



### #21 Die Staaten müssen nachziehen

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

Nachdem das weltwirtschaftliche Trendwachstum immer noch sinkt und die weltweiten Zentralbanken bereits eine Vielzahl ihrer Geldpolitikoptionen angezapft haben, werden die Rufe nach weiteren Maßnahmen zur Stimulierung der Realwirtschaft immer lauter. In der Juli-Kolumne habe ich bereits über die Option des Helikoptergeldes gesprochen, die aus meiner Sicht zunehmend wahrscheinlicher wird, speziell vor dem Hintergrund, dass die weltweiten Zinssätze nahe Null, in einigen Ländern (u.a. Eurozone, Schweiz, Japan) sogar negativ sind, und die Zentralbankbilanzen aufgrund der Finanzkrisenfolgen mithilfe der historisch beispiellosen Rückkauf- und Stützungsprogramme aufgebläht wurden. Ob das Helikoptergeld kommt oder nicht, sei dahingestellt, aber unstrittig ist meines Erachtens, dass für eine nachhaltige Wiederbelebung der Weltwirtschaft die bisher eingesetzten Mittel der Zentralbanken nicht ausreichen bzw. ihr Einfluss auf einen positiven Wachstumsimpuls zusehends abnimmt. Eine weitere Senkung der Zinsen und/oder Erhöhung der QE-Maßnahmen ist deshalb nicht zielgerichtet. Im Gegenteil, es fördert nur noch mehr die volkswirtschaftliche Fehlallokation von Kapital und erhöht die Gefahr einer Blasenbildung der Kredit- und Kapitalmärkte. Darüber hinaus haben Zentralbanken aufgrund des langanhaltenden niedrigen Zinsniveaus nicht mehr die Möglichkeit, auf Rezessionen zu reagieren.<sup>1</sup> Da die Zentralbanken jedoch (fast) alles getan haben, um deflationäre Tendenzen zu bekämpfen, sind nun die Staaten selbst zunehmend gefordert, wachstumsstimulierende Maßnahmen einzukippen. Dies kann neben mittelfristig angelegten Strukturreformen nur über einen fiskalpolitischen Impuls erfolgen, so wie es der Internationale Währungsfonds (IWF) bereits 2014 thematisiert hat.<sup>2</sup> Die Fragen, die sich mir dabei allerdings stellen, sind:

- Verbietet eine hohe Verschuldung grundsätzlich eine expansive Fiskalpolitik?
- Sind Strukturreformen nicht wichtiger als eine nachfrageorientierte Fiskalpolitik?
- Welche fiskalpolitischen Maßnahmen sind am aktuellen Rand am effektivsten?

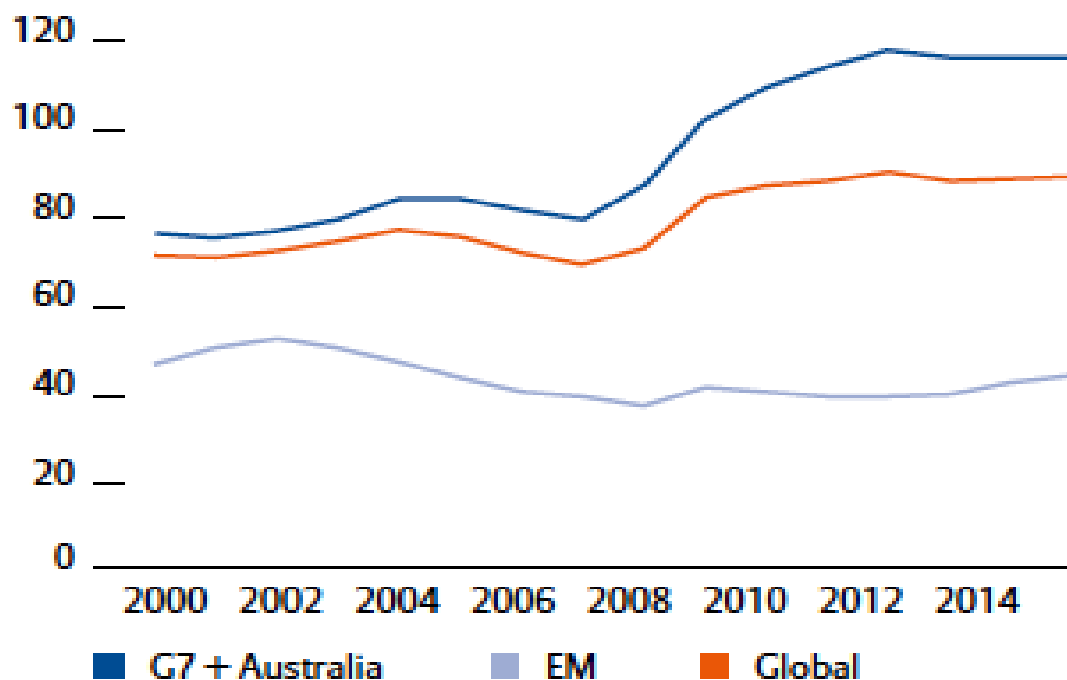
<sup>1</sup> Historisch waren zur Bekämpfung von Rezessionen immer reale Zinssenkungen von mind. 2%-Punkten nötig (vgl. dazu REINHART/ROGOFF (2009): This time is different, Princeton University Press). In der vergangenen neun Malen wurden in den USA sogar nominale Zinssenkungen von durchschnittlich 5,5% durchgesetzt, um bei Rezessionen gegenzusteuern (vgl. dazu REIFSCHNEIDER (2016): Gauging the Ability of the FOMC to Respond to Future Recessions, Finance and Economics Discussion Series, Nr. 68, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington).

<sup>2</sup> Vgl. IWF (2014): World Economic Outlook, Oktober, Kapitel 3 – Is it Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment.

- In welchem Umfang sind rechtliche und/oder politische Gegebenheiten in der Eurozone eine Restriktion für eine expansivere Fiskalpolitik?

Zur Einschätzung, ob eine hohe Verschuldung eine expansive Fiskalpolitik verbietet, lohnt sich zunächst ein Blick auf die aktuellen Verschuldungsquoten verschiedener Regionen (siehe Diagramm 1). Dabei fällt auf, dass die Verschuldungsquoten besonders in den entwickelten Ländern, auch im historischen Vergleich, sehr hoch sind (120% bezogen auf das BIP der Industrieländer) und sich seit dem Ausbruch der Finanzkrise in 2007 um ca. 50% erhöht haben. Trotz der Tatsache, dass diese hohen Niveaus seit der Zeit kurz nach dem 2. Weltkrieg nicht mehr gesehen wurden, ist ein Anstieg der Verschuldung i.H.v. 50% im Bereich der vergangenen Norm, speziell wenn es um die Bekämpfung einer immobilienblaseninduzierten Rezession geht.<sup>3</sup> Bei den Emerging Markets sind die Verschuldungsquoten deutlich niedriger, sie liegen Ende 2015 bei ca. 50% des BIP. Diese vergleichsweise niedrige Zahl kann allerdings nicht darüber hinweg täuschen, dass gerade die private Verschuldung in wichtigen aufstrebenden Ländern wie China, Brasilien, Türkei oder Russland in den letzten Jahren extrem angestiegen ist. Darüber hinaus steigen die Verschuldungsquoten der Emerging Markets, die auf Rohstoffexporte angewiesen sind, seit dem Ausbruch der Rohstoffkrise vor zwei Jahren ebenfalls an.

**Diagramm 1: Öffentliche Verschuldungsquoten verschiedener Regionen seit 2000 [in %]**



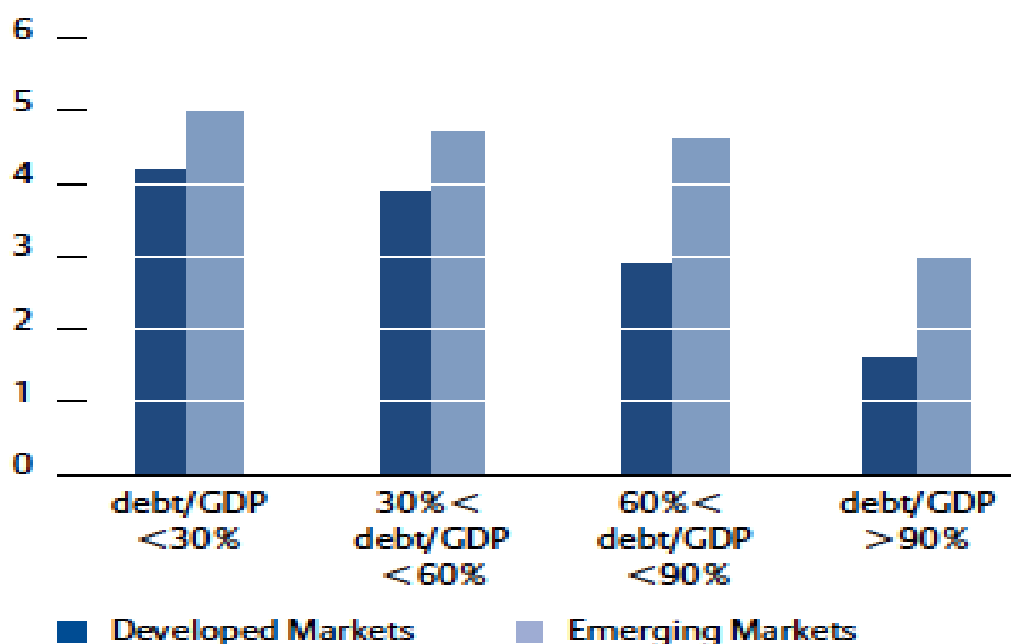
Quelle: AGI (2016): *Is there Scope for Fiscal Easing*, Investment Forum, S.2; Stand: 2015 (Jahresdaten).

Die Betrachtung der Verschuldungsquoten ist schon alleine deshalb wichtig, weil viele Research-Publikationen zeigen, dass bei einer bezogen auf das BIP erhöhten öffentlichen Verschuldung niedrigere Wachstumsraten zu verzeichnen sind, unabhängig davon, in

<sup>3</sup> Vgl. dazu die Ausführungen in REINHART/ROGOFF (2009): *This time is different*, Princeton University Press.

welchem Entwicklungsstatus sich das Land befindet. Dabei hat sich eine Verschuldungsquote über 90% als kritische Grenze herausgestellt. Unklar ist dabei, ob die Kausalitätskette derart verläuft, dass ein hoher Schuldendienst zu Wachstumseinbußen führt oder ob die Stimulierung des Wachstums einer Volkswirtschaft im Ergebnis hohe Verschuldungsquoten ergeben. Klar ist aber, dass sich bei Ländern, wo im Trend niedrigere Verschuldungsquoten verzeichnet wurden, höhere Wachstumsraten generieren lassen, als bei Ländern, wo sich die Verschuldung im Trend erhöht hat (siehe Diagramm 2). Das gilt sowohl für entwickelte Länder als auch für Emerging Markets.

**Diagramm 2: Reales BIP-Wachstum in Abhängigkeit der Verschuldungsquoten in 2015 [in %]**



Quelle: AGI (2016): *Is there Scope for Fiscal Easing*, Investment Forum, S.2; Stand: 2015 (Jahresdaten).

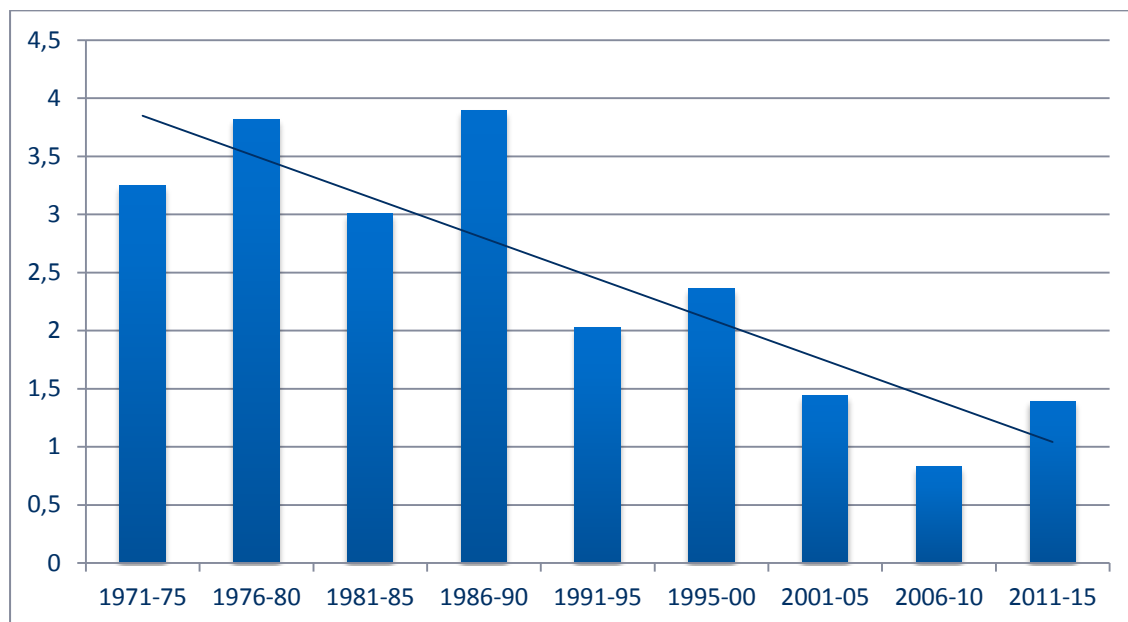
In der Konsequenz bedeutet dies, dass sich durch eine Erhöhung der Verschuldungsquote mithilfe eines fiskalpolitischen Stimulus speziell für die entwickelten Länder, bei denen die durchschnittlichen Verschuldungsquoten zumeist deutlich über 90% des BIP liegen, in der Tendenz vergleichsweise geringe Wachstumsimpulse erzielen lassen. Doch wie können künftig Wachstumsimpulse generiert werden, wenn nicht über eine Erhöhung der Verschuldung?

Zur Näherung an diese überaus schwierige Frage muss man sich mit dezidierten makroökonomischen Theorien auseinandersetzen. Glaubt man der nachfrageorientierten Makroökonomie wird sowohl bei der Geldpolitik als auch besonders bei der Fiskalpolitik zu wenig unternommen, um die Nachfrage zu stimulieren. Dadurch wird eine Erholung der Schulden- und Arbeitslosenquoten gebremst. Misst man der angebotsorientierten Makroökonomie mehr Bedeutung zu, verhindert die Notenbank ebenfalls eine Erholung, aber aus anderen Gründen. Die niedrigen Zinsen stören einen Reinigungsprozess (z.B. Eliminierung maroder Firmen, die nicht investieren), der die Neuausrichtung der Volkswirtschaften unterstützt und Überkapazitäten abbaut, was erneut die Grundlage für Investitionen ist und eine mittelfristig ausgelegte Wachstumsdynamik schafft.

Wird Wachstum also durch einen Abbau von Überkapazitäten und Fehlallokation (=Produktion) oder mehr Nachfragestimulierung (=Konsum) generiert?

Langfristig ist es sicherlich eher die Angebotsseite, die für nachhaltiges Wachstum einer Volkswirtschaft verantwortlich ist, denn Wachstum wird von der Verfügbarkeit und Allokation von Produktionsfaktoren wie Kapital, Arbeit und Technologie bestimmt. Nicht umsonst berechnen Volkswirte auf Basis dieser Faktoren das Potenzialwachstum eines Landes, welches speziell bei den etablierten Volkswirtschaften seit Jahrzehnten rückläufig ist. Dies liegt v.a. an einem rückläufigen, weniger konjunkturbeeinflussten Trendwachstum. Ein rückläufiges Trendwachstum beobachten wir in der entwickelten Welt hauptsächlich aufgrund der rückläufigen Produktivität, d.h. das Verhältnis zwischen produzierten Gütern und den dafür benötigten o.a. Produktionsfaktoren. Letztere sind bei den Volkswirtschaften nicht optimal ausgenutzt, wodurch sich eine Produktionslücke („Output Gap“) ergibt. In der Theorie sinkt bei einer Produktionslücke die Inflation, es erhöht sich die Arbeitslosigkeit und die Importe sinken aufgrund der gesunkenen Kaufkraft. In Diagramm 3 sieht man, dass seit den Siebziger Jahren der oben beschriebene Zusammenhang eines rückläufigen Trendwachstums bei den etablierten Volkswirtschaften der USA, Japan und Deutschland (G3) vorliegt. Eine Begründung liegt u.a. an den Konsolidierungszwängen der Staaten der letzten Jahrzehnte, so dass die Staatsausgaben im Verhältnis zum BIP bei den Industrieländern rückläufig waren. Weitere Gründe sind neben demographischen Problemen eine hohe Verschuldung des privaten Sektors, niedrige Lohnzuwächse und unterdurchschnittliche technologische Fortschrittsraten.

**Diagramm 3: Durchschnitt der jährlichen G3-Wachstumsraten seit 1971 [in %]**



Quelle: WELTBANK DATENBANK (2016), Stand: Ende 2015 (Jahresdaten; G3 Durchschnitt arithmetisch aus USA, Deutschland und Japan).

Das langfristige Wirtschaftswachstum eines Landes hängt also in erster Linie vom Volumen und der Qualität seiner Produktionskapazitäten ab. Kurzfristig wird die Wirtschaft aber eher von der Nachfrageseite getrieben. So entsteht unmittelbar kein Wachstum ohne Kapazitätsausweitungen und Investitionen. Positive Investitionsentscheidungen werden nämlich hauptsächlich durch eine steigende Nachfrage und wachsendes

Unternehmervertrauen generiert. Ohne erwartete oder reale Nachfragezuwächse gibt es weder Investitionen noch können neue Arbeitsplätze entstehen. Unternehmen investieren, wenn ihre Auftragsbücher voll sind und nicht, wenn sie Kapazitäten abschreiben müssen und Märkte konsolidieren. Die Finanzierung dieser Investitionen wird v.a. durch Kredite und weniger durch eine Erhöhung der Sparquote sichergestellt. So bedarf es keiner hohen Sparquote, um eine ausreichend hohe Investitionsquote sicherzustellen. Vielzitiert wird heutzutage der Satz „das Angebot schafft seine eigene Nachfrage“. Dahinter steht der Gedanke, dass bei entsprechender Produktion ein Volkseinkommen generiert wird, das wiederum die Nachfrage nach Gütern sicherstellt. Wachstum folgt demnach auf Reformen bzw. der Konsum folgt auf die Produktion der Ware/Dienstleistung. Bei dieser Theorie stellt sich mir jedoch die Frage, auf welcher Grundlage ein Unternehmen etwas produzieren soll, wenn es sich über den zukünftigen Absatz im Unklaren ist? Schließlich werden Arbeitnehmer nicht in der Erwartung eingestellt, dass sie die selbst hergestellten Produkte kaufen. Viel logischer ist doch, dass zumindest kurzfristig die Nachfrage ihr eigenes Angebot schafft, da Überkapazitäten wieder profitabel genutzt werden können und Investitionen vorangetrieben werden.

Liegt das durch Kredite finanzierte Nachfragewachstum mittelfristig weit über dem Potenzialwachstum eines Landes, ist dies ein Indiz für Überhitzung und für die Notwendigkeit von Reformen, um eine effizientere Nutzung der Produktionsfaktoren sicherzustellen. Von diesem Zustand ist Europa allerdings weit entfernt, eher das Gegenteil ist der Fall. Deshalb sind Forderungen nach einer höheren Sparquote in Europa völlig unangemessen. Steigt das Vertrauen in der Unternehmerschaft durch wachsende Nachfrage, so führt dies bei den gegebenen Überkapazitäten eher zu Wachstum als zu höheren Importquoten oder zu Inflation. Entscheidend für Wachstum ist eine reaktionsfreudige und durch den Staat geförderte Unternehmerschaft, die durch positive Nachfrageeffekte relativ schnell animiert wird, Kapazitäten auszubauen und somit Arbeitsplätze zu schaffen. Ein Kapazitätsabbau führt hingegen zu einer negativen Spirale von zunehmender Arbeitslosigkeit und Insolvenzen. Es ist jedoch nicht ausreichend, nur die Nachfrage zu stimulieren. Benötigt werden auch Reformen und strukturelle Veränderungen, damit die Angebotsseite die Nachfrageimpulse in nachhaltiges Wachstum verwandelt.

Grundsätzlich haben die niedrigen Zinsen den Handlungsspielraum der europäischen Fiskalpolitik erhöht. Die EZB hat die Basis geschaffen, damit die Fiskalpolitik agieren kann. Das Problem ist, dass es kaum einer Regierung gelungen ist, den Übergang zwischen kurzzeitiger Krisenbekämpfungspolitik und langfristiger Reformpolitik zu meistern. Es blieb bei der Nachfragestimulierung durch die Geldpolitik, während Reformen auf der Angebotsseite ausgeblieben sind. Die historisch hohe Arbeitslosenquote in der Eurozone ist ein Beleg dafür. Spar- bzw. Austeritätsmaßnahmen sind aktuell kontraproduktiv und fördern anhaltend niedrige Zinsen. Deshalb ist es eher die Passivität der Fiskalpolitik, die die Effektivität der EZB-Maßnahmen einengt, da die Fiskalpolitik es bisher unterlässt, den von der EZB geschaffenen Raum zu nutzen und die Nachfrage zu stimulieren.

Eine Zentralbank kann mit ihren ihr zur Verfügung stehenden Instrumenten keine strukturellen Probleme lösen, sondern nur Zeit kaufen. Wenn eine gewisse Zinsgrenze erreicht ist und die Mitgliedstaaten keine Strukturreformen durchgeführt haben, ist leider nichts gewonnen. Im Gegenzug sind mit den unkonventionellen Maßnahmen, wie QE, jedoch eine ganze Menge Risiken verbunden. Durch die nachhaltige Senkung der Zinssätze werden die Finanzmärkte komplett verzerrt. Wie aktuell speziell an den Zinsmärkten zu beobachten ist, entsteht die Gefahr, dass Investitionen in riskante oder

ineffektive Geschäfte fließen, die keinen tatsächlichen Ertrag versprechen. Nicht zuletzt sinkt der Druck auf die Regierungen, ihre Haushalte zu konsolidieren und eine solide Finanzpolitik zu machen ("Fiscal Dominance"). In der Konsequenz bedeutet das bei einem Anstieg der Zinsen, dass manche Staaten sofort pleite wären. Deutschland könnte plötzlich mit einem riesigen Haushaltsdefizit konfrontiert sein, ganz zu schweigen von Italien oder Frankreich mit einem viel höheren Schuldenstand. Das Grundproblem ist, dass die Zinsen ihre Funktion verlieren, Kapital der nützlichsten Verwendung zuzuführen. Die EZB hatte zu Beginn der Finanzkrise gar keine andere Wahl, als unkonventionelle Maßnahmen durchzuführen, schon allein um den Mitgliedstaaten Zeit zum Handeln zu verschaffen. Damals war keine andere Institution in der Eurozone in der Lage, schnell genug zu handeln. Aber heute, sechs Jahre später, wird dieses Argument immer schwächer. Die Interdependenz zwischen Fiskal- und Geldpolitik benötigt meines Erachtens eine Zielgröße für die Notenbank, die diese Beziehung reflektiert. Ein Inflationsziel kann zum Beispiel nicht nachhaltig erreicht werden, wenn die Volkswirtschaft entweder deutlich unter oder über ihrem Potenzial wächst. Trotzdem ergibt sich kein konkreter Handlungsbedarf für die Fiskalpolitik, wenn die Inflationsrate unter die Zielgröße fällt, da Preisstabilität als alleinige Aufgabe der Notenbank gesehen wird. Um die Fiskalpolitik enger mit der Geldpolitik zu verknüpfen, wäre es zum Beispiel sinnvoll, ein nominales BIP-Wachstum zu definieren, zu dessen Erreichen sich die Notenbank verpflichtet. Voraussetzung wäre, dass die Notenbank die Fiskalpolitik durch ihre Zinspolitik optimal einbindet. Dies würde eine bessere Abstimmung zwischen Fiskal- und Geldpolitik mit sich bringen, da die Fiskalpolitik kurzfristige Wachstumsimpulse deutlich schneller erreichen könnte, v.a. in Krisenphasen oder in einem Umfeld extrem niedriger Renditen. Eifrige Leser meiner Kolumnen werden bemerken, dass dieser Vorschlag nicht weit entfernt von dem Konzept des Helikoptergeldes ist!

Wenn wir jetzt davon ausgehen, dass in Zeiten sehr niedriger oder negativer Zinsen bzw. einer sehr expansiven Geldpolitik die fiskalpolitischen Impulse trotz erhöhter Verschuldungsquoten Sinn machen, welche Impulse wären denn die am meisten förderlichsten für Wachstumsstimulierungen?

Generell stehen dem Staat folgende Stimuli zur Verfügung:

- Erhöhung der Staatsausgaben mithilfe von Investitionen (z.B. durch die Vergabe von öffentlichen Aufträgen)
- Senkung der Einkommens- und Verbrauchssteuern
- Erhöhung der Transferzahlungen (z.B. durch die Erhöhung der Sozialleistungen und Förderung von Beschäftigungsprogrammen)

Teilweise werden in der Literatur auch die Senkung der Lohnstückkosten herangezogen, aber die Effektivität ist umstritten. Sie erhöhen zwar die Auslandsnachfrage, führen aber zu einer Senkung des gesamtwirtschaftlichen Lohnniveaus, so dass die Kaufkraft bzw. die Inlandsnachfrage sinkt. Am sinnvollsten und einfachsten umzusetzen sind bei dem aktuellen Zinsumfeld und der Verschuldungssituation der Industrieländer sicherlich der erste Punkt, eine Erhöhung der Staatsausgaben mithilfe von Investitionen. Dabei könnte der Staat z.B. gezielt in menschliches und physisches Kapital investieren. Investitionen in das Bildungssystem, Infrastrukturmaßnahmen, den Ausbau von innovativen Technologien sowie eine Erhöhung der Energiebedarfsunabhängigkeit vom Ausland sind nur einige der Möglichkeiten. Wichtig ist allerdings, dass der Einsatz fiskalpolitischer Maßnahmen langfristige Reformziele, die das Produktivitätswachstum fördern, nicht belastet. So sieht es

auch der Juncker-Plan grundsätzlich vor, doch dieser Plan kann nur eine Grundlage, nicht jedoch das Endergebnis sein! Sicherlich werden die Erfolge dieser Investitionen nicht unmittelbar sichtbar werden, aber im Verlauf der Jahre ist es möglich, dass der BIP-Zuwachs die anfänglichen Investitionsausgaben überkompensiert. Solange die Zentralbanken diese Entwicklung mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik unterstützen, werden auch die Refinanzierungskonditionen kaum steigen, so dass die private Nachfrage nicht verdrängt wird („Crowding-Out Effekt“).

Weitere Gründe, die für eine Intensivierung fiskalpolitischer Stimuli sprechen, sind in Europa vor allem:

- die Belastungen aus der Flüchtlingskrise,
- zusätzliche Ausgaben für den Verteidigungshaushalt durch terroristische Akte,
- zusätzlicher politischer Druck aufgrund der Austeritätsmüdigkeit vor den in vielen wichtigen europäischen Ländern anstehenden Wahlen und
- die geringere Zinsschuld und der sich erweiternde Budgetspielraum, was sich aufgrund des andauernden Rückkaufsprogramms der EZB ergeben hat.

Wie bereits erwähnt, sind die europäischen Produktivitätszuwächse nach der Finanzkrise eher schwach ausgefallen und die Lohnzuwächse seitdem unterproportional mitgewachsen, was zusätzlich zu den o.a. Gründen zu einem Anstieg der Unzufriedenheit bei großen Teilen der Bevölkerung führte. Dies wurde durch die von der EZB betriebene expansive Geldpolitik und die damit ausgelöste Vermögenspreisinflation nur verstärkt. Die eigentlichen Profiteure nach der Finanzkrise waren hauptsächlich diejenigen in der Gesellschaft, die bereits über ein signifikantes Vermögen verfügten. Im Rahmen der sich weiter verschärften Vermögensumverteilung von Arm zu Reich nahm in der Konsequenz der politische Druck auf die etablierten Parteien zu. Die ideologischen Ränder gewinnen vermehrt Stimmen, was den aktuell eingeschlagenen politischen Kurs der Volksparteien zum Wanken bringen dürfte. Auch deshalb ist eine Änderung der Austeritätspolitik in der Eurozone aus meiner Sicht unabdingbar.

Regulatorisch durchsetzbar ist diese geänderte Politik in der Eurozone aber nur schwer. Schließlich fordert der Euro-Stabilitätspakt im Wesentlichen, dass im Zusammenhang mit dem Euro in wirtschaftlich normalen Zeiten ein größtenteils ausgeglichener Staatshaushalt sowie eine Begrenzung der öffentlichen Verschuldung beachtet werden. Es gilt u.a. eine maximale Schuldenquote von 60% des BIP sowie eine Nettoneuverschuldungsgrenze von 3% des BIP. Bei Überschreiten dieser Regeln sind Maßnahmen einzuleiten, die ein Mitgliedsstaat dazu befähigen, die festgelegten Grenzen in absehbarer Zeit wieder zu erreichen. Diese Tatsache verhindert bei vielen Ländern der Eurozone eine drastische Ausweitung des Fiskalmultiplikators. Sicherlich besteht die Möglichkeit, dass die EU-Kommission größere Flexibilität walten lässt und dass Länder mit ohnehin bestehendem fiskalpolitischem Spielraum, speziell Deutschland, die EZB bei der makroökonomischen Stabilisierung des Euroraums unterstützen. Zusätzlich könnten im Zusammenhang mit der Bekämpfung des Terrors oder der Flüchtlingskrise Ausnahmeregelungen zur vorübergehenden Überschreitung oben definierter Grenzen erlassen werden.

#### Fazit:

In der aktuellen Phase von Überkapazitäten und privater Zurückhaltung bei Investitionen sind sinkende Zinsen und zusätzliche QE-Maßnahmen weniger effektiv als eine ansteigende effektive Nachfrage durch die Fiskalpolitik und somit eine höhere Auslastung

der Kapazitäten. So liegt die Aussage nahe, dass eine Kombination von Geld- und Fiskalpolitik die bessere Lösung für die Eurozone wäre. Auch wenn es mit dem Euro-Stabilitätspakt regulatorische Hindernisse gibt, sind vorübergehende Ausnahmeregelungen für eine Abkehr der Austeritätspolitik denkbar. Beispielhaft sind hier die Flüchtlingskrise oder die Terrorbekämpfung zu nennen. Um kurz- bis mittelfristig den Wachstumsausblick für Länder in der Eurozone zu verbessern, sind nachfrageorientierte Maßnahmen zu empfehlen. Allerdings nur unter der Prämisse, dass der Einsatz fiskalpolitischer Maßnahmen langfristige Reformziele, die das Produktivitätswachstum fördern, nicht unterbindet. Dabei dürfte ein gezieltes Investment in physisches und menschliches Kapital (Bildung, Infrastruktur, Technologien) sinnvoll sein. Unterstützt werden diese Investitionen durch die aktuell bereits sehr expansive Fiskalpolitik der EZB, die auch im Hinblick auf die Verschuldungsquoten der Mitgliedsstaaten verhindern sollte, dass die Zinsen kurzfristig deutlich ansteigen.

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.