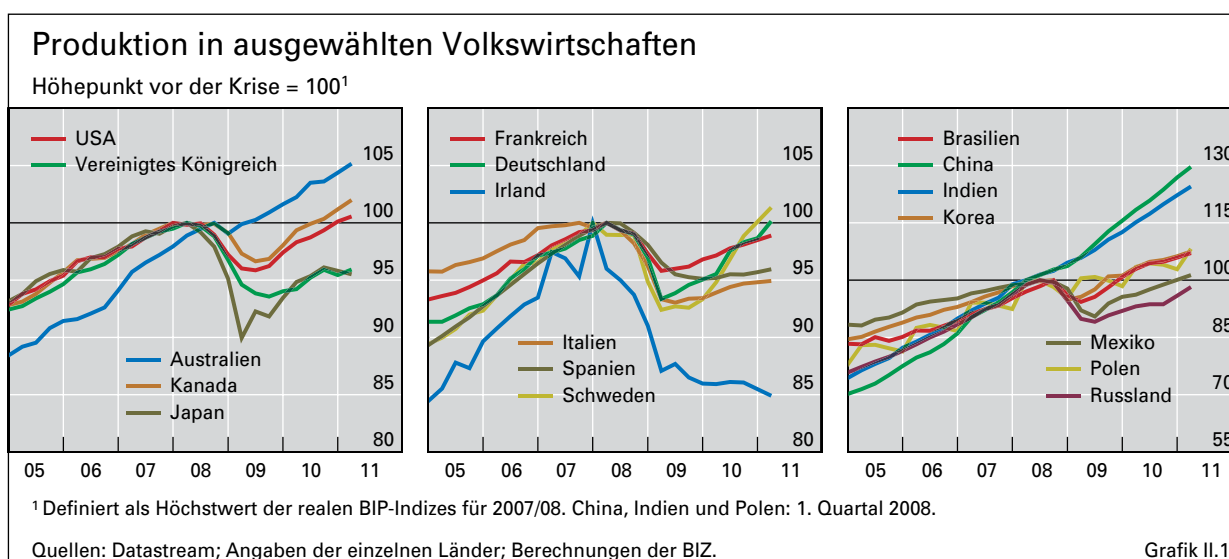


## II. Neue Grundlagen für nachhaltiges Wachstum schaffen

Die Ungleichgewichte, die in verschiedenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit dem Boom einhergingen, bestehen nach wie vor. In einigen dieser Länder sind der Bau- und der Finanzsektor im Vergleich zur restlichen Volkswirtschaft unverhältnismäßig stark gewachsen und werden wahrscheinlich schrumpfen müssen. Private Haushalte und Unternehmen haben während des Immobilienbooms Schulden auf sich geladen, die sie für künftige Schocks anfälliger machen und wachstumsdämpfend wirken könnten. Viele Regierungen haben in den Boomjahren ihre Verschuldung abgebaut – teilweise sogar beträchtlich. Rückblickend zeigt sich jedoch, dass die Verbesserung der öffentlichen Finanzen großteils direkt oder indirekt mit dem Immobilienboom verbunden und somit von kurzer Dauer war.

Viele fortgeschrittene Volkswirtschaften erlebten nach dem Konkurs von Lehman Brothers den größten Konjunkturunbruch seit der Weltwirtschaftskrise. Fast drei Jahre später liegt die Wirtschaftsleistung in den meisten Fällen noch immer auf oder sogar unter dem Vorkrisenniveau (Grafik II.1 links und Mitte). Das Fortbestehen der genannten Ungleichgewichte ist ein Grund, weshalb die Erholung in den betroffenen Ländern bisher so schleppend verlief.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind im Allgemeinen viel schneller gewachsen (Grafik II.1 rechts), einige von ihnen laufen jedoch Gefahr, ebenfalls Ungleichgewichte aufzubauen. So steigen die Immobilienpreise in bestimmten Ländern mehr oder weniger in dem Tempo, das während des Immobilienbooms vor der Krise in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu beobachten war. Auch die Verschuldung des Privatsektors nimmt rapide zu. Zwar war das Ausgangsniveau niedrig, doch das galt zu Beginn der 2000er Jahre auch für einige fortgeschrittene Volkswirtschaften, u.a. für Irland und Spanien.



Der erste Abschnitt dieses Kapitels gibt einen kurzen Überblick über das Wachstum in den Jahren des Immobilienbooms und die damit verbundenen Ungleichgewichte. In den drei folgenden Abschnitten werden die sektoralen Ungleichgewichte, die Verschuldung der privaten Haushalte und die fiskalpolitischen Herausforderungen erörtert. Im letzten Abschnitt werden einige Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik gezogen.

## Ungleichgewichte, Finanzkrisen und Wachstum

Die globale Finanzkrise war in vielerlei Hinsicht mit enormen Kosten verbunden, nicht zuletzt mit Blick auf die Einbußen bei der Wirtschaftsleistung. Die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind wohl gerade dabei, in puncto Wirtschaftsleistung ihr Vorkrisenniveau wieder zu erreichen. Dennoch liegt ihr BIP – vielleicht mit Ausnahme von Australien – immer noch deutlich unter dem Niveau, das erreicht worden wäre, wenn diese Volkswirtschaften ihren Wachstumspfad aus Vorkrisenzeiten nicht verlassen hätten. Um die Einbußen wieder auszugleichen, müsste das Wachstum längere Zeit oberhalb seines Trends liegen. Das erscheint jedoch aus verschiedenen Gründen unwahrscheinlich. Erstens dürften die ökonomischen Folgen der Großen Rezession wie etwa der Verlust von Humankapital infolge von Langzeitarbeitslosigkeit das Wachstum in den kommenden Jahren belasten.<sup>1</sup> Zweitens wurde das Wachstum in den Jahren vor der Krise durch eine Reihe nicht tragfähiger Ungleichgewichte verstärkt. Deren Korrektur könnte das Wachstum zusätzlich verlangsamen, bis die Übersteigerungen wieder abgebaut sind.

Einbußen bei der Wirtschaftsleistung infolge der Krise lassen sich kaum ausgleichen ...

Das Bestehen solcher Ungleichgewichte bedeutet auch, dass die Stärke der Wirtschaftserholung nicht einfach anhand des vor der Krise herrschenden Wachstums bemessen werden kann. Ebenso wenig sollte sich die Politik daran orientieren. In den Boomjahren ist ein Teil des Sach- und Humankapitals weniger sinnvoll eingesetzt worden als ursprünglich angenommen. Dies dürfte in erheblichem Maße für die Investitionen im Bau- und im Finanzsektor gelten. Dass das Wachstum vor der Krise nicht tragfähig war, muss auch bei den Messgrößen des Produktionspotenzials zum Ausdruck kommen, denn sie bilden eine wichtige Grundlage politischer Debatten. Aussagekräftig sind diese Messgrößen – und besonders diejenigen, die sich auf Schätzungen der Bestände an Sach- und Humankapital stützen – nur dann, wenn sie diesen entscheidenden Punkt berücksichtigen.<sup>2</sup>

Historische Erfahrungen stützen die These, dass systemweite Banken Krisen gemessen am Trendwachstum lang anhaltende oder sogar permanente Einbußen bei der Wirtschaftsleistung nach sich ziehen können. Eine aktuelle Literaturübersicht zu den Kosten von Finanzkrisen zeigt, dass das Wachstum nach Krisen in der Regel nicht ausreicht, um zum früheren Trend zurückzu-

... wie frühere Krisen zeigen

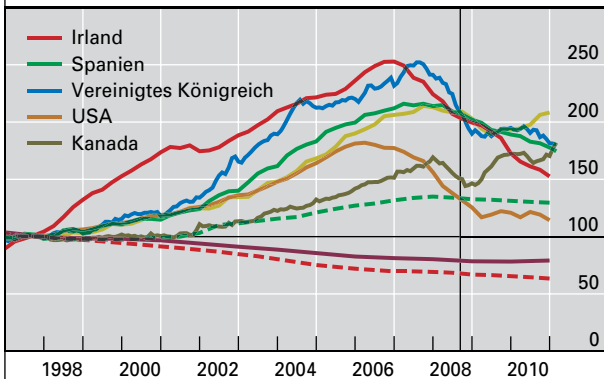
<sup>1</sup> Beispielsweise zeigen OECD-Daten, dass in den USA der Anteil der länger als 1 Jahr arbeitslos Gemeldeten an allen gemeldeten Arbeitslosen von 10,0% im Jahr 2006 auf 16,3% im Jahr 2009 gestiegen ist.

<sup>2</sup> Siehe P. Gerlach, „The global output gap: measurement issues and regional disparities“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2011, S. 29–37.

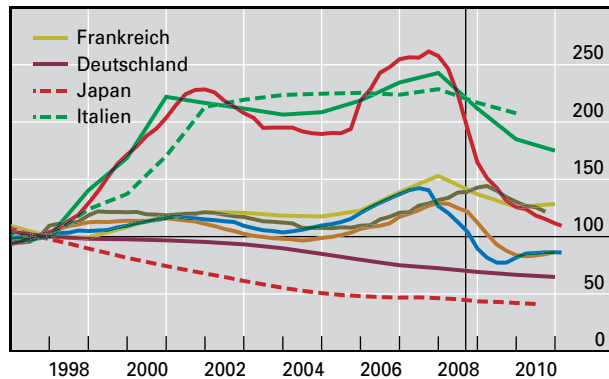
## Reale Preise für Wohn- und Gewerbeimmobilien<sup>1</sup>

Durchschnitt 1997 = 100

### Wohnimmobilien



### Gewerbeimmobilien



Vertikale Linie: 15. September 2008 = Datum des Insolvenzantrags von Lehman Brothers.

<sup>1</sup> Mit Verbraucherpreisen deflationiert.

Quellen: Diverse Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik II.2

kehren.<sup>3</sup> Anders ausgedrückt: Die während der Krise eingebüßte Wirtschaftsleistung wird womöglich nie wieder aufgeholt werden.

Boom bei den  
Wohnimmobilien-  
preisen ...

Die Probleme, welche die fortgeschrittenen Volkswirtschaften derzeit belasten, haben ihren Ursprung im Boom, welcher der Krise voranging. In vielen Ländern waren die Wohnimmobilienpreise in den Jahren vor der Krise gestiegen (Grafik II.2). Die Länder mit den größten Preissteigerungen waren in vielen Fällen auch diejenigen, die später am meisten litten. Beispiele sind Irland, Spanien und das Vereinigte Königreich. Es gab aber auch Ausnahmen: In Frankreich waren die Wohnimmobilienpreise fast ebenso kräftig gestiegen wie in Spanien. Dennoch blieb es verschont von vielen Problemen im Finanzsektor, mit denen sich andere Länder konfrontiert sahen. In Deutschland und Japan hingegen waren die Wohnimmobilienpreise insgesamt überhaupt nicht gestiegen; trotzdem gehörten sie zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die (wenn auch nur für kurze Zeit) einen der stärksten Wachstumsrückgänge verzeichneten.<sup>4</sup>

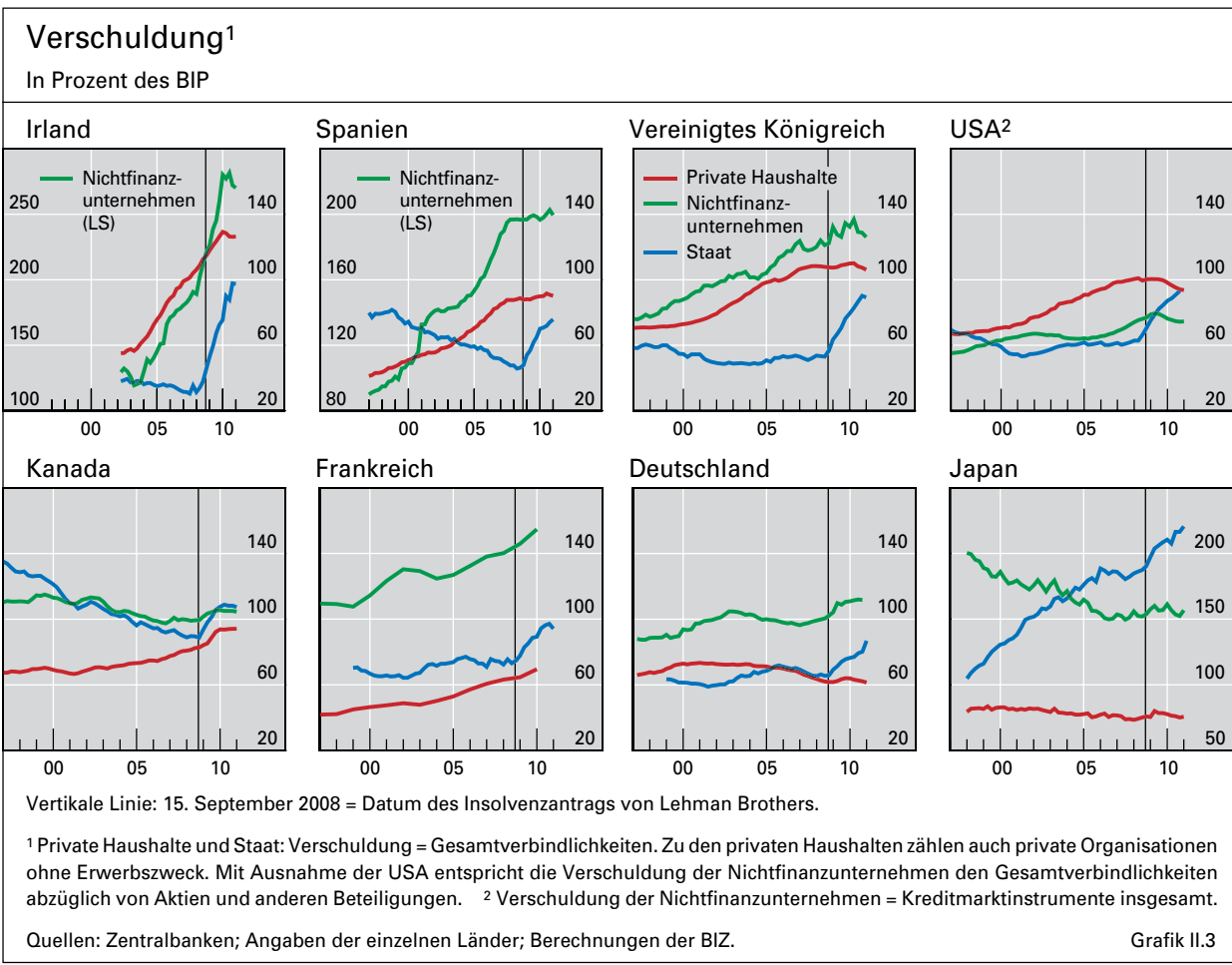
... begünstigt durch  
Schuldenaufbau im  
Privatsektor

Der rasante Anstieg der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen trieb die Immobilienpreise in die Höhe.<sup>5</sup> In allen Ländern, in denen es zu einem Immobilienboom kam, stieg der Anteil der Verschuldung der privaten Haushalte am BIP weit über seinen langfristigen Trend (Grafik II.3). Auch die Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen nahm zu – die USA bilden hier allerdings eine bemerkenswerte Ausnahme. Wie die linke Skala in der Grafik verdeutlicht, stieg der Verschuldungsgrad der Nichtfinanzunternehmen besonders kräftig in Irland und Spanien. In der Hauptsache wurden über diese

<sup>3</sup> Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, August 2010.

<sup>4</sup> Der Hauptgrund für den Wirtschaftseinbruch in diesen beiden Ländern war der Rückgang des internationalen Handels, nicht etwa binnenwirtschaftliche Probleme.

<sup>5</sup> Siehe BIZ, *80. Jahresbericht*, Juni 2010, S. 11–13.



Schulden Immobilien finanziert. Gemessen am Marktwert der schuldenfinanzierten Immobilienportfolios wirkte die Zunahme der Verschuldung jedoch relativ gering. In Spanien stiegen die Schulden der Immobilienunternehmen im Verhältnis zu ihrer Bilanzsumme von 50% im Jahr 2000 auf 63% im Jahr 2007.

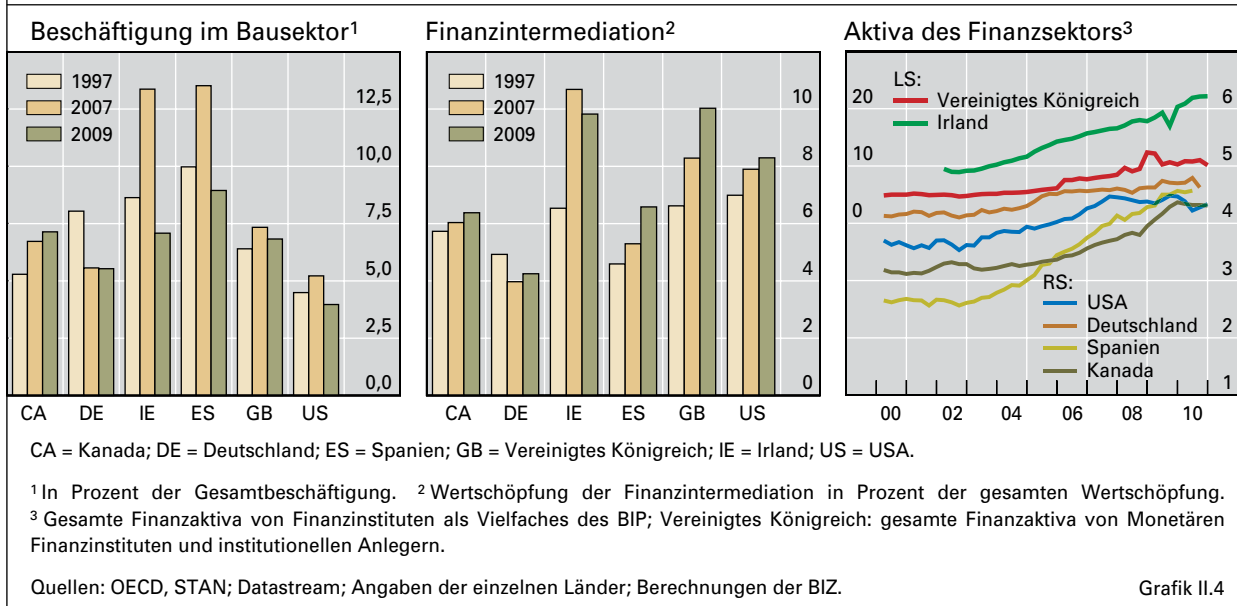
Der Immobilien- und Kreditboom veränderte die Branchenzusammensetzung des BIP. So nahm der Anteil des Bausektors in allen Volkswirtschaften zu, in denen die Wohnimmobilienpreise stiegen. Im Jahr 2007 waren in Spanien 13% aller Arbeitskräfte im Bausektor beschäftigt; zehn Jahre zuvor waren es noch 10% gewesen (Grafik II.4 links). In Irland fiel der Anstieg sogar noch stärker aus: von 8½% auf 13%. Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn der Anteil des Bausektors an der gesamten Wertschöpfung betrachtet wird.<sup>6</sup> Auch in Kanada, dem Vereinigten Königreich und den USA nahm der Anteil des Bausektors an der Beschäftigung und am BIP zu – allerdings in deutlich geringerem Ausmaß als in Irland und Spanien.

Mit den steigenden Immobilienpreisen kam es zu einer kräftigen Expansion der Immobilienfinanzierung. Diese war eine Ursache für das rapide Wachstum des Finanzsektors vor der Krise, wobei der irische Finanzsektor – gemäß nahezu allen Messgrößen – am stärksten wuchs. Die Bilanzsumme der irischen

Wachstum des Finanzsektors angetrieben durch starke Nachfrage nach Immobilienfinanzierung

<sup>6</sup> Von 1997 bis 2007 stieg der Anteil des Bausektors am BIP in Spanien von 6½% auf 10% und in Irland von 5% auf 8%.

## Boomphasen im Bau- und im Finanzsektor



Finanzinstitute stieg vom Zehnfachen des BIP im Jahr 2002, einem bereits hohen Niveau, auf mehr als das Zwanzigfache des BIP unmittelbar vor der Krise (Grafik II.4 rechts). Der Anteil der Finanzintermediation an der gesamten irischen Wertschöpfung erhöhte sich von rund 6% im Jahr 1997 auf mehr als 10% im Jahr 2007 (Grafik II.4 Mitte). Zwar trugen ausländische Finanzinstitute mit Sitz in Dublin, aber ohne nennenswerten Bezug zur irischen Wirtschaft zu diesem Anstieg bei, doch auch die Bilanzen der inländischen Banken blähten sich stark auf. In Spanien, das im Gegensatz zu Irland kein Offshore-Finanzzentrum ist, weiteten sich die Bilanzen inländischer Banken ebenfalls rasch aus. Das Verhältnis der Bilanzsumme zum BIP stieg dort von stabilen 2,6 im Zeitraum 2000–03 auf mehr als 4 unmittelbar vor der Finanzkrise.

Der Wachstumsschub, der aus dem Kredit- und Immobilienboom resultierte, sowie die Expansion des Bau- und des Finanzsektors waren letztlich nicht tragfähig. Dies wurde deutlich, als die Wohnimmobilienpreise in den USA 2006 zunächst stagnierten und dann nachgaben. Als Erstes fielen diejenigen Kreditnehmer aus, deren Kreditwürdigkeit ausschließlich mit dem erwarteten Wertanstieg ihrer Wohnimmobilien begründet war. Mit dem weiteren Verfall der Wohnimmobilienpreise weiteten sich die Verluste vom Subprime- auf den Prime-Hypothekensektor aus. Außerhalb der USA erreichten die Preise für Wohnimmobilien ihren Höhepunkt etwas später, womit sich auch der Abschreibungsbedarf bei Hypothekenkrediten in diesen Ländern erst später erhöhte und generell unter dem US-Niveau blieb. Dennoch verzeichneten etwa Irland, Spanien und das Vereinigte Königreich einen starken Anstieg notleidender Kredite an Nichtfinanzunternehmen, insbesondere bei den Bauträgerdarlehen.

Die Finanzkrise und die anschließende Große Rezession führten zu einer abrupten Umkehr der Branchentrends. So schrumpfte der Bausektor noch schneller, als er vor der Krise gewachsen war – wahrscheinlich als Reaktion

Rückgang der Immobilienpreise offenbarte strukturelle Schwächen

Der Bausektor schrumpfte ...

auf den großen Bestand nicht verkaufter Immobilien. Regional betrachtet war der Einbruch im Wohnimmobiliensektor in Spanien und Irland von 2007 bis 2009 gegenüber früheren Baurezessionen in anderen Ländern überproportional stark. Der Anteil des deutschen Bausektors an der deutschen Gesamtbeschäftigung beispielsweise sank von 8,5% im Jahr 1995, dem Gipfel des Wiedervereinigungsbooms, auf 5,5% im Jahr 2006 – eine Veränderung von 3 Prozentpunkten in rund zehn Jahren. In Spanien und Irland ging der Anteil in gerade einmal drei Jahren um 4 bzw. 6 Prozentpunkte zurück.<sup>7</sup>

Allein der Finanzsektor zeigte keine Anzeichen einer Schrumpfung. Sein Anteil an der Wertschöpfung ging in Irland leicht zurück, vergrößerte sich aber in Spanien und den USA. Das Verhältnis der Aktiva des Finanzsektors zum BIP nahm fast überall weiter zu, zum Teil aufgrund der beispiellosen Stützungsmaßnahmen der öffentlichen Hand.

... der Finanzsektor jedoch nicht

Die Staatshaushalte verschlechterten sich während der Krise drastisch und haben sich noch nicht wesentlich erholt. Die massiven Ausgaben der Regierungen zur Rettung des Finanzsystems waren dabei nur ein Grund für den starken Anstieg der Defizite. Zusammen mit rückläufigen Steuereinnahmen und höheren Gesamtausgaben infolge der Rezession führten sie zu Haushaltsdefiziten in einer Größenordnung, wie sie in Friedenszeiten noch nie beobachtet worden waren. Ein weiterer Grund für den schlechten Zustand der öffentlichen Finanzen lag darin, dass in den Boomjahren das potenzielle bzw. tragfähige Wachstum überschätzt wurde. Der kreditfinanzierte Immobilienboom trieb die Staatseinnahmen nach oben, doch in der Krise blieben diese Mehreinnahmen aus. Einige Länder nutzten die gestiegenen Einnahmen, um ihre Schuldenquote zu verringern (Grafik II.3), teilweise wurden die Mehreinnahmen jedoch durch höhere Ausgaben absorbiert.

Massive Verschlechterung der Staatshaushalte aufgrund steigender Ausgaben

## Sektorale Ungleichgewichte

Das Wachstum in den Jahren vor der Finanzkrise war sehr unausgewogen, mit einem deutlichen Schwerpunkt auf den zunehmend aufgeblähten Bau- und Finanzsektoren. Ihre lang anhaltende und rapide Expansion hat vermutlich das Wachstum in der übrigen Volkswirtschaft beeinträchtigt. Im Prinzip kann ein expandierender Finanzsektor das gesamtwirtschaftliche Wachstum natürlich stimulieren, da er für die Allokation von Kapital innerhalb der Volkswirtschaft zuständig ist. Doch wie jeder andere expandierende Sektor ziehen auch der Bau- und der Finanzsektor ab einem gewissen Punkt Ressourcen von der übrigen Wirtschaft ab. Die Expansion des kapitalintensiven Bausektors erschwert es anderen Sektoren, Kapital anzuziehen. Und ein kräftig expandierender Finanzsektor dürfte es anderen wissensintensiven Sektoren erschweren, hochqualifizierte Arbeitskräfte anzuwerben.<sup>8</sup>

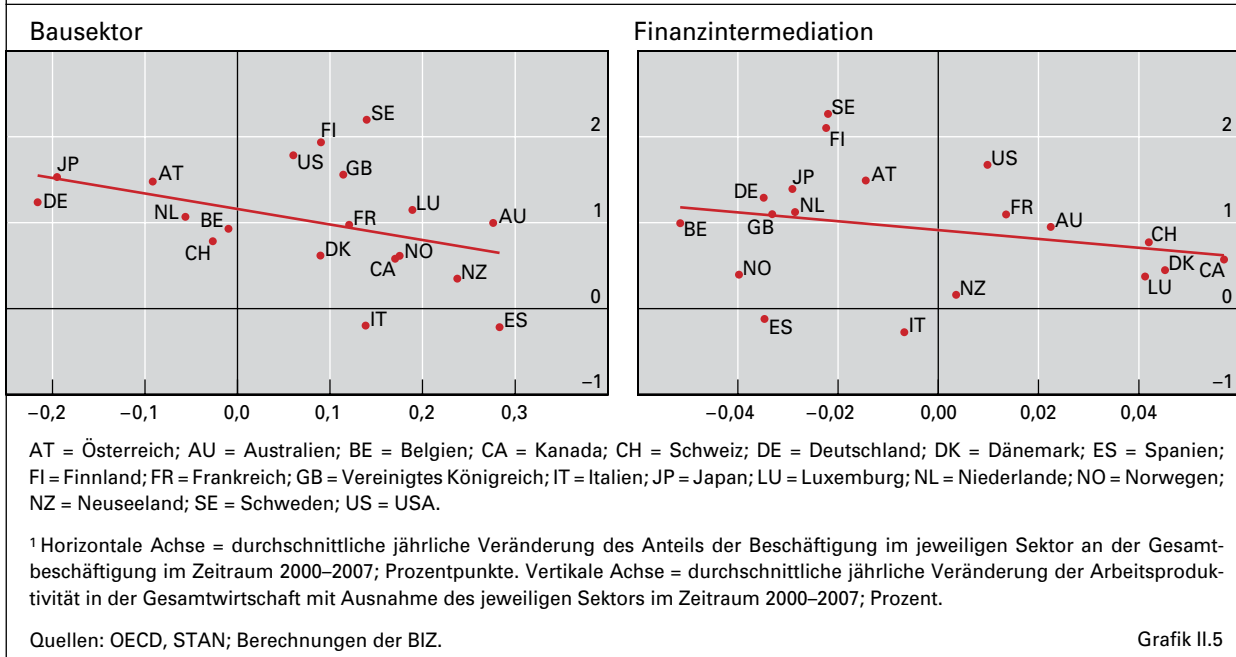
Unausgewogenes Wachstum

Länderübergreifende Querschnittsanalysen zeigen tatsächlich, dass der Boom im Bau- und im Finanzsektor mit einem geringeren Produktivitätswachs-

<sup>7</sup> Für eine ausführlichere Erörterung früherer Baubooms s. BIZ, *76. Jahresbericht*, Juni 2006, S. 29–32.

<sup>8</sup> Siehe T. Philippon und A. Reshef, „Wages and human capital in the US financial industry: 1909–2006“, *NBER Working Papers*, Nr. 14644, Januar 2009.

## Produktivitätswachstum und Ungleichgewichte zwischen Wirtschaftssektoren<sup>1</sup>



tum in anderen Sektoren einherging (Grafik II.5). Das eindrücklichste Beispiel ist Spanien. Dort stieg der Beschäftigungsanteil des Bausektors (horizontale Achse im linken Feld) von 2000 bis 2007 im Durchschnitt um 0,3 Prozentpunkte jährlich. Außerhalb des Bausektors (vertikale Achse) jedoch verzeichnete die spanische Wirtschaft nahezu keinen Produktivitätszuwachs. Dieser Effekt zeigt sich auch für den Finanzsektor (Grafik II.5 rechts), allerdings in geringerem Ausmaß.<sup>9</sup> Eine genauere ökonometrische Analyse deutet jedoch darauf hin, dass der Effekt im Fall des Finanzsektors sogar stärker war als für den Bausektor (s. Kasten).

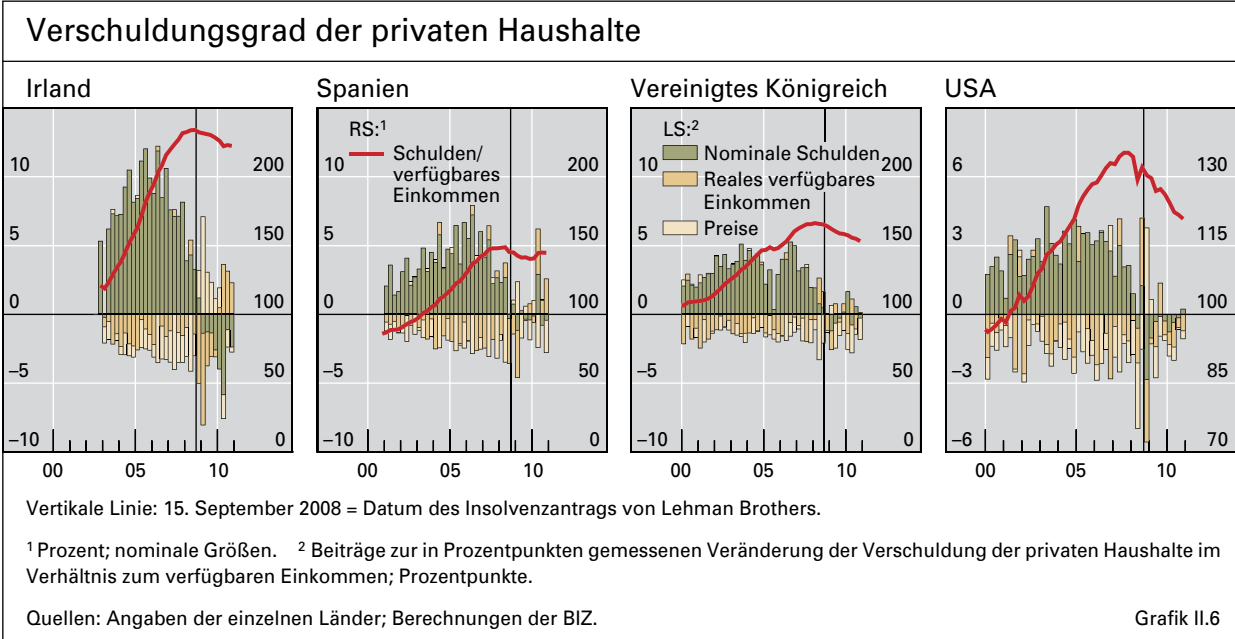
Andere Sektoren werden den Bau- und den Finanzsektor als Wachstumsmotoren ablösen müssen. Welche Sektoren dies sein werden, ist schwierig zu sagen, da vergangene Entwicklungen nicht unbedingt auf die Zukunft schließen lassen. Durch die wahrscheinliche (relative oder absolute) Stagnation des Bau- und des Finanzsektors würden jedenfalls Ressourcen frei werden, die in anderen Sektoren eingesetzt werden könnten – sofern nicht der Staat diese Umverteilung verhindert, sei es durch Subventionen oder sonstige Maßnahmen, die den Status quo bewahren.

### Schuldenabbau im Privatsektor

Der Schuldenabbau ...

Bei der Vergabe vieler Darlehen, die während des Immobilienbooms – insbesondere in seiner Endphase – gewährt wurden, spielte die implizite oder explizite Annahme eine Rolle, dass die Immobilienpreise weiter steigen würden.

<sup>9</sup> Dass der Effekt für den Finanzsektor weniger ausgeprägt ist, könnte mit den erwähnten positiven Auswirkungen eines expandierenden Finanzsektors zusammenhängen.



Diese Annahme erwies sich als falsch. Sowohl Kreditgeber als auch Kreditnehmer haben daher verständlicherweise reagiert und ihr Kreditvergabe- bzw. Kreditaufnahmeverhalten den neuen Verhältnissen angepasst.

Die privaten Haushalte in Irland, Spanien, dem Vereinigten Königreich und den USA haben damit begonnen, ihren Verschuldungsgrad zu reduzieren (Grafik II.6), wengleich in unterschiedlichem Ausmaß. In den USA und im Vereinigten Königreich ist dieser Prozess am weitesten vorangeschritten: Dort ist die Verschuldung der privaten Haushalte um ungefähr 15 Prozentpunkte gesunken, auf 120% bzw. 150% des verfügbaren Einkommens. Die spanischen Haushalte haben ihren Verschuldungsgrad von 2008 bis Anfang 2010 um

... hat begonnen ...

### Die Folgen von Branchenungleichgewichten für das Wachstum: das Beispiel der verarbeitenden Industrie

Die ökonomische Fachliteratur kommt allgemein zu dem Schluss, dass ein größerer Finanzsektor mit einem höheren BIP-Wachstum einhergeht. Tatsächlich sollten Branchen mit Finanzierungsschwierigkeiten von einem größeren Finanzsektor profitieren. Die jüngsten Erfahrungen legen jedoch eine etwas differenziertere Betrachtungsweise nahe. Ein rapider Anstieg der Kreditvergabe und der Vermögenspreise kann die Rentabilität des Finanzsektors bis zu einem Punkt treiben, ab dem er Ressourcen von anderen Sektoren abzieht. Eine Vermutung ist, dass davon vor allem diejenigen Sektoren betroffen sind, die ebenso wie der Finanzsektor auf hochqualifizierte Arbeitskräfte angewiesen sind. Um diese These zu überprüfen, wird als Näherungsgröße für die Nachfrage nach hochqualifizierten Arbeitskräften das Engagement verschiedener Branchen der verarbeitenden Industrie im Bereich der Forschung und Entwicklung (F&E) herangezogen. Anschließend wird untersucht, ob sich ein schnell wachsender Finanzsektor stärker auf das Wachstum der Branchen mit hoher F&E-Intensität auswirkt als auf das Wachstum der Branchen mit niedriger F&E-Intensität. Zum Vergleich wird dieselbe Untersuchung auch für einen schnell wachsenden Bausektor durchgeführt. Die negativen Koeffizienten in Tabelle II.A für das Wachstum der Wertschöpfung und der Beschäftigung im Finanz- bzw. Bausektor (erste und dritte bzw. fünfte und siebte Datenzeile) sprechen für den vermuteten Effekt, der überdies für den Finanzsektor stärker ausfällt als für den Bausektor.



## Branchenungleichgewichte, F&E-Intensität und Wachstum der verarbeitenden Industrie

Abhängige Variable: Wachstumsrate der realen Wertschöpfung

Interaktion der F&E-Intensität mit dem Wachstum bzw. dem Anteil des jeweiligen Sektors in Bezug auf Wertschöpfung und Beschäftigung <sup>1</sup>	F&E-Intensität <sup>2</sup>							
	Wertschöpfung				Verarbeitende Industrie			
	i)	ii)	iii)	iv)	v)	vi)	vii)	viii)
Finanzsektor: Wertschöpfung: <b>Wachstum</b> <sup>3</sup>	-3,73***				-2,36***			
Ursprünglicher Anteil an der Gesamtwirtschaft <sup>4</sup>	11,58				5,35			
Beschäftigung: <b>Wachstum</b> <sup>3</sup>		-7,12**				-5,58***		
Ursprünglicher Anteil an der Gesamtwirtschaft <sup>4</sup>		32,13				21,45**		
Bausektor: Wertschöpfung: <b>Wachstum</b> <sup>3</sup>			-5,36***				-2,40***	
Ursprünglicher Anteil an der Gesamtwirtschaft <sup>4</sup>			-9,14				-19,71	
Beschäftigung: <b>Wachstum</b> <sup>3</sup>				-5,33***				-2,27*
Ursprünglicher Anteil an der Gesamtwirtschaft <sup>4</sup>				12,6				11,45
<i>Nachrichtlich:</i> Anzahl der Beobachtungen	317	317	338	338	309	309	330	330
R <sup>2</sup>	0,36	0,325	0,355	0,325	0,339	0,325	0,331	0,302

Die Koeffizienten werden mit einer generalisierten Kleinstquadratmethode geschätzt, die auf einem länder- und branchenübergreifenden Panel basiert, das 18 OECD-Länder und 27 Branchen der verarbeitenden Industrie umfasst. Die abhängige Variable (Wachstumsrate der realen Wertschöpfung) wird für den Zeitraum von 2000 bis 2007 für jede Branche in jedem Land der Stichprobe berechnet. Die Schätzungen enthalten Länder- und Branchenvariablen sowie eine Kontrollvariable für die Ausgangssituation (Logarithmus des Verhältnisses der Wertschöpfung der jeweiligen Branche zur gesamten Wertschöpfung der verarbeitenden Industrie im Jahr 2000 für jede Branche in jedem Land der Stichprobe). \*\*\*/\*\*/\* drücken statistische Signifikanz auf dem Niveau 1%, 5% und 10% aus.

<sup>1</sup> Erklärende Variablen definiert als die Produkte der angegebenen Variablen. <sup>2</sup> Verhältnis der F&E-Ausgaben zur Wertschöpfung – Spalten i) bis iv) – und zu den gesamten F&E-Ausgaben der verarbeitenden Industrie – Spalten v) bis viii) – von 1980 bis 1989 für die entsprechende Branche in den USA, die hier als Maß für die Produktivitätsgrenze verwendet wird. <sup>3</sup> Berechnet für den Zeitraum von 2000 bis 2007. <sup>4</sup> Berechnet für das Jahr 2000.

Quelle: Berechnungen der BIZ, basierend auf STAN-Daten der OECD.

Tabelle II.A

insgesamt 8 Prozentpunkte verringert. Seither ist er jedoch wieder gestiegen. Der Verschuldungsgrad irischer Haushalte ist gegenüber seinem Rekordstand um 7 Prozentpunkte gefallen.

Die Erfahrung der Vergangenheit lässt erwarten, dass die privaten Haushalte ihren Verschuldungsgrad noch weiter senken werden. Auf nahezu alle systemweiten Banken Krisen, denen ein Anstieg der Kredite in Relation zum

... doch frühere Erfahrungen lassen vermuten, dass der Prozess noch nicht abgeschlossen ist

BIP vorausgegangen war, folgte ein deutlicher Kreditrückgang.<sup>10</sup> Das Ausmaß des Schuldenabbaus war zwar von Krise zu Krise verschieden, in der Regel jedoch beträchtlich. Im Durchschnitt gingen die privaten Kredite in Relation zum BIP innerhalb von fünf Jahren um 38 Prozentpunkte zurück. Der Schuldenabbau nach der Krise war damit in seinem Umfang nur geringfügig kleiner als der Schuldenaufbau vor der Krise – dieser hatte im Durchschnitt 44 Prozentpunkte betragen.

Der Verschuldungsgrad privater Haushalte und anderer Sektoren kann im Wesentlichen auf vier Arten verringert werden: i) Rückzahlungen, ii) Ausfälle, Abschreibungen oder Schuldenerlass, iii) höheres reales verfügbares Einkommen und iv) Inflation, die den realen Wert der Verschuldung senkt.<sup>11</sup> Anhand der verfügbaren Daten lässt sich der Rückgang der Verschuldung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen in drei dieser Komponenten aufschlüsseln (Grafik II.6): Rückzahlungen/Ausfälle (ohne weitere Unterscheidung<sup>12</sup>; „Nominale Schulden“ in der Grafik), reales Einkommenswachstum („Reales verfügbares Einkommen“) und Inflation („Preise“).<sup>13</sup> Die relative Gewichtung dieser Faktoren unterscheidet sich von Land zu Land. Die privaten Haushalte aller vier Länder in Grafik II.6 haben ihre nominale Verschuldung gesenkt – Irland führt das Feld an, gefolgt von den USA. Das reale verfügbare Einkommen erwies sich in der Krise als vergleichsweise resistent und nahm auch dann noch zu, als das BIP zurückging, sodass der Verschuldungsgrad sank. In Irland und in geringerem Maße in den USA wurde der schulden-senkende Effekt, der von Rückzahlungen/Ausfällen und dem Wachstum des realen verfügbaren Einkommens ausging, zumindest teilweise durch einen Rückgang der Verbraucherpreise unmittelbar nach der Krise ausgeglichen, wodurch sich der reale Wert der Schulden erhöhte.

Möglichkeiten des  
Schuldenabbaus

Die Determinanten des Schuldenabbaus haben sich im Laufe der Zeit verändert. Die Krise in Irland und Spanien erwies sich als struktureller, als es zunächst schien, und das verfügbare Einkommen ist in beiden Ländern seit 2010 rückläufig, was sich in einem höheren Verschuldungsgrad niedergeschlagen hat.

Bei der Analyse des Verschuldungsproblems ist es zweckmäßig, zu untersuchen, wie sich ein unverändert hoher Verschuldungsgrad auf das Wachstum auswirkt. Private Haushalte (und Unternehmen) sind durch eine hohe Verschuldung anfälliger, selbst gegenüber kleinen Schocks. In einer kürzlich

Hochverschuldete  
private Haushalte  
anfällig gegenüber  
Schocks

<sup>10</sup> Siehe G. Tang und C. Upper, „Debt reduction after crises“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2010, S. 25–38. Ihre Ergebnisse beruhen auf einer Stichprobe von 20 systemweiten Bankenkrisen, denen ein Anstieg der Kredite an den nicht finanziellen Privatsektor in Relation zum BIP vorausgegangen war. Mit drei Ausnahmen (Argentinien 1995, Paraguay 1995 und Korea 1997) folgte auf alle untersuchten Krisen eine Phase deutlichen Schuldenrückgangs.

<sup>11</sup> Unter der Annahme, dass Kreditverträge auf der Grundlage nominaler Werte geschlossen werden, wie es in den hier betrachteten Volkswirtschaften üblicherweise der Fall ist.

<sup>12</sup> Die Trennung der beiden Faktoren ist schwierig. Durch Abschreibungen wird die Höhe der ausstehenden Schulden nicht eins zu eins gesenkt, da der Kauf verpfändeter Häuser u.U. über neue Schulden finanziert wird. Siehe M. Brown, A. Haughwout, D. Lee und W. van der Klaauw, „The financial crisis at the kitchen table: trends in household debt and credit“, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, Nr. 480, Dezember 2010.

<sup>13</sup> Einzelheiten zur Aufgliederung s. Tang und Upper, op. cit.

durchgeführten Umfrage gab mehr als ein Fünftel der US-Haushalte mit Hypothekenschulden an, dass ihre Hypothek höher sei als der Wert ihres Hauses.<sup>14</sup> Dieser Anteil war noch höher bei jungen Menschen und bei Personen, die in Bundesstaaten mit einem besonders starken Anstieg der Wohnimmobilienpreise wohnen – genau jenen Gruppen also, bei denen es in der Großen Rezession auch mit höherer Wahrscheinlichkeit zu Arbeitsplatzverlusten oder sonstigen Einkommenseinbußen gekommen war. In einigen europäischen Volkswirtschaften ist der überwiegende Teil der Hypotheken an die kurzfristigen Geldmarktsätze gebunden. Diese sind derzeit sehr niedrig, werden jedoch irgendwann steigen, die Schuldenlast der Haushalte vergrößern und bei anhaltend hohen Schuldenquoten ihre Verwundbarkeit weiter erhöhen.

Wie Schulden abbauen?

Es besteht nun folgendes Risiko: Um die Anfälligkeit der privaten Haushalte gegenüber Schocks zu verringern, müssen die Schulden rapide abgebaut werden; das kann jedoch einen Einbruch des privaten Verbrauchs auslösen. Die Politik kann dieses Risiko nicht vollständig beseitigen. Sie kann jedoch das Wachstum in anderen Wirtschaftsbereichen fördern, die dann den Bausektor und den privaten Verbrauch als Wachstumsmotoren ablösen könnten.

Es gibt auch Möglichkeiten des Schuldenabbaus, die wenig effektiv sein dürften. Zu diesen gehört das Phänomen der Überraschungsinflation. Natürlich würde ein unerwarteter plötzlicher Anstieg der Inflation den realen Wert der Schulden verringern und so Vermögen von Kreditgebern (und letztlich Sparern) zu Kreditnehmern umverteilen. Weil Überraschungsinflation bei nicht inflationsindexierten Arbeitsverträgen aber in der Regel mit niedrigeren realen Einkommen einhergeht, würde dies die dämpfende Wirkung auf den realen Wert der Schulden aufheben. Wird die Inflation antizipiert, kommt es überdies zu keiner Umverteilung des Vermögens. In diesem Fall treibt der Inflationsanstieg tendenziell die nominalen Zinsen in die Höhe und damit auch die Kosten für die Kreditnehmer. Dies käme einer erzwungenen Beschleunigung der Kreditrückzahlung gleich. Unabhängig davon, ob Inflation erwartet oder unerwartet entsteht, verursacht sie beträchtliche langfristige Kosten, indem sie die Glaubwürdigkeit der Zentralbank untergräbt.<sup>15</sup>

## Öffentliche Verschuldung und Haushaltskonsolidierung

Rasanter Anstieg der öffentlichen Verschuldung seit Beginn der Krise ...

Die öffentliche Verschuldung schnellte nach dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 in die Höhe (Tabelle II.1) – insbesondere in den Ländern, in denen es zu einem Immobilienboom gekommen war. Die Verschlechterung der Haushaltslage resultierte sowohl aus geringeren Steuereinnahmen als auch aus höheren Ausgaben.

Es gibt offensichtliche Gründe, weshalb Defizite während einer Rezession steigen: Automatische Stabilisatoren stützen den Konsum und waren ein Grund

<sup>14</sup> R. Chakrabarti, D. Lee, W. van der Klaauw und B. Zafar, „Household debt and saving during the 2007 recession“, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, Nr. 482, Januar 2011.

<sup>15</sup> Die wahrscheinlichste Ursache für Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist jedenfalls kurzfristig der Kostendruck, ausgelöst durch die steigenden Rohstoffpreise. Dadurch wird die Ausgabefähigkeit der privaten Haushalte und der Unternehmen unmittelbar vermindert, sodass die Schulden noch schwerer lasten.

Staatsverschuldung <sup>1</sup>					
In Prozent des BIP					
	2002	2007	2010	2011	2012
USA	56,8	62,0	93,6	101,1	107,0
Euro-Raum	75,2	71,6	92,7	95,6	96,5
Deutschland	62,2	65,3	87,0	87,3	86,9
Frankreich	67,3	72,3	94,1	97,3	100,0
Italien	119,4	112,8	126,8	129,0	128,4
Spanien	60,3	42,1	66,1	73,6	74,8
Niederlande	60,3	51,5	71,4	74,3	75,2
Belgien	108,4	88,1	100,7	100,7	100,4
Griechenland	117,6	112,9	147,3	157,1	159,3
Portugal	65,0	75,4	103,1	110,8	115,8
Irland	35,2	28,8	102,4	120,4	125,6
Japan	152,3	167,0	199,7	212,7	218,7
Vereinigtes Königreich	40,8	47,2	82,4	88,5	93,3
OECD insgesamt	71,6	73,1	97,6	102,4	105,4

<sup>1</sup> Bruttoverschuldung des Gesamtstaates; 2011 und 2012: Prognosen.  
Quelle: OECD, *Economic Outlook*, Vol. 2011/1.

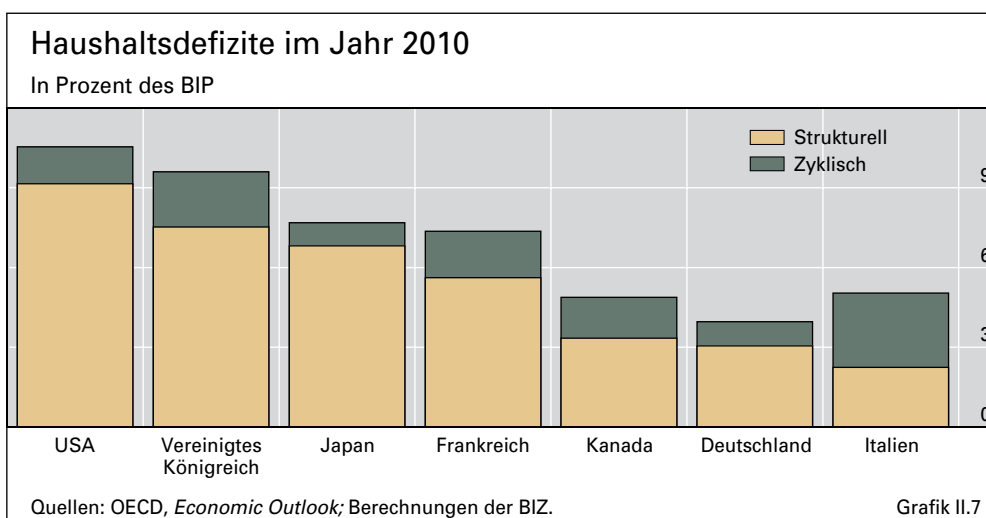
Tabelle II.1

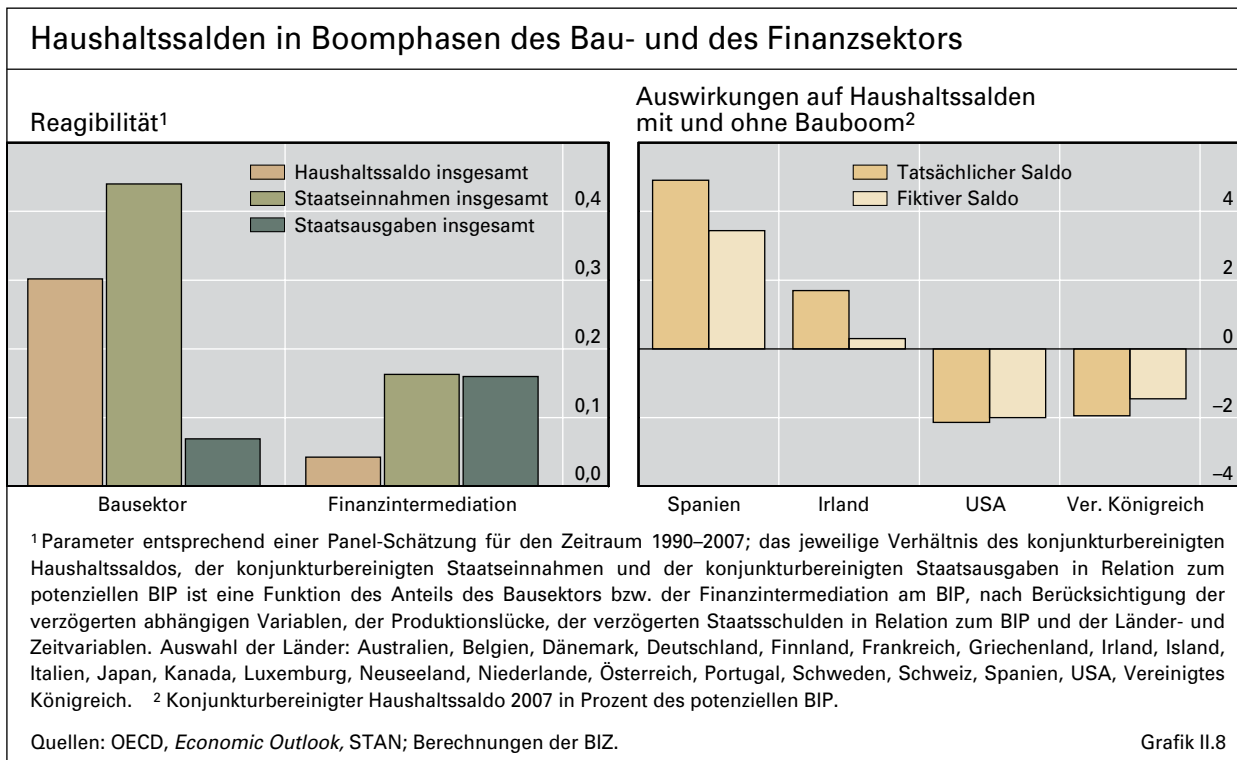
dafür, dass die Große Rezession nicht zu einer neuen Großen Depression wurde. Das Problem ist, dass sich seit Beginn der Erholung vor zwei Jahren kein Rückgang der Defizite abzeichnet und der Schuldenstand weiterhin kräftig steigt. Die gegenwärtigen Haushaltsdefizite sind weitgehend struktureller Art (Grafik II.7), was darauf hindeutet, dass Regierungen noch mehr tun müssen, um ihre Haushalte zu konsolidieren. Darüber hinaus dürfte die zyklische Komponente der Defizite überschätzt worden sein, da – wie oben argumentiert – die Maße für das Potenzialwachstum nach oben verzerrt sind.

... als automatische Stabilisatoren die Defizite steigen ließen

Diese hohen strukturellen Defizite und die rasante Zunahme des Schuldenstandes stehen im Gegensatz zu den Überschüssen bzw. rückläufigen Defiziten in der Zeit vor der Krise. Einige Länder nutzten die guten Jahre durchaus zum Abbau ihrer Staatsverschuldung. So ging die Verschuldung in Kanada, Irland, Spanien und dem Vereinigten Königreich von 2000 bis 2007 deutlich

Abbau der Staatsverschuldung vor der Krise nicht nachhaltig ...





... da stark vom Immobilien- und vom Finanzsektor abhängig

Hohe Sensitivität der Steuereinnahmen gegenüber dem aufgeblähten Bausektor ...

zurück und blieb in Frankreich und den USA weitgehend stabil. Dieser günstige Trend überlagerte jedoch Schwächen – insbesondere die Abhängigkeit der scheinbar soliden Haushalte von einigen wenigen dynamischen Sektoren wie der Bau- und der Finanzbranche. Suárez (2010) beispielsweise schätzt, dass der Bau- und der Immobiliensektor in Spanien auf dem Höhepunkt des Booms die Staatseinnahmen um 2,9% des BIP aufgebläht haben könnten.<sup>16</sup>

Die Ansicht, dass die Haushaltssituation stark von der Entwicklung in bestimmten Branchen abhängig sein kann, wird durch eine systematischere Analyse bestätigt. Unter Berücksichtigung der üblichen Determinanten der Haushaltssituation zeigt sich: Die Staatseinnahmen und die Lage der öffentlichen Haushalte verbessern sich in der Tat deutlich, wenn der Bausektor expandiert (Grafik II.8 links). Nimmt der Anteil des Bausektors an der Wertschöpfung um 1 Prozentpunkt zu, so verbessert sich der konjunkturbereinigte Haushaltssaldo um schätzungsweise 0,3 Prozentpunkte des Produktionspotenzials. Verändert sich dagegen die relative Größe des Finanzsektors, hat das keine Auswirkungen auf die Nettohaushaltsposition. Der spezifische Effekt von Baubooms besteht somit in einer Erhöhung der Staatseinnahmen – wobei diese Mehreinnahmen wahrscheinlich auf eine Kombination verschiedener Faktoren zurückzuführen sind. So können die Einmaleffekte im Zusammenhang mit Baubooms zu höheren Einnahmen führen. Doch die Überschätzung des Produktionspotenzials kann ebenfalls zur Verbesserung des konjunkturbereinigten Haushaltssaldos beitragen.

Mit den entsprechenden Zahlen lässt sich nachvollziehen, wie die Fiskalpositionen ohne den Bauboom ausgesehen hätten (Grafik II.8 rechts). Im Falle

<sup>16</sup> J. Suárez, „The Spanish crisis: background and policy challenges“, *CEPR Discussion Papers*, Nr. 7909, Juli 2010.

von Irland beispielsweise zeigt sich, dass der Haushaltsüberschuss 2007 fast gänzlich auf den aufgeblähten Bausektor zurückzuführen war – ohne den Bauboom wäre der Haushalt in etwa ausgeglichen gewesen. In Spanien war 2007 ungefähr ein Drittel des Haushaltsüberschusses auf den Bausektor zurückzuführen. Das liegt etwas unter den Bottom-up-Schätzungen von Suárez, ist aber dennoch beträchtlich.<sup>17</sup>

Die große Relevanz des Bausektors für die Staatseinnahmen bedeutet, dass die Lücke zwischen Einnahmen und Ausgaben, die durch die Krise entstanden ist, sich wahrscheinlich auch dann nicht schließen wird, wenn die Wirtschaft sich weiter erholt. Daraus wiederum folgt, dass die Regierungen zusätzlich zu einem glaubwürdigen mittelfristigen Konsolidierungsplan auch auf kurze Sicht um strikte Maßnahmen zur Korrektur der öffentlichen Finanzen nicht herumkommen werden. Dabei verlangen unterschiedliche Umstände nach unterschiedlichen Strategien des Schuldenabbaus, wenn die kurzfristigen Folgen für das Wirtschaftswachstum minimiert werden sollen. Allerdings kann die Fiskalpolitik die Reallokation zwischen einzelnen Sektoren erheblich beeinflussen: Sie kann Subventionen für schrumpfende Branchen kürzen oder die Umschulung von Arbeitskräften fördern, was dazu beitragen sollte, das Wachstum zu erhöhen und die Arbeitslosigkeit zu senken. Insgesamt zeigt sich, dass es längerfristig notwendig ist, mehr als nur einen innerhalb des Konjunkturzyklus ausgeglichenen Haushalt anzupeilen. Neben einigen bekannten Herausforderungen wie dem demografischen Wandel lässt die obige Analyse den Schluss zu, dass sich der wahre Zustand des Staatshaushalts möglicherweise erst offenbart, wenn sektorale Ungleichgewichte die nur temporär aufgeblähten Einnahmen umkehren und zu einem Wirtschaftseinbruch führen.

... könnte künftige Herausforderung darstellen

Hinzu kommt, dass die Haushaltslage wesentliche Auswirkungen auf die Finanzstabilität hat, was die Tragweite fiskalpolitischer Entscheidungen noch erhöht. Bewertungsverluste bei Staatsanleihen beeinflussen direkt die Bonität der Institute, die solche Titel halten, und reduzieren das Volumen der Sicherheiten, gegen die sich diese Institute Geld leihen können. Griechenland scheint gerade diese Erfahrung zu machen. Dort haben Banken zunehmend Schwierigkeiten, sich finanzielle Mittel zu beschaffen, weil Investoren das Risiko einer Restrukturierung der Staatsschulden fest im Blick haben. Am offensichtlichsten jedoch ist – und das zeigt sich vor allem in Irland –, dass eine großangelegte Unterstützung von Problembanken durch die Regierung den Haushalt stark belastet – eine Belastung, die ein schwacher Haushalt nicht tragen kann.

## Zusammenfassung

Die Kernbotschaft dieses Kapitels ist, dass das Wachstum in den Boomjahren vor der Krise nicht tragfähig war und dass die in diesen Jahren entstandenen Ungleichgewichte das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch einige Zeit dämpfen könnten.

Nicht tragfähiges Wachstum vor der Krise

<sup>17</sup> Gemäß Schätzungen der BIZ beläuft sich der Effekt auf die Einnahmen auf rund 2,2% des BIP, gegenüber den von Suárez, op. cit., geschätzten 2,9%.

Veränderung  
der sektoralen  
Zusammensetzung  
der Wirtschaft  
notwendig

Der Immobilien- und der Finanzsektor werden künftig kaum mehr so starke Wachstumsmotoren wie vor dem Jahr 2007 sein. Viele Länder weisen eine große Zahl unverkaufter Immobilien auf, und es wird Jahre dauern, diesen Überhang zu absorbieren. Das Wachstum des Finanzsektors bis 2006/07 war zumindest teilweise eine Reaktion auf unzureichende Regulierung, und so scheint eine Wiederholung dieser Expansion in den kommenden Jahren unwahrscheinlich (Kapitel V). Daher muss sich die sektorale Wirtschaftsstruktur ändern, wenn neue Wachstumschancen genutzt werden sollen. Schrumpfende Sektoren zu stützen birgt das Risiko, dynamischere Sektoren zu verdrängen.

Solideres  
Bankensystem für  
einen zuverlässigen  
Zugang zu Krediten

Im Interesse einer soliden Kreditversorgung der künftigen Wachstumssektoren sollte die Politik auch das Bankensystem in Ordnung bringen. Das heißt, die Banken müssen über ausreichend Kapital verfügen, um Verluste verkraften und Vermögenswerte zweifelhafter Qualität abschreiben zu können. Das Beispiel von Japan Mitte der 1990er Jahre zeigt, dass nicht bilanzwirksam erfasste Verluste zu einer Fehlallokation der Ressourcen führen, Unsicherheit schaffen und so das Wirtschaftswachstum behindern. Wenn Banken nicht gezwungen werden, Kredite abzuschreiben (und ihren Kreditbestand zu verringern), haben sie Anreize, notleidende Kredite an Unternehmen kontinuierlich zu verlängern – auch wenn diese Unternehmen eigentlich in Konkurs gehen sollten.<sup>18</sup> Im Fall Japans trugen die Banken durch ihre Kreditpolitik zur Stagnation bei, denn sie verhinderten eine Restrukturierung und schränkten so die Gewinnmöglichkeiten für gesunde Unternehmen ein.<sup>19</sup> Die Kreditversorgung durch die japanischen Banken kam letztlich erst nach einer genauen Überprüfung der notleidenden Kreditportfolios von Banken im Jahr 1998 und einer zweiten Runde von Kapitalspritzen wieder in Gang.

Wachstum als  
Stütze für den  
Schuldenabbau

Die Wirtschaft mit Hilfe der oben beschriebenen Maßnahmen wieder auf einen Wachstumspfad zu lenken wird erheblich zum notwendigen Schuldenabbau im öffentlichen und im privaten Sektor beitragen. Doch auch wenn Wachstum ein entscheidender Faktor beim Schuldenabbau ist, kann es nicht der einzige sein. Die privaten Haushalte wenden bereits einen nennenswerten Teil ihres Einkommens für die Rückzahlung von Schulden auf.

Bedarf an  
Haushaltskonsoli-  
dierung ...

Die Staatsverschuldung hingegen steigt weiter. Große Haushaltsdefizite waren während der Krise und unmittelbar danach gerechtfertigt, als expansive fiskalpolitische Maßnahmen dazu beitrugen, das Schlimmste zu verhindern. Mit zunehmender Erholung werden große Haushaltsdefizite jedoch immer gefährlicher. Die Stimmung an den Märkten kann jederzeit umschlagen und die Regierungen zwingen, noch drastischere Maßnahmen zu ergreifen, als zu einem früheren Zeitpunkt notwendig gewesen wären.

Die Haushalte lassen sich nicht über Nacht konsolidieren, aber die Konsolidierung muss jetzt angegangen werden. Die jeweiligen Maßnahmen werden sich von Land zu Land unterscheiden, müssen jedoch, um glaubwürdig zu sein, bei den wesentlichen Schwächen des fiskalpolitischen Rahmens ansetzen.

<sup>18</sup> Siehe J. Peek und E. Rosengren, „Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan“, *American Economic Review*, Vol. 95, Nr. 4, September 2005, S. 1144–1166.

<sup>19</sup> Siehe R. Caballero, T. Hoshi und A. Kashyap, „Zombie lending and depressed restructuring in Japan“, *American Economic Review*, Vol. 98, Nr. 5, Dezember 2008, S. 1943–1977.

## Boom in den aufstrebenden Volkswirtschaften: Sind sie im Begriff, die gleichen Fehler zu begehen?

Prozent

	Wachstum des realen BIP	Inflation	Kreditwachstum	Kredite/BIP	Saldo des öffentlichen Gesamthaushalts/BIP <sup>1</sup>	Struktureller Saldo des öffentlichen Gesamthaushalts/potenzielles BIP <sup>1</sup>	Staatsverschuldung/BIP <sup>1</sup>	Preisanstieg bei Wohnimmobilien		
	2010			Durchschnitt 2006–10	2010				Durchschnitt 2006–10	
Brasilien	7,5	5,0	26,0	24,7	53,4	-2,9	-3,0	66,1	...	...
Indien	10,4	9,6 <sup>2</sup>	26,8	21,8	53,5	-9,4	-10,0	72,2	...	...
China	10,3	3,3	20,3	20,2	132,0	-2,6	-2,9	17,7	10,6	11,3
	2006			Durchschnitt 2002–06	2006				Durchschnitt 2002–06	
Irland	5,3	2,7	23,4	20,3	181,4	2,9	-4,2	24,8	13,6	10,7
Spanien	4,0	3,6	24,3	19,2	167,2	2,0	0,7	39,6	10,4	15,0
Vereinigtes Königreich	2,8	2,3	13,3	10,6	170,8	-2,6	-2,8	43,1	6,3	11,1
USA	2,7	3,2	9,6	8,3	58,9	-2,0	-2,0	61,1	7,1	8,1

<sup>1</sup> April 2011: Schätzung. <sup>2</sup> Großhandelspreise.

Quellen: IWF, *Fiscal Monitor*, *World Economic Outlook*; CEIC; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.2

Zu den Herausforderungen zählen, je nach Land, eine große künftige Belastung durch die alternde Bevölkerung,<sup>20</sup> nicht mehr finanzierbare Ansprüche auf Sozialleistungen und zu einseitig ausgerichtete Einnahmequellen, um nur drei Faktoren zu nennen. In vielen Fällen wird es dauern, bis die erforderlichen strukturellen Veränderungen zu einer Verringerung der Defizite führen. Es ist daher wichtig, jetzt mit ihrer Umsetzung zu beginnen. Ein vom Gesetzgeber verabschiedeter Zeitplan für die Umsetzung würde solche Reformen glaubwürdiger machen und Unsicherheit über mögliche Konsolidierungsmaßnahmen abbauen. Versprechen verlieren an Glaubwürdigkeit, wenn ihre Umsetzung nicht überwacht werden kann.

Doch die fiskalpolitischen Herausforderungen gehen über die unmittelbare Notwendigkeit hinaus, Defizite und Schuldenstand zu verringern. Weitergehende strukturelle Änderungen des Steuersystems sind notwendig, um ein Wiederaufflammen des Kreditbooms zu vermeiden, der letztlich zur Krise geführt hat. Das Steuersystem bietet immer noch verzerrte Anreize, die Verschuldung begünstigen, beispielsweise die Abzugsfähigkeit bestimmter Zinszahlungen. Da in Zukunft Steuern und staatliche Ausgaben einen immer größeren Anteil der Wirtschaftsleistung ausmachen werden, erlangen die

... und neuen Haushaltsstrategien

<sup>20</sup> Siehe BIZ, 80. Jahresbericht, Juni 2010, S. 73–75.



durch die Fiskalpolitik verursachten Verzerrungen immer größere Bedeutung. Daher können selbst einkommensneutrale Reformen von Vorteil sein, sofern sie die Verzerrungen verringern.

Die Krise hat wesentliche Schwachstellen in den fiskalpolitischen Rahmenbedingungen aufgezeigt, die angegangen werden müssen. Insbesondere wurde bei der Haushaltsplanung vor der Krise die Sensitivität der staatlichen Finanzen gegenüber Vermögenspreis- und Kreditbooms nicht berücksichtigt. Soll dieser Fehler in Zukunft vermieden werden, sind bessere Messgrößen für konjunkturbereinigte Defizite erforderlich, die nicht nur die Auswirkungen eines normalen Konjunkturzyklus herausfiltern, sondern auch diejenigen von Vermögenspreis- und Kreditbooms. Zudem werden Haushaltsregeln benötigt, die einen vorübergehenden Anstieg der Einnahmen auch als solchen behandeln und so einem überzogenen Optimismus in Bezug auf die Haushaltslage vorbeugen.

Darüber hinaus hat die enge Beziehung zwischen Haushalts- und Finanzstabilität während der Krise gezeigt, wie wichtig ein entsprechender haushaltspolitischer Spielraum für die Bewältigung künftiger Krisen ist, selbst für Krisen, die nicht vom Finanzsektor verursacht werden. So können die Regierungen beispielsweise auch im Fall von Naturkatastrophen rascher und entschiedener reagieren, wenn sie in der Lage sind, umfangreiche Ressourcen zu mobilisieren, ohne sich der Verschuldungsgrenze anzunähern.

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wächst die Wirtschaft zum gegenwärtigen Zeitpunkt rapide, die Immobilienmärkte boomen, und die Verschuldung des Privatsektors steigt. In Brasilien, China und Indien beispielsweise ist das Kreditvolumen von 2006 bis 2010 im Jahresdurchschnitt um über 20% gewachsen – also genauso stark wie oder sogar stärker als in Irland und Spanien (Tabelle II.2). Die aufstrebenden Volkswirtschaften blieben von den schlimmsten Folgen der jüngsten Krise verschont. Und wenn sie sich an der wohl wichtigsten Lehre aus der Krise orientieren – vorbeugen ist besser als heilen –, bleibt ihnen unter Umständen die Erfahrung einer eigenen Krise erspart.

Ähnliche  
Ungleichgewichte  
entstehen in  
aufstrebenden  
Volkswirtschaften