

## Die dritte Phase der globalen Finanzkrise

4.2.2014



Die Probleme scheinen sich derzeit auf einzelne Länder wie Indien zu beschränken: Geldwechselstelle in Delhi. (Bild: Keystone / AP / Manish Swarup)

**Die in einigen Schwellenländern ablaufenden Turbulenzen deuten auf den Beginn einer neuen Phase der noch nicht überwundenen globalen Finanzkrise hin.**

*Andreas Uhlig*

In der wirtschaftlich entwickelten Welt hat die globale Finanzkrise tiefe Spuren hinterlassen. Darüber kann auch der sogenannte Davoser Konsens von Marktteilnehmern und politischen Entscheidungsträgern, der – wie Stephen Roach, der ehemalige Chef von Morgan Stanley Asia, formuliert – von einer zyklischen Konjunkturerholung in den USA und anderen entwickelten Ländern ausgeht, nicht hinwegtäuschen. Allein in den USA wird der kumulative Einbruch der Wirtschaftsleistung durch die Krise und die anschliessend langsamere Wachstumsrate in diesem Jahr im Vergleich zum Potenzial 5 Bio. \$ erreichen. In Europa sind die langfristigen Folgen der hohen Arbeitslosigkeit, des Verlusts an Wirtschaftskraft und des Verzichts auf Investitionen in Produktivkapital noch gar nicht abzuschätzen.

### **Verzerrende Kapitalflüsse**

Hinzu kommt, dass ein Ende der globalen Finanzkrise nicht abzusehen ist. Vielmehr scheint die nächste Phase der Krise bereits begonnen zu haben. Nach der von den USA ausgehenden und im Lehman-Kollaps gipfelnden Subprime-Krise und nach der auf Europa konzentrierten Staatsschulden- und Bankenkrise steht jetzt, wie vielfach befürchtet wird, eine Krise der aufstrebenden Länder bevor. Diese Märkte waren seit 2009 Ziel von «heissem Geld» aus den

entwickelten Volkswirtschaften gewesen, das als Reaktion auf die von den grossen Zentralbanken gezielt verfolgte Politik der negativen realen Zinsen rentable Anlagemöglichkeiten suchte. Dieser Zufluss hatte bei den Empfängern zu Verzerrungen, wie Überinvestitionen und Überhitzung, und zu einem Verzicht auf Reformen geführt.

Seit der ersten Androhung der US-Notenbank im Mai 2013, ihre quantitative Lockerung zurückzufahren, fliesst dieses «hot money» in Erwartung steigender Zinsen wieder aus den Schwellenländermärkten ab. Die Bank of America Merrill Lynch beziffert allein den Abfluss aus auf diese Region ausgerichteten Anleihen- und Aktienfonds auf 42 Mrd. \$ in den vergangenen drei Monaten. Die Société Générale schätzt den Abfluss aus Anleihenfonds auf 60 Mrd. \$ seit Februar 2013, als das Volumen 220 Mrd. \$ erreicht hatte. Hatten sich die Zentralbanken aufstrebender Länder bisher über den durch die Krisenbekämpfung angetriebenen Kapitalzufluss beschwert, missfallen ihnen jetzt der Kapitalabfluss und der damit entstandene Druck auf ihre Währungen. Indiens Notenbankchef und früherer Chefökonom des Internationalen Währungsfonds IMF, Raghuram Rajan, sieht keinen Widerspruch, denn ihn stören wahllose Kapitalflüsse, da sie zu Verzerrungen der Wirtschaft führen.

Auch wenn sich vorläufig die Probleme – und Gegenmassnahmen der Notenbanken – auf einzelne aufstrebende Länder, wie die Türkei oder Indien, zu beschränken schienen, sei die nächste Phase der globalen Finanzkrise bereits in vollem Schwung, betont George Magnus, Marktkommentator und früherer Chefökonom der UBS. Alle ernstesten Krisen in der Vergangenheit, wie die Asien-Krise oder die Subprime-Krise, hätten zu Anfang gut beherrschbar ausgesehen, bevor sie ausser Kontrolle gerieten. Man müsse sich ernsthaft Sorgen machen. Turbulenzen in den Schwellenländern würden sich viel stärker als früher auf die entwickelten Volkswirtschaften auswirken, da ihr Anteil am Welt-Bruttoinlandprodukt vor allem dank Chinas Expansion von 40% zu Zeiten der Asien-Krise (1997) auf 55% gestiegen sei, wenn man auf Kaufkraftvergleiche abstelle, bzw. zu Marktwerten von 20% auf fast 40%.

### **Lösen der Ungleichgewichte**

Negative Einflüsse auf emporstrebende Länder gehen aber nicht nur von den Versuchen der grossen Zentralbanken aus, ihre Geldpolitik zu normalisieren, sondern auch vom Wirtschaftsgeschehen in China. Magnus ist überzeugt, dass die Abkühlung der chinesischen Konjunktur, die Bemühungen der Regierung, die Exportabhängigkeit zu reduzieren, ein neues wirtschaftliches Gleichgewicht zu finden und das System der Schattenbanken in den Griff zu bekommen, sogar einen grösseren negativen Einfluss auf aufstrebende Volkswirtschaften haben werden als das «Tapering» der US-Notenbank. Wichtig für die Bewältigung der Krise in den Schwellenländern und damit der dritten Phase der globalen Finanzkrise ist daher die Lösung der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in diesen Staaten.