

Weltweiter Wirtschaftsabschwung – V- oder L-Entwicklung?

Die Weltkonjunktur hat sich in den letzten Jahren so stark abgekühlt wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Innert kurzer Zeit sind alle OECD-Länder in eine starke Rezession abgeglitten. Das Welthandelsvolumen ist im Januar gegenüber dem Vorjahr um über 17 Prozent eingebrochen. Während sich der Abschwung noch im Herbst 2008 auf einzelne Branchen wie die Autozulieferindustrie und die Textilindustrie konzentrierte, sind mittlerweile alle Exportbranchen in die Krise hineingezogen worden. Wie konnte es soweit kommen?

Position economiesuisse

In einem Ländervergleich wird versucht, die realwirtschaftlichen Konsequenzen für verschiedene Gruppen von Nationen abzuleiten. Dabei wird zwischen drei Typen von Ländern unterschieden: Länder, die selbst durch eine Immobilienkrise betroffen sind; solche, die stark in den internationalen Finanzmärkten involviert waren sowie Exportländer, die durch die weltweite Konsumnachfrage profitiert haben. Die Schweiz muss sich darauf einstellen, dass die Wachstumsraten mittelfristig tief bleiben. Die importierte Rezession wird nicht rasch in einen importierten Konjunkturaufschwung münden.

17. April 2009

Nummer 10

dossierpolitik

Der weltweite Wirtschaftsabschwung – V- oder L-Entwicklung?

Es herrscht eine historisch aussergewöhnliche Situation. In weniger Monaten sind alle OECD-Länder in eine starke Rezession abgeglitten.

Die aktuelle Lage auf den Weltmärkten ist besorgniserregend. Die Weltkonjunktur hat sich so stark abgekühlt wie seit Jahrzehnten nicht mehr. In weniger Monaten sind alle OECD-Länder in eine starke Rezession abgeglitten. Die Prognosen für 2009 und 2010 werden laufend und drastisch nach unten korrigiert. Der IMF rechnet für dieses Jahr mit einer durchschnittlichen Weltwachstumsrate von minus 0,5 Prozent. Lediglich einige Schwellenländer wie China und Indien wachsen weiter. Wir haben es damit auch mit einer historisch aussergewöhnlichen Situation zu tun. Das Welthandelsvolumen ist im Januar gegenüber dem Vorjahr um über 17 Prozent eingebrochen. Während sich der Abschwung noch im Herbst 2008 auf einzelne Branchen wie die Autozulieferindustrie und die Textilindustrie konzentrierte, sind mittlerweile alle Exportbranchen in die Krise hineingezogen worden.

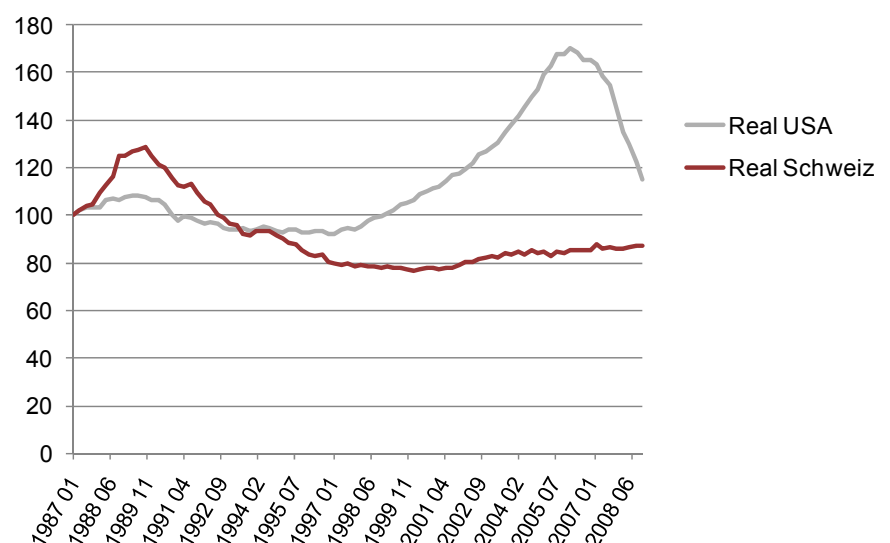
Ausgangspunkt des aktuellen Wirtschaftsabschwungs ist die Entwicklung auf dem US-Immobilienmarkt.

Wie konnte es soweit kommen? Ausgangspunkt des aktuellen Wirtschaftsabschwungs ist die Entwicklung auf dem US-Immobilienmarkt. Bereits Anfang des neuen Millenniums haben einige Finanz- und Wirtschaftsexperten vor einer Überhitzung des amerikanischen Häusermarktes gewarnt. Tatsächlich gibt es bei der jetzigen Krise erstaunliche Parallelen zu vergangenen Spekulationsblasen im Immobilien- und Bankensektor. Grosse Preissteigerungen des entsprechenden Wirtschaftssektors, enorme Kapitalimporte, eine massive Zunahme der öffentlichen Verschuldung, ein stark anwachsendes Leistungsbilanzdefizit sowie eine Reduktion des realen Wirtschaftswachstums ein bis zwei Jahre vor der Krise sind klare Indizien einer Überhitzung.¹

Rückblickend sprachen sämtliche Indikatoren der USA eine eindeutige Sprache. Die Grafik 1 zeigt die durchschnittlichen Preise für Einfamilienhäuser für die USA im Vergleich zur Preisentwicklung in der Schweiz seit 1987. Ab dem Jahr 2000 stiegen die Preise für Häuser in den USA stark an. Besonders ausgeprägt war die Preisentwicklung in den Jahren 2004 und 2005. Ab 2006 sanken die Preise zuerst leicht, dann aber erfolgte ein rasanter Einbruch. Offensichtlich platzte die Immobilienblase.

Während die Immobilienpreise in der Schweiz seit 2000 nur leicht anstiegen, erlebte die USA eine massive Preisentwicklung. Ab 2006 erfolgte dann ein rasanter Einbruch.

Grafik 1: Reale Immobilienpreisentwicklung USA, CH



Quelle: Wüest&Partner, S&P Case-Shiller, Bundesamt für Statistik, Bureau of Labor Statistics, Quartalsdaten.

¹ Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff, 2009, The Aftermath of Financial Crises, NBER Working Paper No. 14656, Januar 2009.

Die Grundproblematik einer Spekulationsblase liegt darin, dass sie erst dann mit Sicherheit als solche entlarvt wird, wenn sie platzt.

Die Grundproblematik einer Spekulationsblase liegt darin, dass sie erst dann mit Sicherheit als solche entlarvt wird, wenn sie platzt. Steigen die Vermögenspreise über einen längeren Zeitraum stärker an als in der Vergangenheit, wird dieses Überwachstum rationalisiert: Der Preisanstieg sei aufgrund von Produktivitätssteigerungen und Technologiefortschritt gerechtfertigt oder die Zeiten hätten sich eben geändert. Solche Aussagen der Analysten hörte man auch in Zeiten massiver Preissteigerungen auf dem amerikanischen Häusermarkt. Der US-Immobilienboom sei keinesfalls eine Spekulationsblase, sondern liesse sich durch Finanzinnovationen sowie durch den grossen Kapitalimport aus asiatischen und ölexportierenden Schwellenländern begründen. Gerade die internationale Kapital- und Kreditverflechtung reduziere die (Ausfall-)Risiken auf ein Minimum. Die tiefen Volatilitäten auf den Finanzmärkten schienen diese These zu bestätigen. Selbst das aussergewöhnlich hohe Leistungsbilanzdefizit der USA, das zu Bestzeiten in etwa zwei Drittel der weltweiten Leistungsbilanzüberschüsse ausglich, wurde mit der flexiblen Wirtschaftsstruktur, dem Technologieboom und der grossen Innovationskraft der USA begründet.

Durch höhere Zinsen stieg die Ausfallquote der Hypothekarrückzahlungen ab 2006 massiv an. Zusätzlich erwiesen sich die neu geschaffenen Finanzkonstrukte als undurchschaubar.

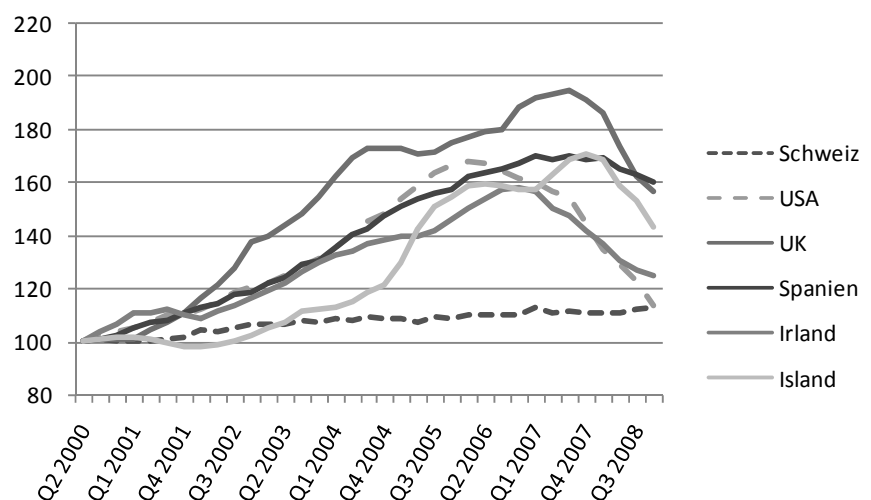
Die US-amerikanische Zentralbank erhöhte ab 2004 sukzessive die Zinsen. Ab 2006 stieg die Ausfallquote der Hypothekarrückzahlungen stark an, die Risikoprämien schossen in die Höhe und die Banken und andere Finanzinstitute hatten massive Abschreibungen auf Kredite und Kreditderivate zu verbuchen. Zusätzlich erwiesen sich die neu geschaffenen Finanzkonstrukte als undurchschaubar. In der Folge sanken nicht nur die Häuserpreise rapide. Es machte sich auch – zeitlich verzögert – ein starkes Misstrauen unter den Banken breit, da nicht mehr abschätzbar war, wer die entstandenen Verluste zu tragen hatte. Spätestens mit dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers im September 2008 eskalierte die Bankenkrise zur Finanzmarktkrise.

Eine Vielzahl von Ländern war gleichzeitig von einer Immobilienblase betroffen.

Neben den USA gab es aber auch eine Reihe anderer Länder, bei denen die Indikatoren darauf hingewiesen haben, dass sich eine Spekulationsblase auf dem Immobilienmarkt gebildet hatte. Gleichzeitig hatten diese im Immobiliensektor eine ähnliche Entwicklung vollzogen. Grafik 2 beschreibt einen Ländervergleich auf dem Häusermarkt. Während in Deutschland kein und in der Schweiz nur ein moderater Preisanstieg stattfand, explodierten die Preise in Ländern wie Grossbritannien, Irland oder Spanien.

Nebst den USA hatten auch UK, Spanien, Irland und Island eine Spekulationsblase im Immobiliensektor. Im Gegensatz zu den USA erfolgt der Abschwung zeitlich verzögert. Auch scheint die Konsolidierung im Gegensatz zum amerikanischen Häusermarkt noch nicht abgeschlossen.

Grafik 2: Reale Immobilienpreisentwicklung



Quelle: Wüest&Partner, S&P Case-Shiller, Bundesamt für Statistik, Bureau of Labor Statistics, Quartalsdaten, Halifax House Price Index (UK), ES House Price Index, ESRI & PERMANENT TSB Avg. House Prices (IR), IC House Price Index.

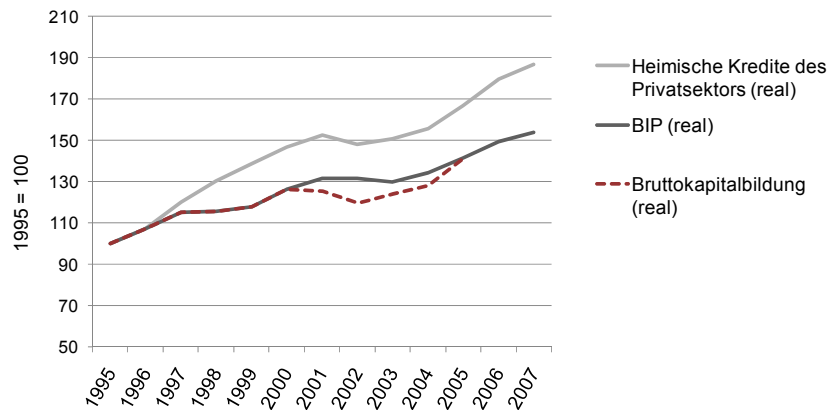
Die weltweite Kreditvergabe stieg in den letzten Jahren stärker als die weltweite Wertschöpfung.

Steigende weltweite Kreditvergabe

Der zentrale Treiber für die Blasenbildungen ist das weltweite Wachstum der Kreditvergabe, das durch das sinkende Zinsniveau und der damit verbundenen grossen Liquidität begünstigt wurde. Nicht nur in einzelnen Ländern wuchsen die inländischen Kredite überproportional zum BIP; auch aggregiert stieg die weltweite Kreditvergabe stärker als die weltweite Wertschöpfung. Während die Weltbruttokapitalbildung – also der Wert des physischen Kapitals wie Brücken, Eisenbahnen, Maschinen, Fabriken – etwa im selben Masse wie das Welt-BIP gewachsen ist, haben sich die Kredite seit 1995 vom Bruttoinlandprodukt abgekoppelt. Während 1995 das Kreditvolumen 13 Prozent grösser war als das BIP, überstiegen die Kredite an den Privatsektor bis 2007 das BIP um 37 Prozent. Die Welt hat sich in den letzten Jahren somit zusätzlich verschuldet. Bemerkenswert ist, dass die Kreditvergabe bis zum Platzen der New Economy-Blase stark anstieg, dann zurückging, um ab 2002 wieder stark anzusteigen.

Seit 1995 hat sich die weltweite Kreditvergabe vom weltweiten BIP immer mehr abgekoppelt.

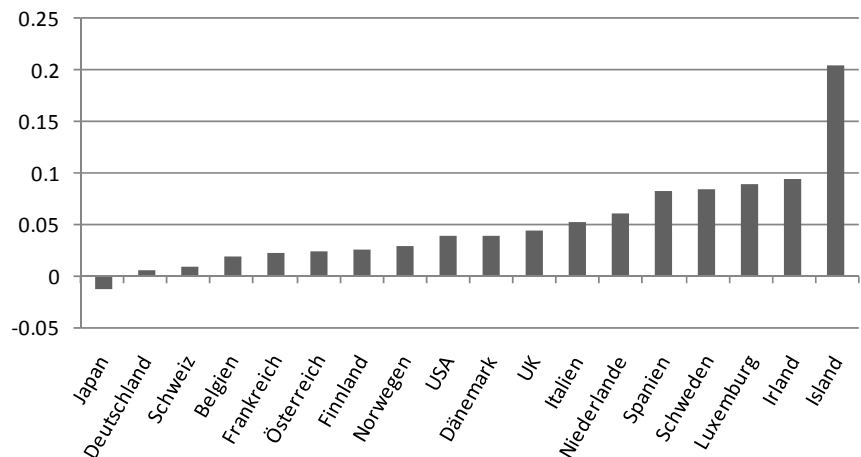
Grafik 3a: Entwicklung der heimischen Kredite
Weltweite Entwicklung seit 1995



Quelle: Weltbank und OECD

Länder wie Island oder Irland erlebten einen wahren Wachstumsboom bei den heimischen Krediten in den letzten Jahren.

Grafik 3b: Entwicklung der heimischen Kredite
Durchschnittliches Wachstum seit 1995



Quelle: Weltbank und OECD

Bei der Kreditvergabe gibt es beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern.

Die zusätzliche Kreditvergabe ist zwar ein weltweites Phänomen, es gibt jedoch beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern. Grafik 3b beschreibt das Wachstum der inländischen Kredite in einzelnen Ländern im Vergleich zum Wachstum des entsprechenden BIP. Ein Nullwachstum bedeutet, dass die inländischen Kredite im Verhältnis zum BIP konstant geblieben sind. Praktisch für alle hier dargestellten Länder sind die heimischen Kredite im Vergleich zum BIP überproportional gewachsen. Einzige Ausnahme ist Japan, das seit 1995 ein Negativwachstum erlebte. Bemerkenswert ist Island, das ein durchschnittliches jährliches Wachstum von über 20 Prozent bei der heimischen Kreditvergabe hatte: Seit 1995 hat sich das Volumen versechsfacht. Für die Weltwirtschaft aber besonders relevant war die Entwicklung in den USA. Aus politischen Gründen wurden Kreditinstitute in den USA aufgefordert, gerade einkommensschwache Haushalte zu finanzieren. Seit 1995 manifestiert sich dieser politische Wille auch im Wachstum der Kreditvergabe auf dem Häusermarkt. Ebenfalls ab Mitte der 90er-Jahre ist eine Vielzahl von Finanzderivaten mit extremen Hebelwirkungen (Leverage) entstanden, die den Zugang zu Kapital erleichterten.²

Durch eine weltweit gesteigerte Konsumnachfrage haben viele Exportnationen profitiert.

Globalisierung und Welthandel

Zusätzliche Kredite wurden besonders in den USA nicht nur zu Investitions-, sondern auch zu Konsumzwecken aufgenommen. Viele Privatpersonen in den USA überschuldeten sich. Die Sparquote der Haushalte sank und der aggregierte Konsum stieg. Bemerkenswert ist nun die Tatsache, dass nicht nur der Konsum anstieg, sondern auch dessen Anteil am BIP. Gerade global stark vernetzte Volkswirtschaften partizipieren an den ausländischen Spekulationsblasen und profitieren durch Exporte oder zusätzliche Kreditvergabe in diese Länder. Durch die überhöhte ausländische Nachfrage verlagern weltweit die Volkswirtschaften ihre Wirtschaftsaktivitäten in diese (kurzfristig) wertschöpfungsreichen Sektoren. Dass die jetzige Krise eine weltweite ist und praktisch alle Nationen davon betroffen sind, hat also damit zu tun, dass in den letzten Jahren alle Volkswirtschaften an der Spekulationsblase beteiligt waren; je nach wirtschaftlicher Ausrichtung aber in unterschiedlicher Weise. Zwar hat die Finanz- und realwirtschaftliche Globalisierung den essenziellen Vorteil, dass Kapital, aber auch Güter und Dienstleistungen, in diejenigen Wirtschaftssektoren und Volkswirtschaften transferiert werden, die am meisten dafür bezahlen. Aber dies birgt auch die Gefahr in sich, dass die höchsten Preise genau dort geboten werden, wo sich eine Spekulationsblase bildet. Auf der Suche nach höheren Renditen verstärkt die „vagabundierende Liquidität“ die Blase und erhöht die Güter- und Dienstleistungsimporte.³

Seit 2002 stieg das Welthandelsvolumen stark an.

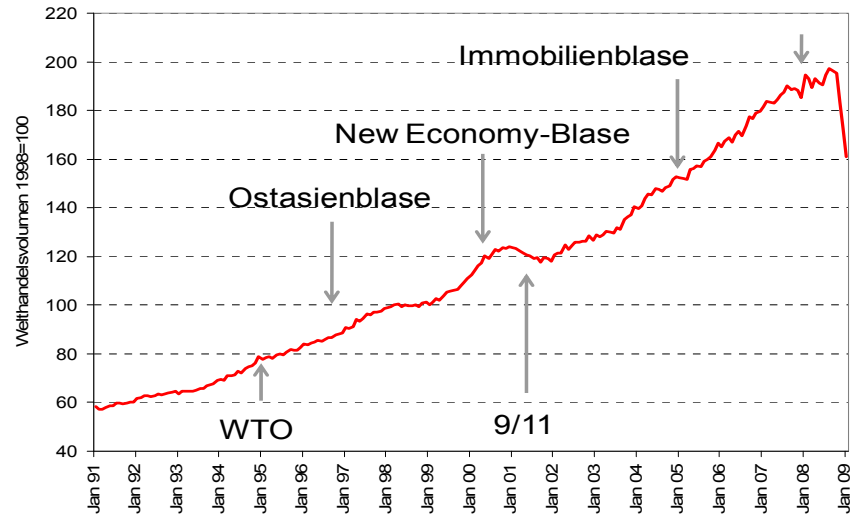
Die folgende Grafik 4 zeigt die Entwicklung des Welthandelsvolumens seit 1991. Mit der Gründung der WTO 1995 weitete sich der Welthandel deutlich aus. Die Höhe der realen Exporte und Importe wurde jeweils positiv von Blasenbildungen beeinflusst: Nach dem Platzen jeder Blase reduzierte sich das Welthandelsvolumen etwas, um kurz darauf wieder durch eine neue Blasenbildung noch mehr an Fahrt zu gewinnen. Besonders eindrücklich ist das exponentielle Wachstum des Welthandels ab 2002. Im Januar 2009 erfolgte ein abrupter Rückgang des Handels. Wachstum und Rückgang des Welthandelsvolumens erinnern stark an eine Blasenentwicklung. Erleben wir derzeit das Platzen einer Weltwirtschaftsblase?

² CDS entstanden 1997, die CDOs erlebten durch das *Copula Modell* im Jahre 2001 einen Boom.

³ Schnabl, Gunther und Andreas Hoffmann, 2007, Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets, MPRA Paper 4019.

Verschiedene weltweite Ereignisse spiegeln sich in der Entwicklung des Welthandels wider. Das starke Nachlassen globalen Handels verdeutlicht die Stärke des gegenwärtigen Abschwungs.

Grafik 4: Die Entwicklung des Welthandels



Quelle: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Die Rezessionstreiber in den verschiedenen Ländern

Ein überproportionales Wachstum von wirtschaftlichen Entwicklungen als Folge der zusätzlichen weltweiten Kreditvergabe erfordert erwartungsgemäss überproportionale Korrekturen.

Je nach wirtschaftlicher Ausrichtung können drei verschiedene Gruppen unterschieden werden.

Wie die bisherigen Überlegungen gezeigt haben, liegen die Ursachen der aktuellen Krise in den 90er-Jahren. Die Entwicklung auf den Immobilien- und Finanzmärkten blieb nicht ohne Folgen für die Wirtschaftsstrukturen, die sich seit 1995 in etlichen Ländern stark verändert haben. Diese Länder sind nun nach dem Platzen der Blase besonders exponiert: Ein überproportionales Wachstum von wirtschaftlichen Entwicklungen als Folge der zusätzlichen weltweiten Kreditvergabe erfordert erwartungsgemäss überproportionale Korrekturen. Aus Wachstumstreibern werden auf diese Weise Rezessionstreiber.

Je nach wirtschaftlicher Ausrichtung und Partizipation an der Immobilienblase in den USA können drei verschiedene Gruppen unterschieden werden: Die erste Gruppe umfasst Länder, die selbst durch eine Immobilienkrise betroffen sind. Sie sind die eigentlichen Epizentren der Krise. Die zweite Gruppe sind diejenigen Länder, die stark in den internationalen Finanzmärkten und in den globalen Kreditvergaben involviert waren und sind; sie sind die eigentlichen „Financiers“ der Krise. Die dritte Gruppe betrifft die Exportländer. Sie haben in den letzten Jahren durch eine übersteigerte weltweite Nachfrage des Auslands profitiert.⁴

Die Wirtschaftsaktivitäten haben sich verlagert

Die Wirtschaftsaktivitäten haben sich in den drei Gruppen in unterschiedlicher Weise verlagert und konzentriert. Länder der ersten Gruppe exponierten sich stark im Immobilien- und im Bausektor. Länder der zweiten Gruppe bauten in den letzten Jahren ihren Finanzsektor massiv aus. Grafik 5 zeigt einen Ländervergleich des durchschnittlichen jährlichen Wachstums in diesen zwei Branchen im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt. In den Ländern, die sich im Zentrum mit Nullwachstumsraten in beiden Branchen befinden, ist das Wachstum der beiden Branchen im Einklang mit dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum erfolgt.

Überproportionales Wachstum wird zu empfindlichen Korrekturen führen.

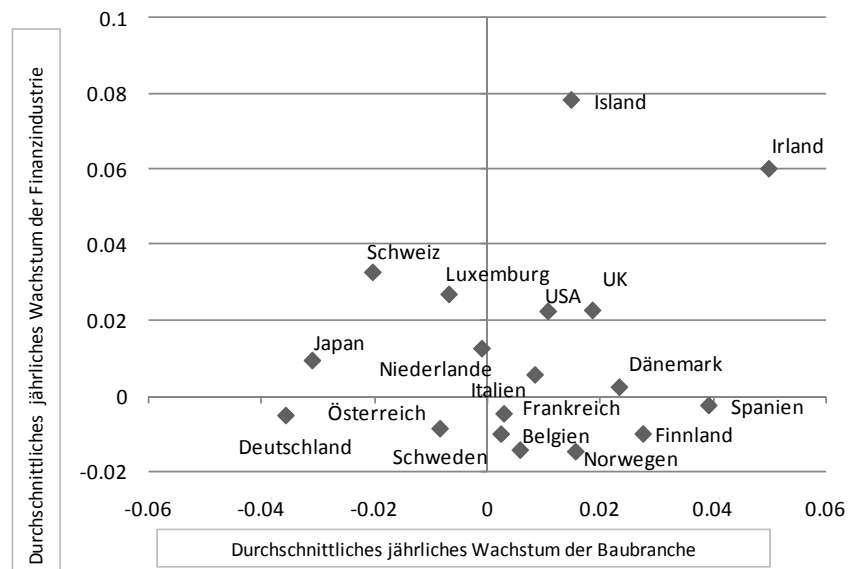
Irland, zurzeit eines der am stärksten betroffenen Länder, erlebte in beiden Branchen ein enormes Wachstum. Das irische Wirtschaftswunder fusste somit wesentlich im überproportionalen Wachstum in der Finanz- und Bauindustrie. Auch in Island hatten der Bankensektor und die Bautätigkeiten einen überproportionalen Anteil am BIP-Wachstum. Spanien wuchs schnell im Bausektor, das Wachstum im Finanzsektor entwickelte sich aber unter-

⁴ Schliesslich können die Emerging Markets als vierte Gruppe angefügt werden, die aufgrund eines Überangebots an Kapital von Investitionen profitiert haben.

durchschnittlich. Diese Tatsache kann u.a. einer der Gründe dafür sein, dass die Bankenwelt Spaniens bisher vergleichsweise wenig von der Krise tangiert wurde. Weiter erlebten ebenfalls die USA und Grossbritannien sowohl im Bau- als auch im Finanzsektor ein überdurchschnittliches Wachstum, das allerdings im Vergleich zu Island oder Irland weit geringer ausfiel. Während die angelsächsischen Länder in beiden Sektoren ein überproportionales Wachstum aufwiesen, haben Länder wie die Schweiz oder Luxemburg seit 1995 zwar den Anteil des Bankensektors am BIP stark ausgebaut, bei den Bautätigkeiten verringerte sich jedoch der entsprechende Anteil. Die Immobilienblasen haben somit zu einer starken Verschiebung der Wirtschaftsstruktur in mehreren Ländern geführt. Diejenigen Länder mit überproportionalem Wachstum in den beiden Branchen sind für die nächsten Quartale und Monate am stärksten gegenüber einer empfindlichen Korrektur exponiert.

Island, Irland, die USA und UK waren sowohl stark in der Finanzindustrie wie auch in der Baubranche involviert. Spanien wuchs schnell in der Baubranche.

Grafik 5: Durchschnittliche jährliche Entwicklung seit 1995
Finanzindustrie vs. Baubranche



Quelle: OECD. Entwicklung seit 1995.

Die Gewinner des Welthandels
kommen unter Druck.

Im Zuge der Immobilienblase verschoben sich auch die weltweiten Leistungsbilanzen der Volkswirtschaften. In Ländern, welche direkt von einer Immobilienblase betroffen waren, wuchs der Anteil der Importe im Vergleich zu der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung überproportional an. Island, die USA, Spanien, UK und Irland importierten Güter und Dienstleistungen weit stärker als sie im Gegenzug exportierten.

Die Schweiz, Norwegen und Luxemburg waren Länder, die von der weltweiten Nachfrage stark profitierten.⁵ Ihre Exporte wuchsen weit stärker als die Importe. In diesen Ländern hat sich demnach der Leistungsbilanzüberschuss seit 1995 stark erhöht. Folglich sind diese Länder gegenüber dem durch die Finanzmarktkrise ausgelösten Nachfrageeinbruch besonders stark exponiert.

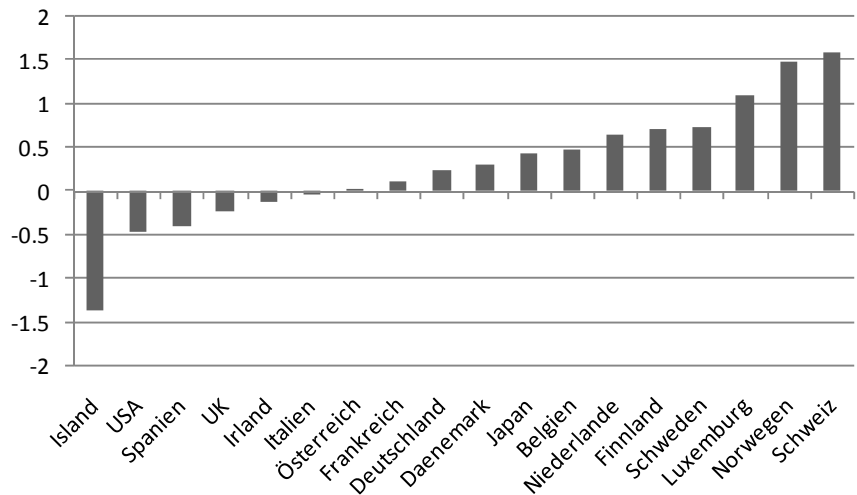
Je nach Land ist die Binnenwirtschaft oder die Aussenwirtschaft Ausgangspunkt der Rezession. (Grafik 7 beschreibt den Betroffenheitsgrad durch das In- und Ausland.) Die Ländergruppe „Immobilienblase“ leidet dabei vor allem unter den binnenwirtschaftlichen Folgen der Krise. Spanien, die USA, Island, Grossbritannien und Irland sind aufgrund der Entwicklungen der Finanz- und Bauindustrie in die gegenwärtige Wirtschaftskrise geschlittert. Diese Länder zeichnen sich auch dadurch aus, dass sie vom Ausland (durch Exporte)

⁵ Norwegen ist insofern mit den anderen Ländern schlecht vergleichbar, weil das Land hauptsächlich durch den Ölexport starke Leistungsbilanzüberschüsse erzielt.

weit weniger betroffen sind. Demgegenüber werden die Exportländer (und zum Teil die Bankenländer) durch das Ausland in die Krise gestürzt. Länder wie die Schweiz, Luxemburg, Österreich, Schweden und Deutschland sind mit stark rückläufigen Exporten konfrontiert. Gerade Deutschland und die Schweiz haben dabei ein sehr geringes binnenwirtschaftliches „Eigenverschulden“.

Das Leistungsbilanzdefizit ist in Ländern wie Island, USA oder Spanien in den letzten Jahren stark gewachsen.

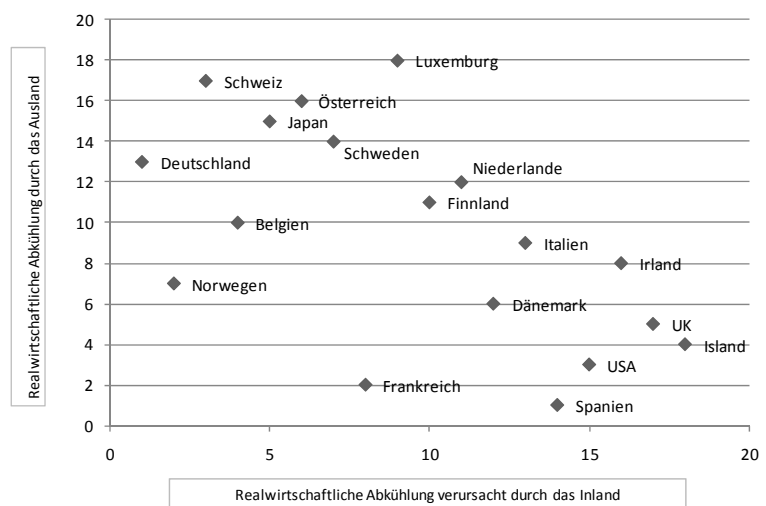
Grafik 6: Durchschnittliche jährliche Entwicklung der Leistungsbilanz⁶ seit 1995



Quelle: OECD. Entwicklung seit 1995.

Grafik 7 zeigt eine konsolidierte Darstellung einer Vielzahl von Variablen, die die Wachstumsraten pro BIP seit 1995 beschreiben. Dabei wurde zwischen inlandsrelevanten (Baubranche, Konsum usw.) und auslandsrelevanten (Leistungsbilanz, Exporte, Kreditvergabe usw.) Faktoren unterschieden. Die einzelnen Länder wurden für jeden Faktor geordnet und bewertet. Die Grafik beschreibt die aufsummierte Bewertung über alle Variablen hinweg.

Grafik 7: Woher kommt die Krise? Betroffenheit der Länder vom In- und Ausland



Quelle: OECD. Entwicklung seit 1995.

⁶ Die SNB verwendet im Gegensatz zum Ausland den Begriff Ertragsbilanz. Ein Minus bedeutet, dass die Importe stärker gewachsen sind als die Exporte. Im Falle der Schweiz sind die hohen Leistungsbilanzüberschüsse zu einem grossen Teil auf die Kapitaleinkommen und die Finanzdienste der Banken zurückzuführen. Auch die Warenexporte sind stärker gewachsen als die Importe.

Einiges spricht gegen eine schnelle wirtschaftliche Erholung.

Es gibt vereinfacht zwei Szenarien, wie sich die Weltwirtschaft entwickeln kann.

Die jetzige Krise hat erstaunliche Ähnlichkeiten mit früheren.

Weltwirtschaft, quo vadis?

Die zentrale Frage lautet: Wie lange dauert der Abschwung und wie tief wird er sein? Bis dato gehen die meisten Beobachter von einer Erholung der Weltwirtschaft im nächsten Jahr aus. Gegenüber dieser Einschätzung ist jedoch Skepsis angebracht.

Vereinfacht gibt es zwei Szenarien, wie sich die Weltwirtschaft in den nächsten Jahren entwickeln kann. Im ersten sinkt die Wertschöpfung rasant auf einen Tiefpunkt zu; ist dieser erreicht, erholt sich die Volkswirtschaft zügig. In kurzer Zeit ist der Abschwung durch das erneute und schnelle Wachstum kompensiert. Die BIP-Entwicklung hätte somit eine V-Form. Trifft dieses V-Modell zu, wäre die Krise 2010 überstanden. Auch im zweiten Szenario entwickelt sich die Wirtschaft rapide negativ, bleibt jedoch für längere Zeit auf tiefem Niveau, bevor ein moderater Aufschwung stattfindet. In diesem Falle würde es frühestens ab 2012 wieder moderat aufwärts gehen. Auch ist eine längere Stagnationsphase möglich. Die Entwicklung gleicht einer L-Form. Welches dieser beiden Szenarien ist wahrscheinlicher?

Die Immobilienkrise hat sich im September 2008 zu einer systemischen Banken- und Finanzmarktkrise ausgeweitet. Wie die historische Erfahrung lehrt, sind die realwirtschaftlichen Folgen einer solchen Krise gravierend. Reinhart und Rogoff (2008) haben die Auswirkungen in entwickelten Volkswirtschaften empirisch analysiert: Durchschnittlich sinken die realen Häuserpreise nach dem Platzen einer Blase während sechs Jahren. Der durchschnittliche Rückgang der realen Häuserpreise beträgt dabei 35,5 Prozent. Die Aktienpreise sinken weit stärker, wobei der Rückgang während rund dreieinhalb Jahren etwas weniger lange andauert als bei den Häuserpreisen. Der Preisrückgang auf den Immobilien- und Aktienmärkten führt zu hohen volkswirtschaftlichen Kosten: Das reale BIP sinkt in den ersten zwei Jahren nach der Krise um fast zehn Prozent und die Arbeitslosenquote steigt während fünf Jahren um sieben Prozentpunkte. Diese volkswirtschaftlichen Folgekosten haben auch starke Auswirkungen auf die Verschuldung der öffentlichen Haushalte. In Ländern mit einer Finanzmarktkrise stiegen die (realen) Staatsschulden drei Jahre nach der Krise um 86 Prozent.

Finanzkrisen besitzen Muster, die man auch in der gegenwärtigen Krise erkennt.

Tabelle 1: Die volkswirtschaftlichen Folgen von Finanzkrisen

	Durchschnittliche Veränderung	Durchschnittliche Dauer
Reale Häuserpreise	-35,5 Prozent	6,0 Jahre
Reale Aktienpreise	-55,9 Prozent	3,4 Jahre
Reales BIP	- 9,3 Prozent	1,9 Jahre
Arbeitslosigkeit	7,0 Prozentpunkte	4,8 Jahre
Staatsverschuldung in den ersten drei Jahren nach Krise	86,3 Prozent	

Quelle: Reinhart und Rogoff (2008).⁷

Ist nun davon auszugehen, dass die Folgen der Finanzmarktkrise in den USA im Vergleich zu früheren Krisen ähnlich sind? Wenn die Rezession rund zwei Jahre dauern würde wie der Durchschnitt der vergangenen Krisen, dann würde die Rezession im Herbst 2010 zu Ende gehen.⁸ Mit einer gewissen Verspätung käme der Aufschwung wohl im Jahr 2011 in Europa an.

Der Konsummotor USA kommt ins Stocken.

Im Gegensatz zu früheren Banken- und Finanzkrisen erschweren zwei Faktoren die Situation. Erstens ist mit den USA die mit Abstand grösste Volkswirtschaft der Welt betroffen und zweitens sind viele wirtschaftlich bedeutsame Länder gleichzeitig involviert. Auch

⁷ Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff, 2008, Banking Crises: An Equal Opportunity Menace, NBER WP 14587. Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff, 2008, The Aftermath of Financial Crises, Paper prepared for the American Economic Association Meetings in San Francisco, January 3, 2009.

⁸ Legt man die Definition des National Bureau of Economic Research (NBER) zugrunde, das den Beginn der Rezession in den USA auf Dezember 2007 determiniert, würde gemäss dieser Analogie der Aufschwung in den USA ein Jahr früher einsetzen.

wenn in den letzten Jahren die Bedeutung des amerikanischen Marktes für den internationalen Handel (leicht) abgenommen hat, sind die USA mit einem Anteil von rund 20 Prozent der weltweiten Importe immer noch die treibende globale Konjunkturlokomotive. Obwohl sich die globale Wirtschaft in den letzten Jahren diversifiziert hat, ist das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern wie China, Russland oder Indien nicht von den Industriestaaten entkoppelt. Kein Land oder keine Region scheint derzeit in der Lage zu sein, die Weltkonjunkturlokomotive USA abzulösen. Dauer und Tiefe der Krise hängen also – auch für die Schweiz – entscheidend davon ab, wie schnell die USA die Rezession überwunden haben. Die Initialzündung für den nächsten Aufschwung muss von Amerika aus kommen.

V- oder L-Szenario in den USA? Für eine V-Entwicklung spricht, dass die USA immer noch die wohl anpassungsfähigste Volkswirtschaft der Welt haben. Zudem fächern massive staatliche Impulsprogramme der Wirtschaft Luft zu. Während sich in den letzten Jahren die Privathaushalte stark verschuldet haben, springt der Staat nun als schuldenfinanzierter Nachfrager ein. Es scheint, dass die US-Regierung nun versucht, das offensichtliche Ungleichgewicht, das sich in den letzten Jahren gebildet hat, wieder herzustellen. Käme es zu einer raschen gesamtwirtschaftlichen Nachfrageerhöhung, könnten aufgrund der reduzierten Lagerbestände kurzfristig gar Kapazitätsengpässe auftreten und entsprechende Preisaufschläge auslösen. Für das V-Szenario sprechen auch die enorme Liquiditätsausweitung und die Nullzinspolitik. Dies legt den Nährboden für die nächste Blase. Eine V-Entwicklung würde demnach auf denselben Säulen ruhen wie die letzte Hochkonjunktur: Erhöhung der Verschuldung und eine ungleichgewichtige Entwicklung auf einzelnen Märkten. Der Aufschwung gäbe den USA und der Welt eine Verschnaufpause, und die notwendige Struktur-anpassung würde auf einen späteren Zeitpunkt vertagt. Mit der V-Entwicklung einher geht dementsprechend aber das Risiko eines erneuten vielleicht noch stärkeren Abschwungs in der Zukunft.

Einige Argumente sprechen aber gegen einen schnellen Rebound in den USA.

Einige Argumente sprechen aber gegen einen schnellen Rebound in den USA: Die Lösung der strukturellen Probleme in den USA – Stabilisierung des Bankensektors, Korrektur auf den Immobilienmärkten, Erhöhung der Sparquote der privaten Haushalte, Reduktion des Leistungsbilanzdefizits und der Konsumquote – sind mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Aufgrund der stark steigenden Staatsverschuldung schwindet auch der Interventionsspielraum des Staates. Eine längere Phase mit negativen oder tiefen Wachstumsraten ist plausibel. Wenn es aber gelingt, die strukturellen Probleme zu beseitigen, ist aufgrund der Anpassungsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft ein nachhaltiges Wachstum zu erwarten. Statt einer L- folgt die US-Wirtschaft in diesem Fall eher einer U-Entwicklung, d.h. die Wertschöpfung bleibt mittelfristig tief und steigt danach wieder.

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen dürften länger anhalten.

Vieles spricht dafür, dass ein starker Wachstumsimpuls aus den USA noch längere Zeit auf sich warten lassen wird. Die früheren Wachstumstreiber Bau-, Finanzindustrie und der private Konsum sind klare Rezessionstreiber. Auch aufgrund der globalen Dimension der Krise kann vermutet werden, dass die realwirtschaftlichen Auswirkungen länger anhalten, als der historische Durchschnitt von Krisen vermuten lassen würde. In der aktuellen Abschwungphase werden nun die seit Jahren aufgebauten Ungleichgewichte mit grosser Schnelligkeit abgebaut. Nach der Immobilien- und Finanzkrise haben wir es heute mit einer globalen Wirtschaftskrise zu tun.

Zusammenfassende Thesen

Während der letzten Jahre haben einzelne Branchen überproportional von den Übertreibungen an den Immobilien- und Finanzmärkten profitiert. Das überproportionale Wachstum dieser Branchen war der eigentliche Wachstumstreiber für die Gesamtwirtschaft, wobei die Wirkungen in den einzelnen Ländern aber unterschiedlich waren. Die Wachstumstreiber der Vergangenheit werden nun zu Rezessionstreibern. Aufgrund der voranstehenden deskriptiven Analyse lassen sich folgende Thesen ableiten:

- Der Finanzindustrie stehen weitere Korrekturen bevor. Der aktuelle Einbruch der Wertschöpfung in der Finanzindustrie hat zu einem grösseren Teil permanenten Charakter. Besonders in Ländern mit einem überproportionalen Wachstum der Finanzindustrie in Relation zum BIP wie in der Schweiz, in Irland, Luxemburg oder in den USA wird der Abbau der Arbeitsplätze deutlich ausfallen.
- Der Abbau der Überkapazitäten in der arbeitskräfteintensiven Bauwirtschaft führt in den Immobilienländern zu einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit. Spanien oder Irland sind dabei besonders betroffen.
- Der Rückgang des Konsums wird in denjenigen Ländern am stärksten ausfallen, die den Konsum über Kredite ausgedehnt haben. Neben der USA und Grossbritannien betrifft dies auch Spanien und einige Länder in Osteuropa.
- Das Platzen der Weltwirtschaftsblase wird diejenigen Länder am stärksten belasten, in denen während der letzten Jahre der Leistungsbilanzüberschuss deutlich angestiegen ist.
- Der Zeitpunkt des weltweiten Wiederaufschwungs hängt wie in der Vergangenheit von der Entwicklung in den USA ab. Die vergangenen Wachstumstreiber Bau- und Finanzindustrie und der private Konsum belasten die Konjunktur. In den USA ist daher nicht mit einem raschen und nachhaltigen Wiederaufschwung, sondern mit einer längeren Strukturbereinigungsphase zu rechnen. Kurzfristige Strohfeuer aufgrund der Konjunkturimpulse, der tiefen Lagerbestände und der hohen Liquidität sind aber nicht ausgeschlossen.
- Mit den Rezessionstreibern werden auch vor- und nachgelagerte Branchen erfasst, und die steigende Arbeitslosigkeit belastet generell den Konsum. Dies wiederum reduziert die weltweiten Exporte. Die Schweizer Exportwirtschaft kann daher nicht mit einer raschen und dauerhaften Erholung der Weltmärkte und folglich nicht mit einem schnellen Wiederanstieg der Exporte auf Vorkrisenniveau rechnen.
- Die Rückkoppelungen führen dazu, dass die gegenwärtige Weltwirtschaftskrise länger anhalten wird als vielfach erwartet. Die wirtschaftliche Korrektur nach dem Platzen der Blasen wird nicht innerhalb weniger Monate beendet sein. Ohne zusätzliche Innovation oder Technologiefortschritt kann es Jahre dauern, bis sich die Volkswirtschaften wieder im Gleichgewicht befinden und nachhaltig wachsen. Statt eines V oder eines L: Vieles spricht für eine U-Entwicklung.
- Die Schweiz muss sich darauf einstellen, dass die Wachstumsraten mittelfristig, d.h. während mehr als zwei Jahren, tief bleiben. Die importierte Rezession wird nicht rasch in einen importierten Konjunkturaufschwung münden. Nach dem starken exportbedingten Abschwung in diesem Jahr wird zunehmend auch die Binnenkonjunktur (Konsum, Bauinvestitionen) vom Konjunkturrückgang erfasst. Die Arbeitslosigkeit in der Schweiz wird dementsprechend auch für mehr als zwei Jahre deutlich ansteigen.

Rückfragen:

rudolf.minsch@economiesuisse.ch
philipp.bauer@economiesuisse.ch