

Realwirtschaftliche Auswirkungen der Entwicklungen auf den Finanzmärkten

Referat an der Tagung
„Wie sicher ist unsere Vorsorge?“
Zürich, 19. Juni 2009

Übersicht

- Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !
- Ein Erfolg der Bemühungen zur Lösung der Probleme ist noch nicht sicher !
- Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !
- „Konjunkturbelebungsprogramme“ - Können sie die Probleme lösen ?
- Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise“ ziehen ?

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- In den USA „begünstigte“ der „Community Reinvestment Act (CRA)“ von 1977 (bzw. 1995) die Vergabe von Hypothekarkrediten an wenig solvente Haushalte („Ninjna“-Haushalte).
- „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ erhielten dann den „Auftrag“, von Geschäftsbanken vergebene Hypothekarkredite aufzukaufen, zu strukturieren und als Mortgage-Backed-Securities an institutionelle Anleger weiterzuverkaufen und für diese Wertpapiere zu bürden.

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- 1997 kam die erste CRA-Anleihe auf den Markt.
- Das hohe Rating dieser Anleihen beruhte darauf, dass „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ als „Government Sponsored Enterprise (GSE)“ betrachtet wurden (implizite Staatsgarantie).
- Danach zunehmende Verbreitung des „Originate and Distribute“-Modells. Auch Finanzinstitute, die nicht in das „Subprime“-Segment „hinein-gezwungen“ wurden, verfolgten eine ähnlich grosszügige Kreditvergabepolitik, aber oft ohne eine ausreichende Qualitätskontrolle.

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- Die Kreditrisiken wurden „gepoolt“ und die auf den Forderungen basierenden Wertpapiere und deren Derivate an „Rendite“ suchende Investoren weitergereicht („Verbriefung“ macht Risiken handelbar).
- Die Kapitalmarktsätze waren aufgrund der grosszügigen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken nach dem Platzen der „New Economy“-Blase mehrere Jahre „aussergewöhnlich“ niedrig.
- Die Entwicklung der Konsumentenpreisindizes liess eine „lockere“ Geldpolitik auch lange zu.

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- **Warenimporte aus den mit vergleichsweise niedrigen Arbeitskosten produzierenden Ländern begrenzen den Teuerungsanstieg.**
- **Steigende Immobilienpreise in den USA - aber auch in einigen anderen Ländern - erhöhten die Nachfrage nach Neuhypothesen und Refinanzierungskrediten für Immobilien. In den USA z.B. wurden jedoch mehr als die Hälfte dieser Kredite zur Finanzierung des Konsums, für die Begleichung alter Schulden und von Steuerrechnungen oder den Kauf von Wertpapieren verwendet.**

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- **Das nahezu 5 Jahre (2003/4-2007/8) anhaltende und praktisch weltweit äusserst kräftige Wirtschaftswachstum führte jedoch auch zu einer steigenden Nachfrage nach Rohstoffen und Nahrungsmitteln, mit den entsprechenden Folgen für die Konsumentenpreise.**
- **Die Geldpolitiken wurden restriktiver, die Zinssätze stiegen sukzessive an und vor allem in den USA konnten viele Schuldner ihre Kredite bald einmal nicht mehr bedienen.**

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- **In der Folge wurden die eingegangenen Risiken sichtbar (Anfang 2007). Viele der auf Asset- oder Mortgage-Backed-Securities basierenden Wertpapiere konnten nicht mehr gehandelt werden. Finanzinstitute mussten Wertberichtigungen vornehmen. Die Prämien für Kreditausfallversicherungen erhöhten sich deutlich. Die „Spreads“ zwischen den Interbankensätzen und den Leitzinsen weiteten sich aus und der Interbankenmarkt (d.h. der ungesicherte Geldmarkt) „trocknete“ praktisch aus,....**

Die Ursachen der Finanzmarktprobleme sind weitgehend bekannt !

- **Wiederholte und teilweise umfangreiche Wert-berichtigungen führten zu einem massiven Vertrauensverlust unter den Finanzinstituten.**
- **Banken, die selber keine Kredite bekommen, können auch keine Kredite mehr vergeben („Credit crunch“) !**
- **Die notwendig gewordenen Wertberichtigungen beschränkten (und beschränken immer noch) die Kreditvergabemöglichkeiten.**
- **Die Finanzinstitute sind jedoch das Bindeglied zwischen Geldpolitik und der Realwirtschaft.**

Ein Erfolg der Bemühungen zur Lösung der Probleme ist noch nicht sicher !

- Die Finanzmarktprobleme schienen zunächst „nur“ Liquiditätsprobleme zu sein. Die Notenbanken weiteten deshalb die Liquiditätsversorgung rasch aus.
- Trotz einer reichlichen Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken - zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems - entspannte sich die Situation auf den Interbankenmärkten bisher nur unwesentlich. Der Zinssatz auf dem Interbankenmarkt ist nicht mehr einheitlich, viele Banken müssen z. Zt. einen Risikoaufschlag bezahlen.

Ein Erfolg der Bemühungen zur Lösung der Probleme ist noch nicht sicher !

- **Viele Finanzinstitute sehen sich nach wie vor mit einem gravierenden Ungleichgewicht zwischen der Aktiv- und der Passivseite ihrer Bilanzen konfrontiert (drohende Insolvenz und nicht nur mangelnde Liquidität).**
- **Der Fall von „Lehman Brothers“ hat jedoch gezeigt, dass es zum Aufkauf der „toxisch“ gewordenen Wertpapiere und einer „Rekapitalisierung“ der Finanzinstitute keine „echte“ Alternative gibt, auch wenn dadurch „obsolet“ gewordene Strukturen zunächst weiter aufrechterhalten werden (müssen).**

Ein Erfolg der Bemühungen zur Lösung der Probleme ist noch nicht sicher !

- **Die Notenbanken versuchen nun deshalb vermehrt durch „unkonventionelle“ Massnahmen Liquidität dorthin zu bringen, wo diese dringend benötigt wird.**
- **Die SNB sorgt z.B. nicht nur für einen derzeit praktisch bei Null liegenden Tagesgeldsatz, sondern betätigt sich durch den Ankauf von Unternehmensanleihen auch auf dem Kapitalmarkt und versucht durch Interventionen auf dem Devisenmarkt einen drohenden „Aufwertungsschub“ des SFR zu verhindern.**

Ein Erfolg der Bemühungen zur Lösung der Probleme ist noch nicht sicher !

- **Die SNB will mit diesem Vorgehen den „Spread“ zwischen dem Leitzins und den Kreditsätzen für die Unternehmen verringern, ein Abgleiten in eine Deflation verhindern und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der exportierenden Unternehmen bewahren.**
- **Von Seiten der Geldpolitik sind in der Schweiz damit eigentlich schon gute Voraussetzungen für eine baldige konjunkturelle Erholung gegeben !**

Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !

- **Wie sieht es aber auf der realwirtschaftlichen Seite aus ?**
- **Pro memoria: Wertberichtigungen haben zunächst keinen „direkten“ Einfluss auf die Wertschöpfung.**
- **Rückläufige Gewinne reduzieren jedoch das Steueraufkommen, die Aufgabe von Geschäftsfeldern verringert die Wertschöpfung und führt zu einem Beschäftigungsabbau, Kreditverknappung und steigende Kreditzinsen beeinträchtigen die Investitionstätigkeit und den privaten Konsum,.....**

Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !

- **Lange Zeit stützte ein auf die gestiegenen Immobilienpreise zurückgehender „Wohlstandseffekt“ die Konsumnachfrage in den USA. Aber auch in vielen anderen Ländern gab es aufgrund der Entwicklung auf den Finanzmärkten eine „Pseudoprosperität“.**
- **Steigende Zinsen und die - aufgrund der anziehenden Teuerung - sich verschlechternde reale Einkommenssituation beeinträchtigten dann die Konsumnachfrage.**

Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !

- Aufgrund der Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen führte der Einbruch in der Konsumnachfrage in den USA zu einer „Kettenreaktion“. Der Rückgang des internationalen Handels schwächte in der Folge das Wirtschaftswachstum in den stark vom Export von Dienstleistungen, verarbeiteten Produkten oder von Rohstoffen „profitierenden“ Volkswirtschaften.
- Die zunehmende Risikoscheu beeinträchtigte zudem die Kapitalzuflüsse in den für ein Wachstum auf Kapitalimporte angewiesenen Länder (Sonderfall: USA).

Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !

- **Die Politik und die Medien trugen zur Verunsicherung der Konsumenten noch bei (Diskussionen über Massnahmen zur Eindämmung des „Global warming“, wie z.B. über mögliche Änderungen in der Besteuerung von Fahrzeugen, die Einführung neuer Abgaben und die Verbreitung illusionärer Vorstellungen über die Verfügbarkeit bezahlbarer technischer Alternativen usw.).**
- **Die sich abschwächende Konsumnachfrage brachte natürlich auch eine Zurückhaltung bei den Investitionsvorhaben mit sich.**

Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !

- **Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzmarktkrise und das Ende eines globalen Wirtschaftsaufschwungs (Ende 2007 / Anfang 2008) fielen - zeitlich gesehen - damit praktisch zusammen und verstärkten sich zudem gegenseitig.**

„Konjunkturbelebungsprogramme - Können sie die Probleme lösen ?

- **Entscheidend für eine Beurteilung der geld- und fiskalpolitischen Massnahmen zur Überwindung der aktuellen konjunkturellen Schwäche ist, dass im Unterschied zu früheren konjunkturellen Einbrüchen - wie z.B. nach massiven Anstiegen der Rohölpreise - die Probleme nicht durch die Angebotsseite verursacht wurden, sondern auf einen globalen Nachfragerückgang zurückzuführen sind. Nur in Einzelfällen bestehen - aufgrund einer „exzessiven“ Ausweitung der Produktionskapazitäten - gravierende „Überkapazitäten“.**

Globale Wachstumsabschwächung und Rezession in den Industrieländern !

- **Es liegt eindeutig eine Situation vor, in der die Geldpolitik weitgehend wirkungslos ist und in der - angesichts der bereits gefallenen Nachfrage und der zunehmend pessimistischer gewordenen Erwartungen über die weitere wirtschaftliche Entwicklung - fiskalpolitische Impulse und auch eine geschickte Regulierung (Ausschreibungsfristen und -limiten usw.) zur Belebung der Nachfrage notwendig sind (vgl. dazu: IMF, OECD, SVR in D, u.v.a.m.).**

„Konjunkturbelebungsprogramme“ - Können sie die Probleme lösen ?

- **Diskretionäre fiskalpolitische Massnahmen können in einer derartigen Situation unter der Voraussetzung helfen, dass die gesamtwirtschaftliche Situation richtig eingeschätzt wird, strukturelle Fehlentwicklungen dadurch nicht „konserviert“ und dabei eventuell entstehende Budgetdefizite später wieder kompensiert werden (vgl. z.B.: IMF, World Economic Outlook, November 2008).**

„Konjunkturbelebungsprogramme“ - Können sie die Probleme lösen ?

- Erfolgversprechend ist in erster Linie die Vermeidung prozyklischer Effekte (z.B. durch höhere Steuern und Abgaben sowie Ausgabenkürzungen im Abschwung) sowie das zeitliche Vorziehen ohnehin geplanter Investitionen und Unterhaltungsarbeiten der öffentlichen Hand (auch unter Inkaufnahme konjunkturrell bedingter Defizite). Dadurch lassen sich kurzfristige Nachfrageeffekte mit einer längerfristig wirksam werdenden Erhöhung des Wachstumspotenzials verbinden (konjunkturgerechte Wachstumspolitik).

„Konjunkturbelebungsprogramme“ - Können sie die Probleme lösen ?

- **Besonders geeignete Instrumente sind „automatische Stabilisatoren“, wie z.B. eine Arbeitslosenversicherung oder die „Schuldenbremse“ auf Bundesebene, die ja nicht nur für eine Stabilisierung der Verschuldung konzipiert wurde, sondern dem Bund auch eine stets konjunkturgerechte Fiskalpolitik ermöglichen soll.**
- **Konjunkturstützungsmaßnahmen sind in grossen, weitgehend geschlossenen Volkswirtschaften (USA, Japan,...) in der Regel aber wirksamer als in einer SMOPEC.**

„Konjunkturbelebungsprogramme“ - Können sie die Probleme lösen ?

- **Geht man davon aus, dass die in den Hauptabnehmerländern der schweizerischen Exporte konzipierten Konjunkturstützungsprogramme wirken, sich dadurch spätestens in der zweiten Jahreshälfte 2009 die weltwirtschaftlichen Aktivitäten wieder beleben und sich in der Schweiz die öffentliche Hand konjunkturgerecht verhält, dann dürfte noch in diesem Jahr die Talsohle in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung erreicht werden.**

„Konjunkturbelebungsprogramme“ - Können sie die Probleme lösen ?

- **Eine frühere konjunkturelle Erholung ist nicht möglich. Der Zeitpunkt der Ankündigung von Massnahmen darf nicht mit dem Beginn der Umsetzung verwechselt werden !**
- **Man kann zwar grundsätzlich an der Wirksamkeit von Konjunkturstützungsprogrammen zweifeln, ihre Dimensionierung als zu gering erachten oder von einem längeren Zeitbedarf für die Umsetzung ausgehen, aber es sprechen doch bereits einige Anzeichen (Ende des Lagerabbaus, diverse Frühindikatoren usw.) für eine konjunkturelle Wende noch in 2009.**

Was dürfen wir für dieses und das nächste Jahr erwarten ?

- Aber auch nach Überwindung der „Rezession“ wird es erst allmählich zu einer deutlichen Erholung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen und den zugehörigen (Teil)Arbeitsmärkten kommen (Problemgruppen sind: arbeitslose Jugendliche und junge Erwachsene, ältere und vor allem auch geringer qualifizierte Erwerbspersonen).

Was dürfen wir für dieses und das nächste Jahr erwarten ?

- Das „angeschlagene“ Finanzsystem dürfte noch längere Zeit das Tempo der konjunkturellen Erholung „drosseln“ und nicht alle Wirtschaftsbereiche werden unmittelbar und im gleichen Ausmass von den Konjunkturstützungsmaßnahmen „profieren“ können.

Was dürfen wir für dieses und das nächste Jahr erwarten ?

- Die in den letzten Jahren entstandenen strukturellen Fehlentwicklungen auf der Angebotsseite (im Immobiliensektor - z.B. in den USA, GB, Spanien; in einigen Ländern bei den Finanzinstituten, in der Automobilindustrie usw.) werden sich zudem noch längere Zeit belastend auswirken.

Was dürfen wir für dieses und das nächste Jahr erwarten ?

- Die „unvermeidlichen“ Strukturanpassungen werden auch zu einer Reallokation der „Qualifikationen“ führen.
- Bsp.: In der Schweiz erarbeitete der Finanzsektor (Banken, Versicherungen, SFS) in den Jahren vor 2008 etwa 12% der Wertschöpfung, erwirtschaftete rund 25% des Ertragsbilanzüberschusses, erbrachte etwa 11% des Steueraufkommens und beschäftigte ca. 6% der Erwerbstätigen.

Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise“ ziehen ?

- **Längerfristig ist aber davon auszugehen, dass - angesichts der noch unerfüllten Bedürfnisse grosser Teile der Weltbevölkerung - sich das Wachstum der Weltwirtschaft fortsetzen wird.**
- **Im Zuge des Wachstum der Weltwirtschaft werden jedoch die - sich bereits im Verlauf des 2007/2008 beendeten Wachstumszyklus abzeichnenden - Veränderungen der relativen Preise anhalten und in vielen Industrieländern den „Wohlstandszuwachs“ durch eine laufende Verbesserung der „Terms of Trade“ verringern.**

Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise“ ziehen ?

- Eine denkbare Reduktion der Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen (in den USA wird mehr gespart und in den Ländern mit hohen Ertragsbilanzüberschüssen wird mehr konsumiert und investiert) könnte die Welthandelströme beeinflussen.
- Diese Entwicklungen werden nicht ohne Auswirkungen auf das - den inländischen Verteilungsspielraum bestimmenden - BNE (Bruttonationaleinkommen) bleiben und damit auch über die Leistungsfähigkeit der Altersvorsorgesysteme entscheiden.

Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise ziehen ?

- Die aktuelle Krise auf den Finanzmärkten wird nicht die letzte sein. Eine grosszügige Liquiditätsversorgung führt in der Regel immer auch zu einer Ausweitung der Kreditvergabe, zu einer höheren Risikobereitschaft, und bei einer nicht ausreichenden Regulierung zwangsläufig dann zu einer Zunahme der systemischen Risiken. Auf die daraus resultierenden Wertänderungsrisiken sollten sich die Altersvorsorgeeinrichtungen und der Gesetzgeber einstellen.

Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise“ ziehen ?

- Die Anlagepolitik der Altersvorsorgeeinrichtungen muss langfristig ausgerichtet sein. Auf der Basis von Buchwerten periodisch ermittelte „Deckungsgrade“ sagen nur sehr wenig über die tatsächliche Leistungsfähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung aus.
- Bei den Entscheidungen über die Anlageformen ist auch zu beachten, dass man auf einem nicht zugangsbeschränkten Markt auf die Dauer nur höhere Renditen erzielen kann, wenn man auch bereit ist höhere Risiken einzugehen !

Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise“ ziehen ?

- Finanzmarktkrisen machen zudem deutlich, dass man mit den Beiträgen in eine Altersvorsorgeeinrichtung immer nur „Ansprüche“ erwerben kann, über deren „Wert“ dann erst die späteren Marktverhältnisse entscheiden.
- Eine Verbriefung des Wertes dieser Ansprüche ist nicht möglich !
- Wer den (nominalen) Wert seines Altersvorsorgekapitals „garantiert“ haben will, muss eine Versicherung abschliessen und eine Prämie für den Risikotransfer bezahlen.

Welche Lehren für die Altersvorsorge können wir aus der „Krise“ ziehen ?

- Die jüngste Finanzmarktkrise hat (hoffentlich) auch klar gemacht, wer (Staat, Arbeitgeber, Vorsorgeeinrichtung, Erwerbstätige oder Rentner) im schweizerischen System der Altersvorsorge die verschiedenen Risiken (Liquiditätsrisiko, Langlebigkeitsrisiko, Inflationsrisiko, Zinsänderungsrisiko, Wertänderungsrisiko) effektiv trägt und welche Anpassungen in den gesetzlichen Grundlagen eigentlich noch notwendig sind.