

Wirtschaftspolitische Antworten auf die Corona-Krise

Eine Roadmap für die kurze, mittlere und lange Frist

Aymo Brunetti¹

Departement Volkswirtschaftslehre, Universität Bern

Policy Paper, August 2020

Das vorliegende Papier formuliert – ausgehend vom aktuellen Stand (Ende August 2020) – eine wirtschaftspolitische Roadmap für die nachhaltige Bewältigung des wirtschaftlichen Corona-Schocks. Da es sich bei diesem historischen Ereignis um eine präzedenzlose Kombination aus Angebots- und Nachfrageschock handelt, ist die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Wirtschaftskrise nach wie vor sehr gross. Wir arbeiten deshalb mit drei plausiblen, aber unterschiedlich wahrscheinlichen Grundszenarien zur mittelfristigen Entwicklung und skizzieren die jeweils geeigneten wirtschaftspolitischen Antworten darauf. Im Zentrum steht das Ziel, die beiden negativen Szenarien – Depression und Überhitzung – zu vermeiden und im Idealszenario einer möglichst gesunden Erholung nach einem schweren Schock zu verbleiben. Die wichtigste Schlussfolgerung aus heutiger Sicht ist, dass keine grösseren, zusätzlichen wirtschaftspolitischen Aktionen ergriffen werden sollten, solange wir uns im sich momentan abzeichnenden Erholungsszenario befinden. Der bisherige Schweizer Massnahmenmix ist adäquat und ausreichend und vorschnell beschlossene zusätzliche Vorkehrungen drohen, ausgesprochen kontraproduktiv zu wirken. Anders wäre es, falls sich eines der beiden Negativszenarien abzuzeichnen begänne. Dann wären rasche, gezielte, zusätzliche Massnahmen notwendig, die es heute – hoffentlich für die Schublade – vorzubereiten gilt. In einer längerfristigen Betrachtung ergibt sich aus der aktuellen Krise kein Bedarf, Grundsätzliches an der Ausrichtung und am Instrumentarium der Schweizer Wirtschaftspolitik zu ändern.

¹ Für sehr hilfreiche Kommentare und Unterstützung danke ich David Burgherr, Preetha Kalambaden und Daniel Steffen.

Aufbau

Einleitung	2
1. Ein völlig ungewöhnlicher makroökonomischer Schock	3
1.1 «Normale» Rezessionen	3
1.2 Die Corona-Rezession	3
2. Drei mittelfristige makroökonomische Szenarien	4
2.1 Das Erholungsszenario	4
2.2 Das Depressionsszenario	5
2.3 Das Überhitzungsszenario	6
3. Kurzfristiger Handlungsbedarf	6
3.1 Produktionspotential erhalten	8
3.2 Zweiten umfassenden Lockdown vermeiden	9
3.3 Überstimulierung vermeiden	9
4. Mittelfristiger Handlungsbedarf im Falle der Negativszenarien	9
4.1 Stimulieren im Depressionsszenario	10
4.2 Bremsen im Überhitzungsszenario	10
5. Wie erkennt man, in welchem mittelfristigen Szenario wir uns befinden?	11
5.1 Wichtigste Indikatoren	11
5.2 Heutige Situation	12
6. Längerfristiger Handlungsbedarf	13
6.1 Schockresistenz stärken	13
6.2 Keine Preisgabe von wirtschaftspolitischen Erfolgsfaktoren	15
7. Zusammenfassung in Form einer stilisierten Roadmap	17
7.1 Die Roadmap im Zeitablauf	17
7.2 Heutiger wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf	18
Literaturverzeichnis	19
Anhang 1: Analyse anhand eines einfachen makroökonomischen Modells	20
Anhang 2: Tabelle zu mittelfristigen Stossrichtungen der Massnahmepakete	25

Einleitung

Bis vor Kurzem galt die Grosse Finanzkrise von 2008 als makroökonomisches Jahrhundertereignis; in ihrem globalen Schadenspotential nur vergleichbar mit der Grossen Depression der 1930er-Jahre und etwas, das – so hoffte man – in diesem Ausmass nur alle paar Generationen einmal vorkommt. Leider wurden wir rasch eines Schlechteren belehrt. Ein gutes Jahrzehnt nach dem Höhepunkt der Finanzkrise beobachten wir heute einen durch den Corona-Schock ausgelösten globalen Wirtschaftseinbruch, der zumindest kurzfristig sogar noch deutlich einschneidender zu sein scheint. Wie gravierend der wirtschaftliche Fallout der Grossen Pandemie – wie man sie in Analogie zu ihren Vorgängern nennen könnte – schliesslich längerfristig sein wird, ist heute noch kaum absehbar. Unbestritten ist aber, dass das Ausmass des wirtschaftlichen Einbruchs zu einem bedeutenden Teil von den wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die weitere Entwicklung der Pandemie und auf die gesundheitspolitischen Massnahmen abhängt.

Die Wirtschaftspolitik steht dabei vor der grossen Herausforderung der massiven Unsicherheit über den weiteren Verlauf. Die gibt es natürlich zu einem gewissen Grade immer, aber vor allem aus zwei Gründen ist sie heute besonders bedeutsam: Erstens gibt es in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte kein Ereignis, das sich auch nur annähernd mit diesem makroökonomischen Schock vergleichen lässt; wie wir erläutern werden, hat der Wirtschaftseinbruch nichts mit einer „normalen“ Rezession zu tun. Weil der Schock präzedenzlos ist, bietet uns die Vergangenheit kaum Datenmaterial oder Parallelen, aus denen wir direkt lernen können. Zweitens handelt es sich nicht um einen Schock wegen einer Fehlentwicklung in Teilen der Wirtschaft, wie das bei der Grossen Finanzkrise der Fall war, die ihren Ursprung eindeutig im Bankensektor hatte. Vielmehr war der Schock für die Wirtschaft wirklich exogen; es handelt sich um eine Gesundheitskrise mit gewaltigen Auswirkungen auf die Wirtschaft. Tröstlich ist dabei, dass – anders als bei der Finanzkrise – im Wirtschaftssystem nichts Fundamentales kaputt ist. Aber das bedeutet eben auch, dass sich das Problem nicht lösen lässt, indem man „einfach“ den fehlerhaften Teil der Wirtschaft repariert; das Problem ist auch in der Entstehung nicht sektorspezifisch, sondern gesamtwirtschaftlich. Woran soll sich die Wirtschaftspolitik angesichts dieser Unsicherheiten orientieren, wie könnte also eine sinnvolle Strategie aussehen, die nachhaltig aus der Krise herausführt?

Das vorliegende Papier stellt einen Rahmen zur Diskussion, um die wirtschaftspolitischen Antworten auf diese epochale Herausforderung einzuordnen und zu beurteilen. Aus meiner Sicht ist es dabei essentiell, in Szenarien zu denken und gedanklich zwischen kurzfristigen, mittelfristigen und langfristigen Reaktionen zu unterscheiden. Die kurze Frist betrifft dabei die heutige Situation und die nächsten paar Monate. Die mittlere Frist entspricht dem Horizont der typischen Wirtschaftsprognosen, konkret also vor allem das Jahr 2021. Und in der langen Frist geht es um die Situation nach der akuten Phase der Corona-Krise, wenn es wirklich wirksame Behandlungen und/oder eine breit einsetzbare Impfung gibt. Die meisten Beobachter gehen davon aus, dass dies nicht vor 2022 der Fall sein dürfte.

Wir werden diese Analyse ausgehend von den bisher in der Schweiz ergriffenen Massnahmen vornehmen. Dreh- und Angelpunkt sind dabei die drei folgenden mittelfristigen makroökonomischen Szenarien, die alle eine gewisse Plausibilität aufweisen, sich aber fundamental voneinander unterscheiden und aus heutiger Sicht unterschiedlich wahrscheinlich sind:

- Erholungsszenario (grösste Wahrscheinlichkeit)
- Depressionsszenario (gut denkbar im Falle weiterer, umfassender Lockdowns)
- Überhitzungsszenario (denkbar, v.a. im Falle wirtschaftspolitischer Fehlentscheide)

Das Papier ist wie folgt aufgebaut. Abschnitt 1 erläutert, wieso der Corona-Schock so aussergewöhnlich war. Auf dieser Basis werden wir dann in Abschnitt 2 die drei mittelfristigen Grundscenarien präsentieren. In Abschnitt 3 formulieren wir zunächst die heutigen wirtschaftspolitischen Ansätze, um die Wahrscheinlichkeit zu erhöhen, dass das Erholungsszenario erreicht werden kann. Schliesslich diskutieren wir in Abschnitt 4 die Handlungsoptionen, falls wir mittelfristig dennoch in eines der beiden Negativszenarien abgleiten. Abschnitt 5 legt dar, anhand welcher Indikatoren wir abschätzen können, in welchem der drei mittelfristigen Szenarien wir uns befinden. In Abschnitt 6 formulieren wir Empfehlungen für die langfristige Wirtschaftspolitik nach weitgehend überstandener Corona-Krise. Abschnitt 7 fasst dies zuletzt zu einer Roadmap zusammen, mit nach Szenarien differenzierten wirtschaftspolitischen Reaktionen auf der stilisierten Zeitachse.

1. Ein völlig ungewöhnlicher makroökonomischer Schock

Wir wissen heute, dass der Corona-Schock eine ausserordentlich schwere Rezession ausgelöst hat; im März und vor allem im zweiten Quartal 2020 stürzte die Wirtschaftsleistung weltweit spektakulär ab. Allerdings hat dieser Einbruch wenig mit einer „normalen“ Rezession zu tun; und diese Tatsache ist für die Analyse der geeigneten wirtschaftspolitischen Reaktionen so bedeutend, dass wir sie etwas genauer erläutern wollen.²

1.1 „Normale“ Rezessionen

Die allermeisten Rezessionen entstehen durch Rückgänge der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Wegen tatsächlichen oder wahrgenommenen Verschlechterungen der wirtschaftlichen Aussichten fahren Haushalte ihren Konsum zurück und reduzieren Unternehmen ihre Investitionen. Das führt dazu, dass ein Teil der produzierten Güter nicht gekauft wird. Damit entsteht ein gesamtwirtschaftliches Überangebot, das heisst die Unternehmen bleiben auf einem Teil der produzierten Ware sitzen und die Lagerbestände wachsen an. Darauf reagieren die Anbieter mit Produktionsrückgängen – sie wollen zuerst die unfreiwilligen Lager abbauen und sind ohnehin verunsichert, ob die Nachfrageschwäche anhält. Weniger Produktion bedeutet, dass weniger Arbeitskräfte benötigt werden. Damit reduziert sich die Beschäftigung und die Arbeitslosigkeit steigt. Das ergibt makroökonomisch das typische Bild einer Rezession: Zuerst negatives BIP-Wachstum und dann mit einer gewissen Verzögerung ein Anstieg der Arbeitslosenzahlen.

Derartige Rezessionen sind in hochentwickelten Marktwirtschaften mit einer gewissen Regelmässigkeit zu beobachten; wir wissen deshalb heute ziemlich genau, wie wir wirtschaftspolitisch damit umgehen können.

1.2 Die «Corona»-Rezession

Der Corona-Schock unterscheidet sich fundamental von diesem typischen Muster einer Rezession. Ausgangspunkt war ein exogener Schock, der nicht nur die gesamtwirtschaftliche Nachfrage traf, sondern ebenso und zuerst das gesamtwirtschaftliche Angebot.

Wichtigster Auslöser der Rezession war in den meisten Ländern inklusive der Schweiz der Lockdown von grossen Teilen der Wirtschaft ab März 2020. Dadurch wurde, aus gesundheitspolitischen Überlegungen, mittels behördlicher Vorgaben ein Teil der Produktion eingestellt.³ Dieser Schock reduzierte die produzierte Menge und damit das gesamtwirtschaftliche Angebot. Historisch ist das nur vergleichbar mit den Erdölkrisen der 1970er-Jahre, als der

² In Anhang 1 erläutern wir die Analysen der Abschnitte 1 und 2 anhand eines einfachen graphischen Modells der Gesamtwirtschaft.

³ Eine Ausnahme war hier Schweden, das auf behördlich verordnete Lockdowns verzichtete. Allerdings verhielt sich ein Grossteil der Bevölkerung aus Angst vor einer Ansteckung de facto ziemlich ähnlich wie in Ländern mit Lockdown.

schockartige Anstieg der Ölpreise die Produktion schlagartig verteuerte, was das Angebot damals ebenfalls substantiell reduzierte.

Anders als bei den Erdölkrisen blieb es aber diesmal nicht bei diesem Angebotseffekt. Praktisch zeitgleich wurde die gesamtwirtschaftliche Nachfrage empfindlich getroffen, und das aus zwei Gründen. Erstens verunmöglichte der Lockdown den Teil des Konsums, der eine physische Präsenz voraussetzt – man denke etwa an persönliche Dienstleistungen oder den Tourismus. Zweitens stieg die allgemeine Verunsicherung über den weiteren Verlauf der Krise massiv an, was sowohl die Konsum- als auch die Investitionsnachfrage zusätzlich beeinträchtigte; die Menschen begannen vorsichtshalber mehr zu sparen und die Unternehmen verzichteten auf geplante Investitionen. Dass der Gesamteffekt stärker war als in irgendeiner Rezession seit dem 2. Weltkrieg, ist auf diese noch nie erlebte Kumulation negativer Schocks sowohl auf das Angebot als auch auf die Nachfrage zurückzuführen. Gleichzeitig war der Effekt des gesamten Schocks auf die Inflation unklar. Der Angebotsschock wirkte inflatorisch und der Nachfrageschock deflatorisch; ein Punkt, der für den weiteren Verlauf und damit die Diskussion der Szenarien im nächsten Abschnitt von einiger Bedeutung ist.⁴

2. Drei mittelfristige makroökonomische Szenarien

Die historische Einmaligkeit des makroökonomischen Schocks und die völlige Unklarheit über die zukünftige epidemiologische Entwicklung machen es praktisch unmöglich, halbwegs zuverlässige Prognosen zu erstellen. Es fehlen die Muster aus der Vergangenheit, die es erlauben würden, die Vielfalt denkbarer weiterer Verläufe vernünftig auf eine Hauptprognose einzuengen. Das ist vor allem auch deshalb problematisch, weil die adäquaten wirtschaftspolitischen Reaktionen sich sehr stark unterscheiden, je nachdem, wie sich die Krise mittelfristig weiterentwickelt. In dieser Ausgangslage bleibt nichts anderes übrig, als plausible Szenarien zu erarbeiten und Eventualplanung zu betreiben, die es der Wirtschaftspolitik erlaubt, rechtzeitig zu reagieren, sobald sich abzeichnet, in welche Richtung die Entwicklung geht.

Theoretisch sind in der jetzigen Unsicherheit natürlich beliebig viele Szenarien denkbar. Will man aber eine brauchbare wirtschaftspolitische Roadmap liefern, muss man wenige Szenarien entwerfen, die sich genügend unterscheiden und gleichzeitig die plausibel denkbaren Entwicklungen abdecken. Deshalb scheint es mir sinnvoll, mit den folgenden drei stilisierten Szenarien zu arbeiten, nämlich (i) ein Erholungsszenario (gesunde, relativ rasche Erholung), (ii) ein Depressionsszenario (anhaltende Rezession mit Finanzkrise) und (iii) ein Überhitzungsszenario (Überstimulierung und Inflationsdruck).⁵

Das erste Szenario wäre die Idealentwicklung und deshalb das Ziel aller wirtschafts- und gesundheitspolitischen Massnahmen. Die beiden anderen Szenarien sind wesentlich ungünstiger, leider aber zur Zeit alles andere als ausgeschlossen.

Im Folgenden soll jedes dieser drei Szenarien kurz beschrieben und abhängig davon, was jeweils auf der Angebots- und Nachfrageseite der Wirtschaft geschieht, eingeordnet werden.

2.1 Das Erholungsszenario

Die meisten schweizerischen und internationalen Prognosen gehen momentan von einem solchen Szenario aus. Der Lockdown führt demgemäss zu einem roten ersten und zu einem tiefroten zweiten Quartal, aber bereits in der zweiten Jahreshälfte beginnt sich die Wirtschaft deutlich zu erholen. Die Rezession über das ganze Jahr 2020 wird die tiefste seit dem 2. Weltkrieg sein, aber schon im Jahr 2021 gibt es gemäss diesem Szenario relativ ansehnliche Wachstumsraten und damit einen gewissen Aufholeffekt. Graphisch dargestellt entspricht

⁴ Der Effekt dieser Schocks auf das Preisniveau und seine Veränderung (Inflation oder Deflation) lässt sich besonders anschaulich mithilfe der graphischen Analyse in Anhang 1 zeigen.

⁵ Für die Herleitung der Szenarien siehe Brunetti (2020a)

der Verlauf des BIP einem V oder einem U, das heisst, dass nach nicht allzu langer Zeit (und natürlich mit immensen gesamtwirtschaftlichen Verlusten!) das Vorkrisenniveau wieder erreicht würde.

Dieses Szenario bedeutet, dass es zu einer gleichmässigen Erholung von gesamtwirtschaftlichem Angebot und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage kommt. Ausgangspunkt für diese Entwicklung ist die Annahme, dass es im Produktionsapparat zu relativ wenig Schäden kommt, so dass die Wirtschaft nach dem Lockdown wieder in vorhandene, weitgehend intakte Kapazitäten hineinwächst. So kann der Angebotsschock überwunden werden. Gleichzeitig mit dieser Normalisierung der Produktion beginnt auch die Nachfrage nachzuziehen, zuallererst der Konsum, der durch Nachholeffekte relativ rasch steigt. Falls keine neue Ansteckungswellen zu grösserer Unsicherheit führen, dürfte dann auch die Investitionsnachfrage ziemlich zügig anziehen. Und wenn diese Erholung von Konsum und Investitionen in vielen Ländern gleichzeitig geschieht, führt dies auch zu einer Stimulierung der Auslandsnachfrage.

Insgesamt befände sich die Wirtschaft nach diesen Anpassungsprozessen relativ rasch wieder in einer ausgeglichenen Situation mit Normalauslastung der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital.⁶ In diesem Übergangsprozess würde man in den kommenden Quartalen relativ starke Wachstumsraten des BIP und gleichzeitig ein stabiles Preisniveau (weder Inflation noch Deflation) beobachten.

2.2 Das Depressionsszenario

Leider gibt es aber auch ein wesentlich trüberes plausibles Szenario. Nach den ersten wirtschaftlichen Öffnungsschritten könnte es weitere Ansteckungswellen geben, die erneute, immer weiter gehende gesundheitspolitische Massnahmen und schliesslich einen erneuten umfassenden Lockdown erforderlich machen. Das könnte die Produktion für weitere Monate reduzieren und so auf der Angebotsseite zusätzliche Rezessionsimpulse auslösen. Die negativen Effekte eines solchen *Stop and Go* wären aber womöglich auf der Nachfrageseite noch ausgeprägter. Wäre das Szenario rascher Aufschwung einmal vom Tisch, könnten die trüben Aussichten und die grossen Unsicherheiten zu einem eigentlichen Einbruch der Nachfrage führen. Konsumentinnen und Konsumenten würden angesichts schwindender Einkommen und wachsender Sorgen über die Sicherheit ihres Arbeitsplatzes die Sparquote deutlich nach oben schrauben und damit einen starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Konsumnachfrage auslösen. Unternehmen würden angesichts von Liquiditätseingüssen und schlechten Verkaufsaussichten ihre Investitionspläne zusammenkürzen, was zu einem Einbruch der Investitionsnachfrage führen würde. Und betrifft das – was höchst plausibel wäre – auch andere Länder, würde die Exportnachfrage ebenso einbrechen. Im schlimmsten Fall könnte ein solcher Nachfrageschock eine Deflationsspirale heraufbeschwören, was unguete Erinnerungen an die Grosse Depression aufkommen liesse.

Das Szenario wäre vor allem auch deshalb bedrohlich, weil in einer solch ungünstigen Konstellation mit Konkurswellen zu rechnen wäre und deshalb mit einem grossen Abschreibungsbedarf bei den Kreditpositionen in den Bankbilanzen. Je nach Ausmass könnte dies die Gefahr einer schweren Finanzkrise heraufbeschwören. Momentan und im günstigen Szenario scheint der Finanzsektor diese Krise weitgehend unbeschadet überstehen zu können, aber die neusten Meldungen über rapide wachsenden Rückstellungsbedarf bei Banken selbst im bisherigen, relativ günstigen Verlauf zeigen, dass in einem negativeren Szenario auch von dieser Seite Gefahr droht.⁷ Käme es tatsächlich zu einer schweren Finanzkrise, dann sind

⁶ In gewissen Teilen der Wirtschaft wird der Corona-Schock voraussichtlich starke strukturelle Veränderungen auslösen; so wird etwa für die Luftfahrt oder den interkontinentalen Tourismus der Vorkrisenzustand kaum mehr erreichbar sein. In einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtungsweise geht das Szenario aber davon aus, dass die betroffenen Sektoren «klein» genug sind, so dass es kaum zu dauerhaften substantiellen Reduktionen des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials kommt.

⁷ Angesichts dieser Gefahren war es ausgesprochen segensreich, dass nach der Grossen Finanzkrise über regulatorische Vorgaben die Sicherheitspuffer der Finanzinstitute und vor allem der grossen (Too big to fail) Banken

sogar selbstverstärkende Abwärtsspiralen, wie wir sie letztmals in der Grossen Depression der 1930er-Jahre erlebt haben, im Bereich des Denkbaren.

2.3 Das Überhitzungsszenario

Die spezielle Art des Schocks führt dazu, dass – anders als bei „normalen“ Rezessionen – noch eine zusätzliche, wenn auch momentan wohl weniger wahrscheinliche Gefahr drohen könnte. Weil wir es mit einem negativen Angebotschock zu tun haben, könnte eine allfällige robuste Erholung der Nachfrage die Wirtschaft rasch an Kapazitätsgrenzen bringen. Der daraus resultierende Preisdruck hätte das Potential, einen Inflationsprozess in Gang zu setzen. Diese Gefahr steht im Moment kaum im Fokus der wirtschaftspolitischen Diskussion, ist aber mittelfristig unter gewissen Umständen nicht unplausibel. Es gibt nämlich hier zumindest zwei zusätzliche potentielle Brandbeschleuniger. Erstens war die Geldpolitik schon vor Ausbruch der Corona-Krise extrem expansiv und ist es – wegen der Reaktionen auf die Krise – heute noch in deutlich ausgeprägterem Masse. Wir schwimmen buchstäblich in einem bisher noch nie dagewesenen Ozean von durch die Zentralbanken geschaffener Liquidität. Ein denkbarer, starker Stimmungsumschwung in die positive Richtung hätte bei dieser Geldpolitik durchaus das Potential, einen Inflationsschub auszulösen. Zweitens sehen wir deutliche Anzeichen, dass der Aussenhandel durch die Krise empfindlich reduziert werden könnte: über anhaltende Reise- und Transportbeschränkungen und/oder über Protektionismus. Eine Renationalisierung gewisser Produktionen und das Ausbleiben von preissenkenden Effekten von Importen könnte ebenfalls zu Inflationsdruck führen. Die verschiedenen Effekte zusammen hätten das Potential, die Inflationserwartungen ansteigen zu lassen. Und ein solcher Anstieg war in der Vergangenheit meist der Vorbote von schwer zu kontrollierenden Inflationsschüben.

Das Resultat wäre in den kommenden Quartalen ein sehr starkes BIP-Wachstum kombiniert mit steigendem Preisniveau, also Inflation. Die Kosten dieser Entwicklung entstünden dann, wenn die Wirtschaftspolitik diese Inflationsdynamik brechen müsste, was insbesondere über eine rasch restriktivere Geldpolitik erfolgen würde. Die damit steigenden Zinsen hätten das Potential, die Wirtschaft und die Finanzmärkte in erneute Turbulenzen zu stürzen.⁸

3. Kurzfristiger Handlungsbedarf

Das übergeordnete Ziel der heutigen wirtschaftspolitischen Reaktionen auf den Corona-Schock ist einfach zu formulieren: Es gilt alles zu tun, damit das Erholungsszenario möglichst weitgehend eintritt. Wir werden deshalb zunächst unter dem Titel «kurzfristiger Handlungsbedarf» die bereits laufenden Bemühungen und die weiteren Handlungsempfehlungen diskutieren, die darauf abzielen, die Wahrscheinlichkeit des Erholungsszenarios zu erhöhen.

Die wenigen belastbaren Informationen, die wir heute – also Mitte August – über die Wirtschaftsentwicklung seit dem Ausstieg aus dem Lockdown haben, stimmen vorsichtig optimistisch. Zwar stehen wir erst am Anfang, aber zumindest ist die Schweizer Wirtschaft auf breiter Ebene wieder in Gang gekommen und die Indikatoren deuten – natürlich aus einem sehr tiefen Tal kommend – auf eine deutliche Aufwärtsbewegung hin; wir werden das in Abschnitt 6 genauer ausführen. Setzt sich dies fort, so befinden wir uns auf einem Erholungspfad, wie wir ihn in Abschnitt 2 mit dem bestmöglichen Szenario skizziert haben. Damit dieses noch zarte Pflänzchen weiter gedeiht, gilt es die Voraussetzungen zu erhalten oder zu schaffen, im Erholungsszenario zu verbleiben. Im Wesentlichen geht es dabei um die folgenden drei Ziele, die als Richtschnur für die aktuelle Corona-Politik dienen können:

deutlich erhöht wurden. Hätten wir heute Banken mit Kapitalausstattungen wie 2008, so wäre eine akute Bankenkrise wohl bereits im aktuellen Erholungsszenario ein echtes Risiko.

⁸ Eine rasche Zinserhöhung würde die Gefahr heraufbeschwören, dass die seit Jahren überhitzten Anlagemärkte scharfe Korrekturen nach unten erleben könnten (etwa einbrechende Immobilienpreise), was die Schuldner und damit das Bankensystem in ernsthafte Probleme bringen könnte.

- i. Produktionspotential erhalten: Die zur Eindämmung der Pandemie notwendigen gesundheitspolitischen Massnahmen sollten möglichst wenige permanente Schäden in der Wirtschaft verursachen.
- ii. Zweiten umfassenden Lockdown vermeiden: Eine weitreichende zweite Pandemiewelle und damit ein erneutes breites Herunterfahren der Wirtschaft sollte vermieden werden, um das Depressionsszenario abzuwenden.
- iii. Überstimulierung vermeiden: Eine übermässige Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sollte vermieden werden, um das Überhitzungsszenario abzuwenden.

Wir wollen im Folgenden die wirtschaftspolitischen Massnahmen grob skizzieren, die dabei helfen, diese Ziele zu erreichen.

3.1 Produktionspotential erhalten

Um das Erholungsszenario zu ermöglichen, ist die Grundvoraussetzung, dass die Produktionsmittel die weitreichenden gesundheitspolitischen Massnahmen weitgehend unbeschadet überstehen. Nur dann ist es möglich, dass nach Lockdowns wieder in die noch bestehenden Strukturen hineingewachsen werden kann.⁹ Es gilt also dafür zu sorgen, dass die Arbeitskräfte und Unternehmen die Periode unfreiwilliger Inaktivität so überstehen, dass sie bei der Wiederöffnung der Wirtschaft sofort wieder einsatzfähig sind.

Seit sich der weitgehende Lockdown im März abzuzeichnen begann, war dies das Hauptziel der wirtschaftspolitischen Aktionen. Und das war nicht nur genau der adäquate Ansatzpunkt, sondern er wurde in der Schweiz auch ausgesprochen zielgerichtet und effektiv umgesetzt. Das Massnahmenpaket besteht dabei aus drei wesentlichen Pfeilern.

Erstens konnte man auf das bestehende Instrument der Kurzarbeitsentschädigung abstellen. Die dort etablierte Auszahlung von Lohnersatz aus der Arbeitslosenversicherung erlaubt es Unternehmen, in Krisenzeiten ohne genügend Einnahmen ihre Arbeitskräfte weiter zu beschäftigen und so rasche Entlassungen zu vermeiden. Da die Beschäftigungsverhältnisse aufrecht erhalten blieben, waren die Arbeitskräfte bei der Rücknahme des Lockdowns sofort in der Lage, wieder voll produktiv zu arbeiten. Ausserdem führt die Lohnfortzahlung dazu, dass die Arbeitnehmer auch in der Krise ihren Konsum nicht massiv zurückfahren müssen, was die Nachfrage stützt. Diese Massnahme musste nicht neu konzipiert werden, aber verschiedene kurzfristig beschlossene Erleichterungen erlaubten es, dass sie in dieser Krise in bisher nie gesehener Ausmasse genutzt wurde.

Zweitens wurde versucht, den Grundgedanken der Kurzarbeit auch auf Konstellationen anzuwenden, die durch dieses Instrument nicht abgedeckt sind, nämlich dort, wo kein Anstellungsverhältnis zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer besteht. Deshalb wurde zusätzlich ein Erwerbersatz für Selbständige eingeführt, die direkt oder indirekt durch die gesundheitspolitischen Auflagen zur Eindämmung des Corona-Virus unverschuldet Einkommensverluste erleiden.

Drittens schliesslich wurde – als völlig neues Instrument – eine Liquiditätshilfe für Unternehmen etabliert; dabei werden Bankkredite insbesondere für kleinere Unternehmen durch den Bund garantiert. Diese Überbrückungskredite zielen darauf ab, dass Unternehmen, die wegen des Lockdowns unverschuldet in Liquiditätsengpässe kommen, nicht in den Konkurs getrieben werden. Damit unterstützt das Instrument direkt die Erhaltung des Produktionspotentials und erlaubt damit, nach dem Lockdown sehr rasch wieder in die bestehenden Strukturen hineinzuwachsen.

⁹ Mit der graphischen Analyse in Anhang 1 argumentiert: Nur dann ist es also möglich, dass sich die gesamtwirtschaftliche Angebotskurve wie in Abbildung 4 gezeigt wieder mehr oder weniger zum Ausgangspunkt vor der Krise zurückverschiebt.

Insgesamt ist unbestritten, dass dieses Massnahmenpaket sehr gut geeignet war, Unternehmen und Arbeitnehmende während des Lockdowns so zu unterstützen, dass das Produktionspotential intakt bleibt. Alle bisherigen Anzeichen deuten darauf hin, dass dies so weitgehend gelungen ist, dass es keinen Neuaufbau der Wirtschaft braucht, sondern relativ effektiv in die bestehenden Strukturen hineingewachsen werden kann. Nur „weitgehend“ deshalb, weil in gewissen Teilen der Wirtschaft der Corona-Schock kein temporäres Phänomen war, sondern den Rahmen strukturell so verändert hat, dass ein grösserer Umbau des Produktionsapparates nötig wird.

Solange sich die bisherige vorsichtige Erholung der Wirtschaft fortsetzt, sind diese Massnahmen nicht nur zielführend, sondern auch völlig ausreichend. Sie sind die ideale wirtschaftspolitische Ergänzung des gesundheitspolitischen Vorgehens. Bleiben wir im Erholungsszenario, so sollten sie - wie geplant - schrittweise zurückgefahren werden.

Sollten weitgehende gesundheitspolitische Schritte nötig werden, so sollte man nicht zögern, die Massnahmen gezielt zu verlängern; siehe hierzu den nächsten Unterabschnitt.

3.2 Zweiten umfassenden Lockdown vermeiden

Wir wissen heute, dass der weitgehende Lockdown der Wirtschaft insbesondere in den Monaten März, April und Mai massive gesamtwirtschaftliche Kosten verursachte. So sinnvoll und notwendig er war, um ein verheerendes Ausmass der Pandemie zu vermeiden, so sehr hat er uns vor Augen geführt, wie problematisch es ist, eine arbeitsteilige Wirtschaft für einige Zeit herunterzufahren. Angesichts der Kosten ist völlig klar, dass es unbedingt zu vermeiden gilt, dies ein zweites Mal durchzuerzieren zu müssen. Wie wir in Abschnitt 2 dargestellt haben, gibt es zudem klare Indizien dafür, dass ein zweiter Lockdown noch einmal deutlich schädlicher sein könnte als der erste. Die damit wohl verbundene massive Verschlechterung der Zukunftserwartungen von Unternehmen und Konsumenten sowie die Auswirkungen auf den Finanzsektor hätten das Potential, das Depressionsszenario heraufzubeschwören.

Die Vermeidung eines zweiten umfassenden Lockdowns ist deshalb das zweite wichtige Ziel der heutigen Wirtschaftspolitik, wobei die entsprechenden Massnahmen natürlich in erster Linie Gesundheitspolitik und weniger direkte Wirtschaftspolitik sind. Was die wirtschaftliche Betrachtung aber beitragen kann, ist die Einsicht, dass die Kosten des momentanen gesundheitspolitischen Vorgehens relativ trivial sind, im Verhältnis zu den Kosten, die ein zweiter umfassender Lockdown haben würde. Es ist deshalb in einer Kosten-Nutzen-Betrachtung völlig sinnvoll, auch fiskalische Mittel aufzuwenden, um die Wahrscheinlichkeit eines zweiten Lockdowns zu reduzieren. Entscheidend ist dabei natürlich, dass die Zahl der Neuinfektionen tief genug bleiben, um die Pandemie eindämmen zu können. Daraus lassen sich etwa die folgenden Stossrichtungen ableiten¹⁰:

- Unterstützung (auch mit staatlichen Mitteln) von möglichst breitem Testing, Tracing und wo notwendig Quarantäne.
- Zurückhaltende Lockerung von besonders riskanten Aktivitäten, etwa von Grossveranstaltungen (auch hier ist es wesentlich günstiger, Entschädigungen zu zahlen, als Superspreader-Events zu riskieren).
- Rasche Reaktion, aber mit begrenzten und gezielten (regional, sektoral) gesundheitspolitischen Massnahmen, sollten die Infektionen wieder rasch ansteigen.

Die Vermeidung einer Ausbreitung der Pandemie und damit eines zweiten umfassenden Lockdowns ist aus ökonomischer Sicht ein klassisches öffentliches Gut.¹¹ Auch aus wirtschaftsliberaler Sicht ist es eine klare Staatsaufgabe, dafür zu sorgen, dass ein derartiges

¹⁰ Siehe hierzu die Policy Briefs der National COVID 19 Science Task Force (NCS-TF), etwa NCS-TF (2020a) und NCS-TF (2020b) sowie die dort zitierte Literatur.

¹¹ Ein öffentliches Gut hat einen klaren Nutzen, wird aber privatwirtschaftlich nicht oder nur in zu geringer Masse zur Verfügung gestellt. Weil niemand von der Nutzung des Gutes ausgeschlossen werden kann, gibt es keinen privaten Anreiz, dafür Kosten zu tragen.

öffentliches Gut zur Verfügung gestellt wird. Es ist in solchen Fällen auch angemessen, dafür fiskalische Mittel aufzuwerfen, falls aus gesamtwirtschaftlicher Sicht der Nutzen die Kosten übersteigt; und das ist hier bei den meisten Massnahmen ohne jeden Zweifel der Fall.

Sollten behördlich verordnete, sektorale Teil-Lockdowns nötig werden, so wäre es folglich angemessen, die betroffenen Unternehmen bei unverschuldet entstandene Liquiditätsengpässen auch finanziell zu unterstützen; das folgt der Logik für die Unterstützungszahlungen im grossen Lockdown vom Frühjahr. Für solche beschränkte und gezielte Unterstützungen sollten ggf. die gleichen Instrumente zur Anwendung kommen, also erweiterte Kurzarbeitsentschädigung und Liquiditätshilfen.

3.3 Überstimulierung vermeiden

Schliesslich ist es für die heutige Wirtschaftspolitik auch wichtig, die Gefahr eines Überhitzungsszenarios im Auge zu behalten. Wie wir in Abschnitt 2 ausgeführt haben, steht ein solches Szenario zwar im Moment nicht im Vordergrund, ist aber angesichts der speziellen Konstellation nach dem Corona-Schock plausibler, als man meinen könnte.

Für die Wirtschaftspolitik bedeutet dies vor allem eines: Solange wir im Erholungsszenario sind, sollte unbedingt auf zusätzliche stimulierende Massnahmen, das heisst auf Konjunkturpakete verzichtet werden. Die bisherige Vorgehensweise wirkt bereits als fiskalpolitisches Stimulierungsprogramm in einem Ausmass, das es in der Schweiz noch nie gegeben hat; immerhin wurden zusätzliche Ausgaben in der Höhe von Dutzenden Milliarden beschlossen und umgesetzt. Das sichert nicht nur den Erhalt des Produktionsapparats, sondern wirkt auch als massive Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Die aktuellen Konjunkturdaten stützen die Einschätzung, dass dies geeignet ist, ein gleichmässiges Wachstum von gesamtwirtschaftlichem Angebot und Nachfrage zu gewährleisten, so dass wir uns im Erholungsszenario befinden. Würde man in dieser Situation – wie das etwa verschiedene politische Vorstösse immer wieder verlangen – ein zusätzliches Ausgabenpaket in mehrfacher Milliardenhöhe beschliessen, dann bestünde die ernsthafte Gefahr eines Überschliessens der Nachfrage, was die Wahrscheinlichkeit einer Überhitzung deutlich erhöht.¹²

Zusätzliche Nachfragestimulierung über teure Konjunkturpakete sollte deshalb in der aktuellen Ausgangslage unbedingt vermieden werden.

4. Mittelfristiger Handlungsbedarf im Falle der Negativszenarien

Die heutige Wirtschaftspolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Wahrscheinlichkeit zu reduzieren, dass eines der beiden Negativszenarien eintritt. Angesichts der präzedenzlosen Situation und der weiterhin grossen Unsicherheiten wäre es aber naiv, keine Eventualplanung zu betreiben, falls es doch anders kommt. Dabei geht es – wie im vorherigen Unterabschnitt verdeutlicht – explizit nicht darum, bereits jetzt zusätzliche Massnahmen zu ergreifen; das wäre ausgesprochen kontraproduktiv. Vielmehr gilt es, Aktionspläne vorzubereiten, so dass man im Falle negativer Entwicklungen sehr rasch bereit wäre. Wobei natürlich zu hoffen ist, dass diese Eventualplanung in den Schubladen bleiben wird.

Wir wollen dazu kurz einige Überlegungen für die beiden Negativszenarien anstellen, ohne hier bereits einen detaillierten Plan vorzulegen; das würde den Rahmen dieses Papiers deutlich sprengen.

¹² Zudem bestehen je nach Entwicklung der epidemiologischen Lage erhebliche Zweifel, ob *zusätzliche* fiskalpolitische Massnahmen wie ein Ausgabenpaket, sinkende Steuern oder höhere Transfers geeignet wären, um die Konjunktur zu stimulieren.

4.1 Stimulieren im Depressionsszenario

Wie die Bezeichnung schon klar macht und wie wir in Abschnitt 2 diskutiert haben, droht in diesem Fall ein depressionsartiger Einbruch der Wirtschaft. Dieser wird vor allem durch einen Kollaps der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausgelöst. Der Begriff Depression macht auch klar, dass die Mechanismen denjenigen der Grossen Depression ähnlich sein könnten: Jahrelang negative Wachstumsraten, starker Anstieg der Arbeitslosigkeit, Deflation und Banken Krisen. In einem solchen Szenario gilt es in erster Linie, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stützen.

In diesem Fall wäre ein zusätzliches Konjunkturprogramm ohne Zweifel angebracht, das dem selbstverstärkenden Einbruch der Nachfrage und der Deflationsdynamik entgegenwirkt. Da die Geldpolitik ohnehin schon massiv expansiv ist, müsste die Fiskalpolitik den Hauptteil der Stimulierung tragen.¹³ Ein Massnahmenpaket, das wirklich wirksam ist, sollte dabei den bekannten „drei T“ entsprechen – Timely (die Nachfrage sollte rasch gestützt werden), Targeted (die Nachfragekomponenten, die am stärksten getroffen sind, sollten stimuliert werden) und Temporary (die Massnahmen sollten zeitlich begrenzt werden). Zudem sollte das Paket relativ einfach umsetzbar und nicht zu interventionistisch sein.

Die Fiskalpolitik kann über die Einnahmeseite (Steuersenkungen) oder über die Ausgabe Seite (Staatsausgaben) stimulieren. Im Schweizer Kontext – und vor dem Hintergrund der Erfahrungen in der Grossen Finanzkrise – dürfte es sehr schwer sein, rechtzeitig genügend grosse zusätzliche Infrastrukturausgaben umzusetzen; derartige Ausgaben stehen in der Regel im Zentrum fiskalpolitischer Stimulierungen über die Ausgabe Seite. Am ehesten scheinen direkte Einkommenszuschüsse an Haushalte geeignet, die Nachfrage rechtzeitig und in relevantem Ausmass zu stützen. Ebenfalls denkbar wären – von der staatlichen Einnahmeseite her – Steuersenkungen, wobei es sehr schwer fiele, diese rechtzeitig umzusetzen.

Im Depressionsszenario käme noch ein zusätzliches Problem dazu, das in der Krise bisher kaum eine Rolle spielte, nämlich Turbulenzen im Finanzsektor. Substantieller Abschreibungsbedarf im Kreditportfolio könnte bei einer solchen Entwicklung zahlreiche Banken an existentielle Probleme bringen. Um einen depressionsartigen Einbruch zu vermeiden, müsste dann wohl gezielte Unterstützung von Banken vorgesehen werden. Im Vordergrund steht hier eine rechtzeitige und grosszügige Liquiditätsstützung von Seiten der SNB.

4.2 Bremsen im Überhitzungsszenario

Das Szenario einer Überhitzung scheint auf den ersten Blick wesentlich weniger dramatisch zu sein als die Gefahr einer Depression. Dennoch darf die Gefahr nicht unterschätzt werden, da ein Inflationsschub im heutigen Umfeld mit ohnehin schon überhitzt erscheinenden Vermögenspreisen besonders bedrohlich wäre.¹⁴ Eine Überhitzung würde durch ein Überschiessen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage über das Produktionspotenzial hinaus ausgelöst. Die wirtschaftspolitischen Reaktionen müssten darauf abzielen, die Nachfrage zu dämpfen.¹⁵

Anders als im Depressionsszenario stünde hier nicht die Fiskalpolitik im Zentrum, sondern die Geldpolitik. Eine Überhitzung würde sich in einem Schub bei den Inflationserwartungen und dann bei der Inflation manifestieren, der die Inflationsraten deutlich über die 2%-Marke hinaustreiben würde, die mit der geldpolitischen Strategie der SNB vereinbar wäre. Die klassische Reaktion der Geldpolitik auf eine solche Konstellation besteht in Erhöhungen der Leitzinsen, um die Nachfrage und damit die Inflationsdynamik zu bremsen. Das ist zwar technisch einfach umsetzbar, muss im momentanen Umfeld aber gut vorbereitet sein, weil sonst starke Verwerfungen drohen; das spricht für eine (natürlich nicht nach aussen kommunizierte) explizite Eventualplanung der SNB. Es gälte nämlich, einige Klippen zu umschiffen.

¹³ In Abbildung 8 im Anhang ginge es also primär darum, mit fiskalpolitischen Massnahmen das Ausmass der Linksverschiebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfragekurve einzudämmen.

¹⁴ Für eine Analyse dieser Risiken siehe etwa Brunetti (2020b)

¹⁵ In Abbildung 9 im Anhang ginge es also darum, die gesamtwirtschaftliche Nachfragekurve wieder nach links zu verschieben.

Einerseits droht insbesondere bei einer deutlichen Zinserhöhung ein Aufwertungsschub des Schweizer Frankens. Das hilft zwar, die Nachfrage zu dämpfen, kann aber rasch ein so starkes Ausmass erreichen, dass viele Exportunternehmen existentiell bedroht sein könnten. Andererseits könnte eine rasche Zinserhöhung zu starken Einbrüchen der Vermögenspreise, vor allem der Immobilienpreise führen. Angesichts der hohen Hypothekarverschuldung in der Schweiz hätte dies das Potential, Verwerfungen im Finanzsektor auszulösen. Diese Risiken sprechen dafür, dass die SNB sehr früh und schrittweise handelt, sobald sich ein Abgleiten ins Überhitzungsszenario abzuzeichnen beginnt, um so allenfalls zu vermeiden, einen eigentlichen Zinsschock auslösen zu müssen.

In der Fiskalpolitik würden die Regeln der Schuldenbremse im Falle einer Überhitzung automatisch zu einem restriktiveren Budget mit Überschüssen führen; damit würde die Fiskalpolitik die in einem solchen Fall angebrachte, bremsende Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage entfalten.

5. Wie erkennt man, in welchem mittelfristigen Szenario wir uns befinden?

Gerade weil die denkbaren Szenarien und ihre wirtschaftspolitische Bekämpfung so unterschiedlich sind, ist es entscheidend, möglichst zeitnah zu ermitteln, ob die Entwicklung eine Anpassung des Hauptszenarios nahelegen würde. Wir besprechen deshalb in diesem Abschnitt, anhand welcher Indizien ein allfälliger Wechsel in ein mittelfristiges Alternativszenario angezeigt sein könnte und wie die Situation diesbezüglich heute aussieht.

5.1 Wichtigste Indikatoren

Auf Basis der Diskussionen der drei Grundszenarien lässt sich konzeptionell relativ leicht feststellen, in welchem Szenario wir uns befinden:¹⁶

- Im Erholungsszenario hätten wir in den kommenden Quartalen relativ starke Wachstumsraten (Aufholeffekt gemäss dem unterstellten V- oder U-Verlauf) und ein konstantes Preisniveau, weil Angebot und Nachfrage in etwa gleich rasch wachsen; da wir uns dadurch in Richtung Normalauslastung bewegen, wird der immer verzögert erfolgende Anstieg der Arbeitslosigkeit relativ gering bleiben.
- Im Depressionsszenario würden wir in den kommenden Quartalen sehr tiefe und bald negative Wachstumsraten beobachten und ebenso Deflationstendenzen, weil der Rückgang der Nachfrage deutlich stärker wäre als der des Angebots. Da wir uns damit von der Normalauslastung wegbewegen, steigen die Arbeitslosenquoten weiter an.
- Im Überhitzungsszenario sähen wir in den kommenden Quartalen sehr starke Wachstumsraten verbunden mit einer spürbar ansteigenden Inflation, weil die Nachfrage stärker anzieht als das Angebot. Die Überstimulierung würde sich auch darin manifestieren, dass die Arbeitslosigkeit kaum mehr ansteigt und bald rückläufig würde.

Vor diesem Hintergrund ist klar, dass die Entwicklung von drei Grössen im Zentrum der Einschätzung stehen muss: die Veränderung des BIPs (Wirtschaftswachstum), die Veränderung des Preisniveaus (Inflationsrate) und die Veränderung der Arbeitslosenquote.

Das Problem ist, dass diese Daten erst mit einer gewissen Verzögerung verfügbar sind (vor allem das BIP) und/oder erst mit Verzögerung auf die Wirtschaftslage reagieren (Arbeitslo-

¹⁶ In der graphischen Analyse in den Abbildungen 7, 8 und 9 im Anhang sehen wir, wie sich in den drei Grundszenarien die zentralen makroökonomischen Grössen – das BIP, das Preisniveau und indirekt die Arbeitslosigkeit – entwickeln werden; dies als konzeptioneller Hintergrund für die Aussagen in der folgenden Aufzählung.

sigkeit). In der für die geeignete wirtschaftspolitische Reaktion notwendigen, vorausschauenden Analyse müssen wir deshalb primär mit Indikatoren arbeiten, welche die Veränderung der Schlüsselgrößen mit einem gewissen Vorlauf anzeigen.

Solche Indikatoren sind für die Entwicklung des BIPs und der Arbeitslosigkeit etwa (i) die traditionellen Vorlaufindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex (PMI) oder das KOF-Barometer, (ii) die im Verlaufe der aktuellen Krise entwickelten «Nowcasting-Indikatoren» (etwa Elektrizitätskonsum oder Kreditkartenumsätze)¹⁷ und natürlich (iii) als Sammelindikator die BIP-Prognosen, die von zahlreichen offiziellen und privaten Instituten erhoben werden.

Für die Entwicklung des Preisniveaus relevant sind etwa (i) die Inflationserwartungen, die über die Messung der Konsumentenstimmung quartalsweise erhoben werden, (ii) die Entwicklung der breiteren Geldmengenaggregate wie M2 oder M3, deren Veränderungen kommende Inflationstendenzen anzeigen können oder (iii) als Sammelindikator die Inflationsprognosen, etwa der SNB.

Für den Fall, dass sich eines der beiden Negativszenarien abzeichnet, gilt es auch die Gesundheit des Finanzsektors im Auge zu behalten. Indikatoren wie die Entwicklung von Kapitalquoten, Liquiditätsquoten oder Rückstellungen für Abschreibungen von Banken stehen hier im Vordergrund.

5.2 Heutige Situation

Wenn wir die genannten Indikatoren heute ansehen, dann spricht die grosse Mehrheit der vorhandenen Daten dafür, dass wir uns zurzeit im Erholungsszenario befinden.

In Abbildung 1 sehen wir stellvertretend zwei Indikatoren für die BIP-Entwicklung, die in diese Richtung deuten. Das Konjunkturbarometer der KOF in Abbildung 1a als wichtiger vorlaufender Gesamtindikator für die wirtschaftliche Entwicklung zeigt nach einem gewaltigen Absturz während des Lockdowns am aktuellen Rand eine deutliche Trendwende.

Abb. 1 BIP-Indikatoren signalisieren Erholungsszenario

1a: KOF-Konjunkturbarometer

1b: BIP-Prognose SECO

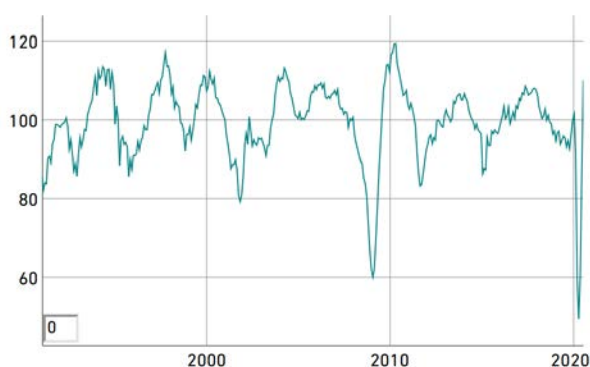
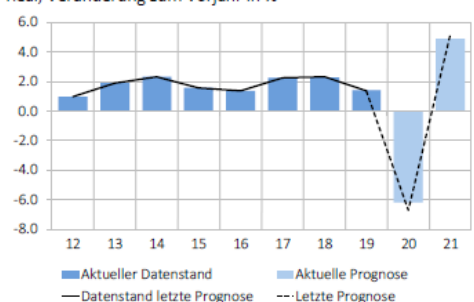


Abbildung 39: BIP-Prognose, Sportevent-bereinigt
Real, Veränderung zum Vorjahr in %



Quellen: BFS, SECO, Expertengruppe Konjunkturprognosen

Quellen: KOF (2020) und SECO (2020)

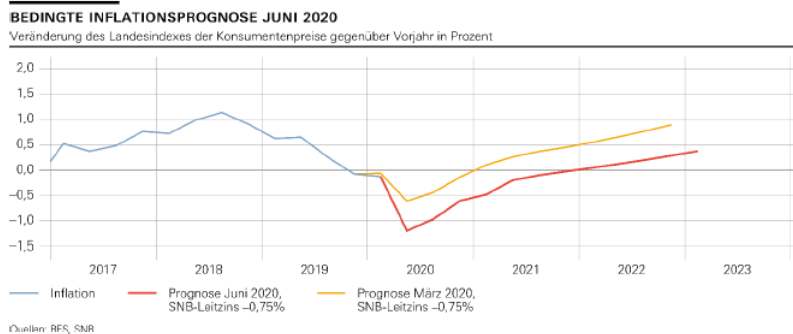
Andere derartige Indikatoren wie etwa der Einkaufsmanagerindex (PMI) oder der Konsumentenstimmungsindex zeigen diese Erholung am aktuellen Rand ebenso deutlich an. Ebenfalls

¹⁷ Siehe etwa Lengwiler (2020) für den Stromverbrauch, Brown et al. (2020) für die Verwendung von Debitkarten und Bachmann et al. (2020) für verschiedene andere Hochfrequenzindikatoren.

sehen wir in Abbildung 1b als Sammelindikator die BIP-Prognose des SECO, die in den kommenden Quartalen von einer klaren Erholung ausgeht.

In Abbildung 2 sehen wir, dass auch bei der Preisentwicklung heute vom Erholungsszenario ausgegangen wird. Die bedingte Inflationsprognose der SNB (unter der Annahme unveränderter Geldpolitik) zeigt für die kommenden Quartale einen leichten Anstieg der heute noch negativen Raten. In der Prognose sind aber weder eine Überhitzungstendenz zu Inflationsraten über 2% noch ausgeprägte Deflationstendenzen zu erkennen.

Abb. 2 Inflationsprognose der SNB



Quelle: SNB (2020)

6. Längerfristiger Handlungsbedarf

Momentan wird die Wirtschaftspolitik völlig von der unmittelbaren Krisenbekämpfung dominiert. Dennoch ist es wichtig, rechtzeitig darüber nachzudenken, wie die wirtschaftspolitische Nachkrisenwelt aussehen wird. In hoffentlich nicht allzu ferner Zukunft sollten wohl eine flächendeckende Impfung und/oder zuverlässige Behandlungen zu einer weitgehenden Normalisierung, das heisst einer spürbaren Abkehr von den weitgehenden gesundheitspolitischen Massnahmen führen, die den heutigen Alltag bestimmen. Sollten wir dann zum wirtschaftspolitischen Status quo ante zurückkehren?

Aus meiner Sicht sind hier zwei Aspekte zu unterscheiden. Erstens hat uns die Corona-Krise vor Augen geführt, dass Pandemien eine Bedrohung darstellen, die wir auch für die Zukunft ernster nehmen sollten, als wir das – zumindest in westlichen Industrieländern – vor diesem Ereignis getan haben. Und das hat Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik. Zweitens sollten wir nicht vergessen, dass sich an den Ingredienzien einer guten Wirtschaftspolitik durch diese Krise nichts geändert hat; man muss sehr aufpassen, im Zeichen der Krisenbekämpfung nicht grundlegende wirtschaftspolitische Erfolgsfaktoren zu hinterfragen oder gar über Bord zu werfen. Jedem dieser beiden Aspekte ist ein Unterabschnitt gewidmet.

6.1 Schockresistenz stärken

Pandemien sind schon länger auf dem Radar als mögliche Grossgefahren. Das zeigt sich schon daran, dass sie ein beliebtes Thema von nationalen Krisenübungen auch in der Schweiz waren.¹⁸ Allerdings haben nicht zuletzt die jüngeren Erfahrungen mit der Vogelgrippe oder SARS bei vielen den Eindruck hinterlassen, dass dies primär ein asiatisches Phänomen sei, und dass eine globale Ausbreitung solcher Viren doch eher unwahrscheinlich

¹⁸ So war die in der Schweiz alle vier Jahre stattfindende «Strategische Führungsübung» schon 2005 dem Szenario «Epidemie in der Schweiz» gewidmet.

sei.¹⁹ Mit den Erfahrungen aus der Corona-Krise ist diese nonchalante Haltung für die Zukunft definitiv passé. Wir wissen heute alle, dass die globale Ausbreitung gefährlicher Viren rasch gehen kann, und dass ein solches Ereignis weitgehende, ausserordentlich teure Lockdowns der Wirtschaft auslösen kann. Wie nach der Grossen Finanzkrise gilt es, Vorkehrungen zu treffen, welche die Resistenz der Wirtschaft gegen die in der Krise offensichtlich gewordenen Gefahren auf möglichst effiziente Weise erhöhen. Wir wollen kurz die wichtigsten Ansatzpunkte aus heutiger Sicht diskutieren.

Liquidität von Unternehmen

Der Lockdown hat bei zahlreichen Unternehmen zu einem plötzlichen Einbruch bei den Einnahmen geführt, was bei weitgehend gleichbleibenden Kapitalkosten²⁰ rasch die Liquidität austrocknete. Ohne die massiven und sehr raschen Massnahmen zur Liquiditätsstützung hätte in der Schweiz schon zu Beginn des Lockdowns eine massive Konkurswelle von an sich solventen Unternehmen gedroht. Die Liquiditätsstützen waren eine aussergewöhnliche, sehr teure staatliche Massnahme, die angesichts des bisher präzedenzlosen Schocks unbestritten notwendig und sinnvoll war. Nach dem Corona-Schock ist jetzt allerdings klar, dass ein solcher Lockdown möglich ist, und die Unternehmen müssen sich darauf vorbereiten, in Zukunft mit einem solchen Ereignis umgehen zu können. Das wird zum normalen Risikomanagement gehören, so wie sich Unternehmen auch gegen andere bekannte Risiken absichern müssen. Diese Massnahmen dürften zu einer gewissen Abkehr von bisherigen Tendenzen wie Just-in-Time-Produktion und der damit verbundenen Minimierung der Lagerhaltung führen.

Solche Massnahmen zur Liquiditätssicherung für allfällige zukünftige Pandemien sind keine Staatsaufgabe, gehören also nicht direkt zur Wirtschaftspolitik; das ist Sache der privaten Unternehmen. Eine wirtschaftspolitische Aufgabe ist es allerdings, schon heute unmissverständlich zu erklären, dass bei einem Lockdown, der durch eine zukünftige Pandemie ausgelöst werden sollte, der Staat nicht mehr flächendeckend mit Liquiditätshilfen einspringen wird. Damit die Unternehmen wirklich einen Anreiz haben, dieses Risiko in Zukunft in ihre Liquiditätsplanung einzubeziehen, muss das klar sein. Die Analogie zur Too-big-to-fail-Politik nach der Grossen Finanzkrise ist offensichtlich. Nur wenn den Unternehmen glaubwürdig vermittelt werden kann, dass der Staat bei einem solchen – jetzt bekannten Risiko – in Zukunft nicht mehr aushelfen wird, reduziert man schädliches Moral Hazard substantiell. Es sollte deshalb nach der Krise unmissverständlich festgehalten werden, dass die Liquiditätsvorsorge für Lockdowns eine Aufgabe der Privatwirtschaft ist.

Versorgungssicherheit

Die Auswirkungen der Pandemie haben ein weiteres Mal vor Auge geführt, wie stark verflochten internationale Wertschöpfungsketten sind. Und vor allem zu Beginn der Lockdowns war die Sorge gross, dass die Versorgung von Bevölkerung und Unternehmen mit gewissen wichtigen Gütern gefährdet sein könnte. Auch längerfristig wird man nach dieser Erfahrung nicht mehr automatisch davon ausgehen können, dass die Versorgungssicherheit allumfassend und immer gewährleistet ist. Für Unternehmen bedeutet dies, dass sie bei wichtigen Rohstoffen grössere Lager halten und/oder die Bezugsquellen dafür diversifizieren. Das ist in erster Linie eine privatwirtschaftliche Aufgabe.

¹⁹ So ist etwa bezeichnend, dass die meisten Wirtschaftsprognosen noch Anfang 2020 das Pandemierisiko meist nicht einmal erwähnt haben, und dies obwohl damals schon bekannt war, dass sich in China ein neuartiges, möglicherweise stark ansteckendes Corona-Virus verbreitete.

²⁰ Bei den Arbeitskosten führte das bereits existierende Instrument der Kurzarbeitsentschädigung für Erleichterung.

Was die Wirtschaftspolitik betrifft, so sollte nach der Krise einerseits sicher die Pflichtlagerhaltung genauer angesehen werden. Allenfalls drängen sich nach Erfahrung dieser Krise zusätzliche Pflichtlager für in einer derartigen Pandemie besonders kritische Güter auf. Noch wichtiger scheint allerdings andererseits, dass die internationale Offenheit der Schweizer Wirtschaft gesichert und weiter ausgebaut wird, idealerweise über multilaterale, in vielen Fällen aber pragmatisch über bilaterale Handelsabkommen. Wobei mit Blick auf die Versorgungssicherheit hier – anders als üblicherweise bei Handelsabkommen – die Sicherung der Importe (und nicht der Marktzugang für Exporte) im Vordergrund steht. Je offener der wirtschaftliche Austausch mit möglichst vielen Ländern ist, desto diversifizierter sind die möglichen Bezugsquellen für Güterimporte im Falle von Lockdowns. Da die Versorgungssicherheit in einem kleinen offenen Land nie und nimmer durch Selbstversorgung gewährleistet werden kann, ist ein möglichst offenes Aussenhandelsregime mit möglichst vielen Ländern die beste Vorkehrung für die Versorgungssicherheit in Krisenzeiten.

Nachhaltige Staatsfinanzierung

Die Massnahmen zur Erhaltung des Produktionspotentials haben auch in der Schweiz zu einer massiven Erhöhung der Staatsausgaben geführt. Noch ist unklar, wie hoch die dafür notwendige zusätzliche Staatsverschuldung sein wird, aber es geht mit Sicherheit um Dutzende Milliarden von Franken. Die Schweiz war hier im internationalen Vergleich in einer beneidenswerten Ausgangslage. Dank der Schuldenbremse reduzierte sich die Schuldenquote in den letzten beiden Jahrzehnten markant, und damit war und ist der Spielraum für einen Schuldenaufbau in einer schweren Krise vorhanden. Wichtig ist nun allerdings, dass – getreu der Philosophie der Schuldenbremse – diese zusätzlichen Verpflichtungen nicht auf die kommenden Generationen übertragen, sondern relativ zielstrebig wieder abgebaut werden.

Dieser Abbau sollte allerdings nicht überstürzt und noch während der laufenden Krise passieren, sondern erst danach und in einem vernünftigen Tempo. Die Schuldenbremse sieht dies explizit vor. Normalerweise müssen über den normalen Rahmen hinausgehende Zusatzverschuldungen innerhalb von sechs Jahren wieder abgebaut werden. In ausserordentlichen Fällen hat das Parlament allerdings die Kompetenz, die Dauer des Schuldenabbaus zu verlängern. Sobald das Ausmass der Zusatzverschuldung klar ist – aber erst dann – sollte das Parlament von diesem Recht Gebrauch machen und einen Abbauplan vorlegen, der eine jährliche Konsolidierung in der Grössenordnung von 2 Milliarden vorsieht;²¹ nach heutigem Wissen wären die Schulden damit innerhalb von 10-15 Jahren abbaubar.

Eine solche Konsolidierung – auch wenn sie länger dauert – ist die glaubwürdigste Sicherung der fiskalischen Schockresistenz für allfällig zukünftige Krisen.

Normalisierung Geldpolitik

Wie bereits festgehalten, war die Geldpolitik auch in der Schweiz schon vor der Corona-Krise ausserordentlich expansiv. Während der Krise hat sich das noch einmal akzentuiert, so dass wir heute eine Kombination aus präzedenzlos hoher Liquiditätsversorgung und rekordtiefen Zinsen haben. Daraus entstehen nicht nur Stabilitätsrisiken, sondern es führt auch zu einer Situation, in der die Geldpolitik kaum mehr über konventionelle Instrumente verfügt, um allfällige zukünftige Schocks abzufedern. Nach der Krise gilt noch stärker, was schon vorher relevant war. Sobald es möglich ist, sollte damit begonnen werden, die extrem expansive Geldpolitik zurückzufahren, über einen Abbau der Zentralbankbilanzen und über Erhöhungen der Leitzinsen. Wegen der offensichtlichen Aufwertungsrisiken ist das in der Schweiz natürlich besonders schwierig. Dennoch: Wenn die Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument für zukünftige Konjunkturerbrüche eine echte Rolle spielen soll, dann ist eine gewisse baldige

²¹ Mit Blick auf die üblichen Haushaltsüberschüsse in den vergangenen Jahren dürfte das eine Grössenordnung sein, die ohne grössere ausserordentliche Sparübungen machbar wäre.

Normalisierung unabdingbar; nur dann besteht bei den Zinsen überhaupt ein Spielraum zur Senkung.

6.2 Keine Preisgabe von wirtschaftspolitischen Erfolgsfaktoren

Anders als bei der Grossen Finanzkrise ist die Corona-Krise aus Sicht der Wirtschaftspolitik wirklich exogen; es gibt nicht – wie damals im Finanzsektor – grundsätzliche Fehlentwicklungen in wichtigen Bereichen der Wirtschaft, die jetzt zu beheben wären. Aus diesem Grunde spricht auch nichts für grundlegende Reformen zentraler Bereiche der Wirtschaftspolitik.

Es scheint mir wichtig, das zu betonen. Gerade für die Schweiz, deren wirtschaftspolitischer Rahmen sich in den letzten Jahren als sehr resilient und adäquat aufgestellt erwiesen hat, wären fundamentale längerfristige Anpassungen der Erfolgsfaktoren problematisch. Ich möchte im Folgenden diejenigen Bereiche ansprechen, in denen häufig Nachkrisen-Baustellen vermutet werden, die meines Erachtens nicht existieren.

Keine Politisierung («earmarking») der SNB-Gewinne

Wie oft, wenn grosse Staatsausgaben anstehen, wird auch heute gerne auf die immensen Bestände an ertragsbringenden Vermögenswerten verwiesen, die angeblich ungenutzt in der Bilanz der SNB schlummern. Warum nicht die Gewinne oder gar eine ausserordentliche Ausschüttung der SNB für die Finanzierung der Krisenmassnahmen verwenden? Das Grundproblem jedes derartigen «earmarking» von Nationalbankgewinnen ist, dass die bewusst unpolitische und unabhängige SNB so in die immens politische Finanzierung von spezifischen Staatsausgaben hineingezogen wird. Es spricht nichts dafür, den bewährten Pfad zu verlassen, die SNB-Gewinne in die allgemeine Staatskasse zu zahlen und es dann den politischen Instanzen zu überlassen, wie die Mittel verwendet werden. Die Unabhängigkeit der SNB gehört zu den Grundpfeilern der erfolgreichen Schweizer Wirtschaftspolitik.

Keine permanente staatliche Unternehmensfinanzierung

Die staatliche Liquiditätshilfe für Unternehmen, die durch den Lockdown unverschuldet in Schwierigkeiten gekommen sind, war eine angemessene Massnahme. Sie besteht zudem dadurch, dass die Bedingungen relativ klar und einfach formuliert sind, so dass keine staatlichen Stellen Ermessensentscheide darüber fällen müssen, welche Unternehmen wie unterstützt werden sollen. Inzwischen gibt es vermehrt Stimmen, die eine Ausdehnung der staatlichen Hilfen fordern, die über die reine Liquiditäts- in die Solvenzunterstützung hineinreichen. Damit würde die in der Schweiz bewährte Zurückhaltung des Staates in der Unternehmensfinanzierung untergraben. Es gibt in der Schweiz genügend Quellen der Finanzierung von erfolgsversprechenden Unternehmen und wir sollten tunlichst vermeiden, den Staat in die Allokation von Krediten hinein zu ziehen. Als Rechtfertigung für solche Schritte hört man oft, dass die COVID-Kredite zur Überschuldung von Unternehmen beigetragen hätten, die der Investitionstätigkeit dieser Unternehmen nach der Krise im Wege stünden. Für dieses Problem gibt es aber wesentlich weniger interventionistische Methoden, etwa die bereits beschlossene Aufschiebung der Rückzahlungspflichten.

Keine Aufweichung der Schuldenbremse

Angesichts der milliardenschweren zusätzlichen Staatsausgaben und dem damit verbundenen Schuldenaufbau wird da und dort argumentiert, dass in dieser so aussergewöhnlichen Situation die Schuldenbremse gelockert werden sollte. Das grundsätzliche Problem solcher Ideen ist, dass man damit einen der unbestrittenen Erfolgsgaranten der jüngeren Schweizer Wirtschaftspolitik in Frage stellt. Und man verlagert die zusätzliche Schuldenlast auf spätere Generationen, die absolut nichts mit der Corona-Pandemie zu tun hatten. Überdies ist es –

wir haben das oben beschrieben – auch gar nicht nötig, die Schuldenbremse zu ändern, wenn man die Last des Schuldenabbaus im Zeitablauf stärker strecken möchte. Ein Parlamentsbeschluss reicht, um innerhalb der Vorgaben der Schuldenbremse einen deutlich längeren Abbau-Pfad vorzusehen als die üblichen sechs Jahre.

Dies nur einige Beispiele zur Untermauerung der Feststellung, dass es wegen der Corona-Krise langfristig keinen grundsätzlichen Anpassungsbedarf für die Ausrichtung der Schweizer Wirtschaftspolitik gibt.

7. Zusammenfassung in Form einer stilisierten Roadmap

Der Corona-Schock stellt uns vor die grösste makroökonomische Herausforderung der jüngeren Vergangenheit. Er hat in kürzester Zeit zu einer schweren Rezession geführt, die sich aber deutlich von einem „normalen“ Abschwung unterscheidet. Wir haben es mit einer präzedenzlosen Kombination von Angebots- und Nachfrageschocks zu tun, für deren Bewältigung wir nicht auf ein etabliertes Rezeptbuch zurückgreifen können. Mit einem rasch aufgegleisten Massnahmepaket ist es in der Schweiz gelungen, die gesamtwirtschaftlichen Schäden in Grenzen zu halten und die Voraussetzungen für eine gesunde Erholung zu schaffen. Allerdings ist wegen der spezifischen Situation nach wie vor gut denkbar, dass das Erholungsszenario durch die weitere Entwicklung der Pandemie und/oder der Wirtschaftspolitik gefährdet ist.

Wir haben in diesem Papier die wichtigsten Elemente hergeleitet, die es uns jetzt erlauben, die Überlegungen in einer Roadmap für die Wirtschaftspolitik der nahen Zukunft zusammenzufassen. Wir beginnen mit einer stilisierten Darstellung der Roadmap auf der Zeitachse und halten dann den heutigen wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf fest.

7.1 Die Roadmap im Zeitablauf

Die grosse Ungewissheit über den weiteren Verlauf der Krise und das Fehlen von historischen Präzedenzfällen zwingt wie gesagt zu einem Denken in Szenarien. Wie wir ausgeführt haben, sind die denkbaren Szenarien dabei ausserordentlich unterschiedlich, so dass sich auch die adäquaten wirtschaftspolitischen Reaktionen fundamental unterscheiden.

Als Orientierungshilfe schlagen wir eine Roadmap vor, die in Abbildung 3 im Zeitablauf stilisiert dargestellt wird.

Abb. 3 Stilisierte Roadmap im Zeitablauf



Die Roadmap beginnt heute (also Ende August 2020). Zu diesem Zeitpunkt wurden in der Schweiz – neben den gesundheitspolitischen Vorkehrungen – auf wirtschaftspolitischer Ebene drei Massnahmen zur Sicherung des Produktionspotentials (Kurzarbeit, Erwerbserersatz für Selbständige und Liquiditätshilfe) umgesetzt. Wenn wir im Zeitstrahl weiter nach rechts gehen, werden diese Massnahmen in der kurzen Frist fortgesetzt. Die Beobachtung der wirtschaftlichen Entwicklung (siehe Abschnitt 5) erlaubt es, laufend festzustellen, ob wir uns nach wie vor im gewünschten Erholungsszenario befinden. Ändert sich an der wirtschaftlichen Entwicklung nichts, so bleiben wir in diesem Szenario, es sind keine grösseren zusätzlichen Massnahmen notwendig und die bestehenden Massnahmen laufen wie geplant langsam aus, bis wir schliesslich in die lange Frist nach überstandener Corona-Krise übergehen. Das Tempo der Rücknahme der bestehenden Massnahmen hängt davon ab, wie weit es gelingt, die Situation ohne weitere gesundheitspolitischen Vorgehensweisen zu verbessern. Solange wir im Erholungsszenario sind, wären aber keine zusätzlichen Aktionen angebracht, sondern allenfalls eine zeitliche Ausdehnung der bereits beschlossenen Massnahmen.

Ändern sich aber mittelfristig die wirtschaftlichen Indikatoren signifikant, so kommen wir in Abbildung 3 in eines der beiden Alternativszenarien. In diesem Fall wären die zusätzlichen Massnahmen angebracht, die wir in Abschnitt 4 besprochen haben.²² Ihr Ziel – und das ist im weiteren Zeitablauf der Abbildung dargestellt – wäre es dann, die Wirtschaft wieder zurück ins Erholungsszenario zu bringen. Gelingt die Erholung nachhaltig, so kommen wir in die lange Frist, für die wir in Abschnitt 6 ebenfalls Handlungsempfehlungen formuliert haben.

7.2 Heutiger wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf

Vor dem Hintergrund der Analysen und Diskussionen in diesem Papier zum Schluss noch einmal kurz zusammengefasst das Wichtigste zum wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf zum heutigen Zeitpunkt:

- Der aktuelle Schweizer Massnahmenmix ist angesichts der jüngsten Wirtschaftsentwicklung (sich abzeichnendes Erholungsszenario) adäquat, zielführend und ausreichend. Setzt sich die Erholung fort, so sollten diese Massnahmen wie geplant schrittweise zurückgefahren werden.
- Ein erneuter, umfassender Lockdown sollte unbedingt vermieden werden, da damit ein Abgleiten ins Depressionsszenario drohen könnte. Gesundheitspolitische Massnahmen, welche dem entgegenwirken, sind gesamtwirtschaftlich wesentlich «günstiger» und sollten bei einem Anstieg der Fallzahlen deshalb rasch ergriffen werden.
- Werden derartige weitergehende zusätzliche gesundheitspolitische Aktionen bis hin zu partiellen Lockdowns ergriffen, so sollte das bisherige Instrumentarium (Kurzarbeit, erweiterter Erwerbserersatz, Liquiditätshilfen) gezielt genutzt werden, um die Kosten für die Betroffenen abzufedern.²³
- Konjunkturstimulierungen zusätzlich zum schon Beschlossenen würden aktuell eine Überstimulierung und damit das Abgleiten ins Überhitzungsszenario begünstigen. In der momentanen Lage sollten keine zusätzlichen nachfragestärkenden Aktionen ergriffen werden.
- Da die Negativszenarien weiterhin eintreten könnten, sollten die Behörden präventiv Massnahmen vorbereiten, die rasch umgesetzt werden könnten, wenn sich deutlich abzeichnen sollte, dass die Wirtschaft vom Erholungspfad abkommt und sich Richtung Depression oder Überhitzung entwickelt.

²² In Anhang 2 findet sich eine tabellarische Zusammenfassung dieser mittelfristigen Massnahmenpakete, abhängig vom Szenario

²³ Kompensationszahlungen an negativ Betroffene (z.B. Grossveranstalter) sind in einer Kosten-Nutzen-Betrachtung viel weniger kostspielig, als ein Depressionsszenario zu riskieren.

Erst wenn ein breit einsetzbarer Impfstoff oder überzeugende Behandlungsmöglichkeiten von Erkrankten verfügbar sind, werden wir die Corona-Krise wirklich hinter uns lassen können. Bis dann stehen wir vor schwierigen wirtschaftlichen Zeiten, in denen die Wirtschaftspolitik in Szenarien und vorbehaltenen Beschlüssen denken muss. Wir haben in diesem Papier einen möglichen Rahmen für diese Überlegungen skizziert.

Literaturverzeichnis

- Bachmann, Andreas, Valentino Guggia und Philipp Wegmüller (2020): BIP-Nowcast auf Branchenebene unter Verwendung hochfrequenter Indikatoren, in SECO (2020): *Konjunkturtendenzen Sommer 2020*.
- Brown, Martin, Matthias Fengler, Rafael Lalive und Robert Rohrkemper (2020): Monitoring Consumption Switzerland: Purchases by Debit Cards; regelmässige Updates unter: https://public.tableau.com/profile/monitoringconsumptionswitzerland#!/vizhome/dashboard_debit_region_merchant/Canton
- Brunetti, Aymo (2017): *Volkswirtschaftslehre: Eine Einführung für die Schweiz, Vierte Auflage*, Bern: Verlag hep.
- Brunetti, Aymo (2020a): Kein wirtschaftspolitischer Aktivismus im Blindflug, *Neue Zürcher Zeitung* vom 27. April 2020.
- Brunetti, Aymo (2020b): Das grosse geldpolitische Experiment birgt auch Gefahren für die Anleger *Neue Zürcher Zeitung* vom 9. Januar 2020.
- KOF (2020): *KOF Konjunkturbarometer: Linderung in Sicht*, Medienmitteilung vom 28. August 2020.
- NCS-TF (2020a): *Is there a Health-Wealth Tradeoff during the COVID-19-Crisis?* Policy Brief vom 21. August 2020.
- NCS-TF (2020b): *Strategy to React to Substantial Increases in the Numbers of Sars-CoV-2 Infections in Switzerland.* Policy Brief vom 26. Juni 2020.
- Lengwiler, Yvan (2020): *Blacking Out*, WWZ Working Paper 2020/07.
- SECO (2020): *Prognose: Schweizer Wirtschaft in der Corona-Krise*, Medienmitteilung vom 16. Juni 2020.
- SNB (2020): *Geldpolitische Lagebeurteilung vom 18. Juni 2020*, Medienmitteilung vom 18. Juni 2020.

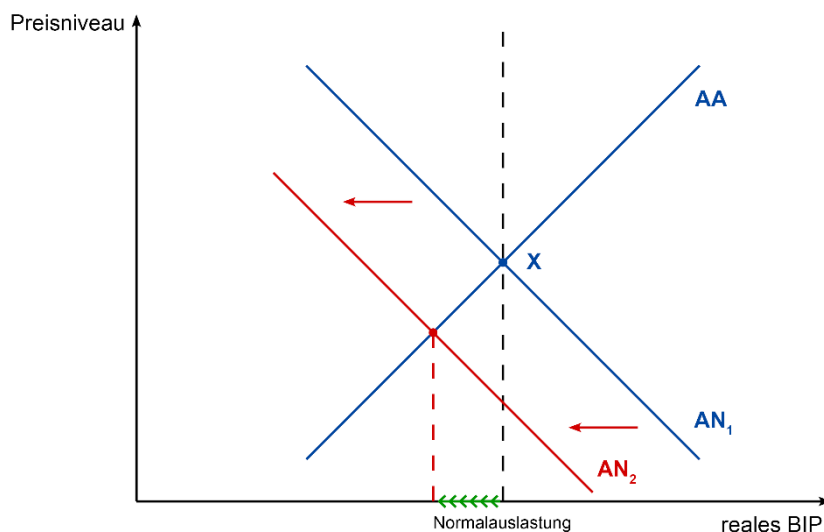
Anhang 1: Analyse anhand eines einfachen makroökonomischen Modells

Die drei Szenarien beruhen auf einer Analyse der Entwicklung von gesamtwirtschaftlichem Angebot und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und ihrem Zusammenspiel. Diese im Haupttext beschriebenen Zusammenhänge lassen sich sehr direkt und anschaulich mit dem wohl bekanntesten makroökonomischen Grundmodell, dem sogenannten AA/AN-Modell, erläutern. Für analytisch interessierte Leserinnen und Leser wollen wir es in diesem Anhang kurz skizzieren.²⁴

«Normale» Rezession versus Corona-Rezession

Das graphische Modell zeigt stilisiert das Zusammenspiel zwischen gesamtwirtschaftlicher Nachfrage (AN für «aggregierte Nachfrage») und (kurzfristigem) gesamtwirtschaftlichem Angebot (AA für «aggregiertes Angebot»). Die Nachfrage setzt sich dabei aus Konsum, Investitionen und Exporten zusammen und das Angebot wird durch die Ausstattung der Wirtschaft mit den Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital und ihrem Zusammenspiel (Technologie) bestimmt. In der Grafik (siehe Abbildung 4) steht auf der x-Achse das reale BIP und auf der y-Achse das Preisniveau. Ausgangspunkt ist eine Situation mit ausgeglichener Wirtschaftslage, das heisst die beiden Kurven schneiden sich im Punkt X, an dem die bestehenden Kapazitäten – also insbesondere die Arbeitskräfte – normal ausgelastet sind; die vertikale, gestrichelte Linie zeigt das BIP an, bei dem Normalauslastung herrscht.

Abb. 4 „Normale“ Rezession



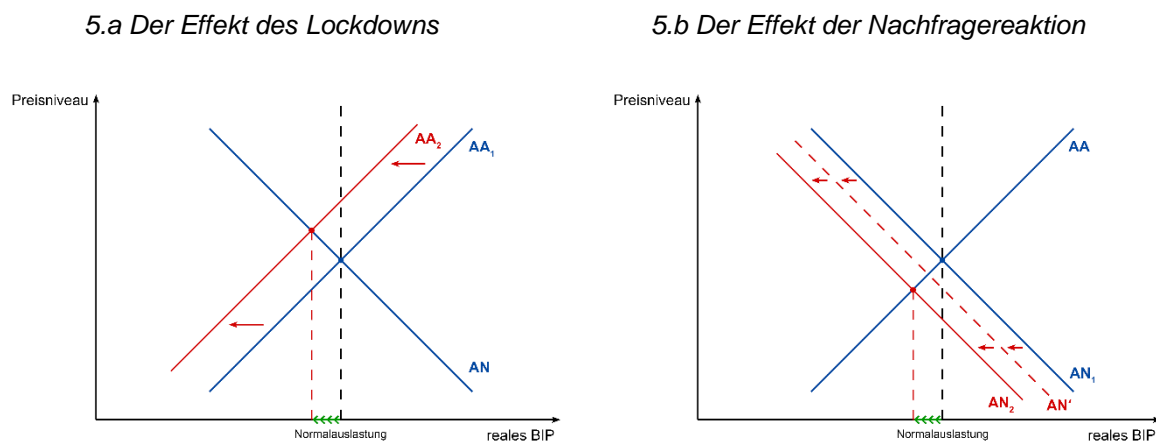
Eine typische Rezession entsteht nun, wenn die AN-Kurve sich nach links von AN₁ nach AN₂ verschiebt. Die Verschiebung kommt daher, dass zu jedem Preisniveau eine geringere Menge an Gütern nachgefragt wird. Das ergibt einen neuen Schnittpunkt zwischen Angebot und Nachfrage, und zwar bei einem tieferen Niveau des realen BIP als bei der Normalauslastung. Während der Reduktion des BIP zum neuen Gleichgewicht weist die Wirtschaft die für Rezessionen charakteristischen negativen Wachstumsraten auf (Das BIP reduziert sich, wie mit den grünen Pfeilen angezeigt). Weil im neuen Schnittpunkt weniger produziert wird als bei Normalauslastung, werden nicht mehr alle Arbeitskräfte benötigt und damit steigt die Arbeitslosigkeit an. Ebenfalls typisch für Rezessionen ist, dass die Inflation tief oder sogar negativ ist; das Preisniveau reduziert sich beim Übergang zum neuen Gleichgewicht.

²⁴ Für eine genauere (nicht-mathematische) Erläuterung dieses Modells siehe etwa Brunetti (2017).

Wie im Haupttext beschrieben, unterscheidet sich der Corona-Schock fundamental von diesem stilisierten Rezessionsmodell. Ausgangspunkt war ein exogener Schock, der nicht nur die gesamtwirtschaftliche Nachfrage traf, sondern ebenso und zuerst das gesamtwirtschaftliche Angebot. Mit Abbildung 5 illustrieren wir jeden dieser beiden Effekte zunächst separat. Der Angebotseffekt ist in Abbildung 5a dargestellt. Die bei jedem Preisniveau produzierbare Menge reduzierte sich durch den Lockdown und damit verschob sich die gesamte Angebotskurve nach links und zwar von AA_1 nach AA_2 . Wir sehen, dass im neuen Gleichgewicht das BIP tiefer ist als bei Normalauslastung, der Lockdown der Produktion alleine also schon eine scharfe Rezession auslöste.

Praktisch zeitgleich wurde auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage negativ getroffen und das aus zwei Gründen. Erstens verunmöglichte der Lockdown einen Teil des Konsums und dieser erste Nachfrageschock verschob die AN-Kurve nach links. In Abbildung 5b führt dieser erste Schock zu einer Verschiebung von AN_1 nach AN' .

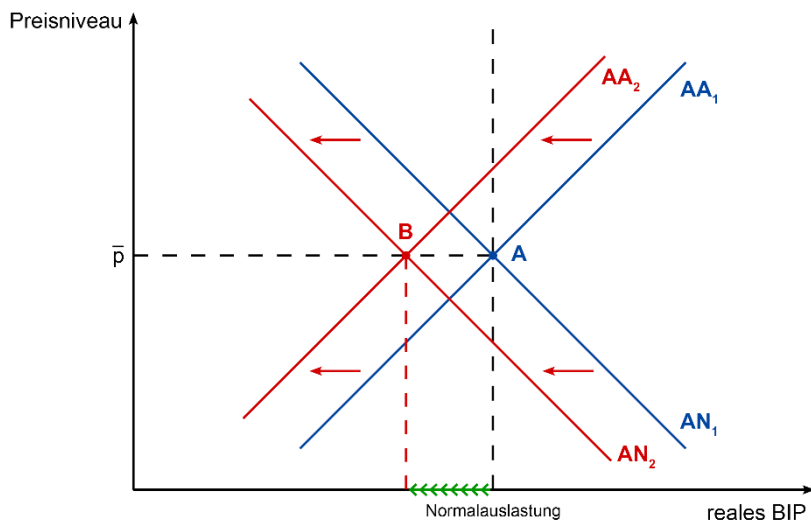
Abb. 5 Zwei Rezessionsursachen



Zweitens erhöhte die ausbrechende, höchst ungewöhnliche Krise die allgemeine Verunsicherung über den weiteren Wirtschaftsverlauf massiv, was sowohl die Konsum- als auch die Investitionsnachfrage zusätzlich beeinträchtigte. Dieser Effekt ist in Abbildung 5b mit der Verschiebung von AN' nach AN_2 illustriert. Dieser zweite Nachfrageeffekt ist vergleichbar mit dem, was normalerweise eine Rezession auslöst; er war aber angesichts der ausserordentlichen Unsicherheit – über Ausmass und Dauer der Krise und über die Effekte auf die Beschäftigung – besonders rasch und deutlich. Insgesamt erkennen wir in Abbildung 5b, dass der Corona-Schock zu einem substantiellen Einbruch der Nachfrage führte.

In Abbildung 6 sehen wir nun den gesamten Effekt des Corona-Schocks. Da sowohl das gesamtwirtschaftliche Angebot als auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gleichzeitig einen negativen Schock erlitten, bewegte sich die Wirtschaft sehr rasch von Punkt A zu Punkt B. Resultat war der starke Einbruch des BIPs, das während mehrerer Monate um zweistellige Prozentzahlen zurückging. Da die beiden Schocks in etwa gleich stark waren, sehen wir in Abbildung 6 auch, dass sich das Preisniveau insgesamt nicht stark bewegte (im hier dargestellten, völlig symmetrischen Fall blieb es konstant).

Abb. 6 Gesamter Effekt Corona-Rezession

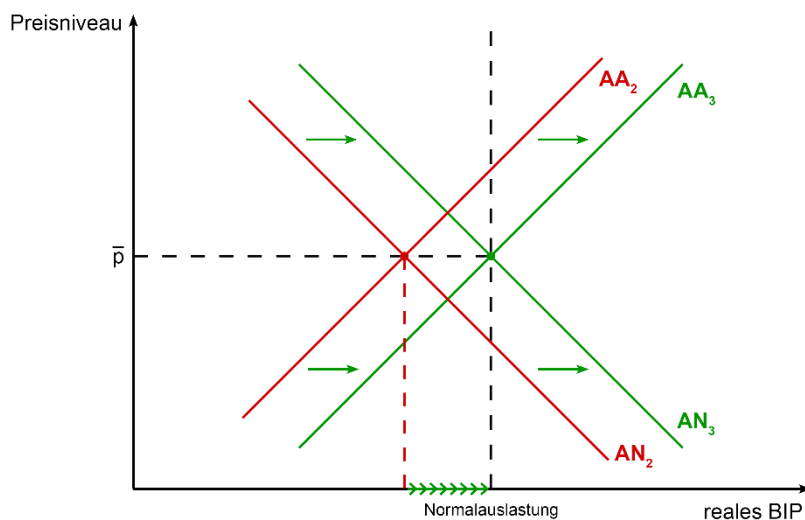


Die drei Szenarien

Wir gehen jetzt von der Situation aus, die wir in Abbildung 6 hergeleitet haben, nämlich die Wirtschaft, nachdem sie vom Corona-Schock getroffen worden ist. Das Ausgangsgleichgewicht ist also im Schnittpunkt der Kurven AA_2 und AN_2 und damit ist die Wirtschaft stark unterausgelastet; das BIP ist deutlich tiefer als bei Normalauslastung und wir starten in einer tiefen Rezession.

Wie im Haupttext genauer beschrieben, gibt es drei stilisierte Szenarien, wie sich die Situation danach weiterentwickelt. Wir wollen jedes dieser Szenarien mithilfe der Abbildungen 7 bis 9 analysieren. Die Veränderungen der beiden Kurven gegenüber dem Ausgangspunkt in der Corona-Rezession sind dabei jeweils mit grünen Linien dargestellt.

Abb. 7 Szenario gesunde Erholung



Im Falle des Erholungsszenario gemäss Abbildung 7 verschieben sich Angebots- und Nachfragekurve parallel wieder nach aussen, bis wir nach einiger Zeit wieder bei einer normal ausgelasteten Wirtschaft landen. Im Übergang beobachten wir ein relativ starkes BIP-Wachstum, kombiniert mit einem mehr oder weniger konstanten Preisniveau.

Abb. 8 Szenario depressionsartiger Einbruch

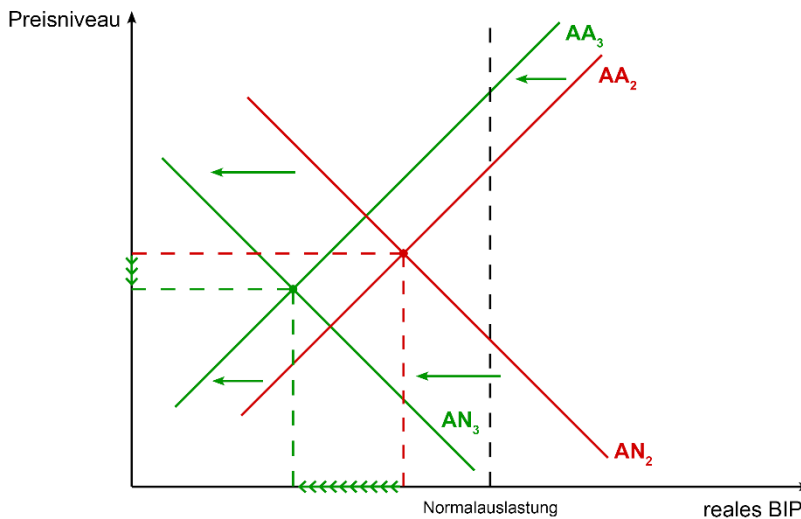
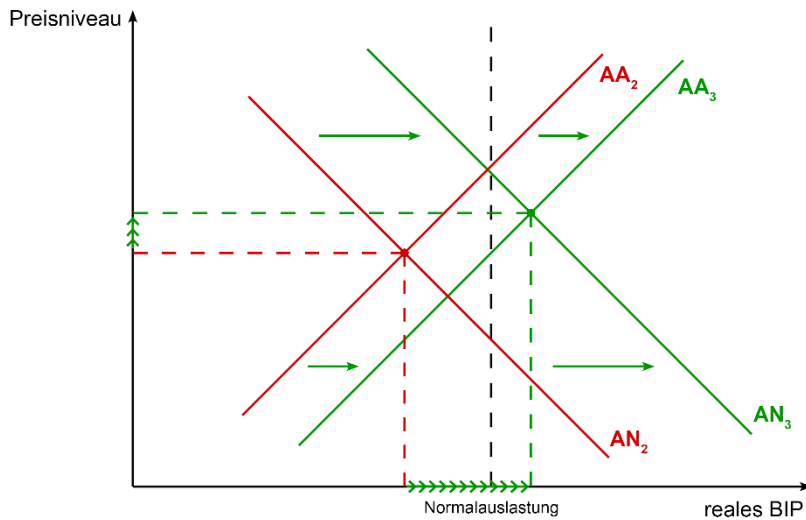


Abbildung 8 analysiert das Depressionsszenario. Wir sehen hier, dass die beschriebenen Effekte (insbesondere der erneute Lockdown) zuerst zu einem zusätzlichen negativen Angebotschock führen würde – die Angebotskurve verschiebt sich weiter nach links. Einschneidender wären aber die Effekte auf der Nachfrageseite, wo die kumulierten negativen Schocks wohl zu einer deutlich stärkeren und im schlimmsten Fall selbstverstärkenden Linksverschiebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfragekurve führen würden. Das Resultat wäre, dass wir in den kommenden Quartalen negative Wachstumsraten des BIPs, kombiniert mit deutlich fallendem Preisniveau, also Deflation, beobachten würden. Die fallenden Preise kämen daher, dass in einem solchen depressionsartigen Szenario der Einbruch auf der Nachfrageseite deutlich stärker wäre als auf der Angebotsseite.

Abbildung 9 schliesslich illustriert das Überhitzungsszenario. Zu einem gewissen Grad ist dies das genaue Gegenstück zum Depressionsszenario.

Abbildung 9: Szenario Überhitzung



Das Ende des Lockdowns verschiebt wie im Erholungsszenario die Angebotskurve nach rechts. Gleichzeitig führt die Überstimulierung der Nachfrage über die genannten Kanäle zu einer rascheren und weitergehenden Rechtsverschiebung der Nachfragekurve, welche die Wirtschaft über die Normalauslastung hinaus stimuliert. Das Resultat ist, dass im Übergang die Wirtschaft stark wächst und wir gleichzeitig steigende Inflationsraten beobachten.

Anhang 2: Tabelle zu mittelfristigen Stossrichtungen der Massnahmepakete

Tabelle 1 unterteilt in die Szenarien und die wichtigsten Bereiche der hier relevanten Wirtschaftspolitik; das ist eine Zusammenfassung der in den Abschnitten 3 und 4 erläuterten Ansätze.

Tabelle 1: Stossrichtungen von Massnahmepaketen, abhängig vom mittelfristigen Szenario

	Arbeitsmarktunterstützung	Liquiditätshilfen	Fiskalpolitik	Geldpolitik	Finanzmarktpolitik
Erholungsszenario	<p>Massnahmen langsam zurückfahren</p> <p>Im Falle von sektoralen Lockdowns gezielt verlängern</p>	<p>Massnahmen rasch auslaufen lassen</p> <p>Im Falle von sektoralen Lockdowns gezielt verlängern</p>	<p>Keine zusätzlichen Massnahmen</p> <p>Langsamer Abbau der zusätzlichen Verschuldung</p>	<p>Keine zusätzlichen Massnahmen</p>	<p>Keine zusätzlichen Massnahmen</p>
Depressionsszenario	<p>Massnahmen verlängern und ggf. ausbauen</p>	<p>Massnahmen verlängern und ggf. ausbauen</p>	<p>Substantielle Stützung der Nachfrage über Steuerreduktion und/oder zusätzliche Ausgaben</p>	<p>Zusätzliche Stimulierung, soweit überhaupt noch möglich</p>	<p>Grosszügige Liquiditätshilfen im Finanzsektor</p>
Überhitzungsszenario	<p>Massnahmen rasch auslaufen lassen</p>	<p>Massnahmen rasch auslaufen lassen</p>	<p>Rascher Abbau der zusätzlichen Verschuldung</p>	<p>Restriktiver Kurs über Zinserhöhung und Abbau der Bilanz; gewisse Aufwertung akzeptieren</p>	<p>Keine zusätzlichen Massnahmen</p> <p>Ggf. Turbulenzen an Finanzmärkten entgegenwirken</p>