

III. Zurück zu ausgewogenem Wachstum

Auch fünf Jahre nach Ausbruch der Krise ist das Wachstum der Weltwirtschaft noch unausgewogen. Zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, in denen die Folgen der geplatzten Kredit- und Vermögenspreisblase weiterhin zu spüren sind, zählen insbesondere Irland, Spanien, das Vereinigte Königreich und die USA. Der Einbruch im Bausektor und in anderen mit dem Immobilienmarkt verbundenen Branchen war in Irland und in Spanien besonders gravierend. Diese sektoralen Ungleichgewichte dürften voraussichtlich noch lange am Arbeitsmarkt nachwirken. Da in diesen Ländern viele private Haushalte und Unternehmen Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zu bedienen, lastet auf den jeweiligen Bankensystemen ein enormes Volumen notleidender Kredite. Die private Verschuldung und die Kosten des Schuldendienstes im Verhältnis zum Einkommen steigen auch in einer Reihe von Ländern, in denen die Wohnimmobilienpreise nicht eingebrochen sind; der Anteil notleidender Kredite ist hier allerdings nach wie vor gering. Auf einige Länder, die stark auf exportorientierte Wachstumsstrategien gesetzt haben, dürften demnächst ebenfalls Probleme zukommen.

Im vorliegenden Kapitel werden zuerst die strukturellen Ungleichgewichte erörtert, die korrigiert werden müssen, damit die Wirtschaft auf einen kontinuierlichen Wachstumspfad zurückkehren kann. Danach wird die Verschuldung im privaten Sektor untersucht (für die öffentliche Verschuldung s. Kapitel V). Diese Analyse umfasst sowohl Länder, die eine hausgemachte Finanzkrise erlebt haben, als auch Länder, die von der Krise verschont wurden. Abschließend wird auf die Konsequenzen für die Politik eingegangen.

Strukturelle Anpassung

Viele Länder werden ihre Wachstumsmodelle anpassen müssen. Steigende Immobilienpreise bewirkten in einigen Ländern ein rasantes Wachstum des Bausektors und anderer vom Immobilienmarkt abhängiger Branchen. Diese Ungleichgewichte gilt es zu korrigieren, wenn die betroffenen Volkswirtschaften nachhaltig wachsen sollen. Das Platzen der Blase beim Wohneigentum hat zudem langjährige strukturelle Schwächen aufgedeckt. Dazu gehört z.B. die starke Reglementierung der Güter- und Arbeitsmärkte; in wirtschaftlich guten Zeiten erscheint sie unproblematisch, behindert jedoch eine Anpassung, wenn die Wirtschaft von einem Schock getroffen wird.

Andere Länder haben sich auf Exporte in Länder konzentriert, die künftig ein niedrigeres Wachstum verzeichnen dürften. Auf diese Länder warten andere Herausforderungen. Einige von ihnen sind zumindest in einzelnen Wirtschaftssektoren äußerst wettbewerbsfähig, aber sie sind anfällig gegenüber einer Wachstumsabschwächung bei ihren Handelspartnern.

Arbeitslosigkeit nach dem Platzen der Wohnimmobilienblase

In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die Arbeitslosenzahlen nach wie vor hoch – und das gilt nicht nur für jene Länder, die mit Staatsschuldenproblemen zu kämpfen haben (Kapitel II). Ein Grund für die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit sind Ungleichgewichte zwischen Wirtschaftssektoren. Diese rühren aus der Zeit vor der Krise, doch wird ihr ganzes Ausmaß erst jetzt sichtbar.¹ Während des Wohnimmobilienbooms expandierten Bau-, Immobilien- und Finanzsektor weit schneller als die übrigen Wirtschaftssektoren. In Irland beispielsweise stieg der Anteil des Bausektors an der Gesamtbeschäftigung in den zehn Jahren von 1997 bis 2007 von 8,6% auf 13%; in Spanien erhöhte sich der Anteil im selben Zeitraum von 10% auf 14%. Im Vergleich dazu war der entsprechende Anteil in den USA in diesem Zeitraum relativ stabil – er stieg geringfügig von 4,5% auf 5,2%. Doch während der Großen Rezession schrumpfte der aufgeblähte Bausektor in Irland und in Spanien rasant, und der jeweilige Anteil an der Gesamtbeschäftigung fiel noch unter das Niveau von 1997. Die hohen Arbeitslosenquoten in diesen Ländern zeigen, dass die freigesetzten Arbeitnehmer zumeist keine neue Anstellung gefunden haben. Das wiederum macht deutlich, wie schwierig es sein kann, Ressourcen zwischen den verschiedenen Wirtschaftssektoren umzuverteilen. Dies kann die Erholung der Wirtschaft bremsen.

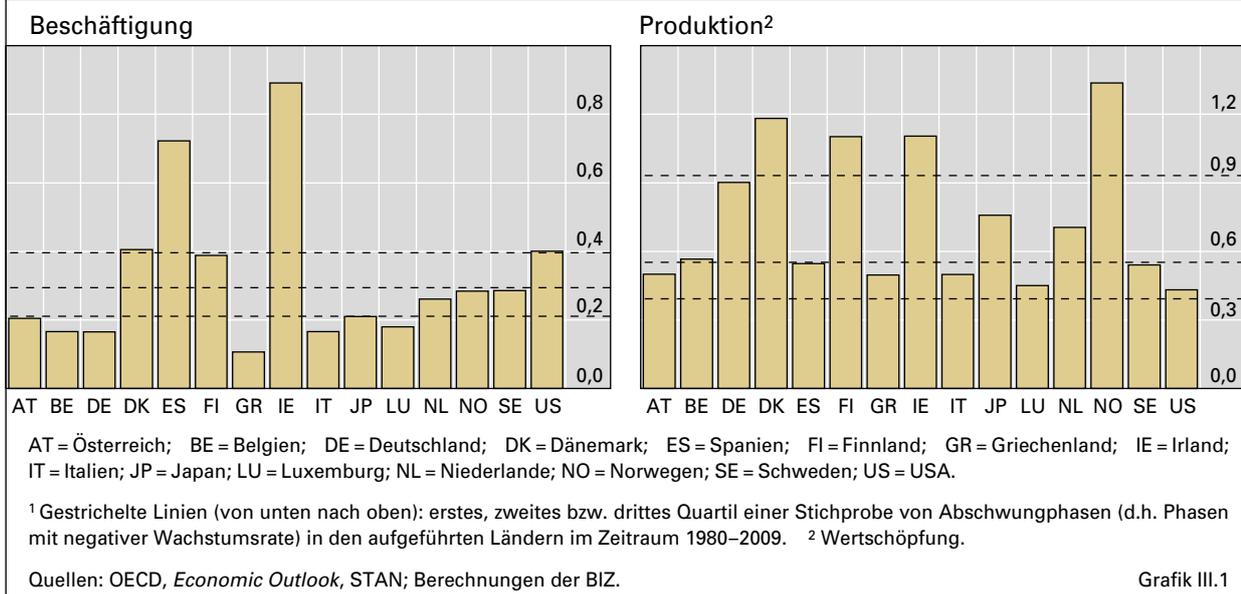
Ungleichgewichte kommen in der Regel dann ans Licht, wenn die Zeiten schwieriger werden. Ein gutes Maß für die sektoralen Ungleichgewichte, die sich in der Boomphase aufgebaut haben, ist daher die Konzentration von Arbeitsplatzverlusten und Produktionseinbußen auf bestimmte Branchen während des darauffolgenden Abschwungs. Branchen, die eine tragbare Größe überschritten haben, schrumpfen nämlich tendenziell am stärksten. So haben sich in Irland und Spanien die Arbeitsplatzverluste nach der Finanzkrise viel stärker auf einzelne Sektoren konzentriert als in Deutschland oder Japan (Grafik III.1 links), wo es keine hausgemachten Wohnimmobilien- und Bau-booms gab, sondern die Krise über Handels- und Finanzkanäle „importiert“ wurde. Tatsächlich konzentrierte sich der Stellenabbau in Irland und Spanien während der Großen Rezession noch weit stärker auf bestimmte Sektoren als in früheren Abschwungphasen (die gestrichelten Linien im Balkendiagramm zeigen die Stichprobenquartile an). Die USA sind in Bezug auf die sektoralen Ungleichgewichte zwischen diesen beiden Ländergruppen einzuordnen.

Die Konzentration der Produktionseinbußen (Grafik III.1 rechts) zeichnet ein etwas anderes Bild als die Konzentration der Arbeitsplatzverluste. Einige Länder mit einer hohen Konzentration von Arbeitsplatzverlusten (z.B. Irland) verzeichneten auch eine hohe Konzentration von Produktionseinbußen; in anderen Ländern war das jedoch nicht der Fall. Die Korrelation zwischen den anhand von Beschäftigung und Produktion ermittelten sektoralen Ungleichgewichten ist mit nicht einmal 0,4 in der Tat eher niedrig. In Ländern wie Deutschland oder Norwegen wiesen die Arbeitsplatzverluste z.B. keine hohe Konzentration auf, während der Abschwung in Bezug auf die Produktion äußerst unausgewogen war. Umgekehrt waren in Spanien die

¹ Siehe auch BIZ, 81. Jahresbericht, Juni 2011, Kapitel II.

Ungleichgewichte zwischen Wirtschaftssektoren bei Beschäftigung und Produktion in der Großen Rezession¹

Konzentration von Arbeitsplatzverlusten und Produktionseinbußen (durchschnittliche absolute Veränderung der Sektorenteile 2008/09); Prozentpunkte



Produktionseinbußen gleichmäßiger auf die einzelnen Wirtschaftssektoren verteilt als die Arbeitsplatzverluste.

Große sektorale Ungleichgewichte sind häufig verbunden mit einer stärkeren Zunahme der Arbeitslosigkeit während eines Abschwungs (Grafik III.2 links). Die sektorale Konzentration der Arbeitsplatzverluste erklärt den Anstieg der Arbeitslosigkeit dann auch besser als das Ausmaß des Produktionsrückgangs (wie es das Okun'sche Gesetz nahelegen würde).² Beispielsweise lag der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Spanien zwischen 2007 und 2009 um 8 Prozentpunkte höher als in Japan. Schätzungen der BIZ zeigen, dass rund 70% dieser Differenz (5,6 Prozentpunkte) auf den unausgewogeneren Abschwung in Spanien zurückzuführen sind. Länderspezifische Unterschiede bei den sektoralen Ungleichgewichten erklären im Durchschnitt 60% der länderspezifischen Unterschiede bei der Veränderung der Arbeitslosigkeit während eines Abschwungs – der Rückgang des BIP erklärt weniger als 20%.

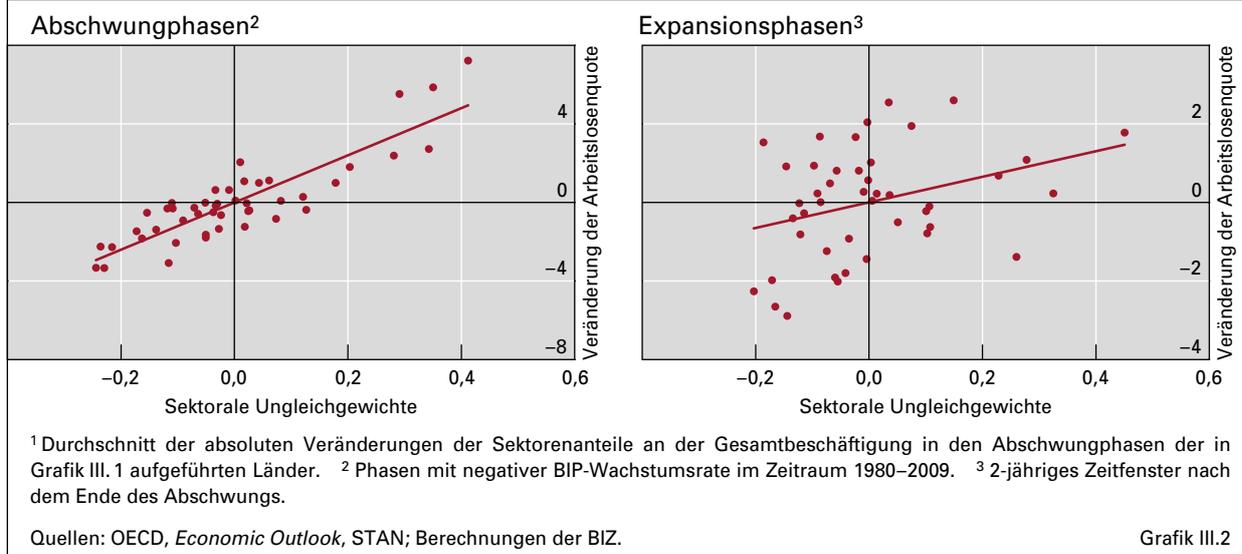
Große sektorale Ungleichgewichte führen aber nicht nur dazu, dass die Arbeitslosigkeit während eines Abschwungs stärker steigt; sie bewirken auch, dass sie in der anschließenden Expansionsphase langsamer zurückgeht (Grafik III.2 rechts).³ Tatsächlich steigt die Arbeitslosigkeit in Ländern mit ausgeprägten Ungleichgewichten auch dann noch an, wenn sich das BIP bereits langsam erholt. Da es wie gesagt sehr schwierig ist, Ressourcen von einem

² Dieses Ergebnis beruht auf einer Regression für einen Querschnitt von OECD-Ländern, die die Veränderung der Arbeitslosenquote während des Abschwungs zu der Veränderung des BIP und der sektoralen Konzentration der Arbeitsplatzverluste in Beziehung setzt. Die Ergebnisse der Regression deuten darauf hin, dass der Anstieg der Arbeitslosigkeit in einem Abschwung weniger dadurch beeinflusst wird, wie tiefgreifend der Abschwung ist, sondern dadurch, wie unausgewogen er ist.

³ Nach der Definition der Autoren umfasst die Expansionsphase die beiden Jahre nach dem Ende eines Abschwungs.

Sektorale Ungleichgewichte¹ und Arbeitslosigkeit

Abweichung vom Stichprobenmittelwert; Prozentpunkte



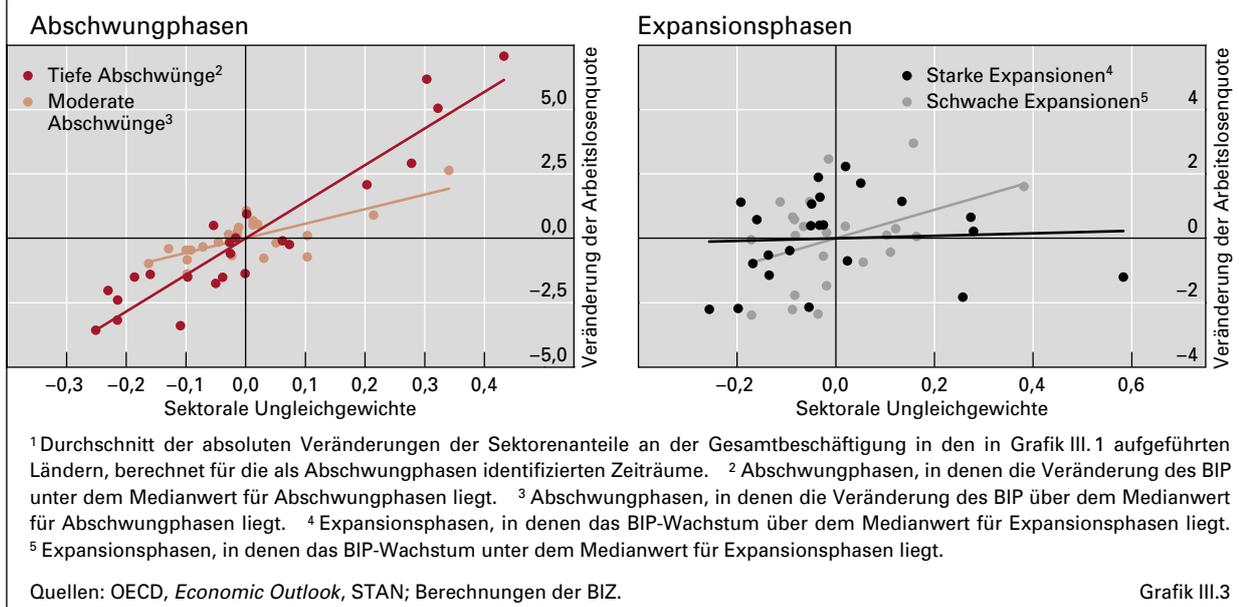
Wirtschaftssektor in einen anderen zu verlagern, überrascht dies eigentlich nicht. Ist der Anstieg der Arbeitslosigkeit während des Abschwungs besonders stark auf bestimmte Sektoren konzentriert, geht die Arbeitslosigkeit in den ersten beiden Jahren der Erholung langsamer zurück. Das gilt selbst dann, wenn das BIP-Wachstum berücksichtigt wird. In Spanien, das neben Irland die höchste Konzentration von Arbeitsplatzverlusten erlebte, nahm in der darauffolgenden Erholung die Arbeitslosigkeit sogar zu. Die Ergebnisse der Regression lassen auch darauf schließen, dass bei sonst gleichen Bedingungen in der jüngsten Expansionsphase die Arbeitslosigkeit in den USA um zusätzlich 1,3 Prozentpunkte gesunken wäre, wenn die sektorale Verteilung der Arbeitsplatzverluste in etwa derjenigen in Deutschland entsprochen hätte.

Die Auswirkungen sektoraler Ungleichgewichte auf die Arbeitslosigkeit sind besonders groß bei ausgeprägten Abschwüngen und schwachen Erholungsphasen (Grafik III.3). Bei der Erklärung der Arbeitslosigkeit in Abschwungphasen scheint das BIP-Wachstum demnach nur eine indirekte Rolle zu spielen, und zwar indem es die Kosten sektoraler Ungleichgewichte erhöht. In Expansionsphasen dagegen kommt dem BIP-Wachstum eine sowohl direkte als auch indirekte Erklärungsfunktion zu. Ein höheres BIP-Wachstum in Expansionsphasen lässt die Arbeitslosigkeit rascher zurückgehen, selbst bei beträchtlichen sektoralen Ungleichgewichten. Ungleichgewichte kommen nur in schwachen Expansionen zum Tragen, wo sie den Rückgang der Arbeitslosigkeit zusätzlich verlangsamen.

Ein schwerer Abschwung und beispiellose sektorale Ungleichgewichte sind folglich die denkbar schlechteste Konstellation für die Arbeitsmarktentwicklung der kommenden Jahre. Leider entspricht dies der Ausgangslage von Irland, Spanien und den USA. Diese drei Länder erlebten einen unausgewogenen Abschwung, gefolgt von einer schwachen Erholung. Das erklärt zum Teil, warum die Arbeitslosigkeit dort immer noch so hoch ist. In Zukunft

Sektorale Ungleichgewichte¹ und Arbeitslosigkeit, nach Veränderung des BIP

Abweichung vom Stichprobenmittelwert; Prozentpunkte



könnte diese Konstellation großer sektoraler Ungleichgewichte und einer zögerlichen Erholung zu einer lang anhaltenden Phase hoher Arbeitslosigkeit führen.

Auslandsnachfrage als zentraler Wachstumsmotor

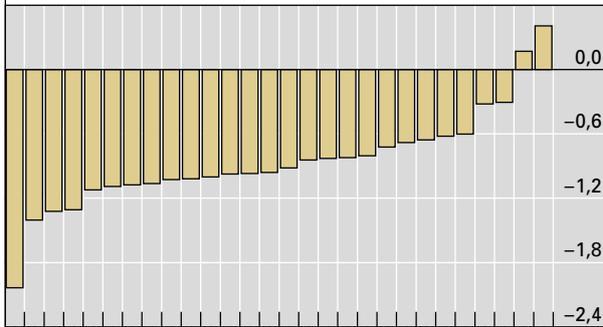
Für viele Volkswirtschaften gehen die Prognosen von einem über längere Zeit schleppenden Wachstum aus, und Exporte in solche Volkswirtschaften werden künftig nicht für die gleiche Wachstumsdynamik sorgen wie in der Vergangenheit. Jene Länder, die bisher auf exportorientierte Wachstumsmodelle gesetzt haben, werden also stärker auf die Inlandsnachfrage abstellen müssen. Das linke Feld von Grafik III.4 zeigt, dass aus einer repräsentativen Stichprobe von 28 aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur zwei Länder damit rechnen können, dass ihre Handelspartner im Zeitraum 2011–15 schneller wachsen als von 2003 bis 2007.⁴ Alle übrigen Länder werden sich darauf einstellen müssen, dass sich das Wachstum in ihren Exportmärkten (teilweise erheblich) verschlechtert, sofern die Prognosen eintreffen. Auf Länder wie Russland oder Indien könnten schwierige Zeiten zukommen, wenn ihre Handelspartner – die Ukraine und die Türkei im Falle Russlands sowie Länder des Nahen Ostens im Falle Indiens – im Zeitraum 2011–15 wie erwartet langsamer wachsen. Schwierige Zeiten könnten auch den meisten europäischen Ländern bevorstehen: Sie sind mit Blick auf den Handel untereinander stark verflochten, und die Wachstumsprognosen für Europa sind deutlich nach unten korrigiert worden.

⁴ Der erwartete Rückgang des Produktionswachstums wird geschätzt anhand eines Vergleichs der durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate in den 30 wichtigsten Exportmärkten im Zeitraum 2003–07 mit den Prognosen für den Zeitraum 2011–15.

Reagibilität des Wachstums gegenüber Nettoexporten

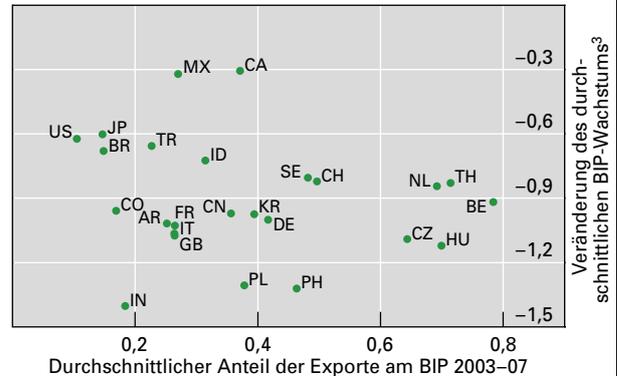
Prozentpunkte

Erwartete Veränderung des durchschnittlichen BIP-Wachstums der Handelspartner¹



RU PH HU GB FR DE CN BE TH SE BR US MX CL
IN PL CZ IT AR KR CO NL CH ID TR JP CA ZA

Exporte als Anteil am BIP und erwartete Veränderung des durchschnittlichen BIP-Wachstums der Handelspartner²



AR = Argentinien; BE = Belgien; BR = Brasilien; CA = Kanada; CH = Schweiz; CL = Chile; CN = China; CO = Kolumbien; CZ = Tschechische Republik; DE = Deutschland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IN = Indien; IT = Italien; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexiko; NL = Niederlande; PH = Philippinen; PL = Polen; RU = Russland; SE = Schweden; TH = Thailand; TR = Türkei; US = USA; ZA = Südafrika.

¹ Im Zeitraum 2011–15 gegenüber 2003–07. Handelspartner = 30 größte Abnehmerländer für die Exporte der aufgeführten Länder. BIP-Wachstum berechnet als Durchschnitt des BIP-Wachstums der einzelnen Handelspartner, gewichtet mit dem jeweiligen Exportanteil. Stichprobe 2011–15: gewichtet mit dem jeweiligen Exportanteil im Jahr 2009, mangels neuerer verfügbarer Daten. ² Ohne Chile, Russland und Südafrika. ³ Der Handelspartner im Zeitraum 2011–15 gegenüber 2003–07.

Quellen: IWF, *Direction of Trade Statistics* und *World Economic Outlook*; Berechnungen der BIZ.

Grafik III.4

Je stärker die Wirtschaft vom Export abhängt, desto mehr wird das betreffende Land leiden, wenn das Wachstum in seinen Abnehmerländern zurückgeht. Im rechten Feld von Grafik III.4 werden daher der erwartete Rückgang des Wachstums der Auslandsnachfrage (s. linkes Feld) und der durchschnittliche Anteil der Exporte am BIP im Zeitraum 2003–07 einander gegenübergestellt. Natürlich hängt die Wirkung auf das Wirtschaftswachstum auch vom Importanteil der Exporte ab, für den nur begrenzt Daten verfügbar sind. In der Darstellung lassen sich zwei Ländergruppen unterscheiden:

Die erste Gruppe umfasst kleine offene Volkswirtschaften, in denen der Anteil der Exporte am BIP hoch ist (über 60%) und die mit einem deutlichen Rückgang des Wachstums ihrer Handelspartner rechnen müssen. Dazu zählen Belgien, die Niederlande, Thailand, die Tschechische Republik und Ungarn. Beispielsweise geht rund ein Fünftel der Exporte Thailands in Länder, deren Wachstumsrate den Erwartungen zufolge im Zeitraum 2011–15 um nicht weniger als 2 Prozentpunkte gegenüber 2003–07 abnehmen wird.

Die zweite Gruppe umfasst Länder, die relativ immun sein dürften gegenüber den Entwicklungen im Ausland, entweder weil es große Volkswirtschaften sind, in denen die Exporte lediglich einen kleinen Anteil am BIP ausmachen – wie die USA, Japan oder Brasilien – oder weil nur ein mäßiger Rückgang des Wachstums ihrer Auslandsnachfrage erwartet wird (dies gilt etwa für Indonesien, Kanada, Mexiko und die Türkei). Insbesondere Kanada, Mexiko und die USA könnten weitgehend verschont bleiben von den unangenehmen Folgen eines schleppenden Wachstums in anderen Ländern; sie

treiben untereinander intensiv Handel, und viele Analysten stellen ihnen ein relativ robustes Wachstum in Aussicht.

China und die größten westeuropäischen Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und das Vereinigte Königreich) liegen zwischen diesen beiden Gruppen. Sie dürften sich zwar mit einem deutlichen Rückgang des Wachstums ihrer Handelspartner konfrontiert sehen (um etwa 1 Prozentpunkt), doch machen Exporte nicht mehr als rund 40% ihres jeweiligen BIP aus. Dadurch werden sich die negativen Auswirkungen einer langsamer wachsenden Auslandsnachfrage in Grenzen halten. Von diesen fünf Ländern dürfte Deutschland am anfälligsten sein.

Tragbarkeit der Verschuldung

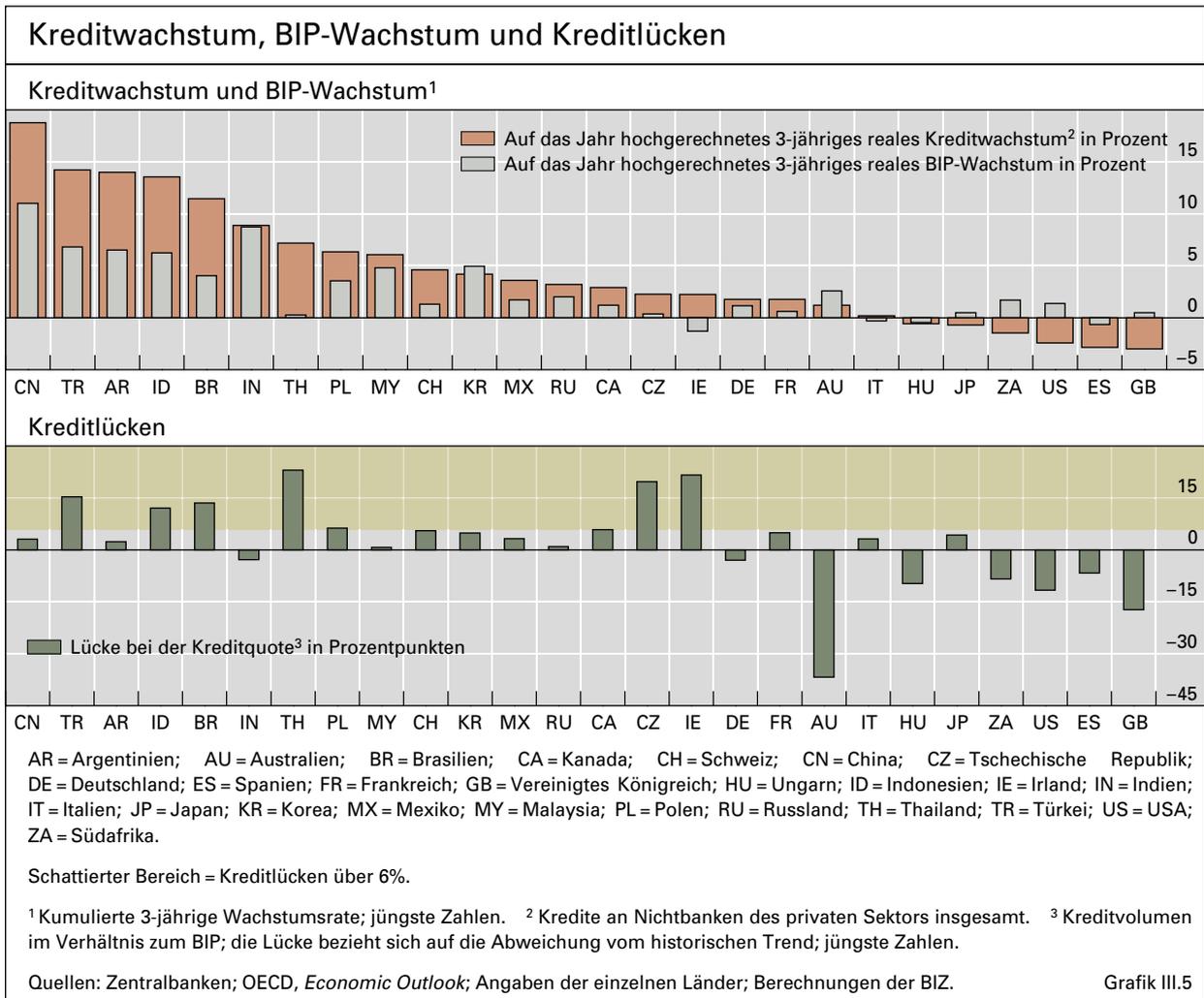
Untragbar hohe Schulden waren letztlich die Ursache der Finanzkrise, und es gibt wenig Anzeichen dafür, dass sich die Lage seither wesentlich verbessert hätte. Die Messgrößen für die Tragfähigkeit der Verschuldung haben sich in denjenigen Ländern kaum verbessert, die im Zentrum der Finanzkrise standen; in vielen anderen Ländern haben sie sich sogar verschlechtert.

In Irland, Spanien, den USA und dem Vereinigten Königreich – Ländern, die einen Boom-Bust-Zyklus beim Wohneigentum erlebt haben – liegen die Wohnimmobilienpreise deutlich unter ihrem Vorkrisenniveau. Gleichzeitig tun sich viele private Haushalte und Unternehmen schwer damit, die während des Booms aufgenommenen Schulden zu tilgen.⁵ Aggregierte Zahlen lassen darauf schließen, dass die privaten Haushalte in Spanien, den USA und dem Vereinigten Königreich beim Schuldenabbau einige Fortschritte gemacht haben. In Irland ist die Verschuldungsquote nach wie vor hoch, da umfangreiche Schuldentilgungen durch einen entsprechenden Rückgang des verfügbaren Einkommens aufgehoben wurden. Die Nichtfinanzunternehmen in Irland, Spanien und dem Vereinigten Königreich haben beim Schuldenabbau weit weniger Fortschritte gemacht. Da in den USA die Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen während des Wohnimmobilienbooms relativ konstant geblieben ist, scheint nach dem Platzen der Blase kein genereller Schuldenabbau notwendig zu sein.

Allerdings könnten die aggregierten Verschuldungsquoten ein allzu positives Bild zeichnen. Detailliertere Daten für die USA deuten darauf hin, dass der Schuldenabbau dort nicht durch Abschreibungen von untragbaren Schulden erfolgte.⁶ Verantwortlich dafür war vielmehr, dass weniger private Haushalte ihre Hypothekenverschuldung erhöhten (beispielsweise durch Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum) und dass deutlich weniger neue Hypothekenkredite vergeben wurden. Die geringe Kreditaufnahme für den erstmaligen Erwerb von Wohneigentum führt zu einer schwachen Tätigkeit am

⁵ Für eine Erörterung des Schuldenabbaus im privaten Sektor (ohne Finanzsektor) s. BIZ, 81. Jahresbericht, Juni 2011, S. 27–31.

⁶ Die Abschreibungen waren umfangreich, doch sie führten nicht eins zu eins zu einem Abbau der Verschuldung, weil nach dem Verkauf von Immobilien oft eine neue Hypothek ausgestellt wird. Aus diesem Grund wird aus aggregierten Daten nicht ersichtlich, inwieweit Abschreibungen zu einer Veränderung der Verschuldung privater Haushalte beigetragen haben.



Markt für Wohneigentum, was wiederum den Überhang an zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien widerspiegelt. In der Tat ist der Anteil derjenigen privaten Haushalte kaum gesunken, die nach eigener Aussage mit mehr oder weniger großer Wahrscheinlichkeit nicht imstande sein werden, im Verlauf des nächsten Jahres ihre Hypothekenzahlungen zu leisten. Dadurch wird deutlich, wie begrenzt die Fortschritte beim Abbau der Schuldenstände waren.⁷ Für Irland, Spanien und das Vereinigte Königreich liegen zwar keine vergleichbaren Daten vor, doch lässt die geringe Zahl von Wohnimmobilienkäufen und -verkäufen auf zahlreiche Parallelen schließen. Dafür spricht auch die Tatsache, dass die Abschreibungen auf Schulden privater Haushalte in diesen drei Ländern noch unter denen der USA lagen.

In den vier Ländern, die zusätzlich zur Finanzkrise einen Einbruch der Preise von Wohnimmobilien verzeichneten, ist die Verschuldung in Relation zum BIP gesunken. In vielen anderen Ländern ist sie jedoch weiter gestiegen (Grafik III.5 oben). In einigen der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften

⁷ Siehe N. Bhutta, „Mortgage debt and household deleveraging: accounting for the decline in mortgage debt using consumer credit record data“, Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, 2012–14, sowie K. Dynan, „Is a household debt overhang holding back consumption?“, Brookings Institution, 2012, Mimeo.

hat das Kreditvolumen in den letzten Jahren zu wachsen begonnen. In China beispielsweise ist das reale Kreditvolumen in den vergangenen drei Jahren um fast 20% pro Jahr gestiegen, zuletzt allerdings mit rückläufiger Tendenz. In der Türkei, Argentinien, Indonesien und Brasilien wuchs das reale Kreditvolumen ebenfalls weit rascher als das BIP; in den letzten drei Jahren hat sich dieses Wachstum sogar noch beschleunigt. Doch auch außerhalb der aufstrebenden Volkswirtschaften nimmt das Kreditvolumen rasant zu. Betroffen sind etliche fortgeschrittene Länder, die zwar keinen Wohnimmobilien- oder Kreditboom erlebt haben, deren Bankensysteme aber dennoch in Schwierigkeiten stecken (z.B. Frankreich, Italien und die Schweiz). Dort haben die privaten Haushalte in beträchtlichem Umfang neue Kredite aufgenommen und damit vor allem Immobilienkäufe finanziert. Nur in Deutschland ist die Verschuldungsquote der privaten Haushalte weiter gesunken.

Eine dynamische Kreditentwicklung ist nicht zwangsläufig schlecht. Die Finanzsysteme vieler aufstrebender Volkswirtschaften sind nach wie vor relativ wenig entwickelt, und zahlreiche private Haushalte und Unternehmen haben keinen Zugang zu den offiziellen Kreditmärkten. Einer raschen Kreditexpansion könnten daher ebenso Fortschritte bei der Entwicklung des Finanzsektors wie Finanzexzesse zugrunde liegen. Und sogar in fortgeschrittenen Volkswirtschaften lässt ein rasantes Kreditwachstum allein noch nicht unbedingt auf entstehende Schwächen des Finanzsystems schließen.

Allerdings erfordert die Vertiefung des Finanzsektors Zeit. Ein Kreditwachstum, das die Finanzinstitute bei der Prüfung und Verarbeitung der Kredite überfordert, kann zu schlechten Kreditentscheidungen und finanziellen Anspannungen führen, selbst wenn der Anteil des Kreditvolumens am BIP gering ist. Ebenso kann ein aufgeblähter Finanzsektor unverhältnismäßig viele qualifizierte Arbeitskräfte absorbieren, was wiederum die Entwicklung anderer Wirtschaftssektoren hemmt.⁸

Leider gibt es keine schlüssige Methode, um finanzielle Ungleichgewichte von einer Vertiefung im Finanzsektor und dem damit einhergehenden rasanten, aber tragfähigen Kreditwachstum zu unterscheiden. Ein Kreditwachstum, das deutlich über seinem langfristigen Trend liegt und zu einer sog. Kreditlücke führt, ist jedoch häufig Vorbote einer Finanzkrise. Derzeit weisen mehrere (jedoch nicht alle) Länder mit rasantem Kreditwachstum Kreditlücken von über 6% auf – Werte, die in der Vergangenheit oft ernstzunehmende finanzielle Probleme ankündigten (Grafik III.5 unten).⁹

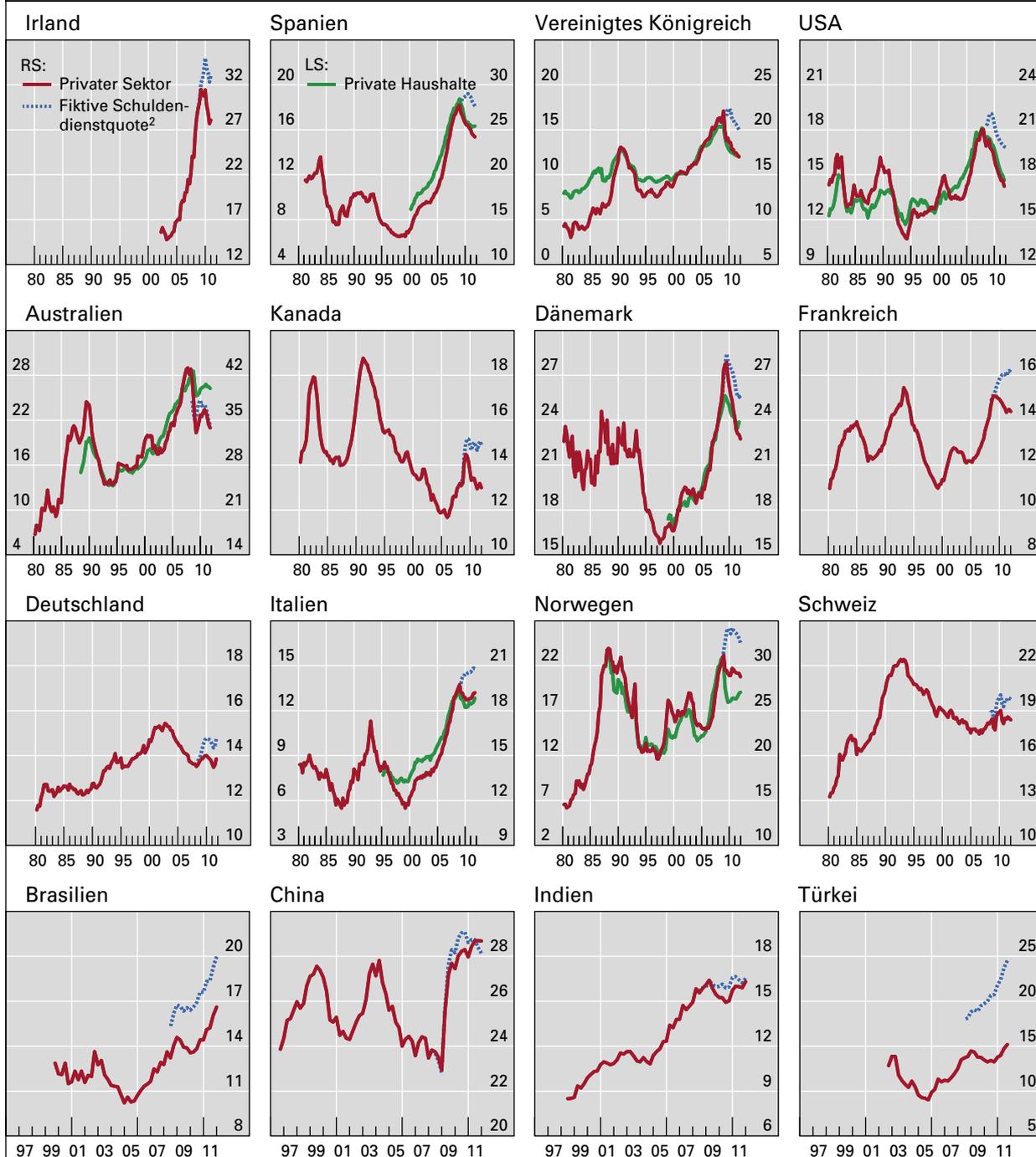
Auch die Vermögenspreise scheinen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend überhöht. An einigen wichtigen Standorten Brasiliens haben sich die Immobilienpreise seit Beginn der Krise nahezu verdoppelt. In China war der Preisanstieg bei Immobilien noch massiver: Die Grundstückspreise in Beijing und Shanghai haben sich seit 2004 fast verfünffacht. In

⁸ Siehe S. Cecchetti und E. Kharroubi, „Reassessing the impact of finance on growth“, BIZ, Januar 2012, Mimeo.

⁹ Die Kreditlücken werden berechnet als Differenz zwischen den ausstehenden Schulden in Relation zum BIP und ihrem langfristigen Trend. Dabei wird ein Hodrick-Prescott-Filter mit hohem Glättungsparameter verwendet. Einzelheiten dazu s. C. Borio und M. Drehmann, „Assessing the risk of banking crises – revisited“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009, S. 29–46.

Schuldendienstquote¹ des Privatsektors und der privaten Haushalte in ausgewählten Volkswirtschaften

Prozent



¹ Summe der Zinszahlungen und Tilgungen, dividiert durch das Einkommen. Höhere Quoten deuten auf eine höhere Anfälligkeit der Schuldner gegenüber negativen Einkommensschocks hin. ² Tatsächlicher Schuldenstand und 75%-Quantil der Verteilung der Zinssätze seit dem 1. Quartal 2000.

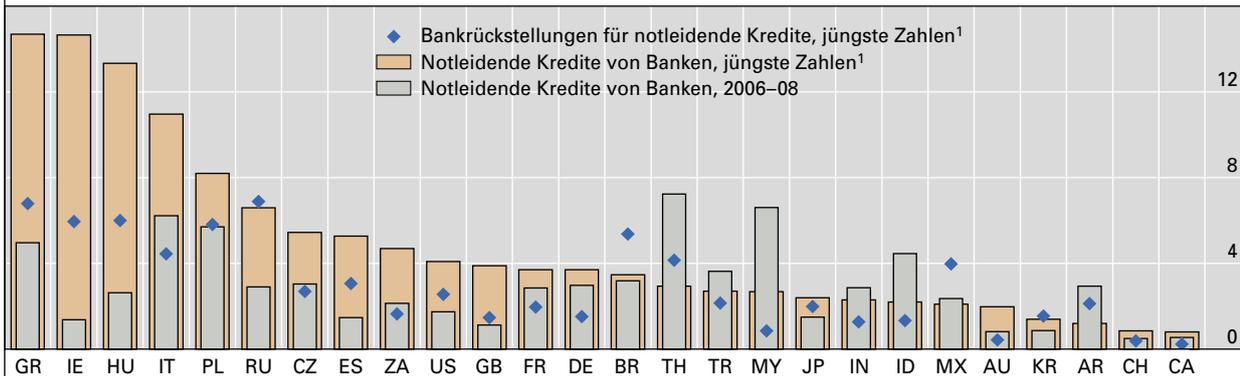
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik III.6

anderen Regionen sind die Preise nicht ganz so drastisch, in vielen Fällen aber immer noch deutlich gestiegen (Kapitel II). In all diesen aufstrebenden Volkswirtschaften scheinen sich Ungleichgewichte hauptsächlich innerhalb bestimmter Regionen oder Marktsegmente aufzubauen, beispielsweise bei

Bankrückstellungen und notleidende Kredite

In Prozent der gesamten Kredite



AR = Argentinien; AU = Australien; BR = Brasilien; CA = Kanada; CH = Schweiz; CZ = Tschechische Republik; DE = Deutschland; ES = Spanien; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; GR = Griechenland; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IE = Irland; IN = Indien; IT = Italien; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; PL = Polen; RU = Russland; TH = Thailand; TR = Türkei; US = USA; ZA = Südafrika.

¹ Deutschland, Italien, Japan, Korea und Schweiz: 2010; alle anderen Länder: 2011.

Quellen: IWF, *Financial Soundness Indicators*; Berechnungen der BIZ.

Grafik III.7

Top-Immobilien in China. Daraus folgt jedoch nicht, dass ein mögliches Platzen von Blasen weniger Schaden im Finanzsystem anrichten würde, weil sich die Hypothekenkredite auf die gleiche Region oder dasselbe Marktsegment konzentrieren können.

Messgrößen für die Kosten des Schuldendienstes deuten ebenfalls darauf hin, dass die hohen Schuldenstände zum Problem werden könnten. In Brasilien, China, Indien und der Türkei wenden die privaten Haushalte und Unternehmen für ihren Schuldendienst Beträge auf, die in Relation zum BIP gemessen so hoch sind wie seit Ende der 1990er Jahre nicht mehr bzw. knapp unter den damaligen Höchstständen liegen. Diese Beträge könnten noch wachsen, sollten die Zinssätze von ihren derzeit niedrigen Niveaus ansteigen (Grafik III.6).¹⁰ In der Regel nimmt der private Sektor vermehrt Kredite auf, wenn die Zinsen niedrig sind. Steigen diese dann wieder an, können höhere Kosten für den Schuldendienst einen schmerzhaften Schuldenabbau auslösen. Wiederum sind es nicht nur die aufstrebenden Volkswirtschaften, die hohe Schuldendienstquoten aufweisen. Die Messgrößen für Frankreich, Italien und Norwegen sind so hoch wie seit 30 Jahren nicht mehr bzw. liegen knapp unter den damals erreichten Höchstständen. In den in Grafik III.6 aufgeführten Ländern hat ein Großteil der Schulden relativ kurze Laufzeiten (die wichtigste Ausnahme ist die Hypothekenverschuldung in den USA und, in geringerem Maße, in Deutschland und Frankreich). Die Kosten für den Schuldendienst könnten also in die Höhe schnellen, wenn die Zinssätze auf

¹⁰ Die verwendeten Messgrößen für die Schuldendienstquoten sind Schätzungen, die auf recht ungenauen Angaben über Kreditlaufzeit und durchschnittlich zu zahlende Zinssätze beruhen. Für Länder, in denen keine entsprechenden Angaben veröffentlicht werden, wird die aktuelle Schuldenquote mit einem gewichteten Durchschnitt der kurzfristigen Zinssätze multipliziert. Diese Methode erweist sich auch als recht effektiv bei der Messung der Kosten für den Schuldendienst in Ländern, für die bessere Daten vorliegen.

Niveaus zurückkehren, wie sie in den jüngsten Zinszyklen zu beobachten waren (in Grafik III.6 durch gepunktete Linien dargestellt).

Das rasante Kreditwachstum in den aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die einen Kreditboom erleben, hat das Volumen notleidender Kredite bisher nicht signifikant zunehmen lassen. Der Anteil solcher Kredite am gesamten Kreditvolumen liegt in diesen Ländern im Allgemeinen weiterhin in etwa auf oder unter dem Durchschnittswert vor der Krise (Grafik III.7). Das gilt selbstverständlich nicht für Länder mit hohen Renditenaufschlägen wie Griechenland, Irland, Italien und Spanien. Ebenso wenig gilt dies für einige aufstrebende Länder Europas, wie z.B. Polen, Russland, die Tschechische Republik und Ungarn. Dennoch lehrt die Erfahrung, dass notleidende Kredite bestenfalls gleichlaufende Indikatoren finanzieller Probleme sind und keine Frühindikatoren.¹¹

Herausforderungen für die Politik

Dieses Kapitel hat drei strukturelle Aspekte beleuchtet, die zu verhindern scheinen, dass die Weltwirtschaft auf einen stabilen Wachstumspfad einschwenken kann. Der erste Aspekt sind die Nachwirkungen der sektoralen Ungleichgewichte, die während der Immobilien- und Kreditbooms vor der Finanzkrise entstanden sind. Der zweite Aspekt ist eine ungesunde Abhängigkeit von Exportmärkten, die in den kommenden Jahren langsamer wachsen dürften. Der dritte Aspekt sind untragbar hohe Schuldenstände: Einerseits gibt es Schuldenüberhänge in Ländern, in denen es zu einem Boom-Bust-Zyklus im Immobiliensektor gekommen ist; andererseits erleben einige von der Finanzkrise verschonte Länder nun einen rasanten Anstieg des Kreditvolumens und der Immobilienpreise. Im Folgenden werden die Herausforderungen beleuchtet, die sich aus diesen drei Aspekten ergeben.

Die erste Herausforderung sind Wohnimmobilien- und Kreditbooms. Sie führen zu einer Fehlallokation von Ressourcen, deren Korrektur langwierig sein kann. Die aufgeblähten immobilienabhängigen Sektoren müssen schrumpfen, was die Arbeitslosigkeit tendenziell steigen lässt. Schrumpfende Sektoren zu stützen mag zwar auf kurze Sicht Erleichterung bringen. Langfristig beeinträchtigt dies jedoch das Wachstum, weil es eine effiziente Umverteilung von Ressourcen bremst oder die öffentliche Verschuldung erhöht. Im Voraus zu erkennen, welche Sektoren künftig Wachstumsmotoren sein werden, ist schwierig, wenn nicht gar unmöglich. In einigen Ländern lassen hohe Leistungsbilanzdefizite vor der Krise¹² allerdings darauf schließen, dass eine Verlagerung hin zu jenen Sektoren vorteilhaft wäre, die handelbare Güter produzieren oder Dienstleistungen erbringen. Eine entsprechende Anpassung dürfte leichter vonstatten gehen, wenn Beschränkungen auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten aufgehoben werden.¹³ Soziale Sicher-

¹¹ Siehe C. Borio und M. Drehmann, „Towards an operational framework for financial stability: „fuzzy“ measurement and its consequences“, *BIS Working Papers*, Nr. 284, Juni 2009.

¹² Siehe BIZ, *81. Jahresbericht*, Juni 2011, Kapitel III.

¹³ Eine Aufzählung der Hemmnisse für eine sektorale Umverteilung von Ressourcen findet sich in OECD, *Economic Policy Reforms: Going for Growth 2012*, 2012.

heitsnetze sind in Zeiten des Umbruchs besonders wichtig. In vielen Ländern aber sind sie angesichts der prekären Lage der öffentlichen Finanzen zum Zerreißen gespannt (Kapitel V).

Die zweite Herausforderung besteht darin, sich vom exportgestützten Wachstumsmodell zu verabschieden und das Wachstum auf eine breitere Basis zu stellen. Das bedarf tiefgreifender struktureller Anpassungen, die nicht über Nacht umgesetzt werden können. Am vielversprechendsten ist hier, zuallererst das verzerrte Anreizgefüge in der Wirtschaft abzubauen, das den Exportsektor gegenüber der Produktion für den Binnenkonsum begünstigt. Die offensichtlichsten Beispiele solcher Verzerrungen sind künstlich unterbewertete Wechselkurse und (direkte oder indirekte) Exportsubventionen.¹⁴ Weniger offensichtlich, doch wahrscheinlich nicht weniger bedeutsam sind übermäßige (oder schlicht ineffiziente) Vorschriften, die binnenwirtschaftliche Aktivitäten behindern. Kredit- und Vermögenspreise anzuheizen ist aber nicht das richtige Rezept zur Belebung der Inlandsnachfrage, da so neue, nicht minder schädliche Verzerrungen entstehen.

Die dritte Herausforderung ist der Abbau einer untragbar hohen Verschuldung. In denjenigen Ländern, die im Epizentrum der Krise standen, machen die hohen Bestände an Problemkrediten deutlich, dass ein wesentlicher Teil der Schuldenlast nicht tragfähig ist. Das bremst das Wachstum auf mindestens zweierlei Weise: Erstens hat sich die Sparneigung der privaten Haushalte in den Ländern erhöht, die einen Boom-Bust-Zyklus beim Wohneigentum erlebt haben. Dadurch wird das Wachstum so lange beeinträchtigt, bis sich ein neues Gleichgewicht eingestellt hat. Zweitens sind Finanzinstitute mit belasteten Bilanzen nur begrenzt fähig, neue Kredite für rentable Projekte zu vergeben (Kapitel IV). Die Herausforderung besteht darin, Banken und andere Kreditinstitute dazu zu motivieren, ihre Verluste vollständig auszuweisen und Kredite abzuschreiben (Kasten). Die Bankbilanzen zu sanieren ist auch wichtig, damit die Wirtschaft mit einem stetigen Kreditfluss versorgt werden kann, insbesondere dann, wenn beträchtliche Umverteilungen von Ressourcen zwischen den Wirtschaftssektoren anstehen.¹⁵ Um diesen Prozess zu unterstützen, könnte es durchaus nötig sein, die Bilanzen des öffentlichen Sektors zu beanspruchen.

Eine untragbare Verschuldung könnte auch einigen Ländern zum Verhängnis werden, die ein im historischen Vergleich rasantes Kreditwachstum erleben. Um das zu verhindern, ist zweierlei notwendig: Erstens muss die Wachstumsrate des Kreditvolumens so begrenzt werden, dass die Banken noch in der Lage sind, eine gründliche Bonitätsprüfung vorzunehmen. Zweitens müssen Banken und andere Finanzinstitute auf eine ausreichend solide Basis gestellt werden, damit sie einen vorübergehenden Anstieg notleidender Aktiva verkraften können. In einer Zeit, in der die Zinssätze in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften niedrig sind und die aufstrebenden

¹⁴ Natürlich sind staatliche Maßnahmen nicht der einzige Auslöser von Wechselkursverzerrungen. Eine in bester Absicht durchgeführte antizyklische Geldpolitik kann gleichermaßen zu verzerrten Wechselkursen führen.

¹⁵ Siehe T. Hoshi und A. Kashyap, „Will the US bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan“, *Journal of Financial Economics*, Nr. 97, 2010, S. 398–417, sowie C. Borio, B. Vale und G. von Peter, „Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?“, *BIS Working Papers*, Nr. 311, Juni 2010.

Volkswirtschaften hohe Kapitalzuflüsse verzeichnen, steht die Geldpolitik vor einem Dilemma. Niedrige Zinssätze werden einen Kreditboom natürlich nicht bremsen; gleichzeitig könnten hohe Zinssätze aber zu noch stärkeren Kapitalströmen führen und damit einen Kreditboom im Inland weiter anheizen. Eine Möglichkeit ist, Zinserhöhungen durch makroprudenzielle Maßnahmen zu ergänzen, z.B. durch höhere Eigenkapitalquoten oder niedrigere Beleihungsquoten. Selbst wenn diese Maßnahmen das Kreditwachstum nicht nennenswert bremsen können, stärken sie zumindest die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber den Folgen eines Platzens der Kreditblase.

In diesem Kapitel wurden strukturelle Probleme erörtert und diesbezügliche Lösungen aufgezeigt. Nicht eingegangen wurde auf die Vertrauenskrise, die derzeit viele Volkswirtschaften, insbesondere im Euro-Raum, erschüttert. Strukturelle Probleme zu beseitigen ist in einer Vertrauenskrise schwieriger, aber auch wichtiger als in besseren Zeiten. Es ist schwieriger, weil die Arbeitslosigkeit bereits hoch ist und die öffentlichen Finanzmittel knapp sind, mit denen die kurzfristigen Anpassungskosten abgeschwächt werden könnten. Und es ist wichtiger, weil sich das Vertrauen kaum wieder einstellen wird, solange die Regierungen die strukturellen Probleme nicht in den Griff bekommen.

Verringerung der Verschuldung der privaten Haushalte auf ein tragfähiges Niveau

Im Haupttext wird argumentiert, dass die Erholung sich erst dann selbst tragen kann, wenn die Verschuldung der privaten Haushalte auf ein Niveau gedrückt wird, von dem aus sie auch wirklich getilgt werden kann. Es wäre daher äußerst kostspielig, darauf zu spekulieren, dass sich das Problem im Zuge eines Konjunkturaufschwungs von selbst löst. In diesem Kasten wird gezeigt, wie die Behörden eine Umschuldung bei Hypothekenkrediten anregen könnten, die einen Großteil der nicht tragbaren Schulden ausmachen.

Zunächst könnten die Behörden die Kreditgeber dazu anhalten, Verluste auszuweisen und Kredite zu Marktpreisen neu zu bewerten. Dadurch sinkt der Anreiz für Endloskredite, bei denen für fällige Beträge Anschlussfinanzierungen gewährt werden. Außerdem sinken für Kreditgeber die zusätzlichen Kosten, die aus Schuldennachlässen oder Zwangsvollstreckungsverfahren entstehen.

Anschließend könnten die Behörden Anreize für Kreditgeber schaffen, Kredite umzuschulden und damit den Schuldnern eine realistische Chance zu geben, ihre Schulden zu tilgen. Die Erfahrung lehrt, dass Kreditgeber Umschuldungen selbst dann zurückhaltend gegenüberstehen, wenn die resultierenden Abschreibungen vollständig oder zumindest überwiegend durch Rückstellungen abgedeckt wären. Stattdessen ziehen sie es oft vor abzuwarten, bis der Zahlungsausfall des Schuldners sie dazu zwingt, die als Sicherheit gestellte Immobilie zu verwerten. In den USA unterlagen Anfang 2012 1,9 Mio. Häuser einer Zwangsvollstreckung. Dieser Wert liegt nur knapp unter dem Höchststand von über 2 Mio. Ende 2009. Aus Sicht des einzelnen Kreditgebers mag eine Zwangsvollstreckung die beste Option sein; für die Allgemeinheit verursacht sie jedoch hohe Kosten. Bei Zwangsversteigerungen wird in der Regel ein erheblich geringerer Preis erzielt als bei freiwilligen Verkäufen. Das ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass leerstehende Häuser bis zur Vollstreckung Ziel von Vandalismus sind oder durch andere Faktoren an Wert verlieren.⁹ Eine hohe Konzentration von Zwangsvollstreckungen in einem Wohngebiet kann auch die Preise für Wohnimmobilien in der unmittelbaren Nachbarschaft unter Druck setzen und dazu führen, dass eigentlich solide Kredite gefährdet sind.

Für die Zurückhaltung der Kreditgeber in Bezug auf Umschuldungen oder Schuldennachlässe gibt es verschiedene Gründe. Erstens werden notleidende Kredite in manchen Fällen selbst nach gravierendem Zahlungsverzug wieder bedient. Bei einer Umschuldung entfällt diese Möglichkeit. Wenig attraktiv dürften Umschuldungen daher für Kreditgeber in Ländern sein, in denen diese von Rechts wegen neben der als Sicherheit gestellten Immobilie auch Zugriff auf das künftige Einkommen des Schuldners haben.

Zweitens lässt sich nur schwer bestimmen, welches Verschuldungsniveau tatsächlich tragfähig ist. Das gilt vor allem dann, wenn die künftige Entwicklung der Immobilienpreise und der Einkommen der privaten Haushalte unsicher ist. Damit lässt sich auch erklären, warum die Ausfallquote bei umgeschuldeten Krediten hoch ist.[®] Drittens kann ein Schuldenerlass weitere Zahlungsausfälle im Kreditportfolio nach sich ziehen, wenn Kreditgeber als allzu nachgiebig gegenüber Problemschuldnern wahrgenommen werden. Viertens sind die Führungskräfte des Kreditinstituts verpflichtet, den Wert des Vermögensbestands zu wahren. Eine Missachtung dieser treuhänderischen Pflicht setzt sie einem Rechtsrisiko aus.

Die Behörden können die Anreize für die Kreditgeber, vermehrt Umschuldungen vorzunehmen, auf verschiedene Arten verändern. Häufig wird eine Asset-Management-Gesellschaft[®] eingerichtet. Diese kauft die Kredite zu Preisen auf, die leicht über den aktuellen Marktpreisen liegen und deshalb für die Banken attraktiv sind. Die Behörden können aber auch Kreditgeber subventionieren oder bei der Neuverhandlung von Krediten eine Garantie für den umgeschuldeten Kredit stellen. Teilweise muss auch der rechtliche Rahmen geändert werden, um technische Hindernisse für die Umschuldung zu beseitigen.[®]

Den Kreditgebern Anreize zu bieten, Verluste auszuweisen und Kredite umzuschulden, wird (zumindest vorübergehend) die öffentlichen Haushalte belasten und könnte zu Moral Hazard führen. Es könnte z.B. in Zukunft zu leichtsinniger Kreditaufnahme verleiten, wenn solchen privaten Haushalten, die sich hoch verschuldet haben, günstigere Konditionen geboten werden als solchen, die sich umsichtiger verhalten haben. Dem könnte allerdings mit einer strengeren Regulierung der Hypothekenkreditvergabe begegnet werden. Zwar können die fiskalischen Kosten beträchtlich sein, wenn privaten Haushalten geholfen wird, ihre Schuldenlast zu verringern. Das kann jedoch einen durchaus umsichtigen Umgang mit öffentlichen Geldern darstellen, weil es längerfristig zu einem selbsttragenden Wachstum beitragen kann. Umschuldungen von Krediten und Schuldennachlässe, die Zwangsvollstreckungen auf ein Minimum beschränken, stärken zudem das Bankensystem und helfen damit, die Verbindung zwischen schwachen Banken und der Bonität des Staates zu kappen (Kapitel V). Langfristig könnte die Einrichtung von Asset-Management-Gesellschaften sogar direkt den öffentlichen Finanzen zugute kommen, wie es in früheren Fällen oftmals geschehen ist.

[®] Siehe J. Campbell, S. Giglio und P. Pathak, „Forced sales and house prices“, *American Economic Review*, Nr. 101(5), 2011, S. 2108–2131. [®] Siehe M. Adelino, K. Gerardi und P. Willen, „Why don't lenders renegotiate more home mortgages? Redefaults, self-cures and securitization“, *NBER Working Papers*, Nr. 15159, Juli 2009. Die Tatsache, dass viele US-Kredite verbrieft sind, scheint dagegen kein wesentliches Hindernis für eine Neuverhandlung zu sein. [®] Für Beispiele von Asset-Management-Gesellschaften s. L. Laeven und F. Valencia, „Systemic banking crises: a new database“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/08/224, 2008. [®] Beispiele für Kreditumschuldungsprogramme finden sich in IWF, *World Economic Outlook*, April 2012, Kapitel 3: „Dealing with household debt“.