

# Finanzkrise: Licht am Ende des Tunnels?



**Von Yann Raison**  
*Leiter Portfolio Management  
Dresdner Bank (Schweiz) AG*

Keine Frage: Die Finanzmarktkrise, die nach dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 auf einen ungeahnten Höhepunkt zutrieb, hat die Weltwirtschaft in die tiefste Rezession der Nachkriegsgeschichte geführt. Es blieb keine Region unverschont. Und die seit Beginn der Krise im Sommer 2007 bis zu ihrer Zuspitzung im Herbst 2008 mitunter geführte Debatte um eine Abkopplung der Emerging Markets erwies sich als Illusion. Die Schockwelle lähmte förmlich die Realwirtschaft. Die Banken strafften die Kreditkonditionen, vielfach kamen Finanzierungen – vor allem auch für Exporte – nicht mehr zustande. Die privaten Haushalte erlitten gravierende Vermögensverluste und hielten sich abrupt mit grösseren Anschaffungen zurück; die Unternehmen

drosselten massiv die Investitionstätigkeit. Eine Abwärtsspirale der Konjunktur setzte ein. Um sie zu durchbrechen, schritten die Notenbanken und die öffentlichen Haushalte mit quantitativen und qualitativ aussergewöhnlichen Massnahmenpaketen ein. Den seit Frühjahr zu beobachtenden Stabilisierungszeichen nach zu urteilen, scheinen sie Früchte zu tragen.

## Schlimmes Winterhalbjahr

Ironischerweise war der Konjunktur-einbruch in Japan am stärksten, obwohl die dortigen Banken relativ wenig mit toxischen Wertpapieren belastet waren und der Immobilienmarkt keinerlei Spuren von Überhitzung zeigte. Zum Verhängnis wurden Japan vielmehr seine starke Exportabhängigkeit und seine vor allem auf langlebige Güter – nicht zuletzt Investitionsgüter – ausgerichtete Exportstruktur. So brachen die Exporte in der Spitze um 50%, die Industrieproduktion um ca.

40% ein. Ähnlich die Konstellation in Deutschland, wo die Auftragseingänge zeitweise um fast 40% unter ihren Vorjahresstand fielen; hier liess der Einbruch der Exporte und Investitionen im Winterhalbjahr das reale BIP um insgesamt gut 6% sinken. In den USA, dem Epizentrum der Krise, war der Einschnitt, zumindest gemessen an den realen BIP-Daten, kleiner. Und das, obwohl die Implosion am Immobilienmarkt auch im 1. Quartal 2009 noch anhielt, die Unternehmensinvestitionen einbrachen und der private Verbrauch zeitweise deutlich sank. Es war der Aussenbeitrag, der die US-Wirtschaft stützte. Denn der Einbruch der US-Binnennachfrage drosselte auch den Importhunger und damit das US-Handelsdefizit. So bewirkt die Krise auch etwas Gutes: den Abbau der lange Zeit beklagten internationalen Ungleichgewichte.

Die unter dem Akronym BRIC zusammengefassten grossen Emerging Markets konnten sich dem Abwärtssog jedoch nicht entziehen. Aufgrund der eingebrochenen Rohstoff- und Energiepreise und der damit einhergehenden Einkommenseinbussen litt das einseitig auf diese Sektoren ausgerichtete Russland am meisten. Vergleichsweise moderat blieb die Kontraktion in Brasilien und Indien, wo die Exporte im Gegensatz zu Russland (ca. 30%) nur etwa einen Anteil von 15% am BIP haben und eine robuste Binnenkonjunktur den Einbruch der globalen Nachfrage abfedern half. Ein Kapitel für sich ist China. Dort hat sich das Wachstum von noch zweistelligen Jahresraten in der 1. Jahreshälfte 2008 auf immer noch stattliche, für chinesische Verhältnisse aber mässige 6,1% im 1. Quartal 2009 abgekühlt. Die Exporte, die ca. 34% des BIP ausmachen, gingen hier scharf zurück. Die schwerpunktmässig aus verarbeiteten Produkten bestehenden chinesischen Exporte haben aber einen hohen Importanteil; dementsprechend sanken auch die

Importe deutlich, so dass der Gesamteffekt für den Aussenbeitrag kleiner war, als es der isolierte Blick auf die hohe Exportquote nahelegt. Entscheidend war aber: Die Regierung stimulierte mit deutlichen Zinssenkungen und vor allem einem massiven fiskalischen Stimulus (vorzugsweise Infrastrukturinvestitionen in den noch rückständigen westlichen Provinzen) beherzt die Binnennachfrage.

### Stabilisierung hat begonnen

Der Blick auf die globalen Frühindikatoren, die nach einem fast beispiellosen Absturz jetzt wieder nach oben weisen, zeigt: Die Weltwirtschaft hat aller Voraussicht nach ihr Wachstumstief im 1. Quartal erreicht. Im 2. Quartal ist zwar nochmals eine Kontraktion in den grossen Industrieländern wie den USA, dem Euroraum und Japan zu erwarten, doch wird diese deutlich schwächer als im 1. Quartal sein. Im 3. Quartal ist eine Stabilisierung des realen BIP wahrscheinlich, bevor im Schlussquartal wieder Zuwächse ausgewiesen werden. Dabei kann es freilich hier und dort zu positiven Überraschungen kommen. Denn die Unternehmen haben ihre Lager deutlich reduziert; auf eine Belebung der Nachfrage werden sie daher verstärkt mit Produktionssteigerung als durch weiteren Lagerabbau reagieren.

### Die Erholung wird eher schleppend sein

Für die mittelfristige Perspektive sind wir recht skeptisch. Wir gehen davon aus, dass dieser aussergewöhnlich scharfen Rezession in den Industrieländern nur ein schwacher, unterdurchschnittlicher Aufschwung folgen wird. Denn der Finanzsektor ist noch lange nicht wieder genesen. Und die historische Erfahrung lehrt, dass die Nachwehen finanzmarktbedingter Krisen besonders lange dauern. Im Zentrum steht der Krisenverursacher, die USA. Erinnern wir uns: Der US-Konsum war bis zur Krise die treibende Kraft der globalen Nachfrage. Mehr als ein Jahrzehnt stiegen die Konsumausgaben schneller als die Einnahmen, weil die Verbraucher Vermögenszuwächse über eine verstärkte Kreditnahme in kaufkräftige Nachfrage ummünzten. Jetzt

ist dieses scheinbare Perpetuum mobile durch das Platzen der Immobilienblase gestoppt. Die stark verschuldeten privaten US-Haushalte haben ausgeprägten Konsolidierungsbedarf. Es gilt, die Schuldenlast zu reduzieren; zusammen mit den massiven Vermögensverlusten der vergangenen beiden Jahre spricht dies für einen weiteren Anstieg der Sparquote. Der US-Konsum wird also, anders als in vergangenen Zyklen, nicht die Rolle des globalen Konjunkturmotors übernehmen. Zunächst noch hohe Überkapazitäten werden die Unternehmensinvestitionen dämpfen. Vor diesem Hintergrund ist nach einer Schrumpfung des realen BIP um ca. 3% in diesem Jahr im kommenden Jahr kaum mehr als ein Plus von etwa 1,5% zu erwarten.

Im Euroraum ist nach dem Absturz des realen BIP um ca. 4,5% in 2009 gleichfalls nicht mehr als ein bescheidenes Wachstum – wir rechnen mit ca. 0,7% in 2010 – absehbar. So bleibt die Auslandsnachfrage weit hinter der Dynamik vergangener Jahre zurück. Die Binnenkonjunktur bleibt durch den angeschlagenen Finanzsektor und dessen verminderte Kreditvergabebereitschaft belastet. Ausserdem ist der Verfall der Immobilienpreise in einigen Euroländern noch nicht vorbei. Und nicht zuletzt: Die Kapazitätsauslastung ist ausgesprochen niedrig, die Investitionstätigkeit der Unternehmen wird daher sehr verhalten bleiben.

Nicht signifikant anders ist die Konstellation in Japan, wo das Wachstum in 2010 gleichfalls nicht über die Marke von 1% hinauskommen dürfte. Diese gemessen an historischen Normen unterdurchschnittliche Erholungsdynamik sollte sich in den Industrieländern in 2011 fortsetzen – für eine quantitative Prognose ist es aber noch zu früh.

### Die Welt nach der Krise

Angesichts des nachlassenden Imports aus den Industrieländern, besonders den USA, werden auch in den Emerging Markets bzw. den BRIC-Ländern die hohen Wachstumsraten der Periode 2003–2007 wohl nicht so schnell wieder erreicht werden. Doch haben diese Länder – wie etwa an China deutlich wird – viel Nachhol-

bedarf auf allen Sektoren, nicht zuletzt bei der Infrastruktur und dem privaten Verbrauch, also bei der Binnennachfrage. Sie wird künftig auch mehr im Fokus stehen. Damit einher geht ein ungestillter Rohstoffhunger, der die Rohstoffpreise stützt. Unter den BRIC-Ländern sind davon Brasilien und Russland die Nutzniesser. Demnach werden die Emerging Markets weiter deutlich schneller wachsen als die Industrieländer. In 2000 hatten sie noch einen (in Kaufkraftparitäten gerechnet) Anteil von 37% am globalen BIP, in 2008 war er auf 45% angewachsen. Bis zur «Parität» ist es also nicht mehr lange hin. Damit einher gehen wird ein anhaltender Wohlstandstransfer hin zu den Rohstoff- und Energieexporteuren. Diese Trends werden uns noch lange begleiten.

Ein anderes Resultat der Krise ist, dass der Konsolidierungsbedarf des US-Verbrauchers das einst ausufernde US-Leistungsbilanzdefizit wieder in gesündere Regionen führt. Die internationalen Ungleichgewichte, die zur Krise beitrugen, werden dadurch kleiner – wenn auch auf schmerzliche Weise. Gleichzeitig hat die Krise freilich ein anderes «Ungleichgewicht» in Form der massiv gestiegenen öffentlichen Verschuldung in den Industrieländern heraufbeschworen. Diese Erblast sowie die Frage nach der langfristigen Tragbarkeit werden die Märkte lange beschäftigen; die Diskussion um mehr Alternativen zum US-Dollar als Reservewährung dürfte daher nicht verstummen.

Klar ist unseres Erachtens auch, dass die Aufstellung der Finanzmärkte, mit der wir seit Jahrzehnten vertraut sind, vor einem (Um-)Bruch steht. Die Globalisierung zeigt gerade jetzt, in Zeiten der Krise, ihre Grenzen, und ein System, in dem es nur Vorteile gibt, erweist sich, auf die Probe gestellt, als Chimäre. Neue Antworten und vor allem neue Spielregeln bei der Erwirtschaftung und Umverteilung des Wohlstandes sind unausweichlich geworden. Die Finanzmärkte stehen nun nach dem Ende der Deregulierungsphase vor entscheidenden Fragen und werden in der Zukunft wohl einer verschärften Aufsicht unterliegen.

[www.dresdner-bank.ch](http://www.dresdner-bank.ch) ●