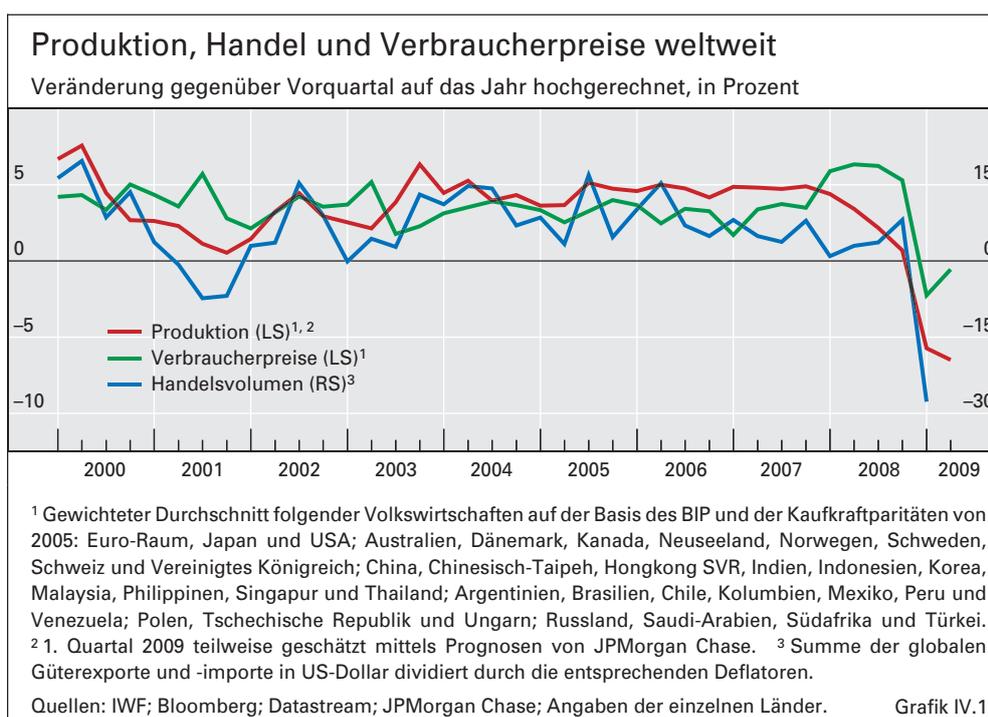


IV. Auswirkungen der Krise auf die Industrieländer

In der ersten Jahreshälfte 2008 setzte nach einer lang anhaltenden Aufschwungphase der Weltwirtschaft in mehreren Industrieländern ein Rückgang der Wirtschaftsleistung ein. Im zweiten Halbjahr verschärften sich die rezessiven Tendenzen deutlich und waren in immer mehr Ländern spürbar. Der daraus resultierende Rückgang des Welthandels, von dem besonders die exportorientierten Volkswirtschaften betroffen waren, vollzog sich rascher als je zuvor in den letzten 50 Jahren (Grafik IV.1). Da der Abschwung der Weltwirtschaft mit einem Handelseinbruch und einem gravierenden Schock im Finanzsystem zusammenfiel, wies er weltweit eine ungewöhnliche Synchronizität auf. Aufgrund der immer enger werdenden Abhängigkeiten zwischen Industrieproduktion, Exporten sowie Geschäfts- und Konsumklima der einzelnen Volkswirtschaften waren Produktion und Inflation weltweit deutlich rückläufig.

Die meisten führenden internationalen Prognostiker gehen für 2009 von einem Rückgang der globalen Produktion um 1–2% aus. Die USA, der Euro-Raum und Japan befinden sich in einer ausgeprägten Rezession, und in den aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich das Wachstum insgesamt abrupt verlangsamt. In den Consensus-Prognosen vom Mai wird allgemein erwartet, dass sich das Weltwirtschaftswachstum zwar erholen, aber auch 2010 noch deutlich hinter seinem Trend zurückbleiben wird. Infolgedessen dürfte die Inflationsrate 2009 im Vergleich zum Vorjahr in mehreren wichtigen Volkswirtschaften null betragen oder negativ sein. Das US-Leistungsbilanzdefizit hat sich in den letzten Monaten verringert, und entsprechend stark sind die Überschüsse



Deutschlands, Japans und einiger Länder im Nahen Osten gesunken. China und andere aufstrebende Volkswirtschaften Asiens weisen weiterhin hohe Leistungsbilanzüberschüsse auf.

Die kurzfristigen Aussichten sind äußerst ungewiss. Dies liegt u.a. an der Schwierigkeit, die komplexen Wechselwirkungen zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsystem sowie die Konsequenzen der seit 2008 ergriffenen außergewöhnlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu beurteilen. Die jüngsten Maßnahmen dürften die Nachfrage stützen, den Abwärtsdruck auf die Vermögenspreise und das Kreditgeschäft verringern und zu einer Erholung des Konsum- und Geschäftsklimas führen. Doch allein die Geschwindigkeit des derzeitigen Abschwungs löst möglicherweise überdurchschnittlich ausgeprägte Zweitrundeneffekte aus. Insbesondere könnten von der Sparneigung anhaltend negative Impulse auf die Weltwirtschaft ausgehen, sollte diese in den Industrieländern weiter zunehmen, was angesichts des großen Schuldenüberhangs und der drastischen Vermögenseinbußen der privaten Haushalte durchaus möglich wäre.

Vor der Krise

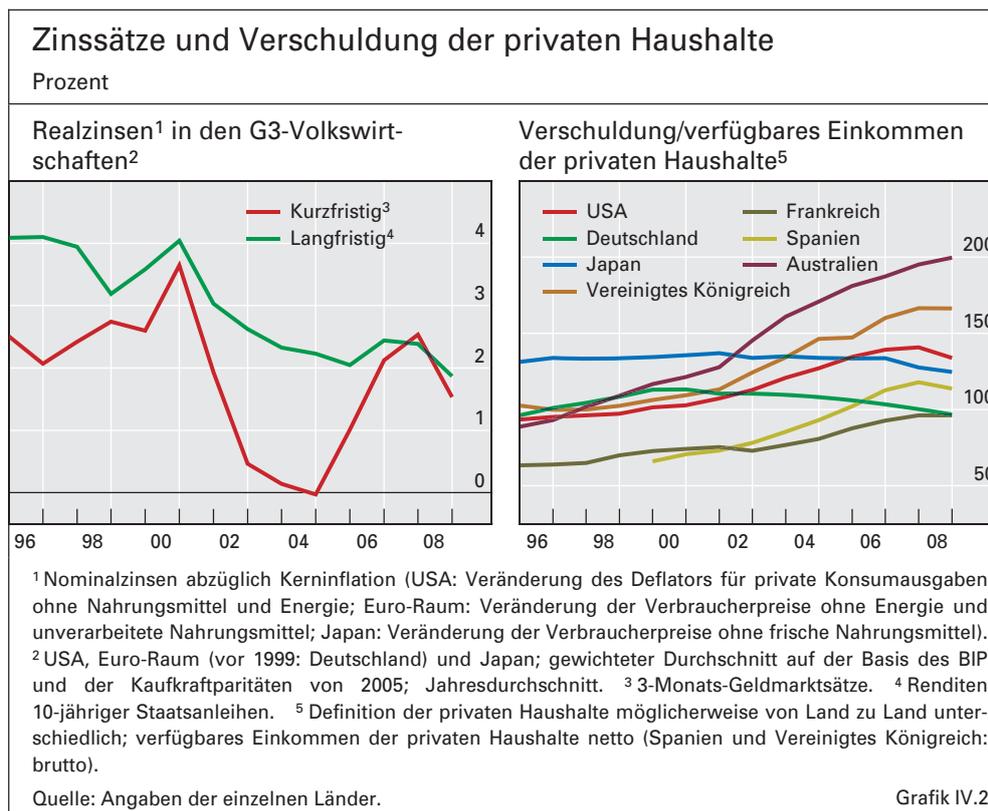
Der gegenwärtigen Krise ging eine erhebliche Veränderung der globalen Wirtschaftslage voraus. Ein wesentliches Element war der beträchtliche Anstieg der globalen Bruttoersparnis im Verhältnis zum BIP von rund 21½%

Weltweite „Ersparnis-schwerme“ vor der Krise ...

Ersparnisbildung und Investitionen weltweit								
In Prozent des BIP								
	Ersparnisbildung brutto				Investitionen brutto			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	21,4	20,0	19,9	18,8	21,6	20,6	21,0	20,4
USA	16,0	16,4	14,2	11,9	18,6	19,1	18,8	17,5
Japan	30,5	26,9	28,9	26,7	28,4	24,8	24,1	23,5
Deutschland	21,1	19,5	25,8	25,7	22,2	19,5	18,3	19,3
Vereinigtes Königreich	15,9	15,4	15,3	15,1	17,2	17,4	18,2	16,8
Sonstige ¹	21,4	22,5	22,5	21,9	20,1	21,2	23,5	23,2
Aufstrebende Volkswirtschaften	26,8	26,6	35,4	36,6	27,6	25,1	30,2	31,8
China	42,1	37,6	57,6	59,0	41,9	36,3	46,6	49,0
Sonstiges aufstrebendes Asien ²	31,7	27,6	32,8	32,1	32,5	24,2	28,9	30,1
Lateinamerika ³	17,0	18,0	22,8	22,3	19,2	20,6	22,2	22,8
Naher Osten ⁴	24,0	33,3	49,6	50,8	20,9	24,8	26,5	26,7
Sonstige ⁵	22,7	23,0	23,1	24,3	23,1	20,2	23,5	24,3
Insgesamt	22,5	21,4	24,3	24,2	22,8	21,5	23,6	23,9

Beträge für Ländergruppen sowie Gesamtbeträge berechnet als Summe der Ersparnisbildung bzw. der Investitionen in den aufgeführten Ländern, dividiert durch die Summe des BIP dieser Länder (jeweils in US-Dollar).
¹ Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz sowie Euro-Raum ohne Deutschland.
² Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ³ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁴ Iran, Jemen, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien. ⁵ Polen, Russland, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle IV.1



im Jahr 2001 auf fast 24½% im Jahr 2007. Hauptverantwortlich für diese Entwicklung war die relativ hohe Sparquote der aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen sich die Gesamtersparnisbildung von 2001 bis 2007 mehr als verdreifachte und die marginale Sparquote auf 43% anstieg. Die durchschnittliche Sparquote nahm in den meisten aufstrebenden Regionen zu, besonders deutlich aber in China und dem Nahen Osten (Tabelle IV.1). Außerdem ist die Investitionsquote in mehreren asiatischen Volkswirtschaften gegenüber dem Mitte der 1990er Jahre verzeichneten Niveau gesunken, was zu noch höheren Ersparnisüberschüssen geführt hat.

In den Industrieländern war die durchschnittliche Sparquote hingegen rückläufig, nicht zuletzt aufgrund einer drastischen Abnahme der Sparquote vor allem in den USA. In einigen Volkswirtschaften (z.B. Irland, Spanien, USA, Vereinigtes Königreich) verschob sich in der ersten Hälfte des laufenden Jahrzehnts die Zusammensetzung der Anlageinvestitionen merklich zugunsten des Wohnungsbaus.

Eine Konsequenz dieses Ausgabeverhaltens war die Konzentration des Konsumausgabewachstums auf einige wenige Länder: So trugen die USA von 2000 bis 2006 rund ein Drittel zum weltweiten Konsumzuwachs bei. Infolgedessen stieg das US-Leistungsbilanzdefizit von etwas über 3% des BIP Ende der 1990er Jahre auf einen Höchststand von 6% 2006. Umgekehrt gingen bei wichtigen Industriegüterexporteuren die Leistungsbilanzüberschüsse gemessen am BIP bis 2007 markant in die Höhe: in China auf mehr als 10% des BIP, in Deutschland auf fast 8% und in Japan auf rund 5%. Die Leistungsbilanzüberschüsse im Nahen Osten schnellten durch höhere Ölpreise nach oben.

... trägt zu regional stark unterschiedlichen Nachfragemustern bei ...

Die kräftige Zunahme der Ausgaben der privaten Haushalte in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der Zeit vor der Krise war auf mehrere miteinander verknüpfte Faktoren zurückzuführen. Erstens gingen die langfristigen Realzinsen deutlich zurück – nicht nur wegen der kräftigen Zunahme der globalen Sparquote, sondern auch aufgrund der niedrigeren Laufzeitprämien infolge der höheren Nachfrage von institutionellen Anlegern, insbesondere Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften, nach langfristigen Wertpapieren (Grafik IV.2).¹ Die expansive Wirkung dieser niedrigen Langfristzinsen wurde noch durch die lockere Geldpolitik in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften verstärkt, in denen die kurzfristigen Realzinsen von 2002 bis 2005 niedrig bzw. im negativen Bereich blieben.

... u.a. infolge des Rückgangs bei den langfristigen Zinsen

Während des Aufschwungs wurden die Kreditbedingungen in den USA am deutlichsten gelockert: Die langfristigen Realzinsen für 30-jährige festverzinsliche Hypotheken sanken von rund 5% zu Beginn dieses Jahrzehnts auf 1–3% im Jahr 2005, und auch die sonstigen Kreditauflagen – z.B. im Hinblick auf erforderliche Sicherheiten – wurden erheblich aufgeweicht (Kapitel III). Da sich das reale Wachstum der Kredite an private Haushalte von durchschnittlich 4% in den 1990er Jahren auf rund 7,5% in der Zeit von 2000 bis 2006 nahezu verdoppelte, häuften die privaten Haushalte gemessen an ihrem Einkommen beträchtliche Schulden an. Auch die britischen Privathaushalte nahmen in großem Umfang Kredite auf, da die an die kurzfristigen Zinsen gekoppelten Hypothekensätze ebenfalls deutlich zurückgingen. Die zunehmende Verschuldung machte viele private Haushalte ausgesprochen anfällig gegenüber Einkommens- und Vermögenspreiseinbußen.

Deutlicher Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte ...

Ein zweiter Faktor, der teilweise eine Folge des ersten Faktors war und ebenfalls zum Ausgabenboom beitrug, waren die in mehreren Ländern rasant steigenden Wohnimmobilienpreise. Diese führten nicht nur zu einer Verstärkung des spekulativen Erwerbs von Wohneigentum, sondern erleichterten auch eine erhöhte, mit Wohnimmobilien besicherte Kreditaufnahme. Von den frühen 2000er Jahren bis zum Höhepunkt des Zyklus der Preise für Wohneigentum stiegen die realen Wohnimmobilienpreise im Vereinigten Königreich und in Spanien um über 90% sowie in den USA (auf der Basis des Case-Shiller-Preisindex für Wohnimmobilien) um mehr als 60%. In etlichen Ländern lag der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. In den USA erreichte dieser Anteil 2005 einen Höchststand von 6,2%, und die Leerstandsquote von Eigenheimen stieg von 2001 bis 2006 sprunghaft um 50% auf über 2,5%. In Spanien und Irland lag der Wohnungsbau 2007 mit einem Anteil von 9% bzw. 12% am BIP deutlich über dem Trend, ebenso in Australien und Kanada.

... sowie der Wohnimmobilienpreise ...

... der Wohnungsbauinvestitionen ...

¹ Verschiedene volkswirtschaftliche Theorien postulieren eine Verbindung zwischen der globalen Sparquote und den langfristigen Zinsen. Der Hypothese von der Ersparnisschwemme („saving glut“) zufolge muss der langfristige Zinssatz sinken, damit sich ein neues globales Gleichgewicht auf einem höheren Investitionsniveau einstellt; s. B. Bernanke, „The global saving glut and the US current account deficit“, Homer Jones Lecture, St. Louis, 14. April 2005, www.federalreserve.gov. Eine weitere Hypothese besagt, dass Finanzkrisen und hohe Ersparnisse in den aufstrebenden Volkswirtschaften in Verbindung mit dem wenig entwickelten Finanzsektor eine globale Verknappung risikoarmer Vermögenswerte verursachten, was zu niedrigeren Zinsen für langfristige Anleihen führte; s. R. Caballero, E. Farhi und P. Gourinchas, „An equilibrium model of ‚global imbalances‘ and low interest rates“, *American Economic Review*, Vol. 98, Nr. 1, März 2008, S. 358–393.

... und der Investitionen in langlebige Konsumgüter

Ein dritter Faktor war, dass der Ausgabenboom in mehreren Industrieländern bei den Produzenten von Gütern und Dienstleistungen einen überzogenen Optimismus genährt haben könnte, der sie in der Zeit vor der Krise zu übermäßigen Investitionen und einer erheblichen Fehlallokation von Ressourcen verleitete. Insbesondere war ein merklicher Anstieg der Ausgaben der privaten Haushalte für langlebige Konsumgüter, einschließlich Autos, zu beobachten, der zu einem Aufbau von Produktionskapazitäten führte. In den USA beispielsweise hatten die Ausgaben für langlebige Konsumgüter seit Mitte der 1990er Jahre zugelegt, zu Beginn der 2000er Jahre dann in beschleunigtem Tempo. Der Anteil dieser Ausgaben am BIP stieg von rund 7% Mitte der 1990er Jahre auf etwa 11% im Jahr 2007.² Im US-Automobilsektor erhöhte sich die Produktionskapazität von 1996 bis 2006 um rund 55%, während sie im Jahrzehnt zuvor um weniger als 25% gewachsen war.

Vom Aufschwung zum Abschwung

Vom Boom zum markanten, synchron verlaufenden globalen Abschwung ...

Seit dem zweiten Halbjahr 2008 haben sich die Ausgaben der privaten Haushalte (einschl. für Wohnimmobilien) in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verringert. Verantwortlich dafür waren der Rückgang der Vermögenspreise, die Verschlechterung des Geschäfts- und Konsumklimas und die restriktiveren Bedingungen an den Kreditmärkten. Im Folgenden werden der derzeitige Abschwung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und dessen Ursachen behandelt. In Kapitel V werden die Auswirkungen des Abschwungs auf die aufstrebenden Volkswirtschaften erörtert.

Zwar hatte das Wachstum in den USA seit Mitte 2007 und in anderen wichtigen Industrieländern seit Anfang 2008 stark nachgelassen, doch eine globale Dimension nahm der Abschwung erst gegen Ende 2008 an (die einzelnen Phasen der Krise werden in Tabelle I.1 erläutert). Im vierten Quartal 2008 schrumpfte die Produktion saisonbereinigt und auf das Jahr hochgerechnet in Japan um 14% und in den USA sowie im Euro-Raum um mehr als 6%; im ersten Quartal 2009 waren die Rückgänge in Japan (15%) und im Euro-Raum (rund 10%) noch ausgeprägter. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass sich der Produktionsrückgang seit März allmählich verlangsamt. In den USA schwächte sich im April die monatliche Rückgangsrate der Industrieproduktion ab, und Japan verzeichnete im März und April einen Produktionsanstieg. Darüber hinaus verbesserten sich in den G3-Volkswirtschaften die meisten Umfragewerte zur Industrieproduktion (u.a. die Einkaufsmanagerindizes) bis Mai weiter, was auf bessere Aussichten für eine gesamtwirtschaftliche Erholung hindeutet.

... aufgrund eines Einbruchs der Ausgaben für langlebige Konsumgüter ...

Der Abschwung ist ungewöhnlich ausgeprägt und betrifft die meisten Ausgabenkomponenten. Der private Verbrauch ging im vierten Quartal 2008 in allen wichtigen Volkswirtschaften zurück, am deutlichsten jedoch in den USA, wo er auf das Jahr hochgerechnet um 4,3% einbrach und damit fast die Hälfte

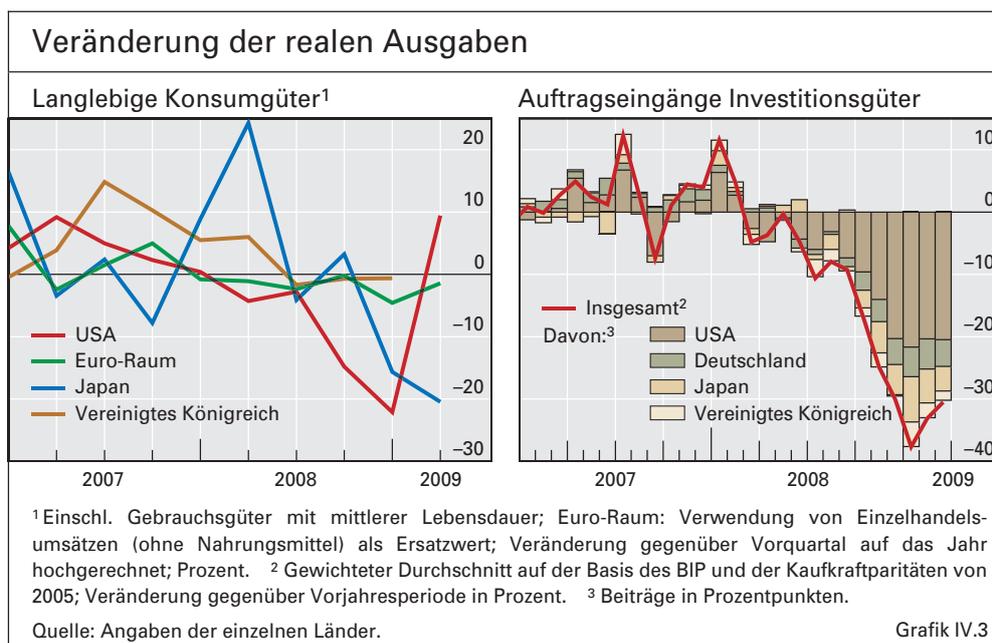
² In den Ausgaben für langlebige Konsumgüter ist auch ein Investitionselement enthalten. Berücksichtigt man dieses Element als Sachanlagen der privaten Haushalte, so stieg deren Sparquote in den USA im Zeitraum 2000-06 um 2,5 Prozentpunkte; bis zum vierten Quartal 2008 ging der Zuwachs auf 0,5 Prozentpunkte zurück.

des Produktionsrückgangs ausmachte. Am stärksten betroffen waren die Ausgaben für langlebige Konsumgüter, die im zweiten Halbjahr 2008 drastisch fielen (Grafik IV.3). Im vierten Quartal war der Anteil dieser Ausgaben am US-BIP gegenüber seinem Höchststand von 2007 bereits um rund 1 Prozentpunkt gesunken. Zwar folgte auf diesen übermäßig starken Rückgang eine Erholung im ersten Quartal 2009. Wie nachhaltig diese Entwicklung angesichts umfangreicher Vermögenseinbußen und der Anspannungen an den Kreditmärkten ist, bleibt allerdings ungewiss (s. den folgenden Abschnitt). Im Euro-Raum und in Japan hingegen war der Konsum nur für einen kleinen Teil des Produktionsrückgangs verantwortlich. Maßgeblich für den Abschwung in diesen Volkswirtschaften war vielmehr ein Einbruch des Außenbeitrags, der in Japan im vierten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 rund 75% bzw. 50% des Produktionsrückgangs ausmachte; im Euro-Raum betrug der entsprechende Anteil im vierten Quartal 2008 etwa 60%.

Da der Verbrauch rascher zurückging als die Einkommen, sind die Sparquoten der privaten Haushalte in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften gestiegen. Dies gilt insbesondere für Länder mit zuvor geringen Sparquoten. Die USA verzeichneten vom vierten Quartal 2007 bis zum ersten Quartal 2009 einen kräftigen Anstieg um fast 4 Prozentpunkte auf 4,2% des verfügbaren Einkommens. Australien und das Vereinigte Königreich verzeichneten im Jahr 2008 ebenfalls eine sprunghafte Zunahme der Sparquote der privaten Haushalte, von nahezu null bzw. einer negativen Quote im ersten Quartal 2008 auf 8,5% bzw. 4,8% im vierten Quartal. Die Sparneigung der privaten Haushalte nahm auch im Euro-Raum deutlich zu, womit die Sparquote im vierten Quartal 2008 um 1 Prozentpunkt auf 15,1% stieg.

Die Wohnungsbauinvestitionen gingen in den USA am stärksten zurück; der Wohnungsbau schrumpfte im ersten Quartal 2009 auf einen Tiefstand von 2,7% des BIP. In Spanien und dem Vereinigten Königreich setzte die Krise einem bereits geschwächten Wohnimmobiliensektor weiter zu. Die Wohnungs-

... eines drastischen Rückgangs der Wohnungsbauinvestitionen ...



bauinvestitionen begannen gegen Ende 2008 auch in Deutschland zu sinken, und in Japan lässt die Zahl der Baubeginne von Wohnimmobilien einen bedeutenden Abschwung am Wohnimmobilienmarkt seit Anfang 2009 vermuten. Ende 2008 überstieg das Verhältnis der Wohnungsbauinvestitionen zum BIP in einer Reihe von Industrieländern (insbesondere in Irland, Kanada und den Niederlanden) nach wie vor den seit 1980 verzeichneten Durchschnitt, was auf eine noch nicht abgeschlossene Anpassung in vielen dieser Länder hindeutet.

... und eines massiven Abschwungs bei den Unternehmensinvestitionen

Die Schwäche der Bautätigkeit bei Gewerbeimmobilien wurde durch eine Verknappung des Kreditangebots für Bauträger und die geringe Nachfrage nach Büro- und Gewerbebauten weiter verschärft. Zudem wurden Investitionsprojekte von Unternehmen entweder aufgeschoben oder massiv gekürzt, da sich die Aussichten für die Verbrauchernachfrage verschlechterten und die Auslandsaufträge drastisch zurückgingen. So schrumpften in den USA die gewerblichen Anlageinvestitionen im ersten Quartal 2009 auf das Jahr hochgerechnet um eine Rekordrate von 38%, nach einem Rückgang von bereits 23% im vierten Quartal 2008. Auch in Japan und im Euro-Raum ließen die Unternehmensinvestitionen erheblich nach. Der bis März 2009 beobachtete Einbruch der Auftragszahlen von Investitionsgütern legt nahe, dass die Investitionsschwäche nach wie vor stark ausgeprägt ist (Grafik IV.3).

Intensiviert wurde die Rezession durch den Druck der Unternehmen, angesichts unerwartet rascher Umsatzrückgänge überschüssige Lagerbestände abzubauen. Auch gibt es Hinweise darauf, dass eine Verknappung des Angebots an Handelskrediten die Investitionstätigkeit beeinträchtigt haben könnte. Umfragen im Vereinigten Königreich beispielsweise deuten darauf hin, dass Unternehmen einander in geringerem Ausmaß Handelskredite einräumten, da vermehrt Zahlungsverzögerungen auftraten, Ausfälle wahrscheinlicher wurden und die Unternehmen liquide Mittel aufbauten, um ihre Anfälligkeit gegenüber volatilen Märkten zu verringern. Die gesunkene Bereitschaft von Banken und anderen Finanzinstituten zur Gewährung von Diskontkrediten könnte ebenfalls zur Investitionsschwäche beigetragen haben.

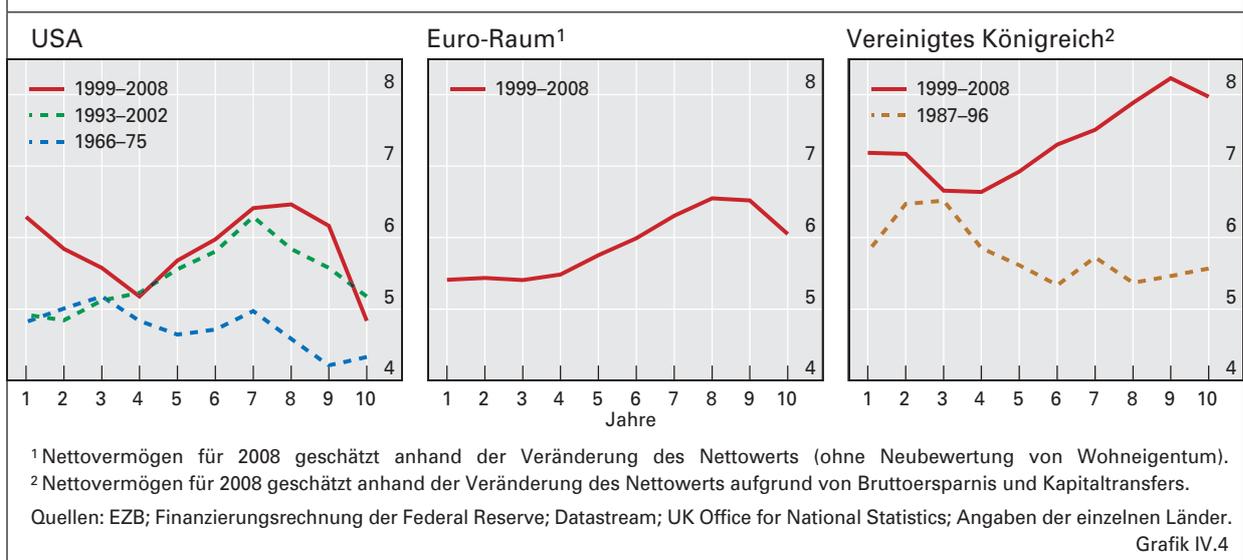
Abschwung, Vermögenspositionen und Kreditzyklus

Vermögenspositionen der privaten Haushalte

Äußerst schwache Vermögenspositionen der privaten Haushalte ...

Ein wesentlicher Grund für den Abschwung war die gravierende Schwächung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte im Zuge der Finanzkrise. Die Aktienkurse brachen ein, und der Verfall der nominalen Wohnimmobilienpreise, der zunächst auf die USA beschränkt gewesen war, trat in immer mehr fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf. Vom zweiten Quartal 2007 bis zum vierten Quartal 2008 reduzierte sich das Nettovermögen der privaten Haushalte in den USA um rund 20% (etwa \$ 13 Bio.). In Relation zum verfügbaren Einkommen war diese Einbuße größer als die kumulierten Vermögenszuwächse der vorangegangenen fünf Jahre (Grafik IV.4). Auch im Euro-Raum wurden immer mehr Anlagekategorien und Länder in Mitleidenschaft gezogen, wobei die Vermögenseinbußen weit über das Niveau beim Aktienmarktcrash

Verhältnis des Nettovermögens zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte



2001 hinausgingen. Damals hatte der steigende Wert von Wohnimmobilien die negativen Effekte hoher Kursverluste am Aktienmarkt ausgeglichen.

Vermögenseinbußen der privaten Haushalte, vor allem beim Wohneigentum, dürften den Verbrauch für einige Zeit dämpfen, obwohl auch gegenläufige Effekte zum Tragen kommen könnten. Sinkende Wohnimmobilienpreise bedeuten einen Rückgang der impliziten Mietkosten, was negative Vermögenseffekte bis zu einem gewissen Grad ausgleicht. Außerdem werden Wohnimmobilien durch die gesunkenen Preise für künftige Hausbesitzer erschwinglicher, da diese für den Eigenanteil weniger ansparen müssen. Schließlich dürfte ein Teil des Vermögensrückgangs der privaten Haushalte – insbesondere bei an Wert verlierenden Finanzaktiva – als vorübergehend wahrgenommen werden.

... dämpfen den Verbrauch ...

Obwohl die Einschätzungen der Wirtschaftsforscher hinsichtlich von Vermögenseffekten auf den Verbrauch auseinander gehen, wird allgemein angenommen, dass sich der Marktwert des Wohneigentums signifikant auf den Verbrauch auswirkt; für Australien, Kanada, die USA und das Vereinigte Königreich errechnen verschiedene Studien Werte zwischen 3 und 7 Cent je Dollar. Für den Euro-Raum wird von einem relativ geringen Effekt ausgegangen.³ Die Vermögenseinbußen beim Wohneigentum dürften bei denjenigen privaten Haushalten, die ihren Verbrauch teilweise über die Beleihung von Wohneigentum finanziert hatten, besonders einschneidende Ausgabenkürzungen bewirken. Die Tatsache, dass lockere Kreditvergabebedingungen in einigen Ländern die Verschuldung gegen Sicherheiten während des Aufschwungs erheblich erleichtert hatten, könnte im Zuge der Verschärfung dieser Bedingungen zu einem stark negativen Einfluss führen. Möglicherweise erzeugen rückläufige Vermögenspreise, die vielen privaten

... insbesondere infolge von Wertverlusten bei Sicherheiten

³ S. die jüngste Analyse der Schätzungen von Vermögenseffekten auf den Verbrauch in Europäische Zentralbank, „Immobilienvermögen und private Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet“, *Monatsbericht der EZB*, Januar 2009.

Haushalten eine deutlich negative Vermögensposition bescheren, asymmetrische Vermögenseffekte auf den Verbrauch.

Möglicherweise auch geringere Investitionen der privaten Haushalte in langlebige Vermögenswerte ...

Außerdem könnte die aus den umfangreichen Vermögensverlusten resultierende erhöhte finanzielle Anfälligkeit die privaten Haushalte dazu bewegen, weniger liquide Vermögenswerte (zumeist Wohnimmobilien, aber auch langlebige Güter) durch liquidere Finanzaktiva zu ersetzen. Insbesondere hochverschuldete private Haushalte mit erheblichen Kreditverpflichtungen könnten mehr sparen und ihre Ausgaben für Wohneigentum, Autos und andere hochwertige langlebige Konsumgüter senken.⁴

... und verstärkte Altersvorsorge

Darüber hinaus könnten sich Personen, die das Rentenalter in naher Zukunft erreichen und in beitragsorientierte Altersvorsorgepläne – deren Leistungen vom Marktwert des Pensionsvermögens abhängen – eingezahlt haben, durch den rasanten Wertverfall des Deckungskapitals der Pensionsfonds gezwungen sehen, mehr zu sparen oder später in Rente zu gehen. Bei leistungsorientierten Betriebsrentensystemen könnten die beträchtlichen Deckungslücken die Finanzlage der entsprechenden Unternehmen verschlechtern und ihre Fähigkeit beeinträchtigen, Leistungszusagen zu erfüllen bzw. das Beschäftigungsniveau aufrechtzuerhalten.

Auswirkungen jedoch von Land zu Land unterschiedlich

Allerdings dürfte sich der Vermögensverfall je nach den institutionellen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern unterschiedlich auswirken. In Australien, Kanada, den USA und dem Vereinigten Königreich wurde während des Aufschwungs in großem Umfang Kapital aus Wohneigentum abgeschöpft. Die Ausgaben der privaten Haushalte werden in diesen Ländern deshalb wohl stärker betroffen sein als anderswo. Einigen Schätzungen zufolge wurden in den USA im Zeitraum 2001–05 jährlich rund 1¾% des Konsums durch Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum finanziert; rechnet man noch das zur Schuldentilgung (Hypothekenschulden ausgenommen) abgeschöpfte Kapital hinzu, wurden auf diese Weise 3% des privaten Verbrauchs bezahlt.⁵ Im Vereinigten Königreich sank die Kapitalabschöpfung aus Wohnimmobilien von mehr als 7% des Einkommens nach Steuern im Jahr 2003 auf –1% im Jahr 2008. Im Euro-Raum insgesamt spielte diese Kapitalabschöpfung für die Ausgaben der privaten Haushalte hingegen eine vergleichsweise untergeordnete Rolle, da der Anteil der Eigenheimbesitzer gering ist und die Hypothekensmärkte in einigen Ländern weniger entwickelt sind.

Weiterer deutlicher Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte als gravierendes Risiko

Gleichwohl lässt die Tatsache, dass die Verschuldung der privaten Haushalte in so vielen Ländern so stark gestiegen ist, vermuten, dass erhebliche Vermögens- und Einkommensverluste die Sparquoten in zahlreichen fortgeschrittenen Ländern noch weiter nach oben treiben werden. Wie lange dieser Anstieg anhalten könnte, bleibt jedoch ungewiss. In der Rezession der USA in den 1970er Jahren erhöhte sich die Sparquote der privaten Haushalte von einem Tiefstand von 8,0% Mitte 1972 auf einen

⁴ Dies scheint beim Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte in den USA nach der Aktienmarktlage in den 1970er Jahren eine wichtige Rolle gespielt zu haben; s. F. Mishkin, „What depressed the consumer? The household balance sheet and the 1973–75 recession“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 8, Nr. 1, 1977, S. 123–174.

⁵ S. A. Greenspan und J. Kennedy, „Sources and uses of equity extracted from homes“, *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20, Board of Governors des Federal Reserve System, März 2007.

Höchstwert von 12,5% Mitte 1975. Einen ähnlichen zyklischen Verlauf zeigte die Sparquote in der US-Rezession Anfang der 1980er Jahre. Die Rezessionen in den 1990er Jahren und Anfang dieses Jahrzehnts dagegen hatten kaum Einfluss auf die Sparquote. Der Tiefpunkt der Ersparnisbildung der privaten Haushalte lag allerdings in der derzeitigen Rezession der US-Wirtschaft auf einem weitaus niedrigeren Niveau als in früheren Abschwungphasen, und der Höchststand der Verschuldung der privaten Haushalte war bedeutend höher. Der Anstieg der Sparquoten könnte also stärker ausfallen und länger andauern als in der Vergangenheit. Denkbar ist auch ein weiteres Anziehen der Sparquoten der privaten Haushalte in Australien und dem Vereinigten Königreich sowie in mehreren Ländern des Euro-Raums (z.B. Irland, den Niederlanden und Spanien), wo sie immer noch unter ihrem jeweiligen historischen Durchschnittsniveau liegen.

Unternehmensbilanzen

Im Gegensatz zu den privaten Haushalten war die Verschuldung im Unternehmenssektor in der ersten Hälfte der 2000er Jahre weitgehend stabil oder sogar rückläufig. Von 2005 bis 2008 stieg sie jedoch in Relation zum BIP deutlich (Grafik IV.5). Die Krise schwächte die Bilanzen zusätzlich, indem sie zu einer drastischen Verschlechterung der Ertragslage wie auch zu einem Wertverfall bei den Unternehmensinvestitionen führte. Außerdem versperrte die Ausweitung der Bonitätsaufschläge (Credit-Spreads) vielen Firmen den Zugang zu den Kapitalmärkten, was erhebliche Finanzierungsprobleme zur Folge hatte.

Gleichzeitige Schwächung der Unternehmensbilanzen ...

Bei Unternehmen außerhalb des Agrarsektors in den USA verringerte sich das Eigenkapital 2008 um insgesamt 7%, hauptsächlich aufgrund des abrupten Wertverfalls ihres Immobilienvermögens (-12,8%) und der etwas geringeren Einbußen beim Nettofinanzvermögen (-5,3%). Dagegen verringerte sich das Nettofinanzvermögen (ohne Aktien) von Wirtschaftsunternehmen des Euro-Raums und Japans 2008 weit stärker (um rund 50%). Die Anspannungen im Unternehmenssektor haben massiv zugenommen, und die Zahl der Konkurse näherte sich in vielen Industrieländern dem historischen Höchststand bzw. überstieg diesen sogar (Grafik IV.5).

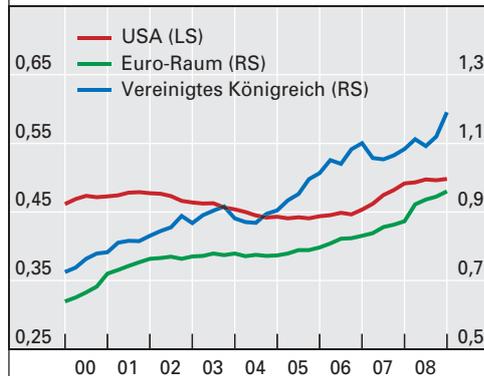
... in allen wichtigen Industrieländern ...

Die Schwächung der Finanz- und Ertragslage von Unternehmen wird ihre Investitionen wahrscheinlich verringern, was sich wiederum über negative Rückkopplungseffekte auf die Wirtschaftsentwicklung und die Unternehmensbilanzen auswirken dürfte – allerdings unterschiedlich stark je nach Struktur und anfänglicher Robustheit der Unternehmensbilanzen. Im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich betragen die ausstehenden finanziellen Bruttoverbindlichkeiten der Unternehmen (einschl. Schulden, Handelskrediten und anderer Verbindlichkeiten) Ende 2008 etwa 130% des BIP. Dieses Niveau, das erheblich über dem Durchschnitt der 1990er Jahre liegt, spricht für eine erhöhte Anfälligkeit gegenüber negativen finanziellen Schocks. Obwohl die finanziellen Verbindlichkeiten der US-Unternehmen ebenfalls gestiegen sind – auf 90% des BIP Ende 2008 –, scheinen sie im Verhältnis zum Durchschnitt der 1990er Jahre nicht übermäßig hoch zu sein.

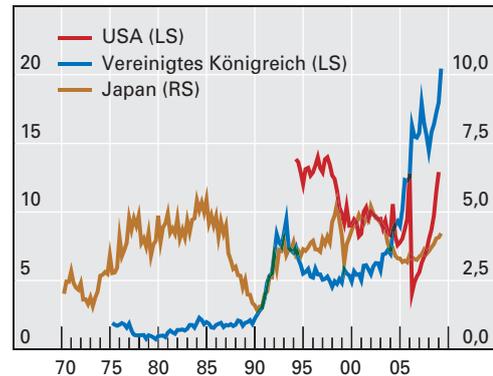
... macht weitere Einschnitte bei den Investitionen wahrscheinlicher

Indikatoren für die Anfälligkeit von Unternehmen

Unternehmensverschuldung im Verhältnis zum BIP¹



Anzahl Insolvenzen²



¹ Kredite und Schuldtitelverbindlichkeiten von Nichtfinanzunternehmen. ² In Tausend; USA: Konkursanträge; Vereinigtes Königreich: Konkursverfahren; Japan: Insolvenzen.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.5

Der Abschwung im Kreditzyklus

Strengere Kreditvergabebedingungen reduzieren zudem das Kreditangebot ...

Die Krise löste einen drastischen Umschwung im Kreditzyklus aus. Umfangreiche Leitzinssenkungen trugen zur Verringerung der Zinssätze für Kredite bei, die private Haushalte und Unternehmen 2008 aufnahmen. Jedoch haben sich die Zinssenkungen nur begrenzt auf das Kreditvolumen ausgewirkt, da die Banken die sonstigen Kreditaufgaben (Sicherheiten etc.) deutlich verschärften (Kapitel III).

... insbesondere für private Haushalte, zunehmend aber auch für Unternehmen ...

In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist seit 2008 das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor insgesamt zurückgegangen. Am stärksten betroffen waren hiervon die Hypothekmärkte für Wohnimmobilien. In den USA schrumpften Hypothekendarlehen für Wohneigentum (ohne die als „home equity loans“ bezeichneten Wohnimmobilienkredite) vom zweiten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2009 nominal und auf das Jahr hochgerechnet um 1–2%; im Euro-Raum verzeichneten sie im März 2009 einen Wachstumsstillstand. Die Vergabe von Verbraucherkrediten verlangsamte sich in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich; eine Ausnahme bildeten hierbei die USA, wo diese Kredite im ersten Quartal 2009 mit einer Jahresrate von 9% expandierten. Die Unternehmenskredite nahmen zwar in vielen Ländern weiter zu, doch dürfte dieses Wachstum eher von einer verstärkten Inanspruchnahme bestehender Kreditlinien getragen worden sein als von der Vergabe neuer Kredite.

... und führen zu weiteren Ausgabenkürzungen

Während die Kreditverknappung potenzielle Erstkäufer von Wohneigentum und andere kreditbeschränkte Verbraucher in ihren Kauf- und Konsumvorhaben einschränkte, haben Einkommensrückgänge die Zahl der kreditbeschränkten privaten Haushalte generell erhöht. Durch den Wegfall alternativer Finanzierungen, die früher von Nichtbanken angeboten worden waren, wurden diese Effekte tendenziell noch verstärkt. Auch bei den Unternehmensinvestitionen gab es Einschnitte – laut den jüngsten Erhebungen zum Kreditgeschäft wurden neue Kreditlinien für Unternehmen beträchtlich

gekürzt, insbesondere in den USA. Darüber hinaus wird der Abschwung im Kreditzyklus angesichts der Wachstumsschwäche und der raschen Verschlechterung der Vermögenspositionen durch einen deutlichen Rückgang der Kreditnachfrage verschärft, da die Unternehmen ihre Investitionsvorhaben zurückschrauben und die privaten Haushalte ihre Einkommens- und Vermögenserwartungen anpassen.

Schwere und Dauer des Abschwungs im Kreditzyklus sind somit abhängig von den Wechselwirkungen zwischen dem Abbau des hohen Niveaus fremdfinanzierter Positionen im Bankensystem (Kapitel III) und den Anpassungen der Vermögenspositionen von Unternehmen und privaten Haushalten. Zwar sind diese Wechselwirkungen nur schwer vorherzusagen, doch bieten frühere Kredit- und Finanzkrisen gewisse Anhaltspunkte.

Hilfreich ist der Vergleich des derzeitigen US-Kreditzyklus mit früheren Zyklen in den USA, auch wenn sie sich hinsichtlich ihrer unmittelbaren Ursachen unterscheiden. Insbesondere der Abschwung am Kreditmarkt zu Beginn der 1990er Jahre bietet einen interessanten Referenzpunkt (Grafik IV.6). Wenngleich sich die Wertverluste bei den gewerblichen Immobilien in Grenzen hielten, war die reale Kreditvergabe an den privaten Sektor ab dem dritten Quartal 1990 insgesamt 14 Quartale in Folge rückläufig, und in Relation zum BIP gingen die Kredite ebenfalls zurück. Auffallend ist auch die enge Verknüpfung von Kreditzyklus und Ausgabeverhalten der privaten Haushalte, obwohl die Kreditverknappung letztlich länger andauerte als der Ausgabenrückgang der privaten Haushalte. Außerdem schwächten sich die gewerblichen Anlageinvestitionen im Abschwung der 1990er Jahre erheblich ab.

Nützliche Hinweise lassen sich auch aus den Banken Krisen der nordischen Länder in den 1990er Jahren ableiten, bei denen das Entstehen und das Platzen einer Immobilienpreisblase ebenfalls eine entscheidende Rolle spielte. Diese Banken Krisen führten zu einer Verringerung des Kreditvolumens gemessen am BIP während eines Zeitraums von fünf bis sieben Jahren, was einen längerfristigen Ausgabenrückgang nach sich zog. In Norwegen und Schweden schwächten sich sowohl die Ausgaben der privaten Haushalte als auch die Unternehmensinvestitionen bereits lange vor dem Höhepunkt des Produktionszyklus ab und setzten den Schrumpfungsprozess noch mehrere Jahre nach der Krise fort. Gleichwohl sind, wie in Kapitel VI aufgezeigt, auch Unterschiede in der Krisenbewältigung von Bedeutung. Als die staatlichen Stellen in den nordischen Ländern auf die Krise reagierten, hatten sich das Kreditgeschäft und die Wirtschaftslage bereits deutlich verschlechtert. In der derzeitigen Krise hingegen ergriff der Staat bereits in einer frühen Phase des Kredit- und Konjunkturzyklus Maßnahmen, um den Wirtschaftsabschwung abzufedern.

Die Erfahrungen Japans in den 1990er Jahren, die die ungünstige Wechselwirkung zwischen einer Bankenkrise und einem großen Schuldenüberhang im Unternehmenssektor verdeutlichen, sind für die derzeitigen Probleme der privaten Haushalte ebenfalls von Bedeutung. Der Einbruch der Vermögenspreise Ende der 1980er Jahre in Japan erhöhte die Verluste der Banken und schwächte die Bilanzen der Unternehmen angesichts einer Verschuldungsquote von über 150% des BIP im Jahr 1990 empfindlich. In der Folge kam es zu einer langen Phase von Schuldenabbau, Investitions-

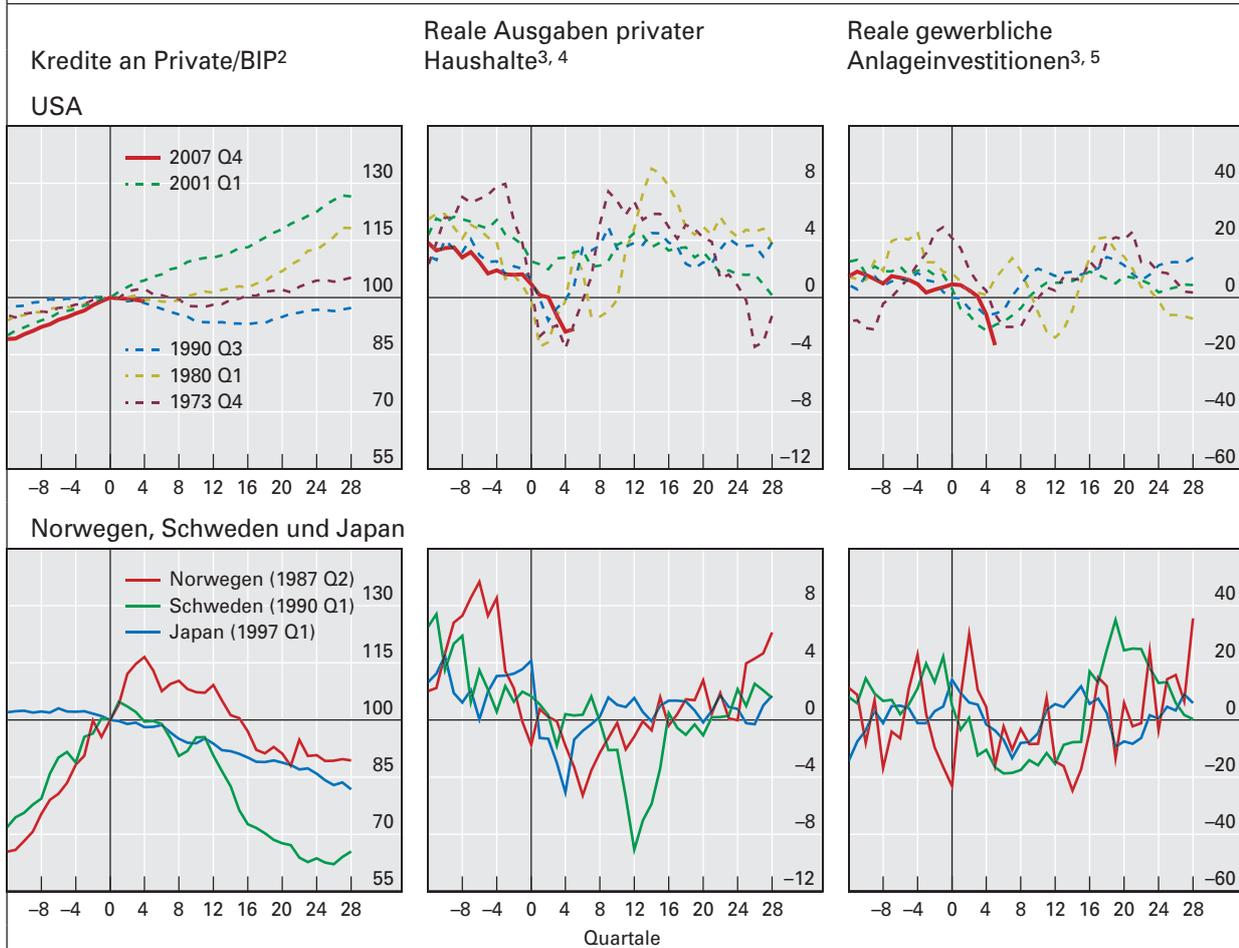
Schwere des Abschwungs im Kreditzyklus sehr ungewiss

Hinweise auf nachhaltige Auswirkungen auf Kreditvergabe und Ausgaben aus früheren US-Kreditzyklen ...

... sowie den nordischen Banken Krisen ...

... und der japanischen Bankenkrise

Kreditaufnahme und Ausgaben des privaten Sektors in ausgewählten Konjunkturzyklen¹



¹ Nullpunkt bzw. Zeiträume in den Legenden beziehen sich auf den Höhepunkt des jeweiligen Produktionszyklus; USA: Höhepunkt der Zyklen gemäß National Bureau of Economic Research (NBER). ² Inländische Kreditvergabe an den privaten Sektor in Prozent des BIP, umbasiert auf den Höhepunkt des Konjunkturzyklus. ³ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ⁴ Realer privater Verbrauch zuzüglich realer privater Investitionen in Wohneigentum. ⁵ Reale private Anlageinvestitionen insgesamt abzüglich realer privater Investitionen in Wohneigentum.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder.

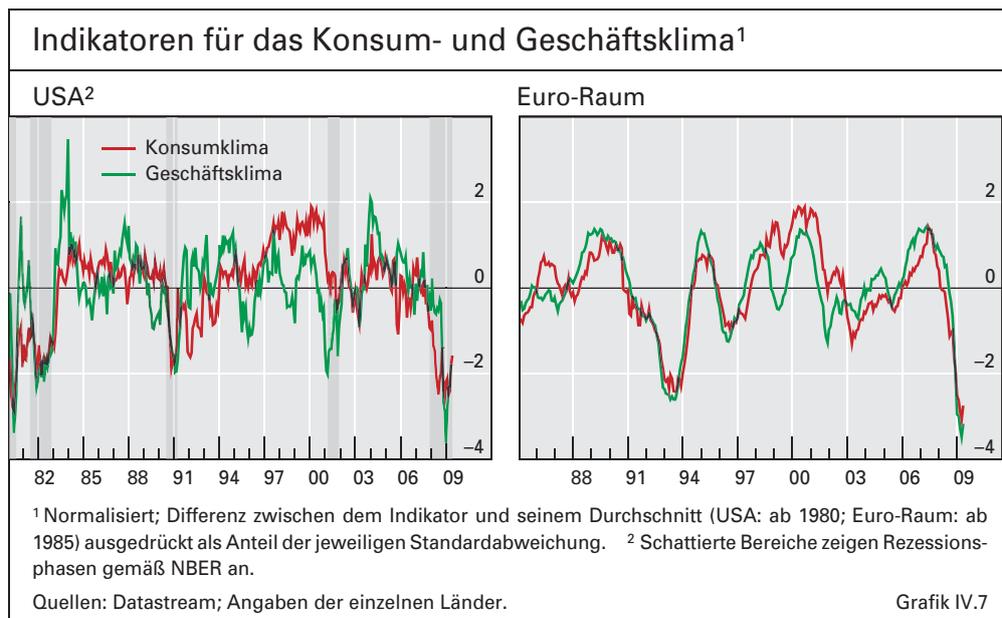
Grafik IV.6

kürzungen und schwacher Kreditnachfrage. In den Jahren nach der Krise ging die Verschuldung des Unternehmenssektors im Verhältnis zum BIP drastisch zurück, und das Kreditvolumen in Relation zum BIP schrumpfte ebenfalls.

Faktoren, die die Rezession verschärfen und ausweiten

Abschwung weiter verschärft durch drastische Beschäftigungskürzungen ...

Bilanzbereinigungen und Veränderungen am Kreditmarkt wirken sich nachhaltig auf die Wirtschaft aus; ihre kurzfristigen Effekte sind in der gegenwärtigen Krise allerdings durch mehrere konjunkturelle Faktoren verschärft worden. Der erste Faktor ist der rapide Beschäftigungsrückgang infolge drohender Unternehmenskonkurse, der die finanzielle Unsicherheit der privaten Haushalte massiv erhöht hat. In den USA beispielsweise sank die Gesamtzahl der geleisteten Arbeitsstunden im ersten Quartal 2009 auf das Jahr hochgerechnet um 9%, nach einem ähnlich hohen Rückgang im Vorquartal. Entsprechend stieg die Arbeitslosenquote im Mai 2009 auf 9,4%. Nachdem der



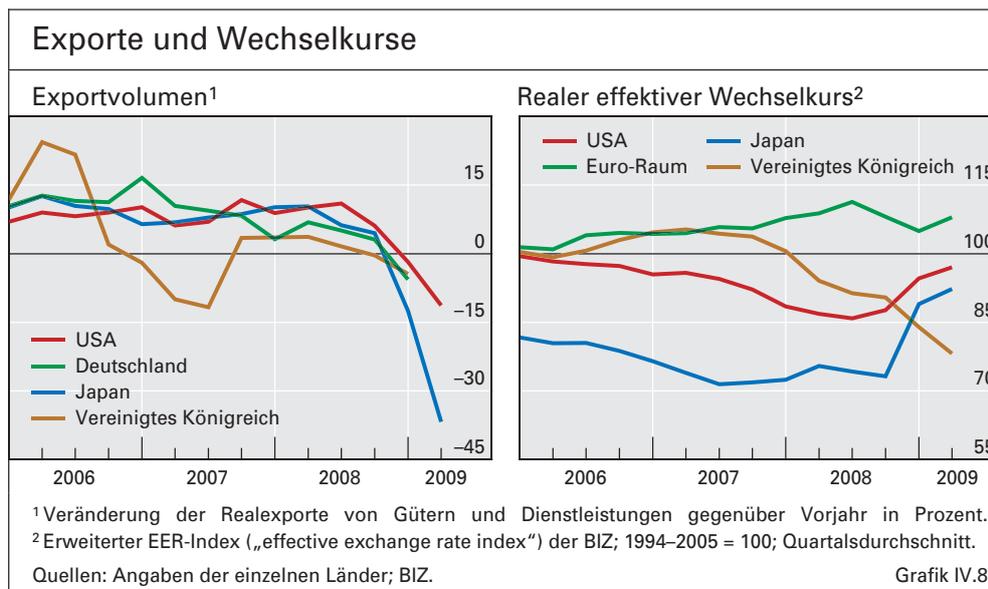
US-Beschäftigungszyklus bereits einen historischen Tiefpunkt erreicht hat, gehen die Consensus-Prognosen vom Mai davon aus, dass sich die Arbeitslosenquote dort bis 2010 der 10%-Marke nähert. Im Euro-Raum führte ein nachhaltiges Wachstum des Arbeitskräfteangebots zusammen mit einer schwachen Nachfrage nach Arbeitskräften zu einem kontinuierlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit, die im April 2009 eine Quote von 9,2% erreichte.

Im Euro-Raum könnte die Arbeitsplatzunsicherheit länger anhalten als in den USA, weil der Beschäftigungszyklus in den USA tendenziell kürzer ausfällt. So ging die Beschäftigung in den Abschwungphasen der 1980er und 1990er Jahre im Euro-Raum über zwölf bzw. acht Quartale hinweg zurück, während dies in den USA jeweils rund vier Quartale lang der Fall war. In Japan war die Beschäftigung seit den späten 1990er Jahren anhaltend schwach. Ein seit Anfang 2009 deutlich rückläufiges Verhältnis von Stellenangeboten zu Arbeitsuchenden lässt darauf schließen, dass sich der Beschäftigungsrückgang in Japan noch weiter verstärkt.

Ein zweiter – damit zusammenhängender – konjunktureller Faktor besteht in der ausgeprägten Eintrübung des Konsum- und des Geschäftsklimas (Grafik IV.7). In der Vergangenheit erklärten diese Konjunktur- und Geschäftsklimadaten – nach Berücksichtigung anderer wichtiger Bestimmungsfaktoren wie Einkommen, Vermögen und Zinssätze – nur einen geringen Teil des Ausgabeverhaltens.⁶ Spiegelt sich in dem gesunkenen Vertrauen allerdings die Erwartung eines in Zukunft niedrigeren Einkommens, könnte dies auf eine Verringerung der künftigen Ausgaben hindeuten. Eine wesentliche Gefahr besteht darin, dass sich die im schlechten Konsum- und Geschäftsklima zum Ausdruck kommende Erwartung selbst erfüllt, indem sie dazu führt, dass Ausgaben reduziert werden, die Beschäftigung zurückgefahren wird und die Einkommensunsicherheit steigt.

... durch
eingetrübtes
Konsum- und
Geschäftsklima ...

⁶ S. die jüngsten Nachweise in A. Al-Eyd, R. Barrell und P. Davis, „Consumer confidence indices and short-term forecasting of consumption“, *The Manchester School*, Vol. 77, Nr. 1, Januar 2009, S. 96–111.



... und durch rückläufiges Handelsvolumen

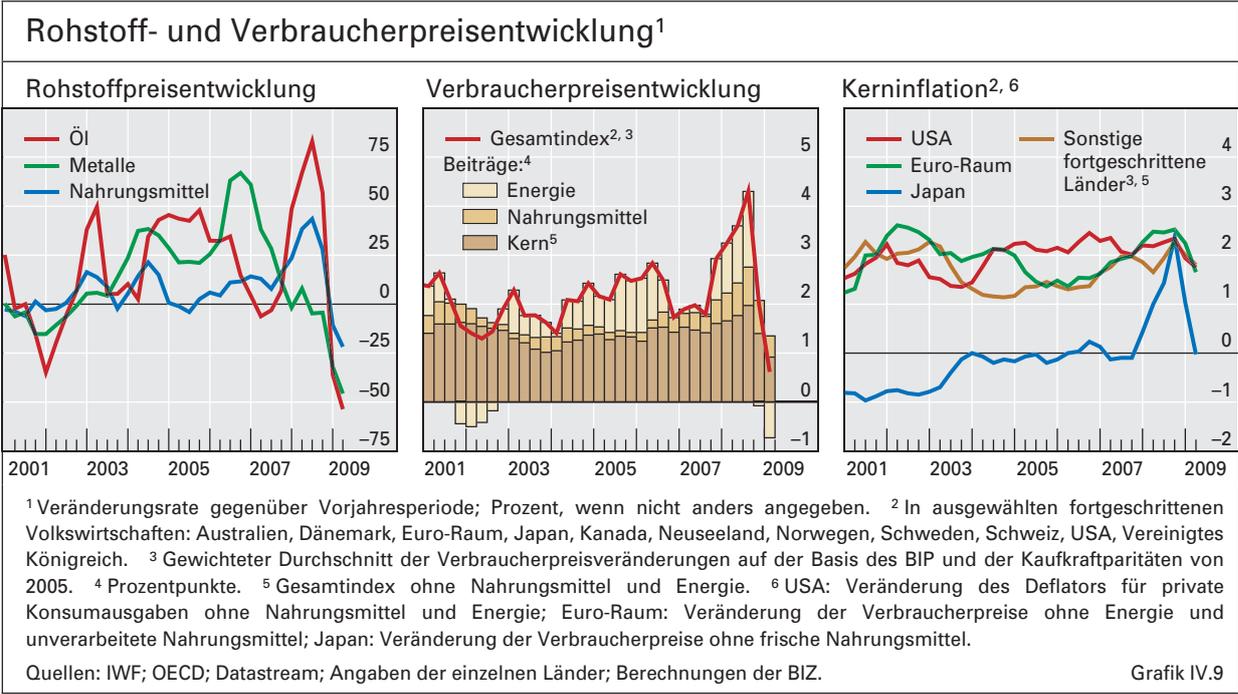
Ein dritter konjunktureller Faktor ist die deutliche Abnahme des Welthandels (Grafik IV.8), die zur Ausweitung und Vertiefung des Wirtschaftsabschwungs in allen Ländern beigetragen hat. Der weltweite Zusammenbruch der Nachfrage nach Industriegütern war in allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu spüren; am härtesten traf diese Entwicklung allerdings die stark vom Industriegüterexport abhängigen Länder, namentlich Deutschland und Japan. Da Deutschland die wichtigste Drehscheibe im europäischen Produktionssektor ist, machten sich seine Exporteinbußen auch über die Landesgrenzen hinaus bemerkbar. Australien und Kanada wurden von einem Rückgang der Rohstoffpreise in Mitleidenschaft gezogen, wobei der negative Effekt in Australien nicht nur deshalb gedämpft wurde, weil das Land ein Nettoimporteur von Erdöl ist, sondern auch aufgrund des recht moderaten Preisrückgangs bei Agrarerzeugnissen.

Ein vierter Faktor ist die Wechselkursentwicklung. So hat ein deutliches Anziehen des realen effektiven Yen-Wechselkurses seit Ende 2008 die japanischen Exporte gedämpft. Hingegen profitierte im Vereinigten Königreich der Bereich der handelbaren Güter von einer beträchtlichen Verringerung des effektiven Wertes des Pfund Sterling. Die reale Abwertung des Euro hat 2008 die Exporte des Euro-Raums gestützt; im ersten Quartal 2009 setzte der Euro jedoch seinen Aufwärtstrend fort. In den USA hingegen bedeutet die Aufwertung des Dollars im zweiten Halbjahr 2008 (und im ersten Quartal 2009), dass der Wechselkurs im vergangenen Jahr die Handelsentwicklung insgesamt weniger beeinflusste.

Inflationsentwicklung in den Industrieländern

Deutlicher Inflationsrückgang in den letzten Monaten ...

Der Wirtschaftsabschwung führte zu einem deutlichen Nachlassen des Inflationsdrucks in den Industrieländern. Seit Mitte 2008 gingen die Inflationsraten im Vergleich zum Vorjahreszeitraum rasant zurück (Grafik IV.9). Bis zum ersten Quartal 2009 kehrten sie sich in den USA und Japan sogar ins Negative,



und bis Mai sanken sie im Euro-Raum auf null. Obwohl sich eine Beurteilung der Inflationsaussichten unter den gegebenen Umständen sehr schwierig gestaltet, weckte die jüngste Disinflation bei vielen Beobachtern Bedenken bezüglich kurzfristiger Deflationsrisiken.

Zwei Faktoren sind zurzeit für den Disinflationsdruck bestimmend. Der erste Faktor ist der von Mitte 2008 bis Mai 2009 verzeichnete Rückgang der Ölpreise um 55%, der in vielen ölimportierenden Ländern zu einer beträchtlichen Verringerung der Einfuhrpreise führte. Außerdem wurden die Prognosen der globalen Ölnachfrage für 2009 nach unten korrigiert. Im Mai 2009 rechnete die Internationale Energie-Agentur (IEA) damit, dass 2009 die globale Ölnachfrage gegenüber 2008 um 2,6 Mio. Barrel pro Tag schrumpfen wird – der stärkste Rückgang innerhalb eines Jahres seit 1981. Die Metallpreise begannen 2007 nachzugeben und waren im zweiten Halbjahr 2008 sowie Anfang 2009 stärker rückläufig. Auch die Nahrungsmittelpreise sanken, aufgrund ihrer relativ geringen Verknüpfung mit dem Weltwirtschaftswachstum allerdings nicht so deutlich wie die Ölpreise. Die schwächere Nachfrage führte auch zu erheblich niedrigeren Frachtkosten.

Der zweite Faktor besteht darin, dass der Abwärtsdruck auf die Preise durch das beträchtliche ungenutzte Produktionspotenzial verschärft worden ist. Besonders stark zurückgegangen ist die Kapazitätsauslastung der verarbeitenden Industrie in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ungeachtet der hohen Unsicherheit, mit der Kennzahlen wie die Produktions- und Beschäftigungslücke behaftet sind, deuten die entsprechenden Projektionen darauf hin, dass das ungenutzte Produktionspotenzial 2009 und 2010 erheblich bleiben dürfte. Die Kerninflation ist in Japan seit Anfang 2009 rasant zurückgegangen; in den USA und im Euro-Raum allerdings blieb sie bis April 2009 vergleichsweise stabil (Grafik IV.9). Der ungewöhnlich synchron verlaufende Abschwung in Verbindung mit einem möglichen drastischen Anstieg der

... aufgrund sinkender Rohstoffpreise ...

... und eines beträchtlichen ungenutzten Produktionspotenzials

Sparquote der privaten Haushalte könnte den Disinflationsdruck im kommenden Jahr durchaus verstärken.

Inflationsaussichten
ungewiss

Die Inflationsaussichten sind jedoch mit großer Unsicherheit behaftet. Erstens bleibt ungewiss, wann und wie stark sich die jüngsten Konjunkturpakete auf das Ausgabenverhalten auswirken. Die bisherige Entwicklung seit Anfang 2009 hat zu einer gewissen Abschwächung der Abwärtsrisiken in den Wachstumsprognosen geführt. Zusätzlich gibt es keine verlässlichen Schätzungen darüber, wie sich die umfassenden und unkonventionellen Maßnahmen, die von den Zentralbanken in jüngster Zeit ergriffen wurden, auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirken werden.

Zweitens könnte sich das Produktionspotenzial durch die Finanzkrise beträchtlich verringern, nämlich aufgrund der Störungen im System der Kreditintermediation, der Rückgänge bei der Handels- und Investitionstätigkeit sowie des möglichen Anstiegs der strukturellen Arbeitslosigkeit (Einzelheiten dazu s. Kasten). Wäre dies der Fall, so könnte die Produktionslücke weniger negativ sein, als die derzeitigen Trends nahelegen; dies bedeutet wiederum, dass der Disinflationsdruck überschätzt würde. Nach dem Ölpreisschock zu Beginn der 1970er Jahre etwa könnte der negative Effekt der gestiegenen Ölpreise auf das Produktionspotenzial in den fortgeschrittenen Ländern durchaus zu gering eingeschätzt worden sein, was eine Unterschätzung des Inflationsdrucks nach sich zog.

Zudem nach
wie vor steigende
Arbeitskosten

Drittens lässt die jüngste Lohnentwicklung zumindest in den G3-Volkswirtschaften nicht vermuten, dass sich eine Abwärtsspirale zwischen Löhnen und Preisen gebildet hat. Beispielsweise stiegen im Euro-Raum die Lohnstückkosten im vierten Quartal 2008 gegenüber dem Vorjahr um 4,8%. In den USA war das Wachstum der Lohnstückkosten im laufenden Jahr tendenziell ebenfalls kräftiger: 2,2% im ersten Quartal 2009 gegenüber 1,6% im vierten Quartal 2008. Ein Teil dieses Anstiegs dürfte einem konjunkturell bedingten Produktivitätsrückgang und der verzögerten Anpassung der Beschäftigung an den Produktionsrückgang zuzuschreiben sein. Wahrscheinlich spiegelt er aber auch die Lohnflexibilität in den entsprechenden Volkswirtschaften wider. So wird in den Euro-Ländern der Spielraum der Unternehmen für eine Arbeitskostenreduzierung möglicherweise durch gewisse Widerstände gegenüber Nominallohnkürzungen begrenzt.

Inflationserwartungen von großer
Bedeutung

Die aufgezeigten Unsicherheiten verdeutlichen die zentrale Rolle der Erwartungen für die Inflationsaussichten. Die kurzfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte in den G3-Volkswirtschaften sind seit Mitte 2008 deutlich rückläufig, doch auf lange Sicht sind die Erwartungen nach wie vor relativ stabil (Grafik IV.10). Ein Abwärtsrisiko besteht darin, dass ein weiterer drastischer Rückgang der kurzfristigen Inflationserwartungen zusammen mit Bedenken, ob der Abschwung mit den staatlichen Maßnahmen zu stoppen ist, die privaten Haushalte dazu veranlassen könnte, bis auf Weiteres weniger auszugeben. Eine mögliche Folge wäre ein unerwartet starker Rückgang der Teuerungsrate oder sogar eine anhaltende Phase sinkender Preise. Stützen die Wirtschaftssubjekte ihre Ausgabenentscheidungen hingegen auf die – stabileren – langfristigen Inflationserwartungen, reduziert sich das Deflationsrisiko erheblich. Es besteht auch die Gefahr, dass die langfristigen

Die Auswirkungen der derzeitigen Krise auf das Produktionspotenzial

Schätzungen des Produktionspotenzials und der Produktionslücke helfen den Zentralbanken, die jeweilige Lage der Volkswirtschaft zu beurteilen. Das Produktionspotenzial wird gewöhnlich definiert als das maximale Produktionsniveau, das eine Volkswirtschaft erreichen kann, ohne Inflationsdruck zu erzeugen. Es ist weitgehend von angebotsseitigen Faktoren abhängig, u.a. dem technischen Fortschritt, demografischen Trends und institutionellen Rahmenbedingungen an den Arbeits- und den Finanzmärkten. Empirisch ist das Produktionspotenzial nicht beobachtbar; es muss daher geschätzt werden. Solche Schätzungen können aber selbst unter normalen Umständen mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sein, da Veränderungen struktureller Faktoren möglicherweise schwer feststellbar sind. Darüber hinaus verringern häufige und teilweise erhebliche Revisionen des ermittelten BIP und seiner Hauptkomponenten den Nutzen von Schätzungen des Produktionspotenzials für die politische Entscheidungsfindung in Echtzeit. Beim US-BIP-Wachstum beispielsweise bewegt sich die absolute Revision im Bereich von durchschnittlich 0,5 Prozentpunkten (erste jährliche Revision) bis 1,3 Prozentpunkte (dritte jährliche Revision). Noch höher fallen die durchschnittlichen absoluten Revisionen rund um konjunkturelle Wendepunkte aus, die oft deutlich über 2 Prozentpunkte betragen.

Für die Einschätzung der weiteren Konjunkturentwicklung ist es wichtig zu wissen, inwieweit das Produktionspotenzial von der derzeitigen Finanzkrise beeinflusst werden könnte. Grundsätzlich können mehrere Faktoren einen Einfluss auf Niveau und/oder Wachstum des Produktionspotenzials haben. Erstens könnte die Krise auf Jahre hinaus eine gravierende Störung des Kreditvermittlungsprozesses bewirken, womit die Kredite knapper und die Risikoprämien größer würden. Zweitens könnte ein möglicher Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit negative Auswirkungen auf das Produktionspotenzial haben. Da sich die derzeitige Krise so lange hinzieht, könnte ein nicht unbedeutender Anteil der Arbeitnehmer dauerhaft dem effektiven Arbeitskräfteangebot entzogen werden. Die natürliche Arbeitslosenquote könnte nach dem weltweiten Konjunkturabschwung somit in einigen Ländern deutlich höher sein, da viele Stellen, beispielsweise in der Automobilindustrie oder in der Finanzdienstleistungsbranche, ganz wegfallen. In den USA erreichte die Rate der „dauerhaften“ Entlassungen von Arbeitskräften (die nicht damit rechnen können, dieselbe Stelle jemals wiederzuerlangen) im Mai 2009 einen Höchststand von 52,9% der Arbeitslosen.

Drittens könnte die Finanzkrise auch die Gesamtfaktorproduktivität beeinträchtigen, indem Mittel für Forschung und Entwicklung drastisch gekürzt werden. In Japan beispielsweise war die Wachstumsrate der Gesamtfaktorproduktivität von 1988 bis 1993 rückläufig, und die Zahl der durchschnittlich pro Woche geleisteten Arbeitsstunden sank von 44 auf 40. Dies hat zu einer Veränderung von Neigung und Höhe des Wachstumspfads des Produktionspotenzials geführt (Hayashi und Prescott 2002). Viertens könnten der globale Charakter des derzeitigen Abschwungs und der hohe Integrationsgrad der Weltwirtschaft die Auswirkungen der Krise auf das Produktionspotenzial verstärken. Angesichts der beträchtlichen Zunahme der grenzüberschreitenden Kreditvergabe und Investitionstätigkeit in den letzten zehn Jahren könnte eine Finanzkrise in einem Land oder einer Region umfangreiche negative Folgen für andere Volkswirtschaften haben. Wenn Produktionsfaktoren nicht vollständig mobil sind, könnte – beispielsweise durch einen Verlust von Exportmärkten – ein erheblicher Teil des Kapitalstocks und der Erwerbsbevölkerung bestimmter Länder längere Zeit inaktiv bleiben, wodurch sich ihr Produktionspotenzial reduzieren würde.

Vergangene Krisen liefern einige Anhaltspunkte dafür, welche Auswirkungen die gegenwärtige Krise auf das Produktionspotenzial haben dürfte. In einer Panel-Analyse der Produktionsentwicklung in 190 Ländern stellen Cerra und Saxena (2008) fest, dass mit Finanzkrisen umfangreiche und nachhaltige Produktionseinbußen verbunden waren, wobei die Produktion im Falle von Bankenkrisen innerhalb eines Jahrzehnts tendenziell um 7,5% gegenüber dem Trendwachstum schrumpfte. Basierend auf der gleichen Methodik analysieren Furceri und Mourougane (2009) Daten für 30 OECD-Volkswirtschaften im Zeitraum 1960–2007 und kommen zu dem Ergebnis, dass eine Finanzkrise das Produktionspotenzial innerhalb von fünf Jahren im Durchschnitt zwischen 1,5% (bei Berechnung mittels OECD-Produktionsfunktion) und 2,1% (bei Berechnung mittels Hodrick-Prescott-Filter) reduzieren könnte. Gravierendere Krisen (1977 in Spanien, 1987 in Norwegen, 1991 in Finnland und Schweden sowie 1992 in Japan) hatten diesen Schätzungen zufolge weitaus verheerendere Auswirkungen auf das Produktionspotenzial (3,8%).

Empirische Studien zeigen zudem einen erheblichen negativen Einfluss von Finanzkrisen auf die Wachstumsrate des Produktionspotenzials an. Zum Beispiel untersuchten Haugh et al. (2009) sechs bedeutende Bankenkrisen: 1982 in Spanien, in den 1980er Jahren in den USA, 1991 in Finnland,

Norwegen und Schweden sowie 1997 in Japan. Dieser Analyse zufolge fielen die tatsächlichen Produktionseinbußen in Abschwüngen, die durch eine größere Bankenkrise ausgelöst worden waren, viel höher aus. Durch einen Vergleich der 5-Jahreszeiträume vor und nach Beginn einer Bankenkrise stellten die Autoren fest, dass die Wachstumsrate des Produktionspotenzials krisenbedingt um Werte zwischen 0,9 Prozentpunkten (Norwegen) und 0,3 Prozentpunkten (Schweden) zurückging; Finnland und Japan lagen mit Wachstumseinbußen von 0,5 bzw. 0,4 Prozentpunkten im mittleren Bereich.

Die Auswirkungen der derzeitigen Krise auf das Produktionspotenzial werden weitgehend davon abhängen, wie rasch und wie effektiv die staatlichen Interventionen den Vermittlungsprozess am Kreditmarkt wieder in Gang bringen und wie gut Verzerrungen begrenzt werden können. Initiativen zur Sicherung der Flexibilität der Arbeitsmärkte und zur Ankurbelung des langfristigen Produktivitätswachstums könnten ebenfalls eine wesentliche Rolle bei der Stützung des Produktionspotenzials spielen.

Bibliografie

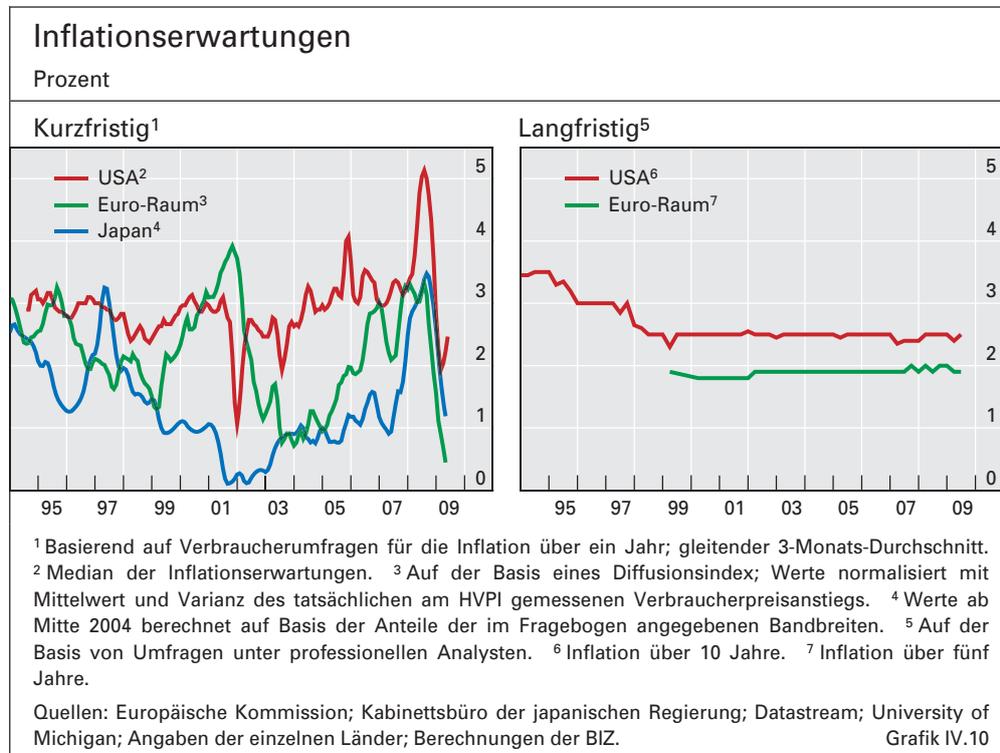
V. Cerra und S. Saxena (2008): „Growth dynamics: the myth of economic recovery“, *American Economic Review*, Vol. 98, Nr. 1, März, S. 439–457.

D. Furceri und A. Mourougane (2009): „The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries“, OECD, *Economics Department Working Papers*, Nr. 699, Mai.

D. Haugh, P. Ollivaud und D. Turner (2009): „The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries“, OECD, *Economics Department Working Papers*, Nr. 683, März.

F. Hayashi und E. Prescott (2002): „The 1990s in Japan: a lost decade“, *Review of Economic Dynamics*, Vol. 5, Nr. 1, Januar, S. 206–235.

Inflationserwartungen zunehmen, wenn private Wirtschaftssubjekte einen Abbau der staatlichen Schuldenlast ohne höhere Inflationsraten für unmöglich halten.⁷



⁷ S. H. Hannoun, „Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?“, Vortrag anlässlich der 44. Konferenz der SEACEN-Zentralbankpräsidenten am 7. Februar 2009 in Kuala Lumpur.

Zusammenfassung

Die weltumspannende Finanzkrise hat zu einer Rezession bisher ungekannten Ausmaßes geführt, die von stark rückläufigen Handelsvolumina, erheblichen Beschäftigungskürzungen und einer massiven Eintrübung des Konsum- und Geschäftsklimas noch verschärft wird. Schwere und Dauer des Abschwungs sind noch nicht absehbar. In den Industrieländern gibt es Anzeichen dafür, dass der seit dem vierten Quartal 2008 verzeichnete rasche Ausgaberrückgang allmählich nachlässt. Angesichts des Bestrebens von privaten Haushalten und Finanzunternehmen, ihre Vermögenspositionen zu konsolidieren, könnte allerdings eine deutliche und nachhaltige Erholung in diesen Ländern schwierig sein. Gleichwohl dürften die beträchtlichen fiskalpolitischen Maßnahmen und die außergewöhnliche Lockerung der Geldpolitik in vielen Ländern dazu beitragen, die jüngste Rezessionsphase zu beenden. Auf kurze Sicht sind die öffentlichen Entscheidungsträger gefordert, eine nachhaltige Erholung zu gewährleisten. Auf mittlere Sicht jedoch müssen sie sicherstellen, dass die ergriffenen Maßnahmen hinreichend angepasst werden, um die langfristigen Inflationserwartungen stabil zu halten.