

Die Weltfinanzkrise im Spiegel der Konjunkturprognosen des IWH

Das IWH hat erst spät, nämlich gegen Ende des Jahres 2008, erkannt, dass die Weltfinanzkrise die entwickelten Volkswirtschaften in eine schwere Rezession stürzen würde. Zuvor waren die Zeichen der Zeit nicht nur von den Hallenser Konjunkturforschern, sondern von der großen Mehrzahl der Prognostiker weltweit missdeutet worden. Dabei hatte sich die internationale Konjunktur schon fast das gesamte Jahr über abgeschwächt. Ist also der Blick auf Konjunkturprognosen wie die des IWH Zeitverschwendung? Im Folgenden soll gezeigt werden, dass *in den Texten* der Gutachten – und zwar gerade in den prognostischen Teilen – die Gefahren oft recht zutreffend angesprochen wurden. Damit zeigt sich aber auch, dass bei der Informationsverdichtung auf Punktprognosen hin – letztlich auf die Vorhersage des Wirtschaftswachstums im kommenden Jahr – zu viel, manchmal das Wichtigste, verlorengeht.

Am IWH wird in regelmäßigen Abständen eine ganze Reihe von Konjunkturgutachten verfasst. Neben den hauseigenen Prognosen für die internationale und die deutsche Wirtschaft sind im Folgenden die Mitarbeit an der Gemeinschaftsdiagnose wirtschaftswissenschaftlicher Institute im Auftrag der Bundesregierung sowie die Mitarbeit am European Forecasting Network (EFN) von Interesse.¹ Das Grundschema der Gutachten ist immer gleich: Nach einer *Analyse* der gegenwärtigen konjunkturellen Lage wird in einem *Ausblick* der wahrscheinlichste Pfad der konjunkturellen Entwicklung in den nächsten ein bis zwei Jahren in Wort und Zahl zusammengefasst. Daran schließt sich ein Abschnitt über *Risiken* an; dort geht es um andere denkbare, aber nicht ganz so wahrscheinliche Verläufe, die meist nicht quantifiziert werden.

Es versteht sich von selbst, dass die Weltfinanzkrise seit ihrem Einsetzen im Sommer 2007 Gegenstand der analytischen Teile der Konjunkturgutachten war. Diese Problemaufrisse sind aber nicht Gegenstand des vorliegenden Beitrags. Viel-

mehr geht es um eine kritische Bestandsaufnahme dessen, was zur Weltfinanzkrise, ihren Ursachen und ihren Effekten in den prognostischen Abschnitten der Gutachten geschrieben worden ist.

Eine kurze Zeitreise durch die Gutachten

Bereits vor dem Herbst 2006 wurde häufig auf das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA als ein wichtiger Risikofaktor hingewiesen. So heißt es im EFN Economic Outlook for the Euro Area im Sommer 2006:

„The major risks [...] come from a more abrupt weakening of private US demand, and from a renewed oil price hike. Both points are now and for the foreseeable future standard risk factors, given the ever widening current account deficit of the US economy, and given the political lability of important oil producing countries.“²

Heutzutage meinen viele Experten, dass das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA eine wesentliche Ursache der Weltfinanzkrise war: Die hohen Kapitalzuflüsse trugen wesentlich zum Aufbau der Immobilienblase in den USA bei. Bereits im Herbst 2006 sprach die Gemeinschaftsdiagnose die Immobilienpreisentwicklung in den USA als wesentlicher Risikofaktor an:

„Nicht auszuschließen ist [...], dass dem Boom ein regelrechter Einbruch bei den Immobilienpreisen folgt, gerade wenn sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld deutlicher als erwartet verschlechtert.“³

Das Ende des Immobilienbooms brachte ab Sommer 2007 die Finanzmärkte über ein Einbrechen der Marktpreise für hypothekengestützte Wertpapiere aus dem Gleichgewicht. Diese Wertpapiere bündelten Ansprüche aus vielen verschiedenen Hypothekenverträgen auf hochkomplexe Weise. Ziel war eine Reduktion des Anlagerisikos durch Di-

¹ Im Rahmen der Gemeinschaftsdiagnose erstellt eine Arbeitsgemeinschaft wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute im Auftrag der Bundesregierung zweimal im Jahr ein Gutachten zur Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft. Das EFN prognostiziert vierteljährlich die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum.

² Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, summer 2006 report, p. 5.

³ Vgl. DIW Berlin; HWWA; ifo; IfW Kiel; IWH; RWI: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2006, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2006, S. 11.

versifizierung. Schon der im Dezember 2006 verfasste Jahresausblick des IWH hatte auf die konjunkturelle Bedeutung solcher damals recht jungen Instrumente hingewiesen:

„Auffällig niedrig blieben die Renditedifferenzen zwischen risikobehafteten Titeln (etwa von Unternehmen von nicht erstklassiger Bonität) und denen mit hoher Sicherheit wie Staatspapieren. Offensichtlich vertrauen die Finanzmärkte darauf, dass die modernen Finanzmarktinstrumente die Anleger auch in konjunkturell etwas ungünstigeren Zeiten von den ärgsten Risiken abschirmen werden.“⁴

Bereits im Winter 2006/07 tauchte der Gedanke auf, dass dieses Vertrauen möglicherweise nicht gerechtfertigt war. Das EFN schrieb im März 2007 (*spring report*):

„Financial markets are a major risk factor: while low interest rates have generally strengthened the present upswing, capital costs were relatively low in particular for risky investment projects; this can be explained by the spread of new sophisticated financial instruments like collateralized debt obligations that diversify risk more efficiently among investors. It is an open question whether these instruments will prove as useful shelters this year, when economic conditions might be somewhat more difficult.“⁵

Zugleich wurde auf die Verschlechterung der Lage auf den Immobilienmärkten hingewiesen. Freilich wurde sie in ihrer Bedeutung unterschätzt und noch nicht mit Problemen der neuen Finanzinstrumente in Verbindung gebracht:

„The reasons for a more subdued mood of capital markets lie mainly in mixed data for the US: weak investment activity and the housing downturn have impaired confidence. Data on delinquencies for subprime mortgages were particularly worrying. However, insolvency rates for mortgages are not high in historic perspective,

and average house prices appear not to fall on average, but to rise at lower rates.“⁶

Aber schon im April 2007 wurde im Frühjahrsgutachten der Gemeinschaftsdiagnose die Verbindung zwischen Immobilienmärkten und neuen Finanzinstrumenten als Risikofaktor erkannt. Die Passage im Abschnitt über die Risiken verdient ein etwas ausführlicheres Zitat:

„Ein weiteres Risiko besteht darin, dass in den vergangenen Jahren neue Finanzinstrumente weitere Verbreitung gefunden haben, deren Verhalten im Konjunkturzyklus noch nicht erprobt ist. Einerseits hat der umfangreiche Einsatz von Derivaten, etwa *credit swaps*, und von Verbriefungsinstrumenten wohl dazu beigetragen, dass die Bedingungen für den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Aufschwung vonseiten der Finanzmärkte so günstig gewesen sind. Denn solche Instrumente ermöglichen einen effizienteren Austausch von Risiken zwischen den Finanzmarktakteuren; dem einzelnen Investor wird die Möglichkeit eröffnet, für gegebene Ertragsaussichten ein geringeres Risiko zu schultern. Andererseits ist nicht sicher, dass die Instrumente die Aufgabe der Risikosenkung auch im Fall einer schweren Belastung des gesamten Finanzsystems erfüllen können. Zu einer solchen Belastung kann es etwa aufgrund einer plötzlichen Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes kommen. Das gegenwärtige Ende des Booms auf den Immobilienmärkten in den USA ist eine erste Bewährungsprobe, zumal innovative Finanzmarktinstrumente gerade bei der Verbriefung von Hypothekenkrediten während des US-Immobilienbooms häufig eingesetzt wurden.“⁷

Darüber hinaus wurde auf mögliche Ansteckungseffekte eines Konjunkturerinbruchs in den USA hingewiesen: „Eine Rezession in den USA würde über die Interdependenzen der Finanzmärkte und über das hohe Importvolumen der US-Wirtschaft

⁴ Vgl. ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Deutsche Wirtschaft 2007: Aufschwung mit Januskopf – das andere Gesicht, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2007, S. 7.

⁵ Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, spring 2007 report, p. 6.

⁶ Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, spring 2007 report, p. 5.

⁷ Vgl. DIW Berlin; ifo; IfW Kiel; IWH; RWI: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2007, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 1/2007, S. 13.

die Weltwirtschaft rasch in Mitleidenschaft ziehen.“⁸

In der Sommerprognose 2007 (Titel: Aufschwung in Deutschland ungebrochen) hieß es dann jedoch auch:

„Die Kapitalmarktzinsen sind aber – auch in realer Rechnung – immer noch niedrig. Das gilt insbesondere für Anlagen in Titel mit geringerer Bonität. [...] Risikokapital könnte sich aus Unternehmenssicht sogar noch weiter verbilligen, wenn russische oder chinesische Staatsfonds, wie angekündigt, [...] vermehrt in Anlagen investieren, die risiko- und ertragreicher sind als US-Staatsschuldentitel.“⁹

Tatsächlich kam es im Jahr 2008 zu erheblichen Beteiligungen der Staatsfonds an angeschlagenen Unternehmen der Finanzbranche. Zur Abwendung der Krise reichten diese Kapitalspritzen aber nicht aus.

Zu erheblichen Finanzmarkturbulenzen kam es ab August 2007. Der EFN-Report vom Herbst 2007 sprach von einer Finanzkrise. Es überwogen nun pessimistische Töne:

„In assessing the real effects of the financial crisis, it has been argued that the US subprime sector is too small to jeopardize the solvency of financial institutions on a scale that would be large enough to dampen the world economy significantly. [...] But such a view might be too complacent for two reasons: the first is the effect of the crisis on the housing markets in the US. [...] There is a second reason for expecting a notable dampening of the world economy: the crisis appears to be one of confidence in the very nature of the new financial instruments [...] the present risk spreads will probably not shrink by much over the forecasting horizon and worldwide financial conditions will be less benign than those of the past few years.“¹⁰

Im Herbstgutachten der Gemeinschaftsdiagnose (Oktober 2007: Aufschwung legt Pause ein) wurde

⁸ Ebenda, S. 13.

⁹ Vgl. ARBEITSKREIS KONJUKTUR: Aufschwung in Deutschland ungebrochen, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 8/2007, S. 288.

¹⁰ Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, autumn 2007 report, p. 5 et seq.

eine solche pessimistische Sicht in den Risiko-Abschnitt sowie in den Kasten „Auswirkungen einer Verschärfung der US-Immobilienkrise“ verbannt, und der Tenor im Prognose-Abschnitt war optimistischer:

„Die Anspannungen auf den Geldmärkten in den USA und Europa werden sich [...] wohl deutlich verringern, wenn das Vertrauen der Banken untereinander wieder steigt, auch weil sich die Transparenz nach und nach erhöht. Ein wichtiger erster Beitrag dazu sind die Veröffentlichungen der Quartalszahlen der Finanzinstitute im Herbst.“¹¹

Das EFN betonte auch in der Folgezeit die strukturellen Probleme auf den Finanzmärkten und deren dämpfende Wirkung auf die Realwirtschaft. Im Winter-Report 2007 hieß es etwa:

„The turmoil on financial markets is not only a liquidity crisis. Capital ratios of important banks are suffering too as write downs diminish equity and banks have to put onto their balance sheets more and more risky assets that were formerly held by special purpose vehicles. The prospect of sliding capital ratios of banks has already triggered a tightening of credit standards. The expansion of credit will slow next year, in particular in the US, but to a certain extent also in the European Union. This will dampen demand in the real economy.“¹²

Die Gemeinschaftsdiagnose blieb im Gegensatz hierzu auch im Frühjahr 2008 (Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur) bei ihrer gespaltenen Sichtweise: Die Prognose führte Argumente dafür an, dass die Belastung der Realwirtschaft durch die Finanzmärkte begrenzt bleiben wird:

„Im Frühjahr 2008 wird die Weltkonjunktur von der Krise des Immobilien- und des Finanzsektors in den USA und den von ihr ausgelösten weltweiten Finanzmarkturbulenzen überschattet [...] Der Verlust an Dynamik wird allerdings nach Einschätzung der Institute begrenzt blei-

¹¹ Vgl. PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSPROGNOSE: Aufschwung legt Pause ein; in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2007, S. 7.

¹² Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, winter 2007 report, p. 5.

ben Dafür sprechen die im Allgemeinen sehr günstige Verfassung der Unternehmen im nicht-finanziellen Sektor, die kräftigen Impulse vonseiten der amerikanischen Wirtschaftspolitik und die hohe Wachstumsdynamik in den Schwellenländern.“¹³

Zugleich wurden in einem Kasten mit dem Titel „Risikoszenario“¹⁴ mit Hilfe von zwei Weltmodellen und dem makroökonomischen Deutschlandmodell des IWH mögliche Auswirkungen einer deutlichen Verschärfung der Finanzmarktkrise simuliert. Es wurde der Schluss gezogen, dass „für die deutsche Wirtschaft ein scharfer Abschwung oder sogar eine Rezession im Jahr 2009 die wahrscheinliche Folge“¹⁵ einer Zuspitzung der Finanzmarktkrise wäre. Im Risikoteil hieß es: „Es ist kaum abzusehen, wie weit die Immobilienpreise und Aktienkurse noch fallen und wann sie ihren Tiefpunkt erreichen werden. Auch sind weitere Liquiditätskrisen großer Finanzinstitute denkbar, mit erheblichen negativen Folgen für die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und Haushalten. In diesem Fall wäre ein Abgleiten der US-Wirtschaft in eine ausgeprägte Rezession und eine deutlich schwächere Entwicklung in der übrigen Welt zu erwarten [...]“¹⁶

Die Gemeinschaftsdiagnose im Herbst 2008 (Deutschland am Rande einer Rezession) wurde verfasst, als sich die Weltfinanzkrise im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers weltweit dramatisch zuspitzte. Die Institute prognostizierten in ihrem „Basisszenario“ immer noch ein leichtes Wachstum für Deutschland im Jahr 2009. Diesmal wiesen sie aber ausdrücklich darauf hin, dass ihre Prognose auf günstigen Annahmen bezüglich der Entwicklungen auf den Finanzmärkten beruhe:

„Moderne Ökonomien sind [...] darauf angewiesen, dass Geldvermögen über die Finanzmärkte möglichst effizient einer realwirtschaftlichen Verwendung zugeführt wird. Die Finanzmärkte werden diese Rolle wohl nur dann in ausrei-

chendem Maß erfüllen können, wenn es, wie in der Prognose der Institute unterstellt, in den kommenden Monaten zu einer allmählichen Stabilisierung des Bankensektors kommt, dies nicht zuletzt dank umfassender staatlicher Hilfen.“¹⁷

Das Risikoszenario anhaltend labiler Finanzmärkte wurde nicht mehr in einen Kasten verbannt, sondern erhielt einen Platz im Haupttext. Aus heutiger Sicht scheint es freilich mit der Prognose eines Rückgangs des deutschen Bruttoinlandsprodukts um 0,8% immer noch als zu optimistisch.

Im Jahresausblick des IWH vom Dezember 2008 wurden erstmals Bedingungen für eine Stabilisierung des Finanzsektors formuliert. Außerdem wurde prognostiziert, dass die Weltfinanzkrise die Realwirtschaft auch mittelfristig belasten wird:

„Eine Stabilisierung der Finanzmärkte und damit die Voraussetzung für eine konjunkturelle ‚Bodenbildung‘ wird sich wohl erst einstellen, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind: Zum einen müssen die Märkte zur Überzeugung gelangen, dass die von den Staaten aufgespannten ‚Schutzschirme‘ Insolvenzen größerer Finanzinstitute in den USA und in Westeuropa für die nächste Zeit tatsächlich verhindern. Zum anderen muss absehbar sein, dass der Fall der Immobilienpreise in den USA und in Teilen Westeuropas aufgrund von Angebotsverknappungen ausläuft. Damit dürfte auch der Verfall der auf Realkredit beruhenden Vermögenstitel zum Stillstand kommen. Es ist anzunehmen, dass dann mit dem gesunkenen Risiko des Ausfalls von Forderungen gegenüber Vertragspartnern auch die exorbitanten Risikoprämien auf den Kapitalmärkten wieder sinken. Die vorliegende Prognose rechnet hiermit für den Sommer 2009.

Freilich wird die Finanzkrise mit dem Eintritt in eine erste Stabilisierungsphase keineswegs bewältigt sein. Denn das Vertrauen in die Fähigkeit des Finanzsektors, effizient mit Risiken umzugehen, bleibt erst einmal verloren. Um es wiederherzustellen, sind Umstrukturierungen im Bankensektor erforderlich, die nicht Quartale,

¹³ Vgl. PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSPROGNOSE: Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 1/2008, S. 4.

¹⁴ Ebenda, S. 40 ff.

¹⁵ Ebenda, S. 41.

¹⁶ Ebenda, S. 14.

¹⁷ Vgl. PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSPROGNOSE: Deutschland am Rande einer Rezession, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2008, S. 13.

sondern Jahre dauern werden [...] Für die Gesamtheit der entwickelten Volkswirtschaften gilt, dass die Finanzkrise erst dann bewältigt sein wird, wenn sich der Staat wieder weitgehend von der Rolle des Kapitalgebers zurückgezogen und auf seine ordnungspolitische Funktion beschränkt haben wird – ein Zeitpunkt, der gegenwärtig in weiter Ferne scheint. Bis dahin ist aber auch für die Realwirtschaft mit schwierigen Finanzierungsbedingungen zu rechnen.“¹⁸

Prognoseunsicherheit und Prognosepräsentation: eine Quintessenz

Es bleibt offen, ob sich die zuletzt zitierten Passagen als zutreffend erweisen werden. Unabhängig davon hat sich gezeigt, dass die prognostischen Teile der Konjunkturgutachten in erheblichem Umfang Zutreffendes zur Weltfinanzkrise und zu ihren realwirtschaftlichen Folgen enthalten haben. So wurde die Bedeutung von Finanzmarktinnovationen für den vergangenen Aufschwung frühzeitig betont und deren Bewährungsprobe in Abschwungzeiten als Hauptrisikofaktor der Weltkonjunktur erkannt.

Allerdings finden sich diese Einsichten vorwiegend in der Risikoansprache, und wenig scheint in die Prognosen oder „Basisszenarien“ eingegangen zu sein.¹⁹ Aber war die Zuspitzung der Lage im Herbst vergangenen Jahres vor dem Hintergrund der zu diesem Zeitpunkt verfügbaren Informationen wirklich mit einiger Wahrscheinlichkeit vorhersehbar? Ein wesentliches Problem der gegenwärtigen Krise ist offensichtlich, dass niemand abschätzen kann, wie labil die Finanzmärkte in den entwickelten Volkswirtschaften auf größere Schocks reagieren. Umgekehrt wurden die Prognostiker auch vom massiven Einbruch des Welthandels nach der Zuspitzung der Weltfinanzkrise im Herbst 2008 überrascht. Die herkömmlichen ökonomischen Methoden der Konjunkturprognose taugen eben nur dann, wenn eine so fundamentale Grundbedin-

gung wie die Stabilität des Finanzsektors erfüllt ist. Seit Sommer 2007 war der Bestand dieser Grundbedingung das wesentliche Prognoserisiko, und dieses Risiko zu verdeutlichen war vielleicht die wichtigste Aufgabe der Gutachter. Falls die Rezipienten der Gutachten nur den numerischen Teil der Prognose wahrgenommen haben, müssen die Konjunkturforscher über die Präsentation ihrer Arbeit nachdenken. Denkbar wäre etwa, an prominenter Stelle in den Texten konkrete Aussagen darüber zu machen, wie hoch das Risiko ist, dass die unterstellten Bedingungen (etwa die Stabilität der Finanzmärkte) nicht eintreffen. Es würde dann vermittelt, dass die makroökonomischen Methoden, die zur Herleitung der Prognose verwendet wurden, mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ihren Wert weitgehend einbüßen.

Diemo Dietrich
(*Diemo.Dietrich@iwh-halle.de*)

Axel Lindner
(*Axel.Lindner@iwh-halle.de*)

¹⁸ Vgl. ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Weltweite Finanz- und Konjunkturkrise treibt die deutsche Wirtschaft in eine tiefe Rezession, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2009, S. 13 f.

¹⁹ Die EFN-Gutachten haben zwar die dämpfende Wirkung der Weltfinanzkrise in der Regel etwas stärker betont als die anderen Gutachten. Die vom EFN prognostizierten Wachstumszahlen waren aber im Schnitt nicht niedriger.