

Herbstveranstaltung Kammer unabhängiger Bauherrenberater

*Die Zukunft der Schweiz  
jenseits von Bau und Banken?*

*Zürich, 08. September 2009*



# Inhaltsübersicht

Die Ökonomie und die Ökonomen

*Was kann man Ihnen noch glauben?*

Situation im Spätsommer 2009

*Mutiert die Krise zur normalen Rezession?*

Wirtschaftspolitik

*Zwischen Inflation und Depressionsängsten*

Fokus Immobilienmarkt Schweiz

*Auf dem Weg in eine verspätete Blase?*

Perspektiven des Finanzsektors

*Verpasste Chancen*

Zukünftige Herausforderungen der Schweiz

# Die Ökonomie und die Ökonomen

16. Oktober 2008



# Schlagzeilen des Business Economists Consensus

Sept 07: Northern Rock Back Run

- «Wachstumsaussichten nach oben angepasst» (7. September 2007)

- «Ökonomen erwarten leichte Abkühlung der Konjunktur» (7. März 2008)

14. März : Bear Stearns Bail-Out

- «Erwartungen für 2009 sind leicht gesunken» (6. Juni 2008)

11. Juli : Fannie Mae Aktien Crash

- «Erwartungen für 2009 sind leicht schwächer» (5. September 2008)

15. Sept: Lehman Broth. Default

16. Okt.: UBS Bail-Out

- «Für 2009 wird ein Nullwachstum erwartet» (09. Dezember 2008)

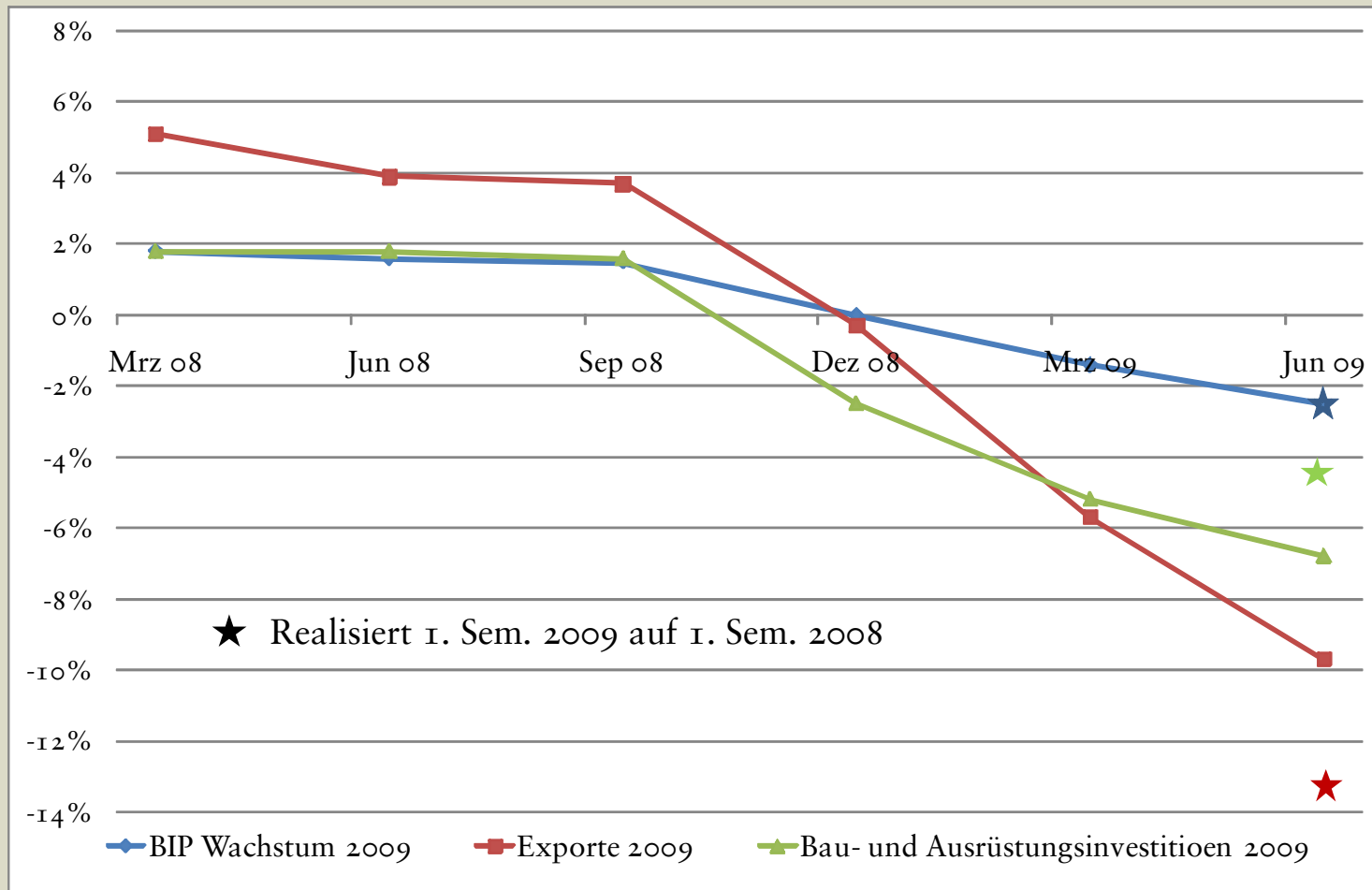
- «Erwartungen für 2009 erneut schwächer» (11. März 2009)

- «Experten erwarten massiven Einbruch für 2009» (10. Juni 2009)

Quelle: <http://www.kof.ethz.ch/news>

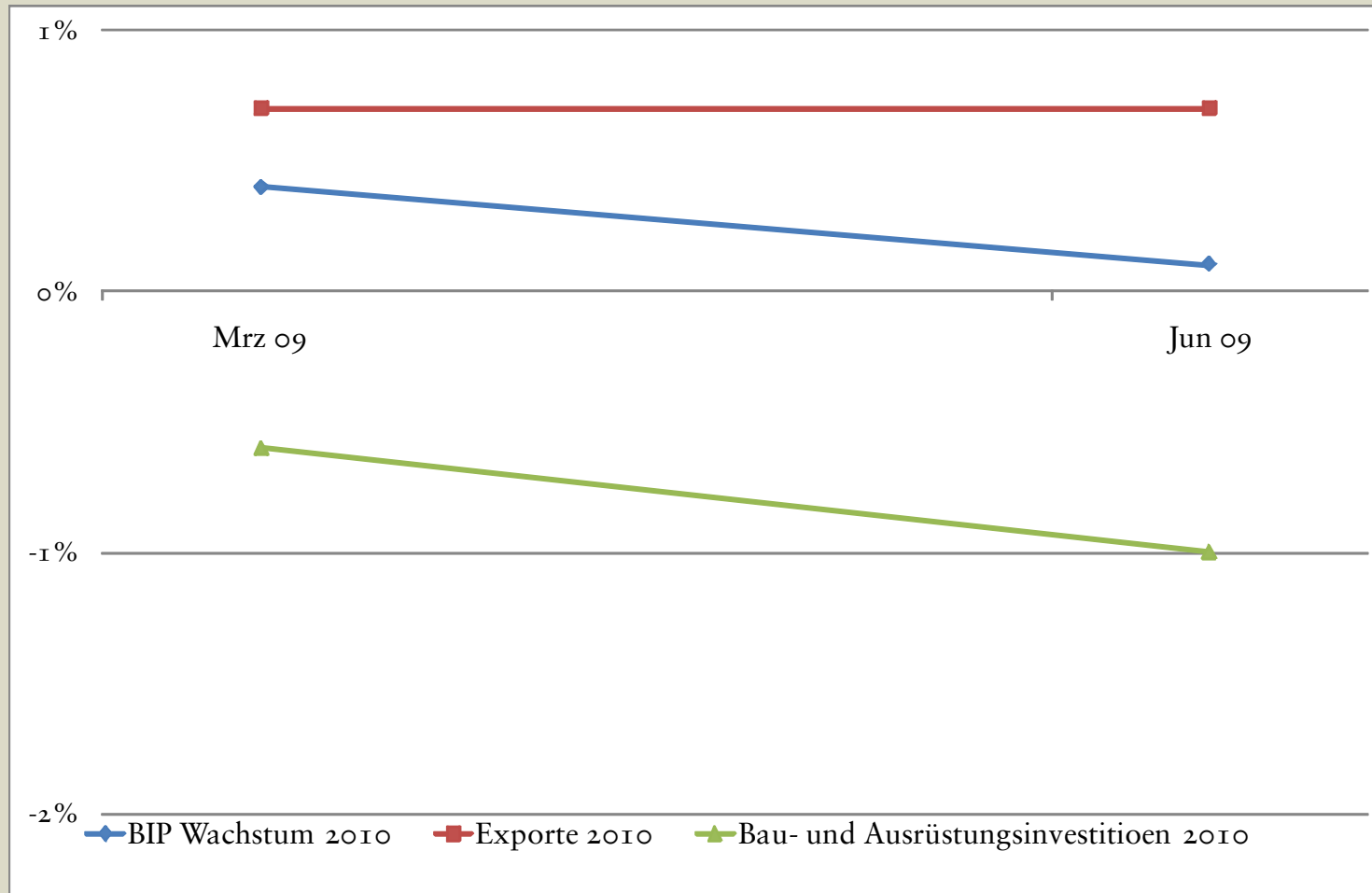
# Business Economist Consensus für 2009

## Niemand sah die Krise kommen bis sie da war



# Business Economist Consensus für 2010

Stabilisierung um Null erwartet



# Und die Kollegen der Akademie?

- Akademische Ökonomen waren und sind heute pessimistischer als ihre Bussiness-Kollegen, aber wenige sahen die Krise ex ante kommen.
- Ein Panel aus führenden US-Ökonomen schätzte die Dauer der Rezession in den USA im Frühling 2009 auf ca. 6 Jahre (Median)!
- Eichengreen/O'Rourke schreiben den Vergleich mit den grossen Depression in ihrem Blog fort.
- R.Shiller warnte schon lange vor dem Platzen einer gigantischen Immobilienblase.
- OECD (2005) diagnostizierte weltweit stark überbewertete Immobilienmärkte.
- CEPR(Policy Insight No. 26 ,2008) sah die isländische Krise treffend voraus

# Ist Ökonomie eine beliebige Wissenschaft?

Nein, aber Prognostik ist schwierig:

- Prognosen sind immer bedingte Aussagen, keine Prophezeiungen
- Strukturbrüche, kfstr. Modelle versagen (z.B. Autoverkäufe)
- Chartismus vs. Fundamentalanalysen
- Auch Ökonomen reagieren auf Anreize
- Milieu

# Wie konnten sich die Ökonomen derart irren?

Paul Krugman in seinem Blog vom 2. September

## *Mistaking Beauty for Truth*

*As I see it, the economics profession went astray because economists, as a group, mistook beauty, clad in impressive-looking mathematics, for truth. Until the Great Depression, most economists clung to a vision of capitalism as a perfect or nearly perfect system. [...] as memories of the Depression faded, economists fell back in love with the old, idealized vision of an economy in which rational individuals interact in perfect markets, this time gussied up with fancy equations.*

# Woran man sich trotzdem halten kann

Zinskurve

Credit Spreads

Fundamental-Indikatoren

Dauerhafte Konsumgüter

# Situation im Spätsommer 2009

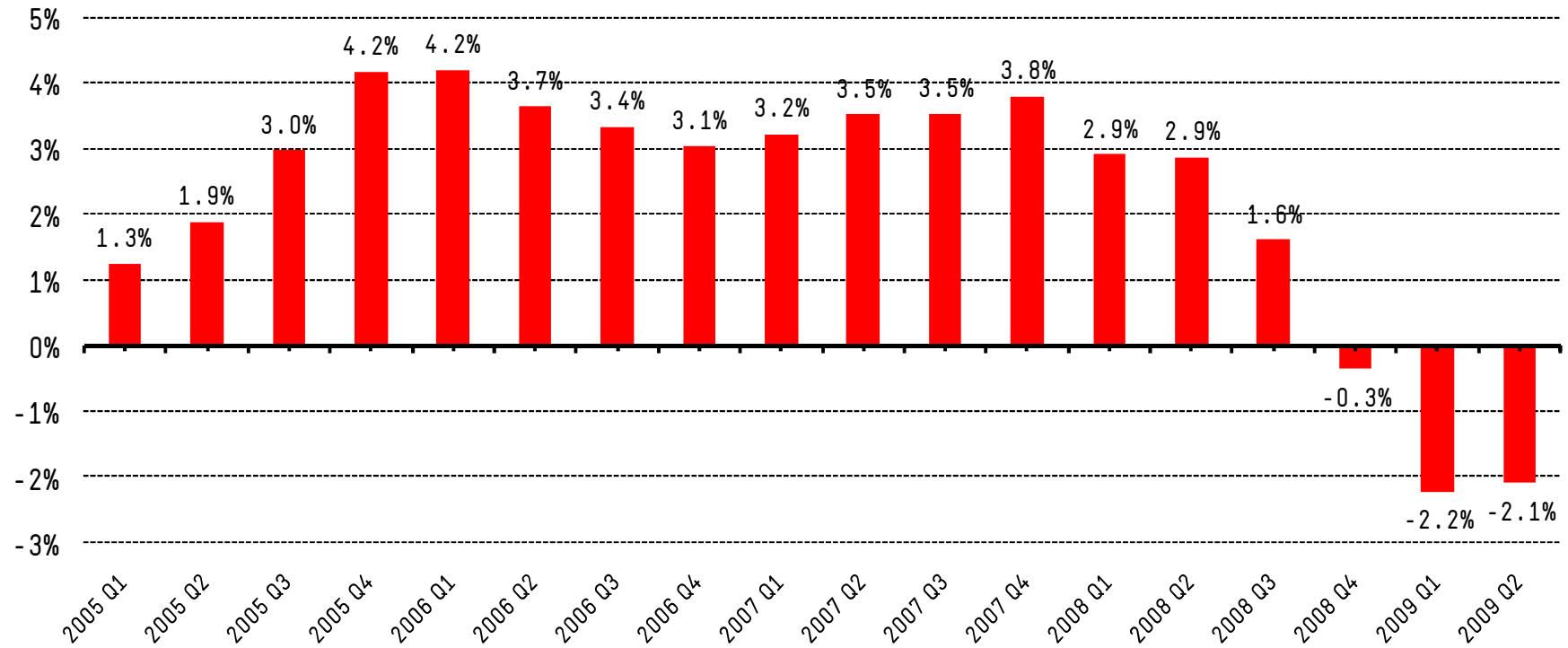
# Im Spätsommer 2009

- Schweiz in einer tiefen Rezession (reales BIP Q2: -2,1%)
- massiver Anstieg der Arbeitslosigkeit steht vor der Tür, hält der Konsum?
- Anzeichen einer Stabilisierung sind unverkennbar, aber soll man ihnen trauen?
- Industrie hat – wider Erwarten – bisher mehr gelitten als der DL-Sektor
- Vermögenspreise nehmen schon viel vom Wiederaufschwung vorweg
- Kontroverse um mögliche Kreditklemme, 3. Konjunkturpaket

# Wachstumseinbruch in der Schweiz

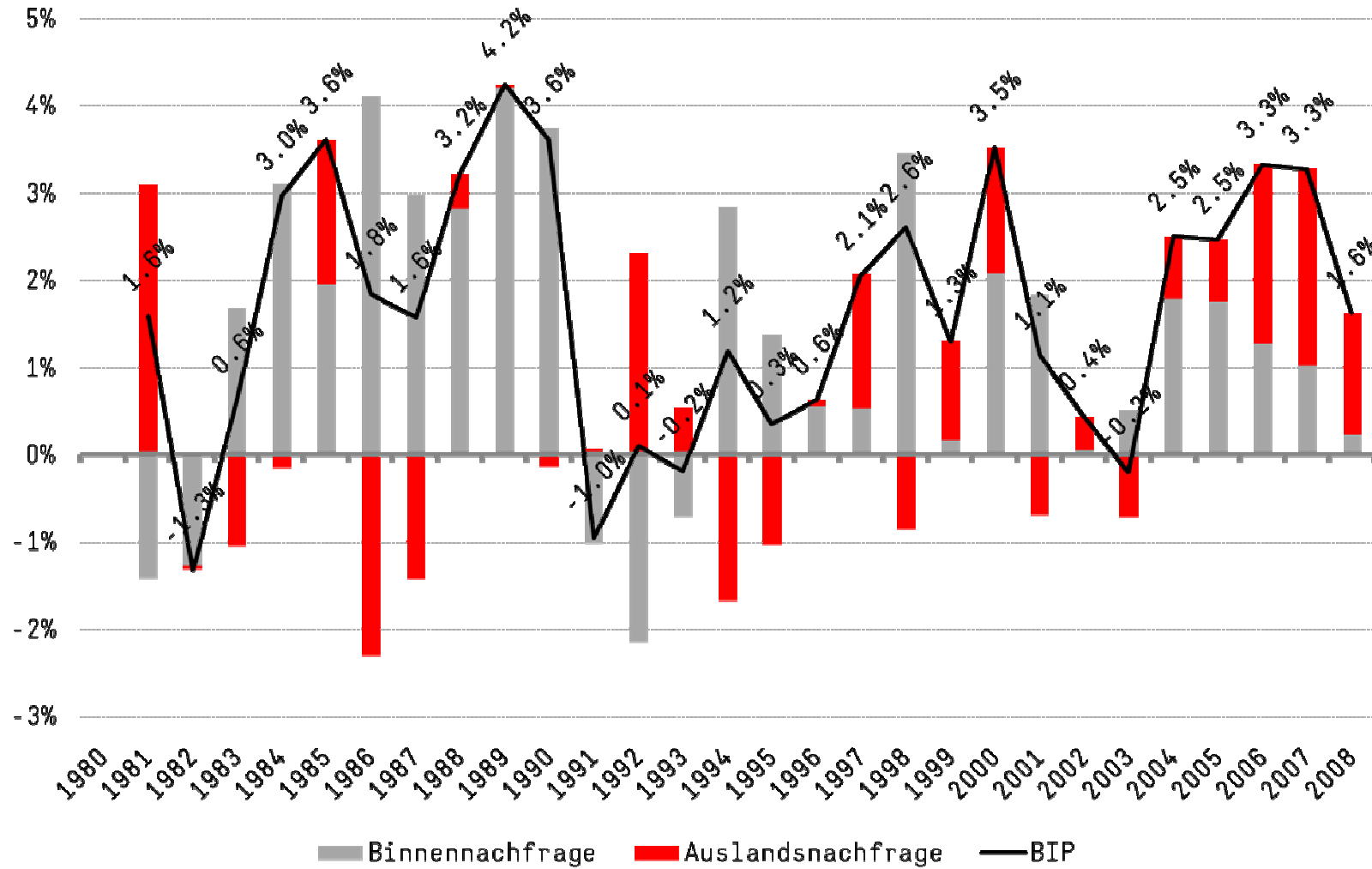
## *y-o-y Veränderung BIP*

Quelle: seco (2009)



# Der Boom 2004 bis 2007 kam aus dem Ausland

Quelle: seco (2009)



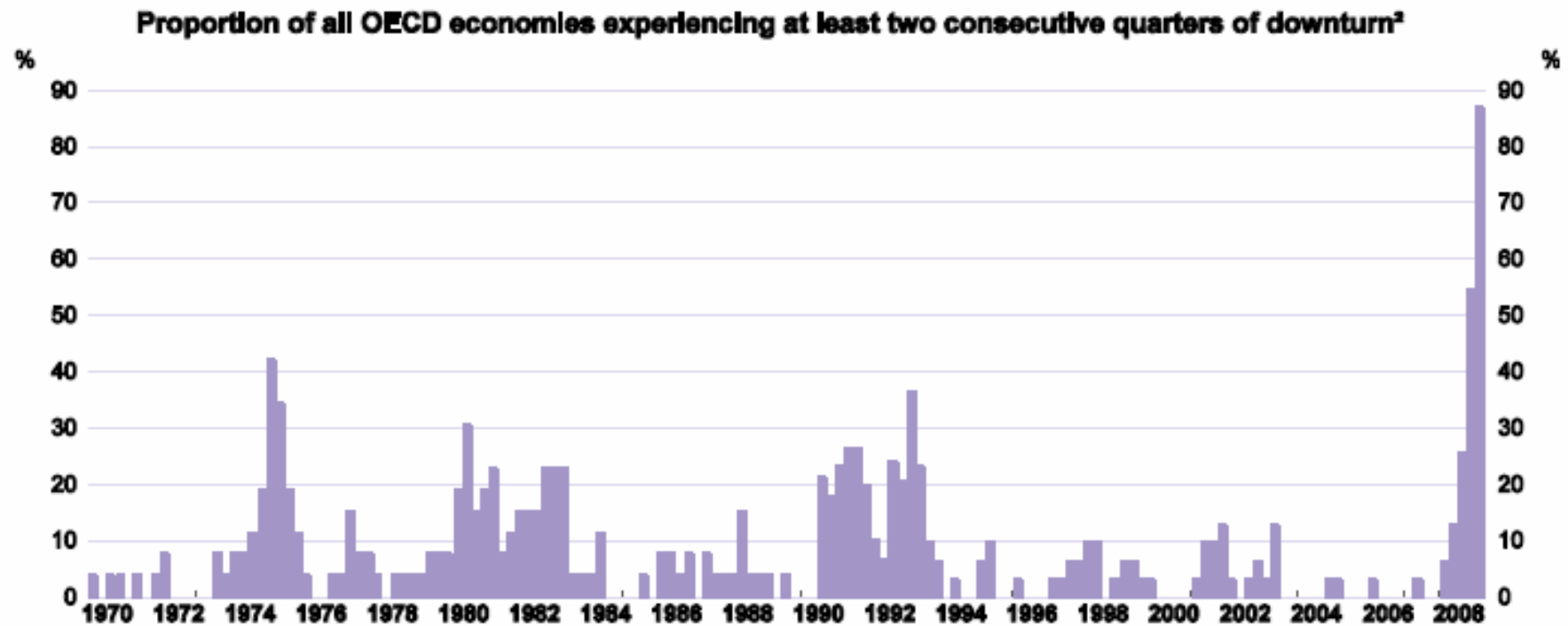
# Alles halb so schlimm?

Quelle: Donald Marron (2009)



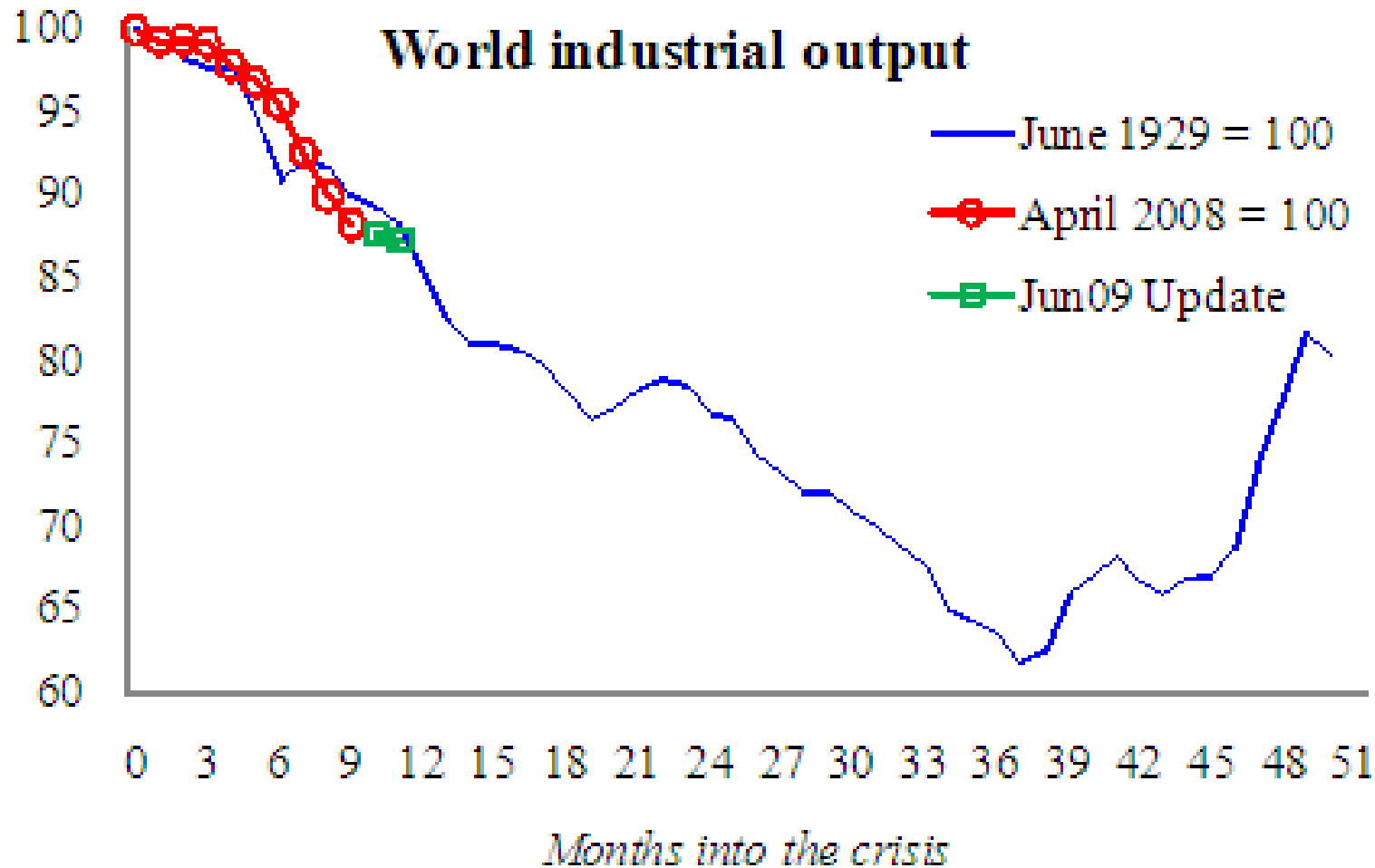
# Anteil OECD-Mitgliedsländer mit mind. zwei aufeinander folgenden negativen Quartalen

Quelle: OECD (2009)



# Zweite Grosse Depression?

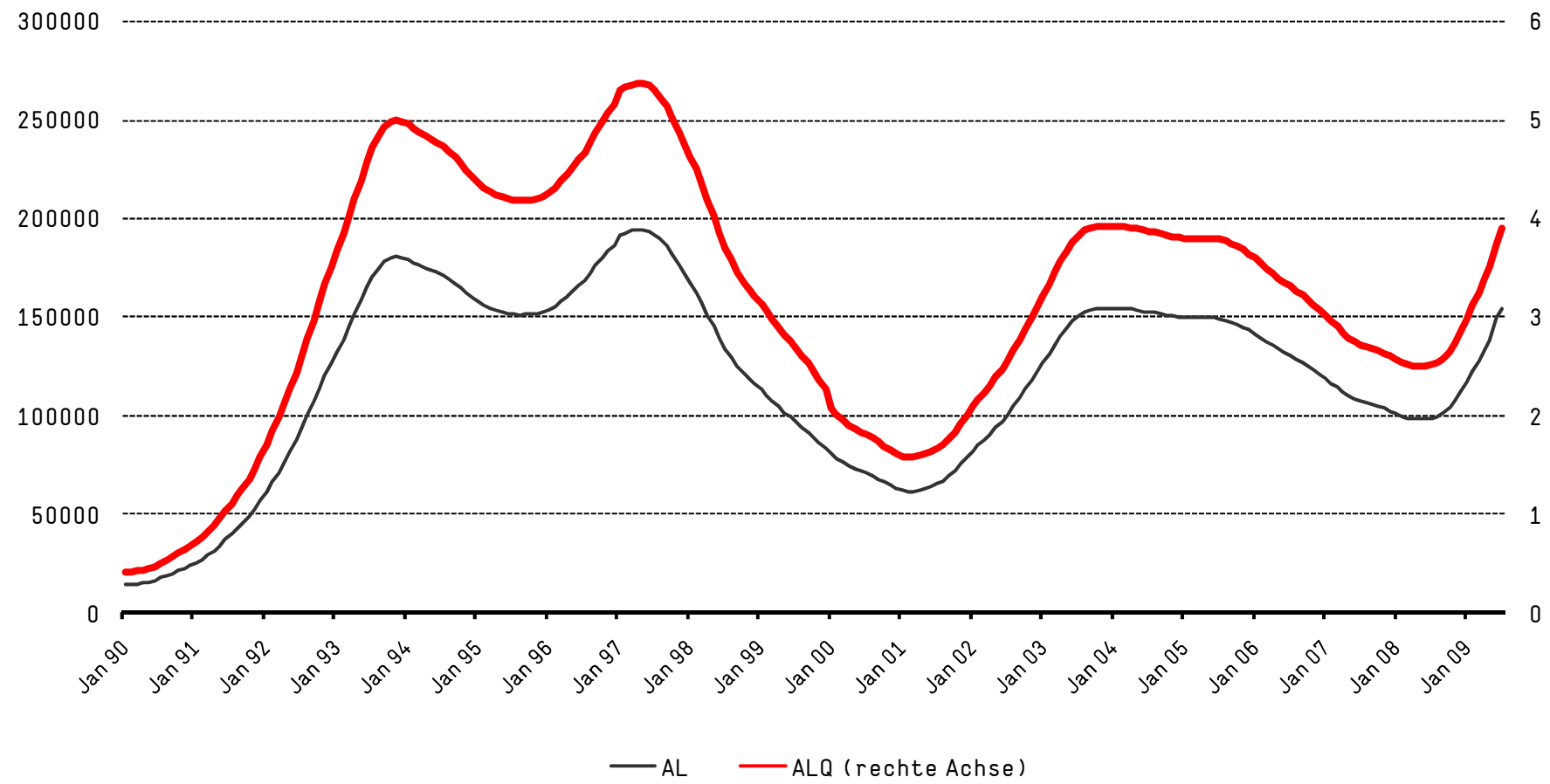
Quelle: Eichengreen & O'Rourke (2009)



# Verzögert steigende Arbeitslosenzahl und Arbeitslosenquote

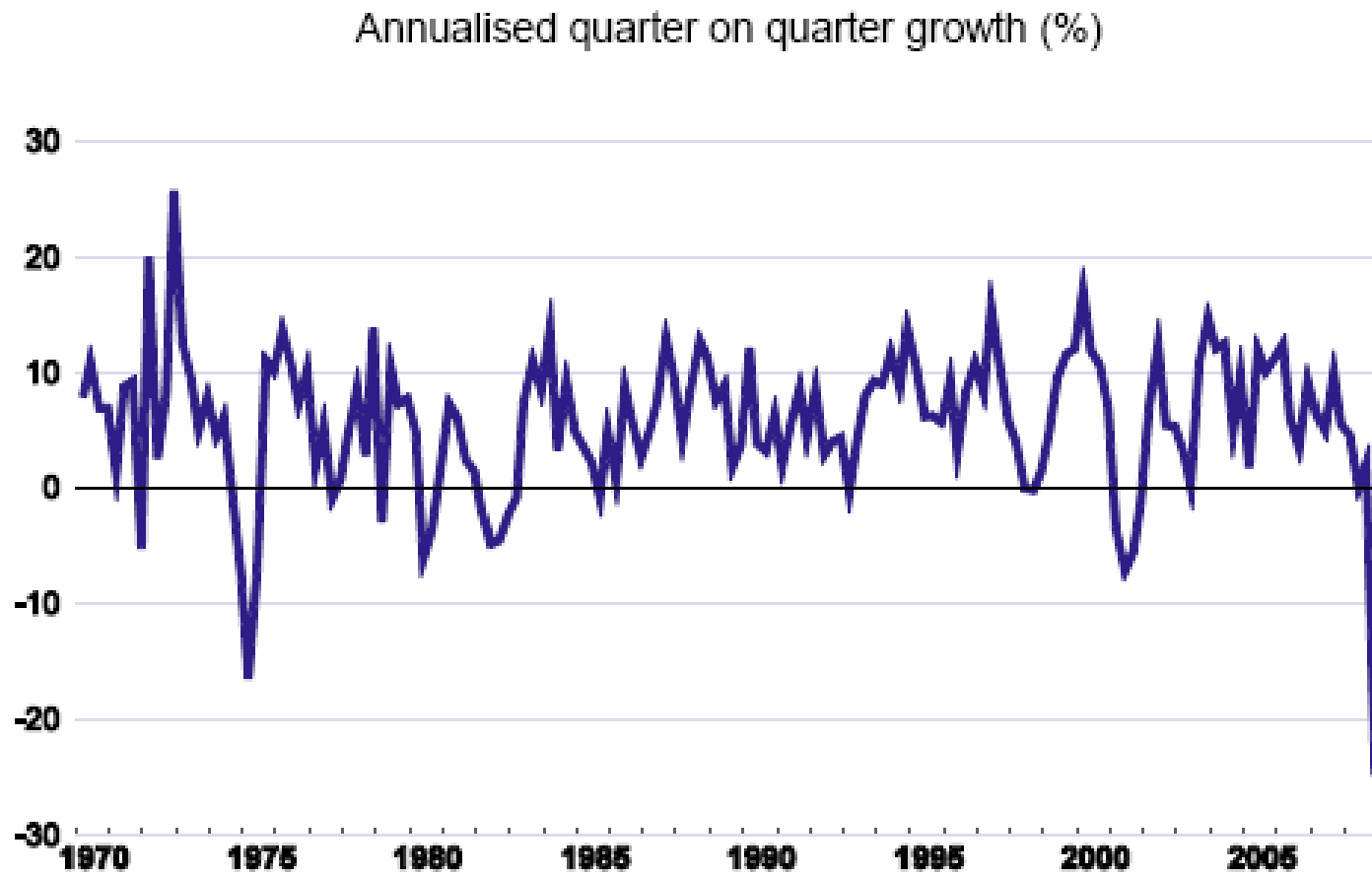
*saisonal bereinigte Entwicklung bis Juli 2009*

Quelle: seco (2009)



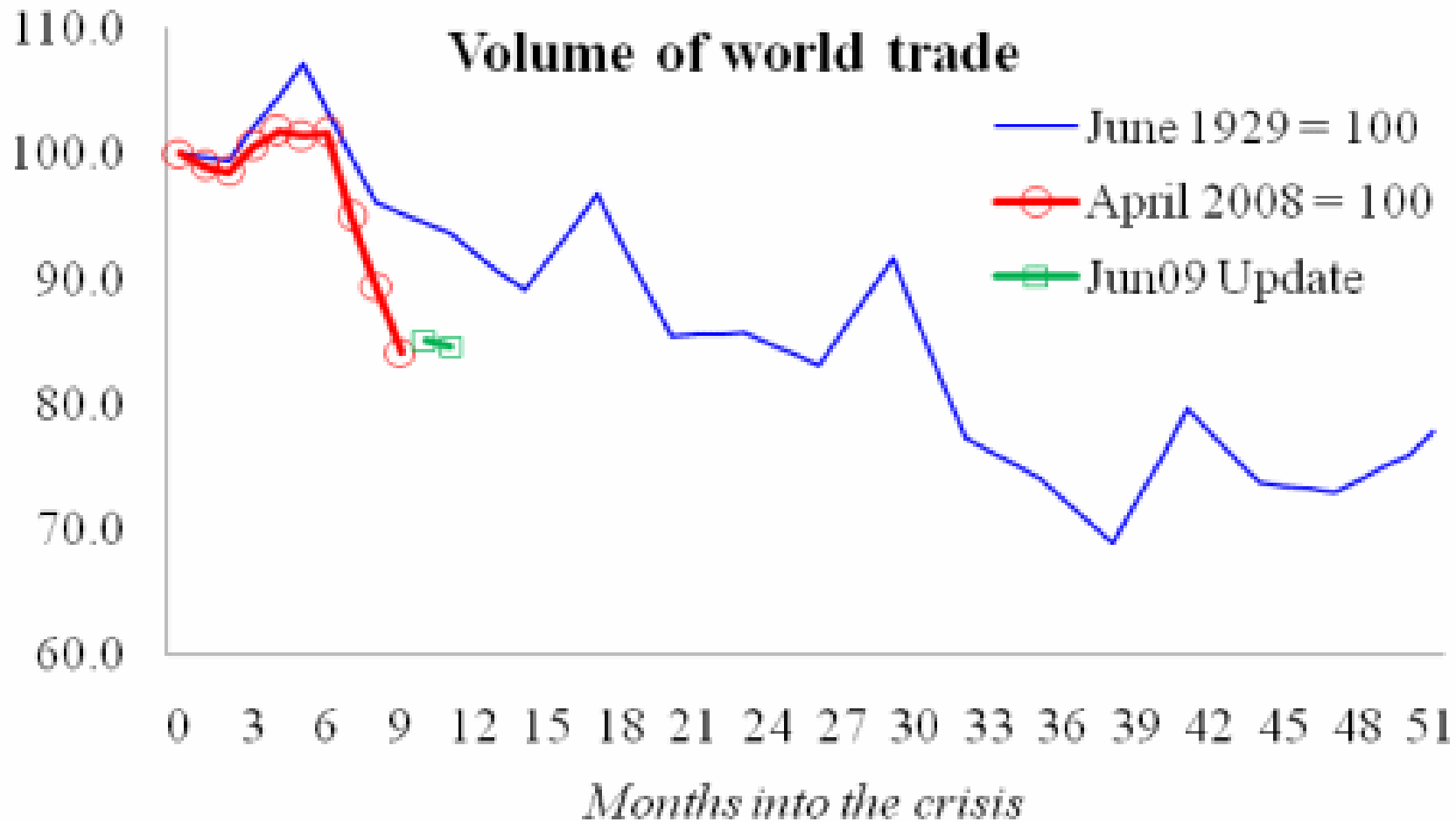
# Scharfer Einbruch des Welthandels

Quelle: OECD (2009)



# Welthandel: Vergleich mit Grosser Depression 1929

Quelle: Eichengreen & O'Rourke (2009)



# Reaktion Wirtschaftspolitik

# Tanz auf dem Hochseil

*«The exceptional policies used to deal with extreme circumstances are working. Now, as a result, policymakers are walking on a tightrope: on one side are premature withdrawal and a return to deep recession; on the other side are soaring inflationary expectations and stagflation.»*

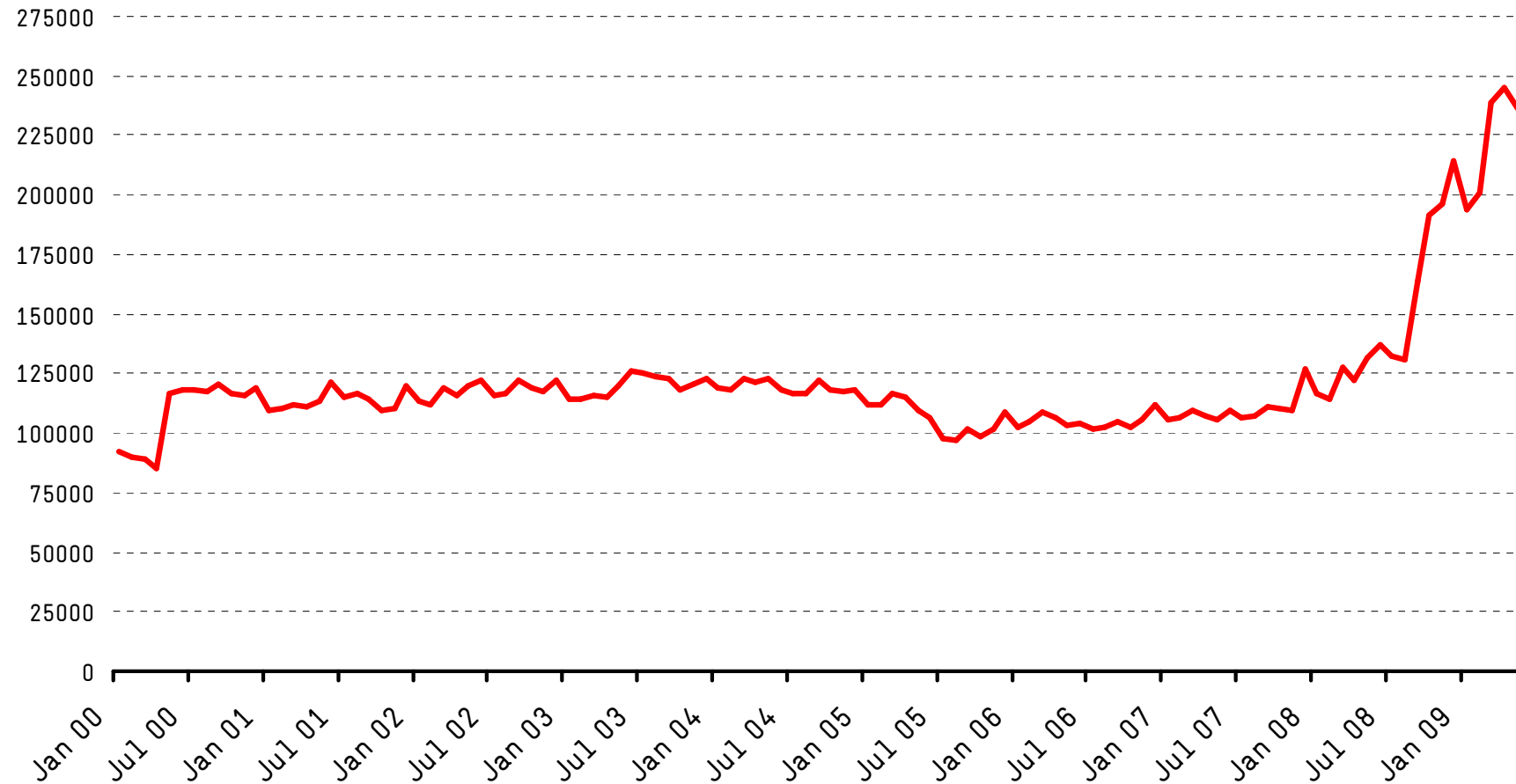
*Martin Wolf, Financial Times vom 2. Juni 2009*

# Geldpolitik in der Schweiz

- *Priorität: Stabilisierung der Finanzmärkte*
- *Von einer vermutlichen Liquiditätskrise zu einer effektiven Solvenzkrise («Loans turned bad because they were bad to begin with»)*
- *SNB als «bad bank» (Übernahme toxischer Assets aus der UBS)*
- *Erst sekundär Stimulierung der Realwirtschaft*
- *Einsatz unkonventioneller Instrumente (Quantitative Easing, Devisenmarktinterventionen)*
- *Liquiditätsfalle*
- *Kurzfristig Bekämpfung Deflation, längerfristig Inflationsgefahr*

# Geldpolitik: Massive Ausweitung Bilanzsumme in Mio. CHF

Quelle: SNB (2009)



# Fiskalpolitik in der Schweiz

## *CH als kleine und offene Volkswirtschaft*

Starke eingeschränkte Möglichkeit autonomer Fiskalpolitik

## *Ausgeprägte automatische Stabilisatoren*

ALV (10'000 zusätzliche AL  $\pm$  300 – 400 Mio. Ausgaben)

Progressive Einkommenssteuer

Schuldenbremse

## *Staatseinfluss bereits sehr hoch*

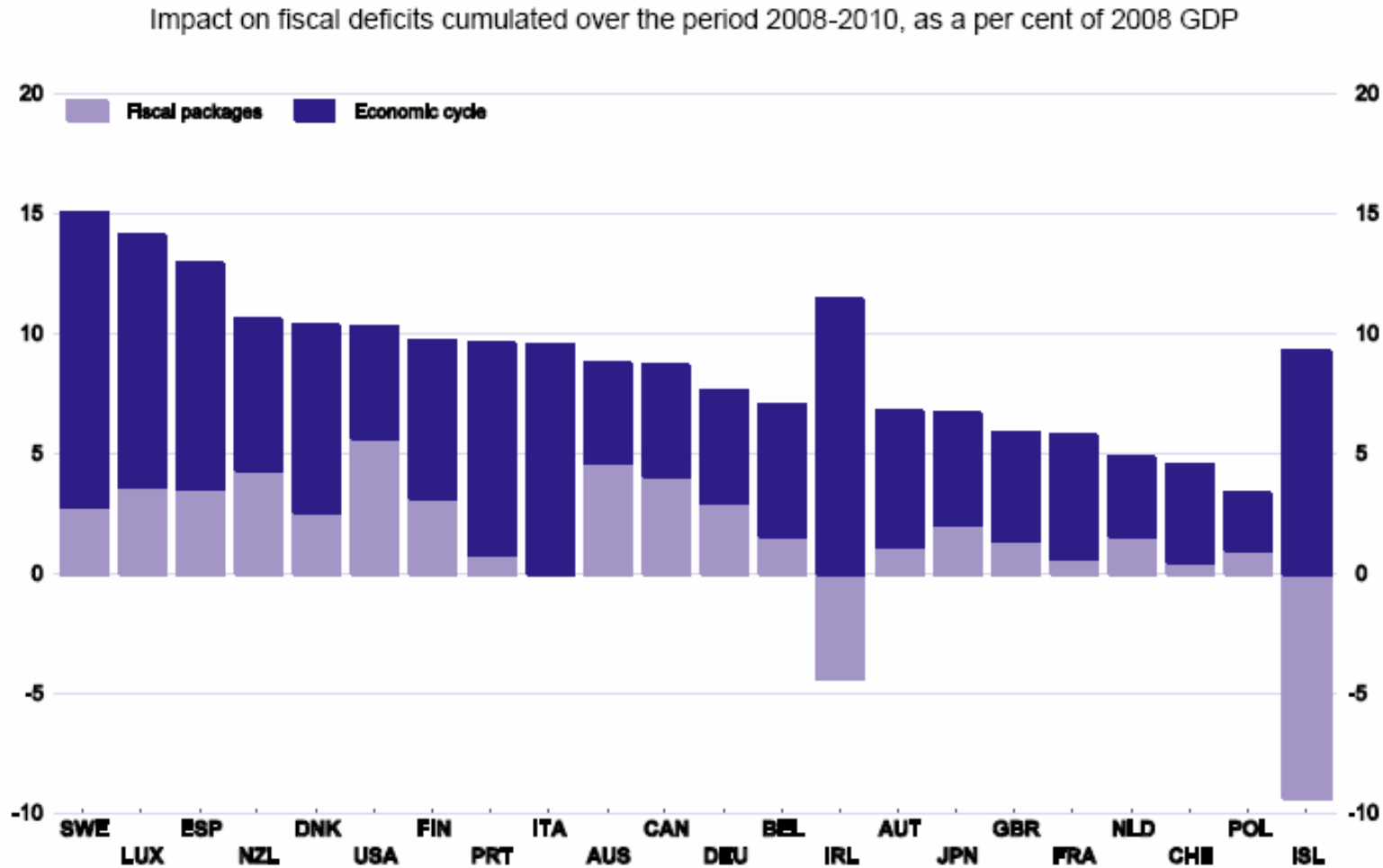
$\frac{1}{4}$  der Bevölkerung sind Rentenbezüger

## *Verschuldungssituation*

# Fiskalpolitische Stimulierung

## *Automatische Stabilisatoren und diskretionäre Fiskalimpulse*

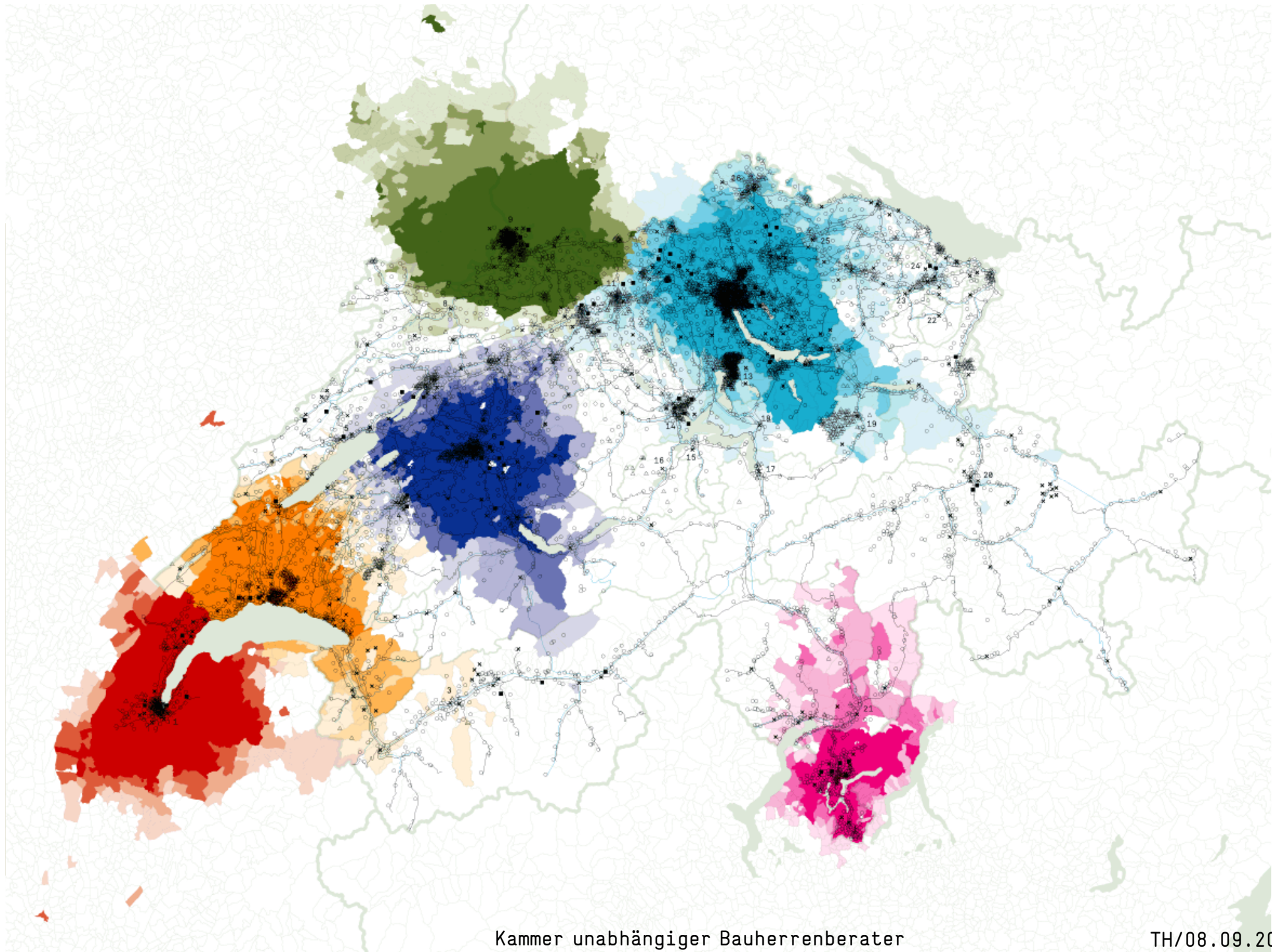
Quelle: OECD (2009)



# Hoffnungsschimmer oder «green shoots»

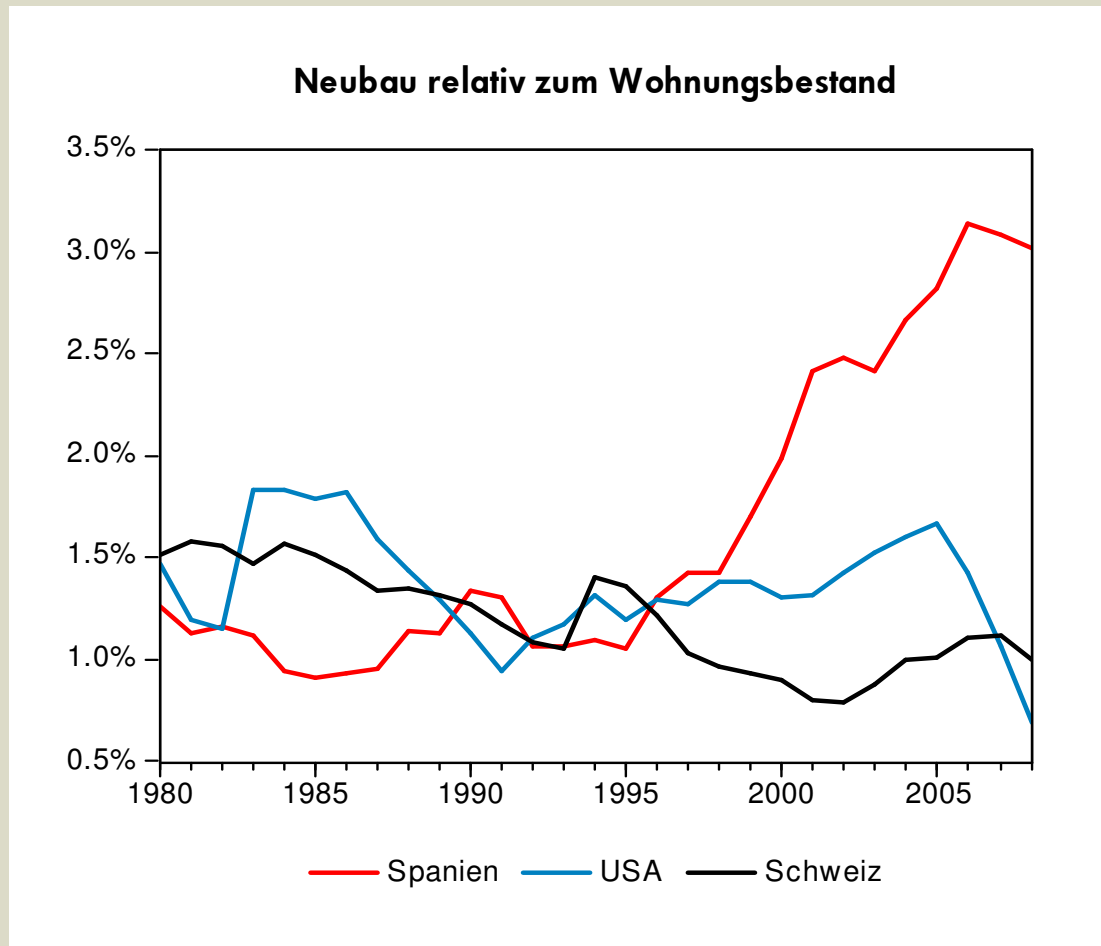
- *Wirtschaftliche Situation weiter sehr unsicher*
- *Massive Interventionen scheinen zu wirken*
- *Wirtschaftspolitik im Dilemma zwischen Inflation und Double Dip*
- *Zeichen der Stabilisierung an den Kreditmärkten*
- *Zeichen der Stabilisierung an den Immobilienmärkten*

# Fokus Immobilienmarkt



# Welcher Bauboom?

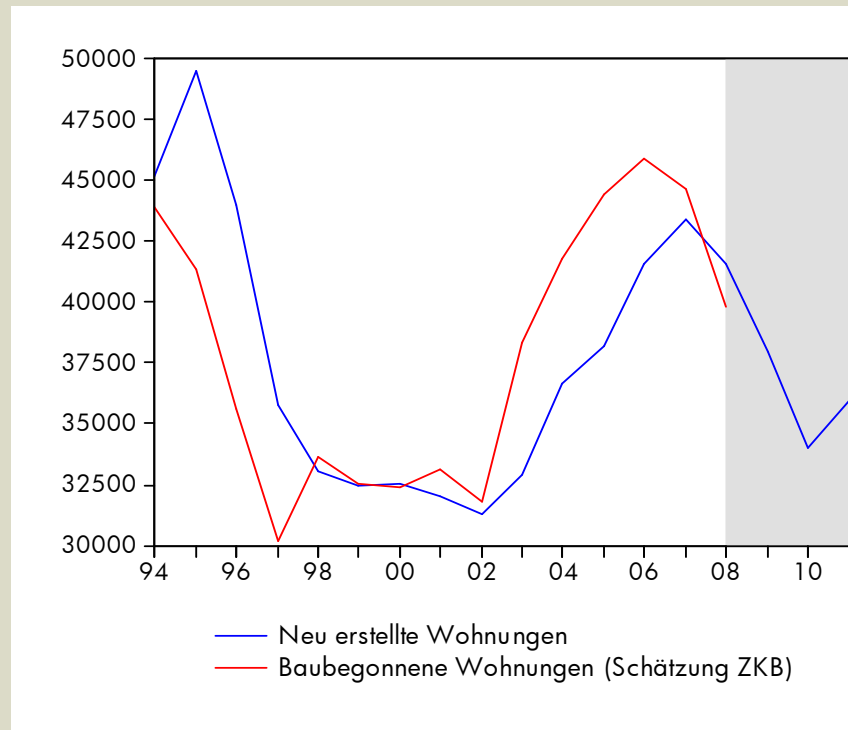
In den 80er Jahren wurde in der Schweiz relativ mehr gebaut als heute



Quelle: BfS, Datastream, Eigene Berechnungen

# Wohnungsbau: Zenit früh überschritten

Frühe und kluge Antizipation der Investoren



Quelle: BfS, ZKB (Daten Q4/2008 geschätzt)

2008 wurden ca. 42'000 Wohnungen erstellt, eine für die Schweiz hohe Zahl.

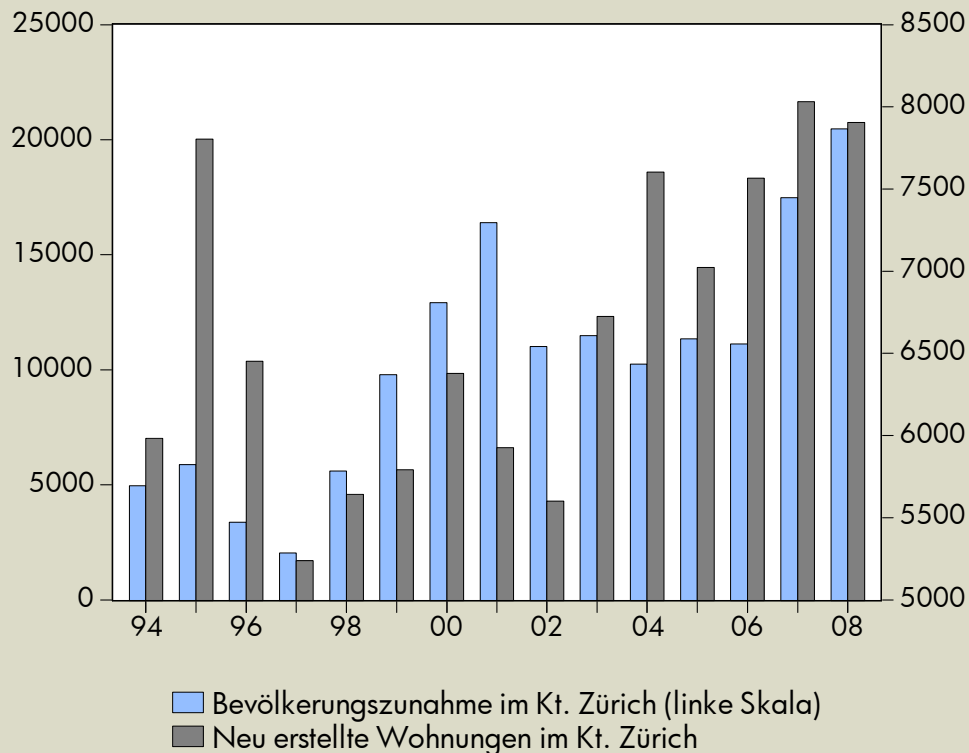
Die Baubeginne (Housing starts) sind bereits seit 2007 rückläufig -- trotz Baubewilligungen auf Rekordhöhe.

Es ist eine Abkühlung der Wohnbautätigkeit zu erwarten-- diese wurde von den Investoren bereits zum Teil vorweggenommen!

Q2 2009: Neubau -10%

# Die Wohnungs(nach)frage

Das Angebot traf bisher auf seine Nachfrage – wie weiter?



Die Erweiterung des Angebots seit 2003 wurde von Einwanderung und höheren Einkommen absorbiert werden.

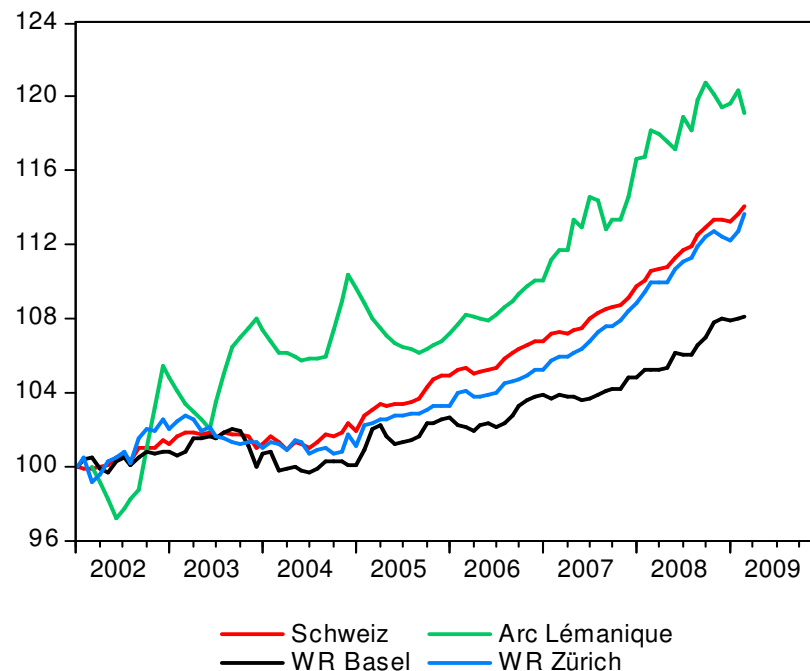
Die abgeschwächte Bevölkerungs- und die Unsicherheit wird jedoch zu einer moderaten Erhöhung der Leerwohnungsziffer führen.

Wir erwarten schweizweit einen graduellen Anstieg der Leerwohnungsziffer auf 1% (2009) bzw. 1,3% im Jahr 2010.

Quelle: Stat. Amt des Kantons Zürich

# Neumieten: Peak bereits erreicht?

## Leichter Rückgang der Neumieten



Quelle: homegate.ch

Zwischen 2006 und 2008 sind die Neumieten schneller gestiegen als die Inflation.

Regionale Unterschiede (2008, yoy)

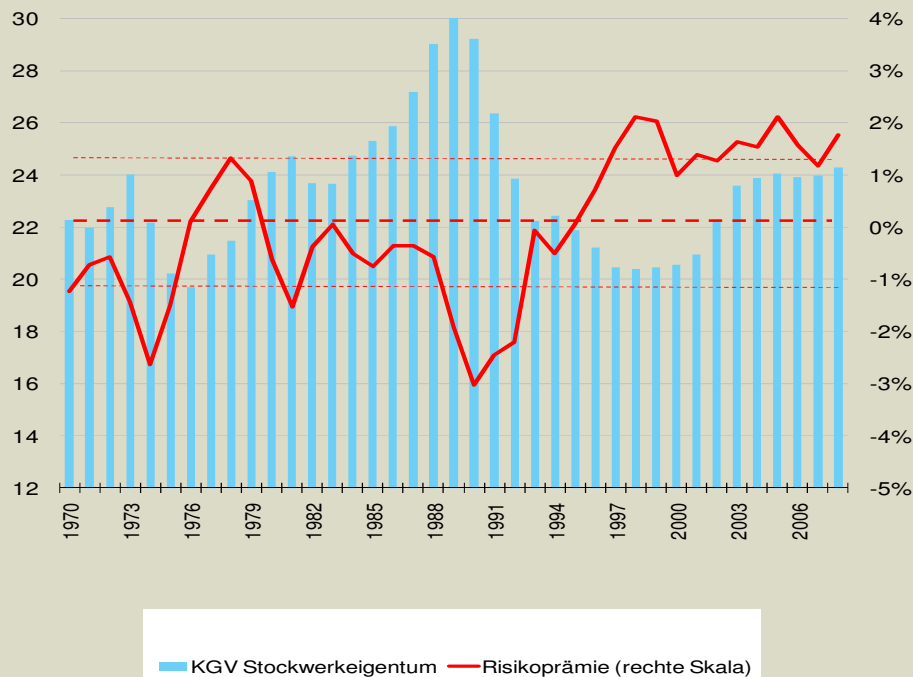
Arc Lémanique: +5.0%

Schweiz: +3.5%

Für 2009/10 stabile Neumieten zu erwarten (2009: +0.8%, 2010: 0.2%, yoy)

Bestandesmieten: Anpassung des Referenzzinssatzes auf 3%, jedoch kurzfristig wenig Druck auf die Mieten.

# Droht eine verspätete Immobilienblase in der Schweiz?



Quelle: Bfs, homegate.ch, ZKB, eigene Berechnungen

## In Anlehnung an Aktienmarkt:

Verhältnis Preise zu Mieten oder:

Wie viele Netto-Jahresmieten zahle ich beim Kauf?

Aktueller Wert (2008): 24

## Fragestellung Risikopuffer

Rendite einer Wohnung:

Netto-Eigenmiete

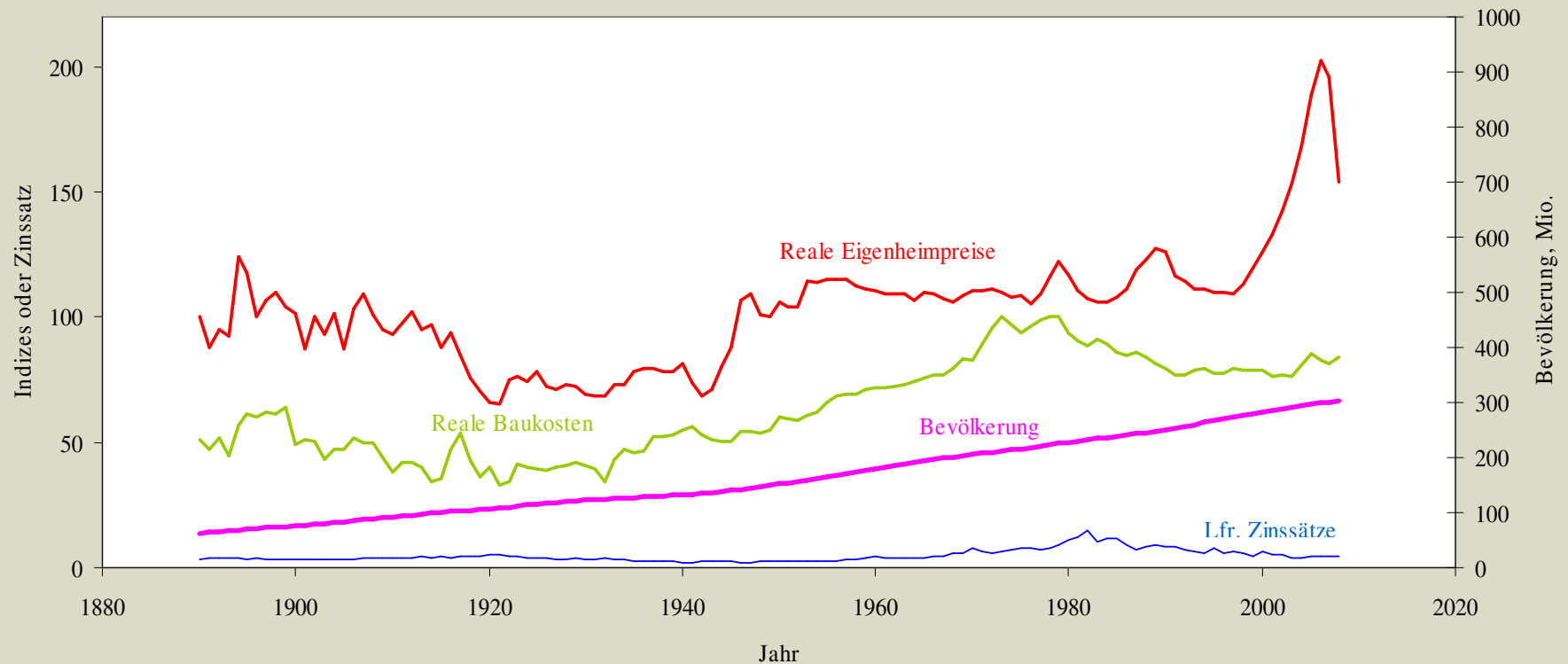
- sämtliche Eigentümerlasten

Risikoprämie:

Immobilienrendite - Kapitalmarktzinsen

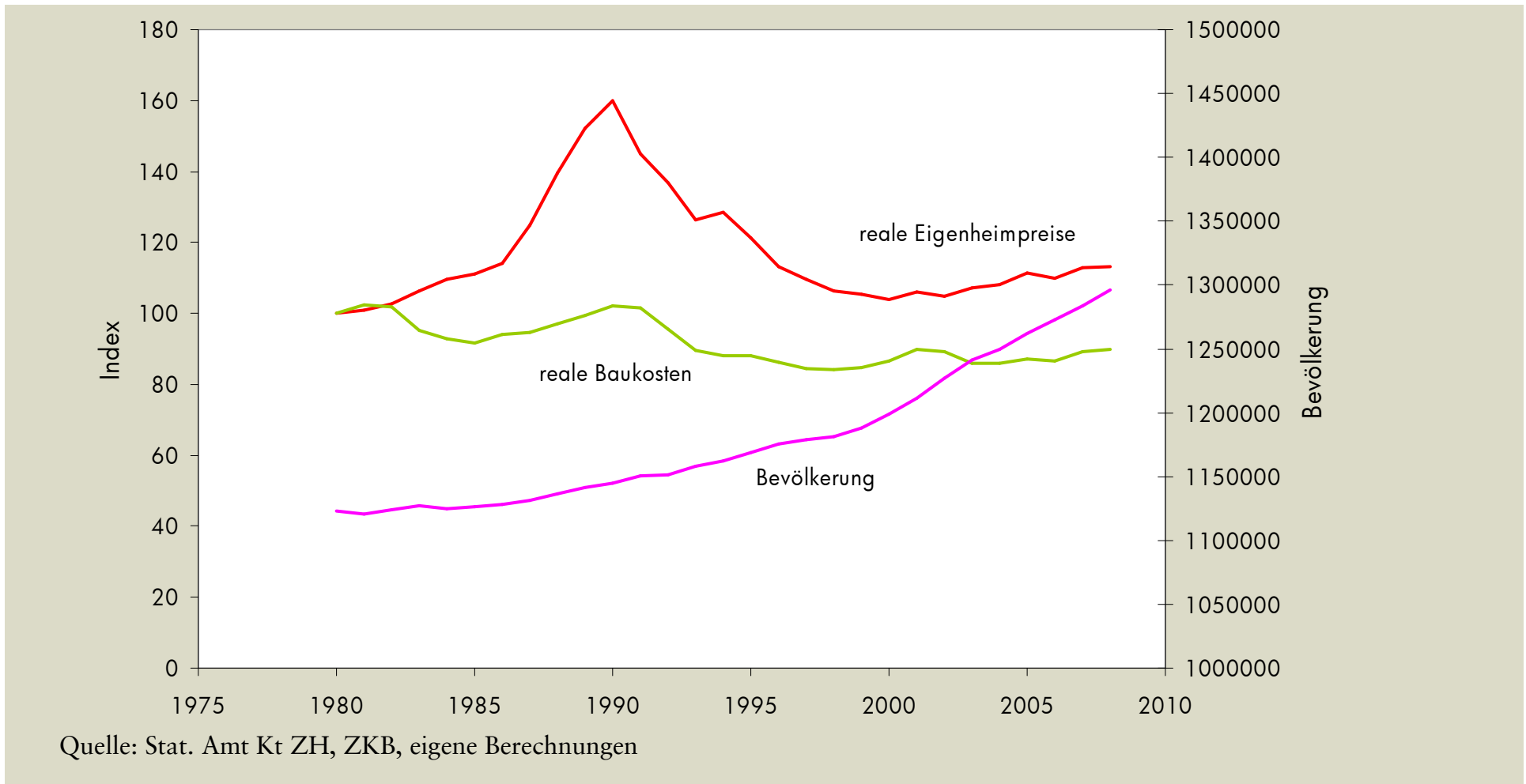
# Bubble trouble

Die US Immobilienwirtschaft muss auf den Boden der Realität zurückkehren



Quelle: Robert J. Shiller

# Kanton Zürich: geringer realer Preisanstieg ... trotz starker Bevölkerungszunahme



# Warum die Schweiz doch anders tickte

Der ökonomische Auslöser der weltweiten Immobilienblase war ein Zusammenspiel aus

stark sinkenden (Real-)Zinsen

starkem Realwachstum

Leverage und Produktinnovationen

In der Schweiz sind die Realzinsen kaum gefallen und das Wachstum war bis 2004 bescheiden. Die Kreditpolitik der Banken war sehr vorsichtig!

# Was uns die Kapitalisierungssätze verraten

Woher kommt der Diskontsatz im DCF?

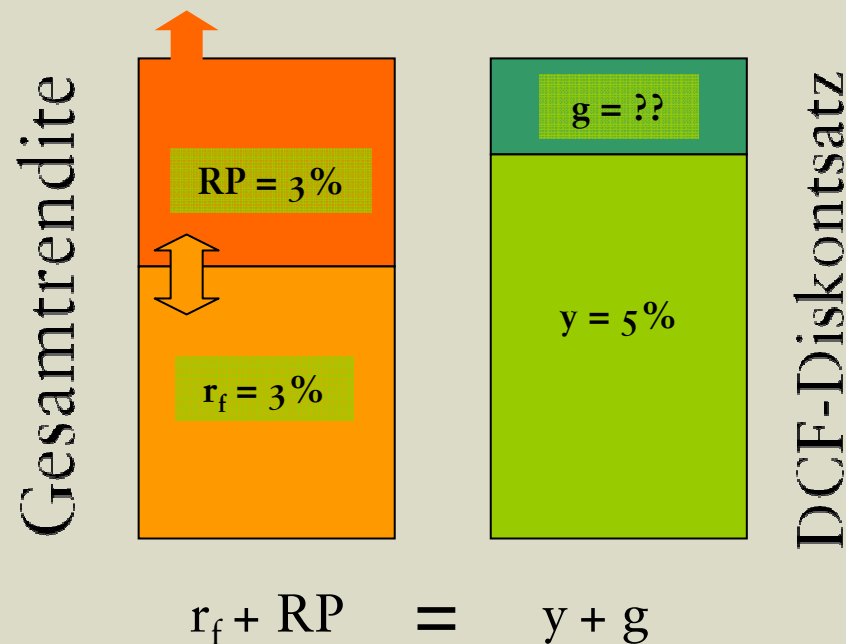
Der Diskontsatz lässt sich aus den folgenden Gleichgewichtsbeziehungen herleiten

- = Diskontsatz (im DCF)
- = vom Investor geforderte Rendite
- = Opportunitätskosten des Kapitals
- = erwarteter Total Return
- = Einstandsrendite ( $y$ ) + erwartete Wachstumsrate der Mieten ( $g$ ),
- = risikofreier Zinssatz ( $r_f$ ) + Riskikoprämie (RP)

Im Gleichgewicht gilt:  $r_f + RP = y + g$

# Realistische Renditeerwartungen

Fallende Preise bei steigender Risikoprämie dennoch möglich



Der aktuelle Nettoeinstandsrendite ( $y$ ) beträgt knapp 5% für Büronutzungen an guter Lage.

Die erwartete implizite Wachstumsrate der Büromieten ( $g$ ) von 1% p.a. ist langfristig nicht übertrieben.

Um bei einer weiteren Zunahme der Risikoprämie diese Gleichgewichtsbeziehung aufrechtzuerhalten, müssten die Einstandsrenditen steigen – d.h. die Preise müssten fallen.

# Fazit: Der Immobilienmarkt als Stütze der Gesamtwirtschaft

- § Bautätigkeit hat Zyklushoch früh überschritten und Rezession teilweise antizipiert
- § P/E und Risikoprämie in Line, erwarteter Anstieg der Büromieten (+1%) bescheiden
- § Die Wertschöpfung im Hochbau unterstützt gesamtwirtschaftliche Entwicklung
- § Die erwartete Korrektur der Neumieten und der Preise ist bisher nicht eingetreten, fundamentale Bewertung bietet Unterstützung
- § Keine Explosion der Leerstände zu erwarten, Wohnmärkte in den Zentren bleiben eng.

# Die Kehrseite der Medaille: Raumordnung

- § Zersiedelung der Schweizer Landschaften geht ungebremst weiter
- § Ökonomisch gesehen höchstwahrscheinlich ineffizient
- § Reale Immobilienpreise seit 1970 kaum gestiegen, trotz massiver Zunahme der Bevölkerung und Realeinkommen

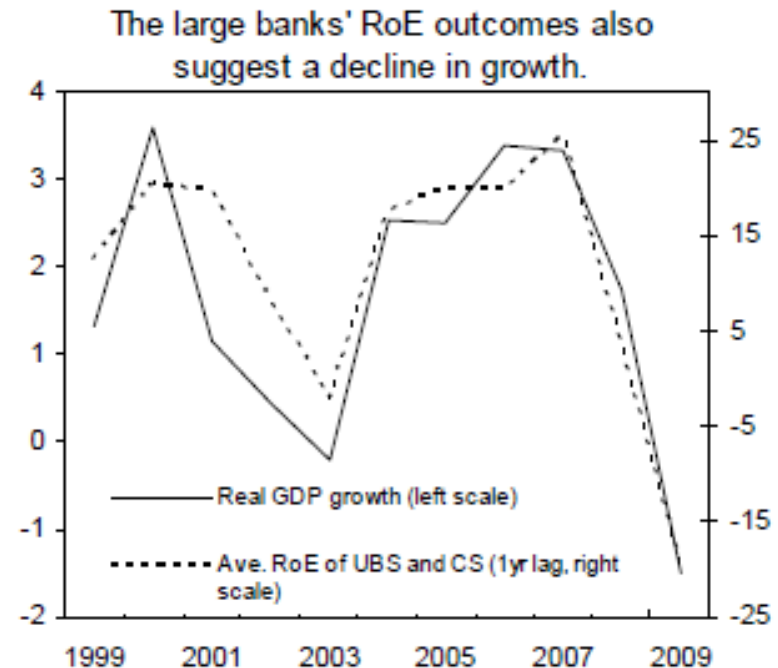
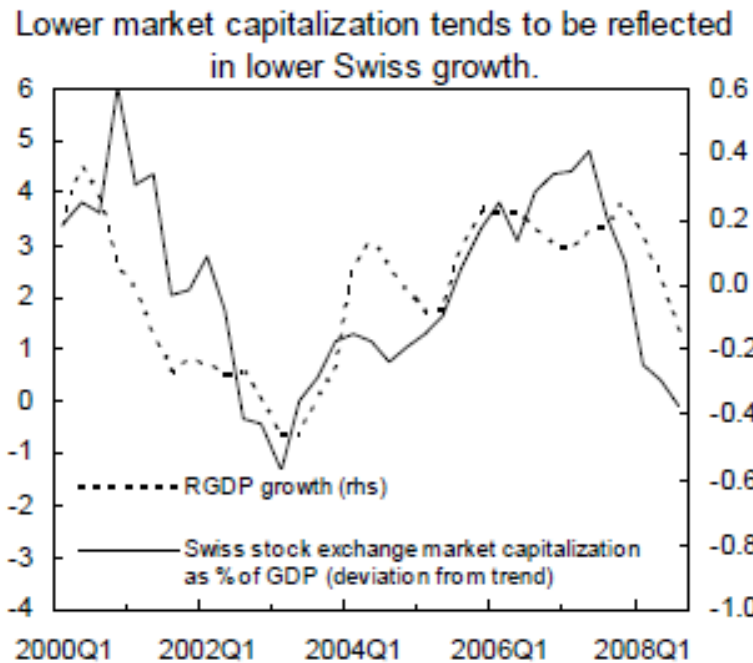
Sehr elastisches Bodenangebot steht teilweise in Widerspruch zu den Zielen der Raumplanung

- § Neue Raumplanungsdebatte steht an, Fokussierung auf ökonomische Anreize/Fehlanreize ist dringend notwendig. Innere Verdichtung.
- § Sind die (organisierten) Anspruchsgruppen zu einem bestimmten Verzicht bereit?

# Perspektiven des Finanzsektors

# Wachstum und Finanzsektor

Quelle: IMF (2009)



Ökonometrische Schätzung ergibt: Ein Rückgang der Wertschöpfung des Finanzsektors um 1% ist mit einem Rückgang des BIP um rund ½ Prozentpunkte über die nächsten 4 bis 6 Quartale verbunden. Der Wertschöpfungsabfall von 7.2 % im Finanzsektor dürfte daher eine Minderung des BIP-Wachstums um rund 3.5 % innerhalb eines Jahres zur Folge haben.

# Perspektiven des Finanzsektors

- *Weltweite Schrumpfung des Finanzsektors*
  - *Überdurchschnittliche Betroffenheit der Schweiz?*
  - *Redimensionierung (Vermögensschrumpfung)*
  - *Reputationsschaden*
- *Vom «Dutch Disease» zum «Anglo Disease»*
  - *City London*
  - *New York*
  - *Zürich, Genf, Pfäffikon?*

# Das grosse Deleveraging

geringerer Leverage

- + weniger Innovationen im Finanzsystem
- + tieferer Wettbewerbsdruck (und mehr Wettbewerbsverzerrungen)
- + mehr Regulierung (weniger Regulierungsarbitrage)
- + geringere Kreditschöpfung
- + höhere Kreditkosten
- + tiefere Lohnsumme (Verschiebung Arbeitskräfte aus dem Finanzsektor)
- + Verwässerung der Eigentumsrechte
- + Verpolitisierung der Allokationsentscheidungen (Nationalismus und Protektionismus)

-----  
= Risikoreduktion, weniger schwarze Schafe

Aber ebenso

= tiefere Wertschöpfung und tiefere Wachstumsraten

# Herausforderungen ...

## *... kurzfristig:*

- *Geldpolitik, Neuausrichtung*
- *Fiskalpolitik, Verschuldung*
- *Regulierung und Reform des Finanzsektors, namentlich **TBTF-Problematik***

## *...mittel- bis längerfristig:*

- *Ersatz der verlorenen Wertschöpfung, «Re-Skalierung»*
- *Institutionelle Reformen.*

## «too big to fail» amtl. bestätigt

### Massnahmen des Bundes zur Stärkung des Finanzsystems:

*«Die Grossbanken sind für die Schweizer Volkswirtschaft von systemischer Bedeutung. [...] Bei einem Ausfall einer Grossbank wären Haushalte und Unternehmen infolge der Blockierung ihrer Konten und der Unterbrechung ihrer Kreditbeziehungen nicht mehr in der Lage, laufende Ausgaben und Investitionen zu tätigen. [...] Aufgrund von internationalen Studien muss davon ausgegangen werden, dass der Ausfall einer Bank von der Grösse der UBS AG kurzfristig Kosten für die Volkswirtschaft in der Höhe von 15–30 % des BIP (75–150 Mrd. Fr.) verursachen könnte. Der langfristige Wachstumsverlust wird gar auf 60 %–300 % des BIP geschätzt (300–1500 Mrd. Fr.).»*

Die UBS und die CS verfügen nach wie über eine Staatsgarantie, obwohl diese weder gesetzlich vorgesehen ist noch abgegolten wird.

# Zukünftige Herausforderungen der Schweiz

# Konsequenzen der Krise

## *Direkte ökonomische Auswirkungen*

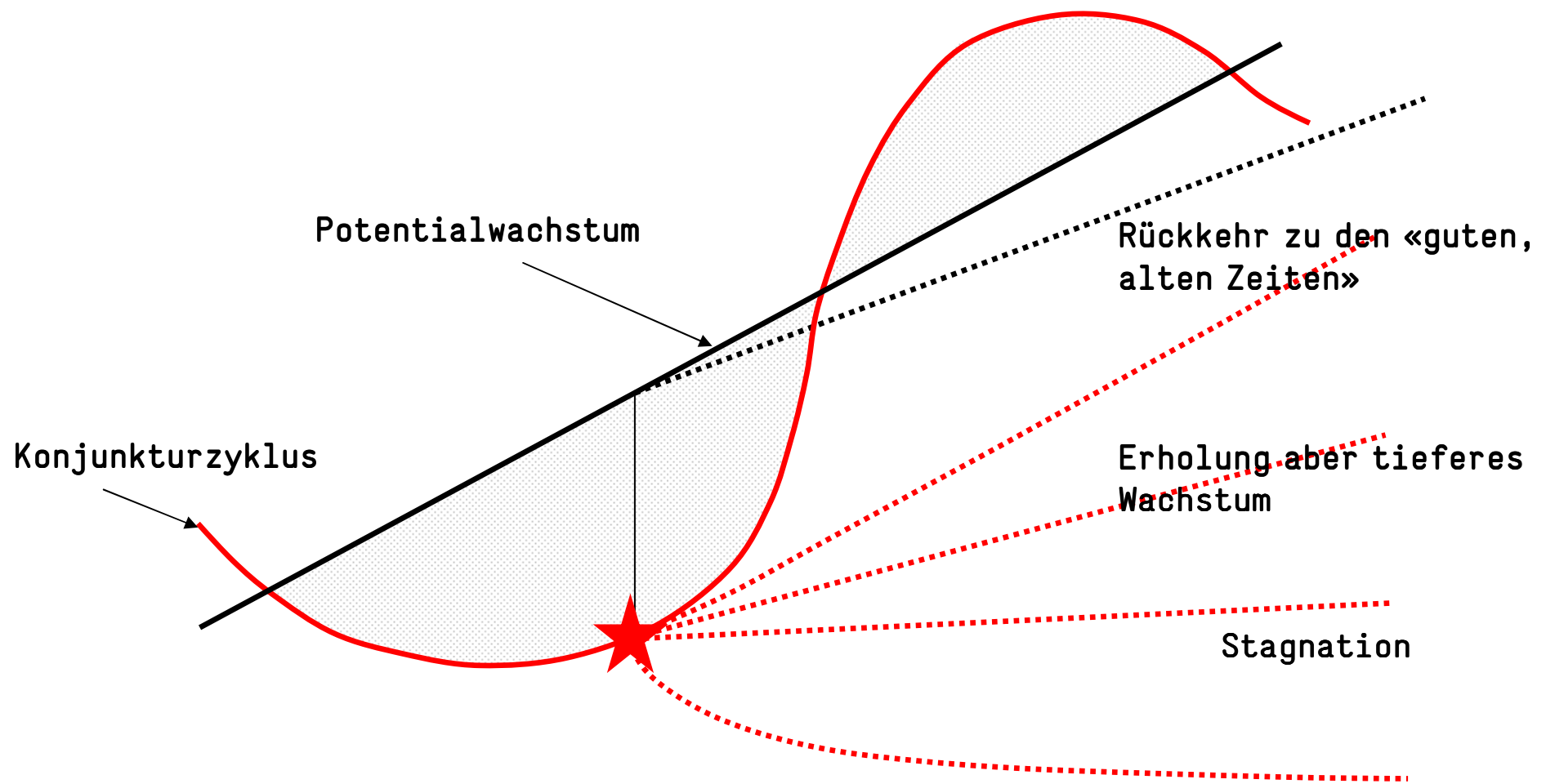
1. *Tieferes Potentialwachstum*
2. *Langfristige höhere Inflation*
3. *Mittelfristig höhere Zinsen*
4. *Höhere Staatsverschuldung*
5. *Zunahme der Arbeitslosigkeit*

## *Weitere Auswirkungen*

1. *Protektionismus, «De-Globalisierung», Re-Nationalisierung*
2. *Steigende Regulierungsdichte*
3. *Delegitimation liberaler, marktwirtschaftlicher Ansätze*
4. *Reformstau, Verteilungskonflikte*

*+ Altlasten (Demographie, Sozialversicherungen usw.) verschwinden nicht!*

# In Szenarien denken: von einer «double-dip» Rezession bis zur Normalisierung



## «A la recherche de la croissance perdu»

- Stärkung der Innovationskräfte durch F&E, Investitionen in Grundlagenforschung und Bildung (Beseitigung regulatorischer und politischer Hürden)
- Erhalt des hohen Offenheitsgrades der Schweiz (für FDI und qualifizierte Arbeitskräfte)
- Weitere Liberalisierungen und Marktöffnungen in bislang geschützten und staatsnahen Wirtschaftssektoren
- Fortsetzung der wachstumsorientierten Wirtschaftspolitik
- Stärkung der Freiheitsgrade für unternehmerische Tätigkeiten

# Hochwertige Dienstleistungen, aber wenig ausgeschöpftes Marktpotenzial

- Hochentwickeltes Gesundheits-, Sozial- und Unterrichtswesen
- Dienstleistungen durch Staat oder «sozialisiert»
- 18.1% oder 812'000 aller Erwerbstätigen im Gesundheits-, Sozial- und Unterrichtswesen (vgl. dazu Industrie und verarbeitendes Gewerbe mit 15.8% oder 711'000)
- Gesundheits-, Sozial- und Unterrichtswesen mit 6.8% der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung (2006), Industrie und verarbeitendes Gewerbe mit 19.9% der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung.

Besten Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit!

[www.avenir-suisse.ch](http://www.avenir-suisse.ch)

# Konjunkturpakete in der Schweiz

Mio. CHF

Quelle: EVD (2009)

	2009	2010	Total
1. Konjunkturpaket (Nov. 2008)	822	280	1102
2. Konjunkturpaket (Februar 2009)	1099	161	1260
3. Konjunkturpaket (Juni 2009)		750	750
Konjunkturimpuls in % des BIP (nur Bund)	1.54%	1.43%	2.98%

# Unterschätzung der Mindereinnahmen beim Bund

## *Mrd. CHF*

Quelle: Avenir Suisse (2009)

