Schweiz und in einer Reihe wichtiger Industrienationen besser ausgefallen als erwartet. Dennoch waren die Zahlen insgesamt schwach, so dass der Auslastungsgrad der volkswirtschaftlichen Produktionskapazitäten zum Jahresschluss stagniert und in der Eurozone und der Schweiz sogar gefallen ist. Entgegen den Erwartungen vieler Beobachter erscheint eine schnelle Rückkehr zu einer volkswirtschaftlichen Normalauslastung der Kapazitäten weiterhin unwahrscheinlich. // Klaus W. Wellershoff

In den vergangenen Wochen haben Ökonomen rund um den Globus die Veröffentlichung der mit Spannung erwarteten Wachstumszahlen der Industrienationen für das 4. Quartal des vergangenen Jahres verfolgt. Insgesamt sind die Wachstumsraten etwas weniger schlecht ausgefallen, als erwartet worden war. Dies gilt auch für die Schweiz, wo bei einem Quartalswachstum von 0.3 Prozent die Jahreswachstumsrate im Vergleich zum Schlussquartal 2019 bei -1.6 Prozent zu liegen kam. Das Jahr insgesamt sah einen Rückgang der volkswirtschaftlichen Produktion und Nachfrage um 2.9 Prozent. Für die Beurteilung der Frage, wie es einer Volkswirt-

schaft geht, sind solche Wachstumsraten alleine allerdings nicht ausreichend. Viel wichtiger als die prozentuale Veränderung des Volkseinkommens in Bezug auf seinen vorherigen Wert ist die Frage, inwieweit die volkswirtschaftlichen Produktionsfaktoren tatsächlich ausgelastet sind. Zu diesem Zweck berechnen Ökonomen einen Trendwert des Volkseinkommens, bei dem Vollbeschäftigung und ausreichende Auslastung der physischen Produktionsinfrastruktur tatsächlich gegeben wären. Abbildung 1 stellt das tatsächliche Volkseinkommen der Schweiz unserer Schätzung dieses Trendwerts gegenüber.

Abbildung 1: Schweizer Volkseinkommen und Trend



Die Grafik gibt den Verlauf des inflationsbereinigten Volkseinkommens der Schweiz und dessen Wert bei angenommener Normalauslastung von Arbeitsmarkt und Anlagen wieder. Um zu verstehen, wie der Zustand der Wirtschaft ist, reicht ein reiner Vorjahresvergleich der Zahlen (Strecke A) nicht aus. Auch in der Rezession steigt das Produktionspotential weiter (Strecke B).

Quelle: SECO; Wellershoff & Partners

Das Trend-Volkseinkommen ist natürlich im Zeitablauf nicht konstant. Dies liegt daran, dass wir mit der Zeit durch Innovationen unsere Produktivität steigern, d. h. mit gleichem Mitteleinsatz an Arbeit und Maschinen mehr produzieren können. Auch kann eine hohe Investitionstätigkeit dazu führen, dass wir mit grösserer Automation in der Lage sind mehr zu produzieren. Und schliesslich führen Veränderungen im Arbeitsangebot durch z. B. Zuwanderung oder Alterung der Gesellschaft zu einem veränderten Trendwert des Volkseinkommens.

In der Schweiz steigt nach unseren Berechnungen das volkswirtschaftliche Produktionspotential zurzeit um ca. 1.5 Prozent pro Jahr. Diese Zunahme des Trendwertes des Volkseinkommens wird auch durch eine Rezession nicht unterbrochen. Natürlich gibt es zyklische Veränderungen des Arbeitsangebots und auch die Investitionstätigkeit nimmt in einer Rezession ab. Für die Frage, wieviel eine Volkswirtschaft langfristig produzieren muss, um nach einer Krise wieder Vollbeschäftigung zu erreichen, sind diese kurzfristigen Schwankungen aber nicht massgeblich.

Anhand dieser Überlegungen wird deutlich, dass uns nicht einfach ein Vergleich des Volkseinkommens um seinem Vorjahreswert die Frage beantwortet, wie es unserer Wirtschaft geht. Diese Veränderung entspricht der in der Grafik eingezeichneten Strecke A. Wir müssen darüber hinaus wissen, wie gross die Strecke B ist. Oder anders ausgedrückt, damit sich die Lücke der Produktion zur Normalauslastung unserer Kapazitäten wieder schliessen kann, muss das tatsächliche Wachstum das

Trendwachstum der Volkswirtschaft übertreffen. In diesem Sinne war das 4. Quartal in der Schweiz eine Enttäuschung, weil die schwächliche Wachstumsentwicklung die Produktionslücke wieder hat grösser werden lassen.

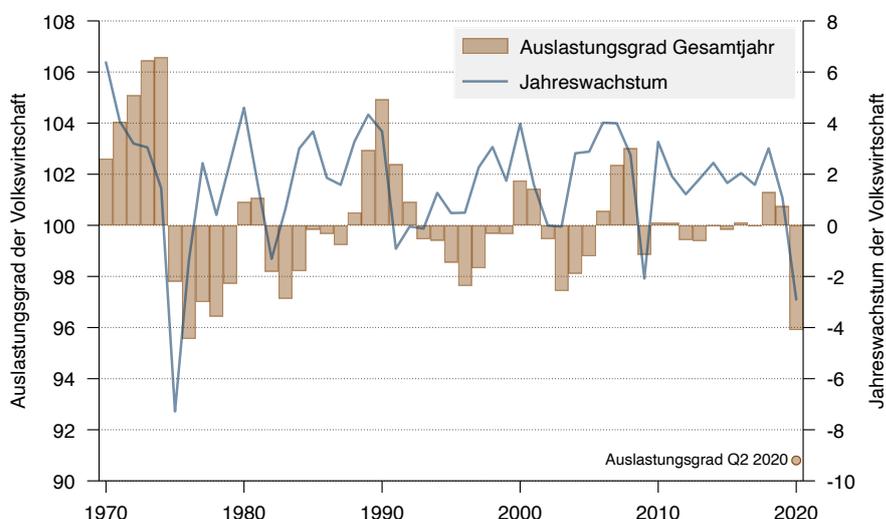
Auslastungsgrad der Schweizer Volkswirtschaft

Anhand von Abbildung 1 lässt sich leicht verstehen, wie sich der Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft berechnen lässt. Dazu drückt man ganz einfach das tatsächliche Volkseinkommen in Prozent des jeweiligen Trendwertes aus. Auch die Produktionslücke (A+B) wird häufig von Ökonomen in Prozent des Trendwertes des Volkseinkommens berechnet. Manche Ökonomen sprechen dann neudeutsch vom Output Gap. Output Gap und Auslastungsgrad der Volkswirtschaft ergänzen sich natürlich immer zu 100 Prozent.

Abbildung 2 stellt die Entwicklung des Auslastungsgrads der Schweizer Wirtschaft in Prozent des Trend-Volkseinkommens und das reale Wachstum des Volkseinkommens seit 1970 dar. Sehr deutlich zu erkennen ist, dass selbst in wirtschaftlich schwierigen Jahren der Auslastungsgrad der Volkswirtschaft nicht stark fällt. Auch in Rezessionsjahren wie anfangs der achtziger Jahre oder Mitte der 90er Jahre lagen die Auslastungsgrade nur knapp unter 98 Prozent. In der Finanzkrise lag die Gesamtauslastung der Wirtschaft sogar bei 99 Prozent.

Die aktuelle Corona-Rezession sticht dem gegenüber mit einer Auslastung von knapp 96 Prozent deutlich hervor. Mit einer so grossen Produktionslücke von gut 4 Pro-

Abbildung 2: Auslastung der Schweizer Volkswirtschaft seit 1970



Die Grafik gibt sowohl das Jahreswachstum als auch den Auslastungsgrad der Schweizer Wirtschaft wieder. Deutlich erkennt man, dass eine normale Rezession durch Auslastungsgrade von um 98 Prozent charakterisiert wird. Die aktuelle Krise ist für das Gesamtjahr betrachtet in etwa doppelt so gross. Im vergangenen Frühjahr war der Einbruch rekordverdächtig.

zent musste die Schweizer Volkswirtschaft lediglich in der Folge des ersten Erdölschocks in der Mitte der 70er Jahre leben. Damals verschlimmerte die Wirtschaftspolitik die Krise durch das Ausweisen von einer grossen Anzahl ausländischer Arbeitskräfte, was in Kombination mit den höheren Erdölpreisen zu einer langanhaltenden Rezession mit Produktionslücken von über 2 Prozent des Volkseinkommens geführt hat.

Abbildung 2 macht ebenfalls deutlich, wie einmalig tief der Einbruch der Wirtschaft im vergangenen Jahr gewesen ist. Mit einer Kapazitätsauslastung von nur noch knapp über 90 Prozent im 2. Quartal hat die Schweizer Volkswirtschaft wohl nie zuvor operiert. Die Tatsache, dass sich für das Gesamtjahr die Produktionslücke auf weniger als die Hälfte dieses Einbruchs vom Frühling begrenzen liess, ist sicherlich auch die Folge breit angelegter staatlicher Unterstützungsmassnahmen. Zum Jahresende lag der Schweizer Auslastungsgrad bei gut 97 Prozent. Der Anstieg von 6.5 Prozentpunkte seit dem Frühling ist ins Verhältnis zu setzen mit fiskalischen Stützungsmaßnahmen von gut 4 Prozent des Volkseinkommens und einer Ausweitung der Basisgeldmenge um ein Viertel. Insgesamt spricht das für eine gute Effizienz zumindest der fiskalischen Massnahmen.

Angesichts dieser Zahlen darf sich die Schweiz glücklich schätzen, denn der Rückgang der volkswirtschaftlichen Auslastung ist absolut zwar historisch gross, relativ zu den anderen Industrienationen aber vergleichsweise gering ausgefallen.

Auslastungsgrade im internationalen Vergleich

Tatsächlich befindet sich die Schweiz gemessen an der Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten unter den weniger stark leidenden Industrienationen. Abbildung 3 macht dies deutlich.

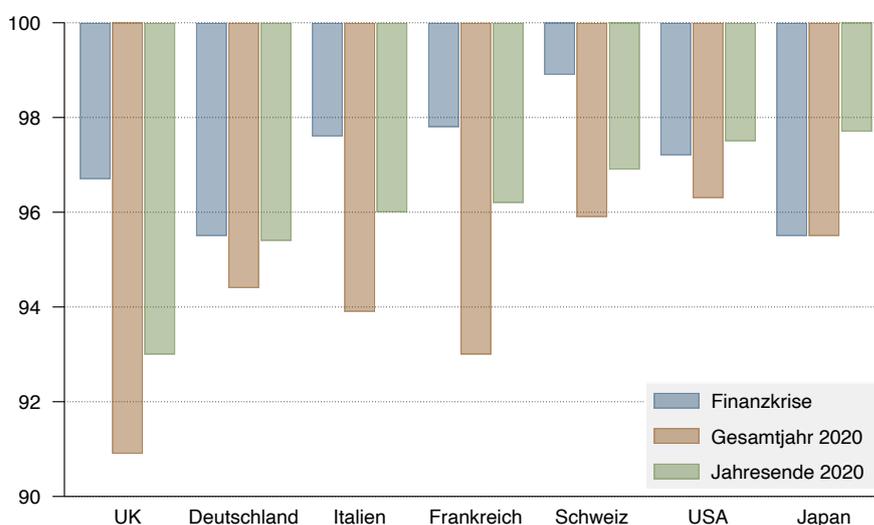
Sehr deutlich ist zu erkennen, dass mit Ausnahme Japans die laufende Corona-Krise deutlich grössere wirtschaftliche Schäden angerichtet hat als die Finanzkrise. Die Schweiz befindet sich mit den aktuellen Werten zu Jahresende in etwa auf dem gleichen Niveau wie die Vereinigten Staaten und Japan. Die grossen europäischen Industrienationen weisen dagegen teilweise deutlich grössere Einbrüche in der Auslastung der Wirtschaft auf als die Schweiz.

Besonders auffallend ist, dass Grossbritannien augenblicklich immer noch bei einem Auslastungsgrad von nur 93 Prozent verharrt. Neben den Belastungen durch Corona kommt bei den Briten wohl noch die Unsicherheit des Brexits hinzu. Insgesamt erweist sich das Jahr 2020 auf der Insel mit einem dreimal so grossen Rückgang des Auslastungsgrades als in der Finanzkrise als ein wirkliches Katastrophenjahr.

Ausblick

Zusammengefasst müssen wir also festhalten, dass die wirtschaftliche Lage in den Industrienationen immer noch prekär ist. Der nach dem Frühlingseinbruch für das zweite Halbjahr erwartete deutliche Aufschwung hat zwar im 3. Quartal stattgefunden, ist aber im

Abbildung 3: Auslastungsgrade der wichtigsten Industrienationen



Die Grafik gibt den Auslastungsgrad der wichtigsten Industrienationen im Jahr der Finanzkrise, im Durchschnitt des vergangenen Jahres und zum Jahresende wieder. Die aktuelle Krise ist mit Ausnahme Japans in den übrigen Ländern deutlich tiefer als die Finanzkrise. Absolut am härtesten betroffen ist für einmal nicht Südeuropa, sondern Grossbritannien.

Quelle: SECO, IMF, Wellershoff & Partners

4. Quartal enttäuschend schwach gewesen. Die aktuelle Auslastung der Volkswirtschaften ist in den allermeisten Ländern immer noch deutlich niedriger als sonst selbst in grossen Rezessionen üblich.

Auch für das 1. Quartal dieses Jahr ist noch nicht mit einem kräftigen Wachstumsimpuls zu rechnen. In vielen Industrienationen sind die Lockdown-Massnahmen im Vergleich zum Durchschnitt des 4. Quartal des Vorjahres deutlich verschärft worden. Das spricht dafür, dass insbesondere im Dienstleistungssektor wieder ein Rückgang der Wirtschaftsaktivität zu verzeichnen gewesen ist. Demgegenüber steht ein erfreulicher lebhafter Geschäftsgang in Teilen der Industrie.

Damit ist insgesamt im 1. Quartal bestenfalls mit verhaltenem Wachstum zu rechnen. Ob das allerdings ausreicht, um den Auslastungsgrad zu steigern, kann hier nicht beantwortet werden. Zumal über all dem noch das Gespenst einer weiteren Ausbreitung der mutierten Varianten des Virus schwebt. Glaubt man den Epidemiologen, müssten wir in den kommenden Wochen wieder mit einem Ansteigen der Fallzahlen rechnen.

Dadurch liegt die eigentliche Last für eine Schliessung der Produktionslücke wohl auf den letzten drei Quartalen des Jahres. Hier könnte helfen, dass ein nicht unerheblicher Teil der bisherigen fiskalischen Stützungsmaßnahmen eher zu einer Erhöhung der Sparquote bei den privaten Haushalten als zu zusätzlichen

Ausgaben geführt hat. Gekoppelt mit einer zunehmenden Impfquote könnte das in der zweiten Jahreshälfte tatsächlich zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage führen.

Insgesamt bleiben wir also optimistisch, dass wir gegen Jahresende nochmals deutlich höhere Auslastungsgrade sehen werden als heute. In den Vereinigten Staaten ist aus unserer Sicht sogar eine Annäherung an die 100 Prozent zum Jahreswechsel möglich. In Europa sind die Produktionslücken allerdings so gross, dass wir nicht überrascht wären, wenn wir uns bis zum Ende des kommenden Jahres gedulden müssen, um solche Werte zu erreichen.

Auf jeden Fall raten wir die Beurteilung der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung mit Hilfe des hier präsentierten Konzepts der Auslastungsraten der Volkswirtschaften vorzunehmen und nicht einfach auf die blosse Wachstumsentwicklung zu schauen. Wachstumsraten werden in diesem Jahr äusserst schwierig zu interpretieren sein. So wird spätestens im zweiten Quartal, wenn wir uns mit dem sehr schwachen zweiten Quartal 2020 vergleichen, kaum noch verständlich sein, was die dann zu erwartenden enormen positiven Wachstumsraten wirklich für eine real-wirtschaftliche Realität reflektieren. Wir werden Ihnen daher an dieser Stelle auch in den kommenden Quartalen die notwendigen Daten und Interpretationshilfen zur Verfügung stellen.

Tabelle 1: Auslastungsgrade der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten

Land	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	Tendenz Q4	2020 Total
USA	101.8	100.1	90.7	97.0	97.5	+	96.3
Japan	99.4	98.7	90.4	95.1	97.7	+	95.5
Deutschland	100.4	98.2	88.4	95.6	95.4	-	94.4
Frankreich	102.1	98.4	82.5	97.7	96.2	-	93.0
Italien	102.7	97.1	84.5	97.9	96.0	-	93.9
Grossbritannien	101.9	98.3	79.7	92.3	93.0	+	90.9
Schweiz	100.5	98.2	90.8	97.4	97.3	-	95.9

Quelle: Wellershoff & Partners

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Autoren // Klaus W. Wellershoff, klaus.wellershoff@wellershoff.ch
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.
Redaktionsschluss: 26. Februar 2021