

Marcus Scheiblecker

## Auswirkungen der Finanz- und Immobilienkrise auf die Realwirtschaft

Nachdem Immobilien in den USA jahrelang beträchtlich an Wert gewonnen hatten, platzte die Spekulationsblase im Jahr 2006, und die Preise verfielen seither um 20%. Der dadurch entstandene Vermögensverlust vermindert die Besicherungsgrundlage von Banken im In- und Ausland – das zog Turbulenzen auf den Finanzmärkten nach sich – und verschlechtert die Situation der privaten Haushalte in den USA. Zurückhaltung in Konsumausgaben und Investitionen sind die zu erwartenden Folgen. Dies trifft nicht nur die Wirtschaft der USA, sondern auch deren Handelspartner in Europa und Asien. Zusätzlich können sich solche Turbulenzen über weitere Transmissionskanäle auf andere Volkswirtschaften übertragen. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen dürften aber sowohl in Europa als auch in der Gruppe der Schwellenländer zumindest mittel- und langfristig weniger schwerwiegend ausfallen als in den USA. In einzelnen Ländern ist allerdings mit erheblichen Problemen zu rechnen.

Begutachtung: Gunther Tichy • Wissenschaftliche Assistenz: Waltraud Popp, Roswitha Übl • E-Mail-Adresse: [Marcus.Scheiblecker@wifo.ac.at](mailto:Marcus.Scheiblecker@wifo.ac.at)

Die euphorischen Erwartungen in die neue Technologie "Internet" bewirkten Ende der neunziger Jahre in den USA, alimentiert durch reichliche Kapitalzuflüsse aus dem In- und Ausland, erhebliche Überinvestitionen in diesem Bereich. Mit dem Platzen der "Internetblase" brach Mitte 2000 das Wirtschaftswachstum in den USA ein, 2001 geriet die Wirtschaft in eine Rezession. Die Notenbank steuerte der Konjunkturabschwächung mit einer massiven Lockerung der Geldpolitik entgegen: Zwischen den Jahren 2000 und 2004 senkte die Federal Reserve den Leitzinssatz von 6,5% auf 1%.

Infolge der damit verbundenen Geldmengenausweitung sanken die Finanzierungskosten deutlich. Das heizte die bereits wachsende Immobiliennachfrage weiter an. Die langfristigen Zinssätze wurden zusätzlich durch die umfangreichen Kapitalzuflüsse aus dem Ausland gedrückt; hier spielte auch die Anhäufung von in Dollar nominieren Währungsreserven durch die chinesische Zentralbank zur Stützung des Dollar-Renminbi-Wechselkurses eine wichtige Rolle. Der durch den Aktienpreisverfall verursachte Vermögensverlust wurde für die privaten Haushalte durch den Anstieg der Immobilienpreise mehr als ausgeglichen, sodass die Konsumbereitschaft der Bevölkerung zunahm.

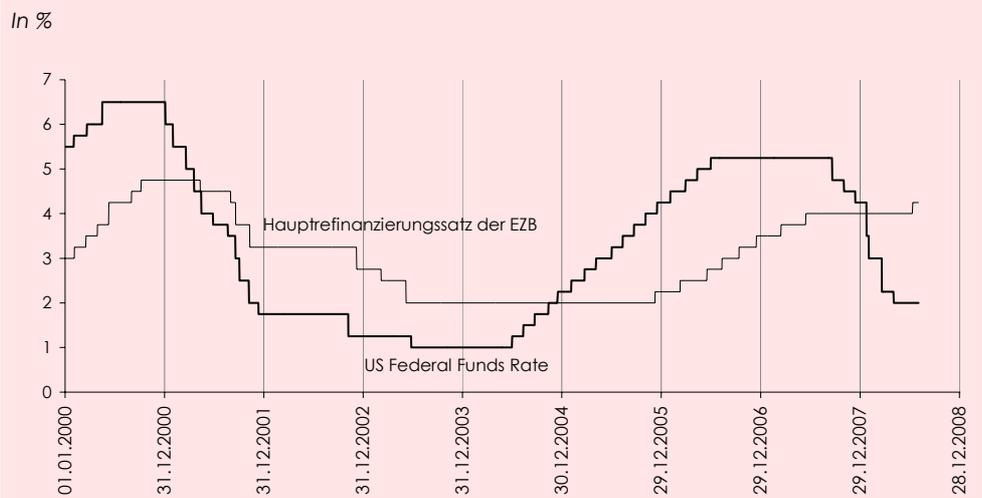
Eine weitere Ursache für das niedrige Niveau der Finanzierungskosten, das die massive Ausweitung von Hypothekendarlehen förderte, war die Liberalisierung der Finanzmärkte. Laut *Goodhart – Hofmann* (2008) hatte sie eine exogene Erhöhung des Kreditangebotes zur Folge. *Goodhart – Hofmann – Segoviano* (2004) weisen darauf hin, dass die Finanzmarktliberalisierung auch die Prozyklizität der Kreditgewährung erhöht habe. Finanzmarktinnovationen erleichterten es den Gläubigern, hypothekarisch besicherte Kredite über die Finanzmärkte an Dritte zu verkaufen, um sich selbst zu refinanzieren. Diese Forderungen wurden verbrieft, um ihre Handelbarkeit zu erhöhen, und zusätzlich oft mit Forderungen anderer Bonität und Sicherstellung vermischt. Diese vom Standpunkt der Portfoliotheorie durchaus sinnvolle Vorgangsweise hatte aber nicht nur zur Folge, dass die Finanzierungskosten sanken, sondern verminderte auch die Transparenz der unterlegten Kreditgeschäfte<sup>1)</sup>.

<sup>1)</sup> Siehe dazu im Detail *Hahn* (2008).

Der Anstieg der Immobilienpreise in den USA und Teilen Europas hatte primär monetäre Ursachen. Allerdings spielten auch realwirtschaftliche Faktoren eine Rolle. Deshalb kann ein Teil der Verteuerung als dauerhaft angesehen werden.

Überdies waren die Finanzinstitutionen angesichts des regen Zustroms an Veranlagungsmitteln durchaus bereit, in Investitionen mit höherem Risiko auszuweichen (höheres "leverage-taking"), zumal das Angebot an sichereren Formen beschränkt war.

Abbildung 1: Zinssatz von EZB und Fed



Q: EZB, Federal Reserve Board.

Während in der Literatur teils auch reale Ursachen einer Immobilienpreishausse betont werden, stehen häufig ausschließlich monetäre Faktoren im Vordergrund. So nennt Fisher (1933) als Hauptgrund für Überinvestitionen bzw. deren Finanzierung mittels Kredit eine expansive Geldpolitik: "Easy money is the great cause of overborrowing" und weiter "when an investor thinks he can make over 100% per annum by borrowing at 6%, he will be tempted to borrow, and to invest or speculate with borrowed money". Auch Arestis – Karakitsos (2008) merken an, dass die jüngste Immobilienpreisblase in erster Linie ein monetäres Phänomen sei.

Abbildung 2: Entwicklung der Sparquote in den USA

In % des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte



Q: BEA.

Als wichtiges Kriterium für die Charakterisierung von Preisblasen gilt aber nicht bloß ein rascher Preisanstieg mit nachfolgendem Verfall, sondern die extensive Finanzierung solcher Investitionen mit geborgtem Geld in Erwartung weiterer Preissteigerungen. Dies trifft auf die aktuelle Immobilienpreisblase in den USA sowie in einigen europäischen Ländern zu. Allerdings haben auch andere Faktoren einen durchaus nachhaltigen Einfluss, etwa der Anstieg der realen Haushaltseinkommen oder das starke Bevölkerungswachstum. In beiden Fällen ergibt sich ein Wertgewinn von Immobilien, der aber permanent sein kann, weshalb nicht von einer Preisblase gesprochen werden kann. Miles – Pillionca (2008) schreiben beiden Faktoren eine wichtige Rolle in der jüngsten Immobilienpreishausse in den USA zu. Auch in Spanien, wo der

Wertzuwachs innerhalb der letzten 10 Jahre in realer Rechnung<sup>2)</sup> über 120% betrug, hätten beide Faktoren eine ähnlich wichtige Rolle gespielt<sup>3)</sup>. Noch entscheidender sollen diese Einflussgrößen in Irland gewesen sein, wo die Preise im selben Zeitraum real um 170% anzogen. Eine deutliche Erhöhung der Immobilienpreise war auch in Großbritannien, den Niederlanden, Schweden, Finnland und Dänemark zu verzeichnen (*Marterbauer – Walterskirchen, 2005*). Die Wirtschaft dieser Länder profitierte von dieser Entwicklung. In den USA verdreifachten sich die nominellen Immobilienpreise gemäß Case Shiller Index (Composite 10) zwischen Jänner 1997 und Mitte 2006 nahezu.

Die Erwartung weiterer Preissteigerungen spielt bei der Entstehung von Preisblasen eine wichtige Rolle. Die Erwartungsbildung der Akteure ist ein hochkomplexer, in die Zukunft gerichteter Vorgang, der aber auch auf die Preisentwicklung der Vergangenheit Bezug nimmt. Neben diesen Erwartungen hat die reale Einkommensentwicklung ebenfalls Einfluss; sie hängt wiederum von der Entwicklung des Vermögensbestandes ab. Hier stellt sich die Frage, welche Ereignisse in diesem sich aufschaukelnden Prozess ein Platzen der Preisblase auslösen. Das Vermuten einer blasenähnlichen Entwicklung und das Erkennen einer Überbewertung auf dem Immobilienmarkt selbst reichen hier oft noch nicht aus, denn dadurch werden die Marktteilnehmer lediglich vorsichtiger auf Signale achten, die ein mögliches Ende der Hausse anzeigen, um rechtzeitig den Markt verlassen zu können. Besser eignen sich zur Erklärung exogene Schocks, welche eine umso größere Wirkung entfalten, je stärker sich das Preisniveau zuvor von nachhaltigen Einflussfaktoren weg bewegt hat. Im Falle der USA scheint dieser externe Faktor die Wende der Geldpolitik zu einem restriktiveren Pfad gewesen zu sein.

Im Oktober 2007 stieg die Inflation in den USA wieder über die 3%-Marke, und die Notenbank sah sich zu einer restriktiveren Geldpolitik veranlasst. Ab Mitte 2004 erhöhte die Federal Reserve in regelmäßigen Abständen den Leitzinssatz kontinuierlich um jeweils  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt. Innerhalb von zwei Jahren stieg das Zinssatzniveau um  $4\frac{1}{4}$  Prozentpunkte. Im Juni 2006 erreichten der Leitzinssatz und zugleich das Immobilienpreisniveau einen Höchststand.

Durch die Erhöhung des Leitzinssatzes stiegen die Finanzierungskosten auch für einen Neueinstieg in die Immobilienveranlagung deutlich. In der Folge verfielen die Immobilienpreise nach einer kurzen Stagnationsphase. Seither sank das am Case Shiller Index gemessene Preisniveau um über 20%. Dies war nicht nur in den USA, sondern auch in anderen Ländern, etwa Spanien und Irland, zu beobachten.

Neben der expansiven Geldpolitik hatte in den USA auch der reichliche Kapitalzufluss aus dem Ausland bedeutenden Einfluss auf den Immobilienpreisanstieg. Finanzmarktinnovationen erlaubten es den Banken, ihre immobilienbesicherten Forderungen zu verbriefen und auf dem internationalen Kapitalmarkt als Wertpapiere anzubieten. In vielen Fällen wurden unterschiedliche Forderungen mit verschiedenen Risiken gebündelt und in ein neuartiges Forderungspapier umgewandelt<sup>4)</sup>. Die Deckung der Kredite in Form von Hypotheken und die zusätzliche Versicherung der Ausfälle durch spezielle Finanzinstitutionen (monolines) veranlasste viele Rating-Agenturen, diesen modernen Finanzprodukten eine hohe Bonität zu bescheinigen. Insbesondere der stetige Anstieg der Immobilienpreise ließ den Wert der Deckungsgrundlagen wachsen; die Möglichkeit eines Wertverlustes wurde dabei nicht adäquat berücksichtigt<sup>5)</sup>. Dadurch schien das Risiko trotz der guten Verzinsung solcher Finanzinstrumente begrenzt zu sein, und viele Investoren versprachen sich bedeutende Gewinne.

<sup>2)</sup> Die Preisbereinigung erfolgte hier durch Abzug der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate.

<sup>3)</sup> Allerdings behandeln die Autoren hier das Realeinkommen der privaten Haushalte als exogene Größe, die selbst nicht von den Immobilienpreisen abhängen würde. Dass dies nicht der Realität entspricht, wird weiter unten erläutert.

<sup>4)</sup> Siehe dazu im Detail *Hahn (2008)*.

<sup>5)</sup> In den USA dürfen Immobilien laut Gesetz bis zu 120% ihres Wertes mit Hypotheken belehnt werden.

---

## Das Platzen der Immobilienpreisblase und seine Ursachen

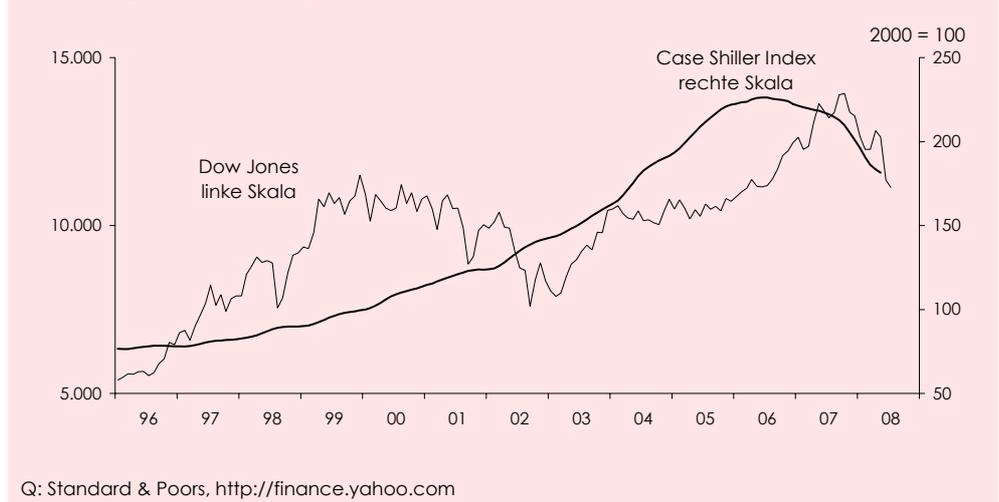
---

## Vom Platzen der Immobilienpreisblase zur Finanzmarktkrise

Der restriktivere Kurs der Geldpolitik in den USA beendete die Erwartung einer weiteren Steigerung der Nachfrage nach Immobilien. Die Realisierung von Spekulationsgewinnen und die Unrentbarkeit von Hypothekarkrediten schlugen sich in einer deutlichen Angebotssteigerung nieder, die einen Verfall der Immobilienpreise auslöste. Banken im In- und Ausland sahen dadurch die Kreditdeckung gefährdet und mussten erhebliche Abschreibungen vornehmen. Dies verursachte eine Schmälerung ihrer Eigenkapitalbasis und brachte viele Banken in Zahlungsschwierigkeiten und vereinzelt sogar zum Zusammenbruch.

Der hohe Anstieg dieser Wertpapiere im Ausland veranlasste die Hypothekenbanken in den USA, dieses Geschäftsfeld auszuweiten. Den Kreditnehmern wurden für einige Zeit fixierte Zinsen oder eine Rückzahlungsfreistellung in der Anfangsperiode zugesagt, und auch jene mit nur geringer Bonität wurden zur Kreditaufnahme ermutigt – nicht ausschließlich zu Wohnzwecken, sondern auch als lukrative Geldanlage-möglichkeit. Letzteres wurde dadurch begünstigt, dass viele Verträge eine Haftung durch den Kreditnehmer über den Wert der zur Sicherung unterlegten Immobilie hinaus ausschlossen (Weale, 2008). Dies erhöhte nicht nur die Risikobereitschaft der Kreditnehmer deutlich, sondern auch deren Anreiz, den Hypothekarkredit bei sinkenden Immobilienpreisen zu bedienen.

Abbildung 3: Entwicklung von Aktienkursen und Immobilienpreisen in den USA



Erwartungsgemäß wurde die Finanzkrise im Jahr 2007 zunächst vor allem im Bereich der Hypothekarkredite mit schlechter Bonität offenkundig, weshalb sie auch als Sub-Prime-Krise bezeichnet wurde. Mittlerweile fallen vermehrt auch Kredite mit höherer Bonität und/oder einer Fixzinsvereinbarung aus.

Durch den Rückgang der Immobilienpreise erhöhte sich das Verhältnis zwischen der aushaftenden Kreditsumme und dem Wert der belehnten Immobilie deutlich. Diese als Loan-to-Value bezeichnete Quote war schon vor dem Platzen der Immobilienpreisblase auf über 80% gestiegen und nahm Ende 2007 durch den Preisverfall weiter auf über 90% zu. Ein neuerlicher Preisrückgang würde die Deckungsgrundlage so schmälern, dass eine Unterdeckung vorläge. Dadurch würde sich die Krise im Finanzbereich weiter verschärfen.

Die mit hoher Verzinsung ausgestatteten verbrieften Hypothekarforderungen waren im In- und Ausland ein beliebtes Anlageinstrument, da ihr Risiko untergeschätzt wurde. Laut Greenlaw et al. (2008) dürfte rund die Hälfte der notleidenden Kredite indirekt vom Ausland gehalten werden.

Während die Probleme der Finanzinstitutionen im Bankenbereich großes öffentliches Interesse weckten, ist nur wenig darüber bekannt, wieweit andere Investoren wie Pensionsfonds und Versicherungen<sup>6)</sup> davon betroffen sind. Außerordentlich stark getroffen wurden die großen Investmentbanken in den USA, etwa Lehman Brothers, Merrill Lynch und auch die Citigroup. Bear Stearns wurde sogar zahlungsunfähig und musste ebenso wie die Hypothekenbank IndyMac staatliche Hilfe in Anspruch nehmen.

Die prominentesten Fälle in Europa sind die illiquid gewordene und anschließend verstaatlichte Northern Rock Bank aus Großbritannien, die deutschen Institute IKB und Sachsen Landesbank und die schwer geschädigte UBS Bank in der Schweiz.

Ein Ende der Finanzkrise ist noch nicht in Sicht. Je länger die Immobilienpreise sinken, desto größer ist die Gefahr, dass die Finanzkrise eine eigene Dynamik entfaltet. Die Sub-Prime-Krise weitet sich mehr und mehr auf den Prime-Markt aus.

<sup>6)</sup> So musste etwa das bekannte Schweizer Rückversicherungsunternehmen Swiss-Re umfangreiche Abschreibungen auf seine Finanzanlagen vornehmen.

Die Ratingagentur Fitch schätzte im Mai 2008 den gesamten Abschreibungsbedarf, der durch den Wertverlust von verbrieften hypothekarisch besicherten Krediten in den USA entstand, auf 400 Mrd. \$. Die Hälfte dieser Verluste würde den Bankenbereich betreffen; dort sollen bereits 80% durch Abschreibungen wertberichtigt worden sein. Diese Schätzungen gehen allerdings davon aus, dass die Immobilienpreise nicht weiter sinken. Ein neuerlicher Preisrückgang würde nämlich die bestehende Wertpapierdeckung weiter verringern und zusätzliche Abschreibungen erforderlich machen.

Eine ähnliche Schätzung legte der IWF im März 2008 vor: Der von Banken im In- und Ausland zu tragende Verlust aus der Immobilien- und Finanzkrise soll zwischen 440 und 510 Mrd. \$ betragen.

Diese Verluste sind jedoch nur die direkten Effekte der Immobilien- und Finanzkrise und keinesfalls mit dem gesamtwirtschaftlichen Schaden gleichzusetzen, der wesentlich höher sein dürfte. Dazu gehört etwa der Vertrauensverlust in Bezug auf die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Das Misstrauen der Banken untereinander kann wie auch die Skepsis der Anleger, den Banken Geld zu Anlagezwecken zur Verfügung zu stellen, eine Eigendynamik entwickeln, die den Zusammenbruch des gesamten Bankensystems zur Folge haben könnte. Internationale Beispiele wären die Finanzkrisen in Spanien (1977), Norwegen (1987), Finnland (1991), Schweden (1991) und Japan (1992). In einigen Fällen mussten alle Banken verstaatlicht werden, und die Wirtschaft geriet in eine Rezession.

Erstes Anzeichen einer Ausweitung der aktuellen Finanzkrise ist deren Übergreifen auf Kredite mit zuvor höherer Bonität. So hatten in den USA die großen Hypothekenfinanzinstitute Fannie Mae und Freddy Mac keine Sub-Prime-Kredite vergeben. Mit zunehmendem Verfall der Immobilienpreise verlieren auch die bisher großzügig abgesicherten Kredite die Deckungsgrundlage. Aufgrund ihrer Größe stellen diese beiden Hypothekenanstalten einen wichtigen Teil des Finanzsystems der USA, und ihr Scheitern würde weitere Banken in Zahlungsschwierigkeiten bringen.

Die Wirtschaft der USA trat im Jahr 2001 in eine Rezession ein, von der sie sich im Gegensatz zu den europäischen Volkswirtschaften rasch erholte. Ein Grund dafür war die expansive Geldpolitik, die die bereits seit einiger Zeit beobachtete Immobilienpreissteigerung beschleunigte. Dank des daraus resultierenden Vermögenszuwachses erreichten die privaten Haushalte ihr Sparziel früher als geplant, die Notwendigkeit weiteren Sparens aus dem laufenden Einkommen sank. In der Folge verringerte sich die Sparquote der privaten Haushalte in den USA zwischen 2002 und 2007 um gut 2 Prozentpunkte, und der Konsum der privaten Haushalte bildete die wichtigste Stütze der Konjunktur. Dies schlug sich in einem Importsog nieder, der Exportländern etwa in Europa trotz lahmender Binnennachfrage eine deutliche Produktionsausweitung ermöglichte. Auch andere Volkswirtschaften profitierten von der dynamischen Nachfrage der USA; China und Indien erzielten beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse. Die Finanzierungsdefizite, die durch den Importsog in den USA entstanden, wurden durch Kapitaltransfers – auch in Form von durch Immobilien bedeckten Forderungen – von den Herstellerländern bereitgestellt.

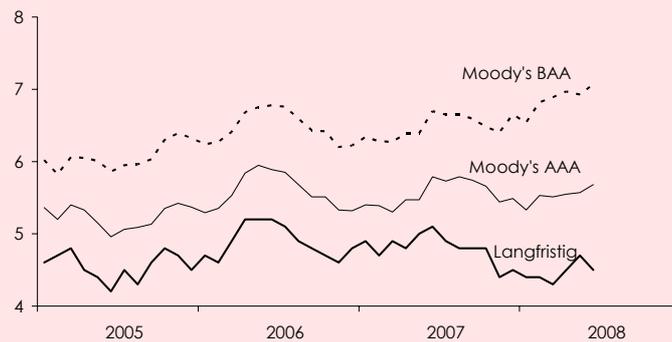
In einer Wechselwirkung beflügelte die Immobilienpreishausse die Konjunktur, während die robuste Konjunktur den Preisanstieg verstärkte. *Goodhart – Hofmann (2008)* argumentieren, dass monetäre Faktoren signifikanten Einfluss auf die Immobilienpreisentwicklung haben und gleichzeitig Immobilienpreise das künftige Geldmengenwachstum und die Kreditnachfrage beeinflussen. Weiters beeinflussen sowohl Immobilienpreise als auch die Geldmengenentwicklung das Wirtschaftswachstum. Diese Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Aggregaten können eine gegenseitige Aufschaukelung herbeiführen.

---

### **Auswirkungen auf die Realwirtschaft größer als Kreditausfälle**

Abbildung 4: Entwicklung der Zinssätze in den USA

In %



Q: Federal Reserve Board.

Internationale Schätzungen gehen davon aus, dass der durch die Kreditausfälle in den USA verursachte Schaden lediglich die Hälfte der Einbußen für die Gesamtwirtschaft ausmacht. Die Wirtschaft der USA dürfte wesentlich stärker getroffen werden als jene in Europa.

Eine Analyse der Auswirkungen der Finanzkrise auf die Wirtschaftsentwicklung in den USA muss daher berücksichtigen, dass diese selbst eine Konsequenz der Krise auf dem Immobilienmarkt war, welche ihrerseits nur Symptom und Auslöser einer Konjunkturabschwächung nach einer Phase der Überhitzung war. Nur idealtypisch können Vermögenseffekte und eigenständige Finanzmarkteffekte getrennt werden.

Die Vermögenseffekte wirken demgemäß über drei Kanäle:

- auf den Konsum der privaten Haushalte,
- auf die Wohnbauinvestitionen der privaten Haushalte,
- auf Finanzmarktinstitutionen.

Unterstellt man – wie dies die Lebenseinkommenshypothese zur Erklärung des Konsumverhaltens der privaten Haushalte implizit tut –, dass die Haushalte ein bestimmtes Sparziel verfolgen, nach dessen Erreichung ein höherer Anteil der Ausgaben für den Konsum frei wird, so ist es einsichtig, dass ein unvorhergesehenes Sinken des Vermögens die Sparanstrengungen wieder erhöht. In den USA sorgen die Haushalte für ihre Pensionen in viel größerem Ausmaß als in Europa durch den Ankauf von Wertpapieren und Immobilien vor. Beide Vermögenspositionen verzeichneten bis vor kurzem erhebliche Wertzuwächse und brachten die privaten Haushalte ihrem geplanten Sparziel rascher näher als erwartet. In der Folge sank die Sparquote deutlich. Nach Greenspan – Kennedy (2008) betrug der Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte, der nur durch die Immobilienpreissteigerungen induziert wurde, zwischen 1998 und 2006 2,2 Prozentpunkte.

Umgekehrt verstärkt eine unerwartete Dämpfung des Haushaltsvermögens das geplante Sparen, um die Verluste zu kompensieren. Hatten die Immobilienpreise bereits 2006 ihren Höhepunkt erreicht und gehen seither laufend zurück, ergaben sich auf dem Aktienmarkt erst Anfang 2008 eine signifikante Korrektur und seit Mai ein weiterer Kursrutsch. Gedrückt wird die Konsumdynamik nicht nur durch den Vermögensverlust selbst, sondern auch durch den Verlust an Vertrauen in die Sicherheit des angesparten Vermögens. Aus dieser Unsicherheit heraus sind risikoaverse Haushalte gezwungen, ihr Sparziel über das bei Sicherheit bestehende Ausmaß hinaus zu erhöhen, falls sie es in ihrer Einkommenssituation überhaupt erreichen können.

Der Effekt von Vermögensänderungen auf den Konsum darf jedoch nicht überschätzt werden. So bewirkt ein Anstieg der Immobilienpreise auch, dass Haushalte, die dringend eine Wohnung suchen, für Mieten und Wohnraumschaffung mehr ausgeben müssen als bisher, sodass ihr Spielraum für andere Konsumausgaben eingeschränkt wird. Dies betrifft vor allem untere Einkommensschichten, die noch kein Vermögen geschaffen haben. Teilweise ergibt sich somit nur eine Asymmetrie der Vermögensverteilung zwischen "Verlierern" und "Gewinnern" aus Immobilienpreissteigerungen, ohne dass dies das Wirtschaftswachstum direkt beeinflussen würde.

## Einfluss von Vermögensänderungen auf den privaten Konsum

Dieser Dämpfungseffekt dürfte allerdings bei ausreichender Kreditversorgung eine untergeordnete Rolle spielen. Zahlreiche Studien belegen die Auswirkungen von Vermögensänderungen auf den Konsum. Das Ausmaß dieser Effekte ist allerdings je nach Land unterschiedlich. Vor allem unterscheiden sie sich zwischen Ländern, in welchen Finanzierungsmittel hauptsächlich über den Bankenapparat fließen, und jenen, in welchen diese ohne solche Vermittlung direkt auf dem Wertpapiermarkt aufgenommen werden. In letzterem Fall scheinen Vermögensänderungen der privaten Haushalte generell eine höhere Wirkung auf Konsum und Wirtschaftswachstum zu haben. Weil Banken das Kreditrisiko besser bewerten können als der Wertpapiermarkt (längerfristige Geschäftsbeziehungen), sind sie in der Kreditvergabe vorsichtiger.

So schätzt der IMF (2004), dass ein Immobilienpreisanstieg um 1% in Ländern mit "marktbasierter" Mittelaufbringung (z. B. USA, Großbritannien, Irland, Finnland usw.) eine Ausweitung des Konsums um 0,04% bewirkt. In Ländern mit eher "bankenbasierter" Mittelaufbringung (z. B. Frankreich, Italien, Deutschland, Österreich) beträgt dieser Effekt lediglich +0,015%. Auch Dreger – Slacalek (2007) ermitteln in einer panelökonometrischen Schätzung für Länder mit bankenbasierter Mittelaufbringung geringere Vermögenseffekte auf den Konsum: Während in Ländern, in denen die benötigten Mittel vor allem über Wertpapiere aufgebracht werden, ein Anstieg des Immobilienvermögens um 1 Währungseinheit einen Anstieg des privaten Konsums um rund 0,04 Währungseinheiten nach sich zieht, ergibt sich für die Länder mit überwiegender Bankenfinanzierung kein signifikanter Effekt<sup>7)</sup>.

In einer Studie des INSEE ermitteln Aviat – Bricongne – Pionnier (2007) für die USA eine langfristige Reaktion des privaten Konsums um +0,058 \$ auf eine Steigerung des Gesamtvermögens (Finanz- und Immobilienvermögen) um 1 \$. Für Großbritannien ergibt sich ein Effekt von nur +3,6% und für Frankreich von nur +0,4%. Bayomi – Edison (2003) und Edison (2002) errechnen für die USA einen Konsumeffekt von +5%.

Barrell - Holland (2007) schätzen mit einem globalen Gleichgewichtsmodell, dass eine Senkung der Immobilienpreise um 10% das Wachstum im selben Jahr um 0,87 Prozentpunkte verringert. Für Großbritannien beträgt dieser Effekt -0,66 Prozentpunkte, für Spanien -0,56 Prozentpunkte und für die Niederlande -0,51 Prozentpunkte.

Dass die Vermögenseffekte von Immobilienpreisschwankungen in Europa geringer sind, ist sicher auch auf das umfangreichere soziale Sicherungsnetz zurückzuführen. In den USA erfüllt hingegen der Vermögensaufbau eine wichtigere Rolle in der privaten Altersvorsorge.

Der Markt für neue Immobilien macht in den USA zwar lediglich 15% des gesamten Marktvolumens aus, jedoch gehen von ihm entscheidende Investitionsimpulse für das Wirtschaftswachstum aus. Die Wohnbauinvestitionen entsprechen nur rund 10% der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, einschließlich indirekter Effekte der Schaffung von neuem Wohnraum beträgt dieser Anteil aber bis zu 25% (Arestis – Karakitsos, 2008).

Ähnlich wie in Tobins q-Theorie, wonach ein Anstieg der börsennotierten Unternehmenswerte die Investitionsbereitschaft dieser Unternehmen positiv beeinflusst, geht die Zunahme der Wohnbauinvestitionen Hand in Hand mit Immobilienpreissteigerungen. Da die Finanzierungskosten von Wohnbauten deutlich unter deren Wertzuwachs lagen, nahmen die Wohnbauinvestitionen 2006 laufend zu. Marterbauer – Walterskirchen (2005) finden für eine Reihe von Ländern einen deutlich positiven Zusammenhang zwischen Wohnbauinvestitionen und Immobilienpreisen.

Die Zunahme der Bauinvestitionen lässt die Wertschöpfung in der Bauwirtschaft steigen und verstärkt somit das Wirtschaftswachstum. Die dadurch generierten Einkommenszuwächse bewirken ihrerseits eine verstärkte Zunahme des Konsums. Umgekehrt dämpft ein Verfall der Immobilienpreise die Investitionsbereitschaft und somit das Wirtschaftswachstum: In den USA sind seit 2006 ein empfindlicher Rückgang der Bauinvestitionen und eine Verflachung der Wirtschaftsdynamik zu beobachten.

<sup>7)</sup> Die Studie des DIW berücksichtigt gesondert die Effekte des Zuwachses an Finanzvermögen. Auch hier sind die Auswirkungen von Vermögenszuwächsen auf den Konsum in Ländern mit bankenbasierter Mittelaufbringung geringer.

## Vermögenseffekte im Wohnbau

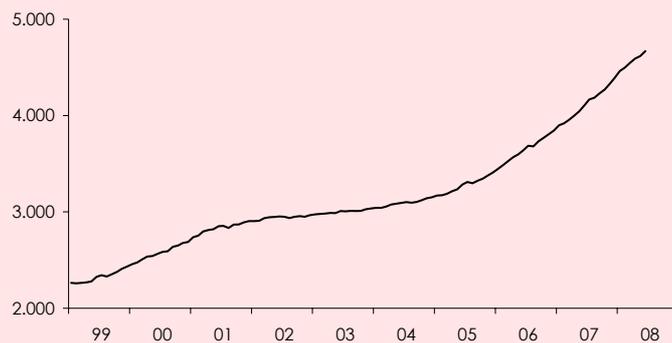
Veränderungen des Immobilienvermögensbestandes wirken sich nicht bloß über den Konsum der privaten Haushalte auf das Bruttoinlandsprodukt aus, sondern zu einem beträchtlichen Teil auch über die Bauinvestitionen.

**Auswirkung auf die Finanzinstitutionen**

Bis zum Platzen der Immobilienpreisblase wurden die Finanzinstitutionen reichlich mit liquiden Mitteln versorgt. Einerseits war die Geldpolitik lange Zeit deutlich expansiv ausgerichtet, andererseits strömte reichlich Kapital aus dem Ausland zu. Die Banken mussten diese Mittel möglichst lukrativ anlegen. Die privaten Haushalte erhielten von den Wohnbaufinanzierungsgesellschaften günstige Darlehen, für die als Sicherstellung Immobilienvermögen diente. Diese Hypothekenbanken refinanzierten sich in hohem Maße durch Weitergabe dieser Forderungen an andere Finanzinstitute, etwa Investmentbanken, welche sie mit anderen Risiken bündelten. Eigene Versicherungen garantierten für diese verbrieften Forderungen. Somit übertrug sich das Risiko des Kreditausfalls auch auf andere Investoren im In- und Ausland.

Abbildung 5: Kredite an Unternehmen im Nicht-Finanzbereich im Euro-Raum

Mrd. €

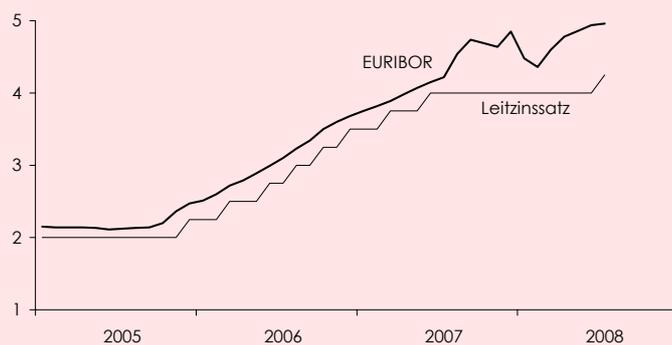


Q: EZB.

Aufgrund des hohen Ausmaßes an Liquidität und des Anstiegs der Immobilienpreise wurden auch Kreditnehmer geringerer Bonität akzeptiert, und die aushaftende Kreditsumme reichte an den Gesamtwert der belehnten Immobilien oftmals nahe heran. Bereits aufgrund einer geringen Abschwächung der Immobilienpreise ergab sich deshalb eine mangelnde Bedeckung des Kredits. Solche riskanteren Kredite werden als Sub-Primes bezeichnet, im Gegensatz zu den besser abgesicherten Primes.

Abbildung 6: Entwicklung der Zinssätze im Euro-Raum

In %



Q: EZB.

Die gefährliche Wirkung einer Finanzkrise ist nicht so sehr die Uneinbringlichkeit der Bankenforderungen an sich, sondern der Vertrauensverlust der Finanzintermediäre, die in diesem Fall ihrer Funktion nicht mehr nachkommen können. Das wachsende Misstrauen der Anleger hinsichtlich der Sicherheit ihrer Einlagen, zwischen Banken gegenüber neuen Kreditkunden und der Banken untereinander lähmt deren Finanzierungsmechanismus. Dies beeinträchtigt die gesamte Wirtschaft. Die negativen Konsequenzen wurden zuletzt in Japan ab dem Jahr 1992 offenkundig.

Das Misstrauen der Banken untereinander spiegelte sich international in einem stärkeren Auseinanderklaffen des durch die Notenbanken festgesetzten Leitzinssatzes und der Zinssätze für Zwischenbankkredite (Abbildung 6). Um diese gefährliche Entwicklung zu unterbinden, stellten die EZB und die Federal Reserve der USA mehrmals zusätzliche Liquidität bereit. In der Folge schrumpfte die Zinsdifferenz wieder.

Aufgrund des Wertverlustes des Immobilienvermögens gegenüber dem Höhepunkt im Jahr 2006 dürfte der private Konsum seine wichtige Funktion einer Konjunkturstütze in den USA in naher Zukunft nicht mehr erfüllen können. Die Sparquote wird zur Kompensation der Vermögensverluste steigen, zugleich wird das Wachstum der Haushaltseinkommen nachlassen. Verstärkt wird dieser Effekt durch den Verlust an Vertrauen in die Stetigkeit von Vermögenszunahmen. Selbst wenn die Immobilienpreise kurzfristig auf das Niveau des Jahres 2006 zurückkehren sollten, würden die privaten Haushalte und Investoren vorsichtiger agieren, weil sie die Möglichkeit von Vermögenseinbußen anders beurteilen würden. Wegen der sich daraus ergebenden Asymmetrie der Wirkung von Vermögensänderungen auf den privaten Konsum dürfen die für positive Vermögensänderungen errechneten Koeffizienten nicht ohne Einschränkungen auf negative Entwicklungen übertragen werden – der Effekt würde unterzeichnet.

Die wenigen vorliegenden quantitativen Studien über die Auswirkungen der Immobilienkrise auf die Wirtschaft der USA verlieren durch das Auftreten neuer Ereignisse laufend an Aktualität. *Arestis – Karakitsos* (2008) schätzten im 1. Halbjahr 2007, dass aufgrund eines Rückgangs der Immobilienpreise um 20% das Wirtschaftswachstum in den USA in den Jahren 2008 und 2009 real nur mehr rund 2% betragen würde. Zum Zeitpunkt dieser Schätzung waren allerdings noch keine eindeutigen Anzeichen einer nahenden Finanzkrise zu erkennen, und auch die Preisentwicklung auf den Rohstoff- und Agrarmärkten war nicht besorgniserregend. Derzeit liegen sogar die optimistischen Prognosen für die Wirtschaft der USA unter diesen Raten.

Noch schwieriger sind die realwirtschaftlichen Auswirkungen von Finanzkrisen zu schätzen. *Reinhart – Rogoff* (2008) schließen aus einem internationalen Vergleich mehrerer Finanzkrisen, dass zuvor stets die Immobilienpreise beträchtlich anziehen und auch das Leistungsbilanzdefizit wächst. Dies trifft auch auf die aktuelle Krise in den USA zu. Beide Indikatoren stiegen aber wesentlich schwächer als im Durchschnitt der fünf großen Finanzkrisen seit 1977. Im Verlauf dieser Krisen verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum erheblich. Vier Jahre vor der Krise war die Wirtschaftsdynamik am stärksten, dann sackte das Wachstum schrittweise ab und war in den Krisenjahren um 2 Prozentpunkte niedriger als zuvor. Zwei Jahre danach erreichte es wieder die Hälfte des Wertes vor der Krise. In einigen gravierenden Fällen, etwa in Japan, erholte sich die Wirtschaft erst nach rund 10 Jahren. Während einander die Boomphasen der Wirtschaft weitgehend gleichen, würden nach *Reinhart – Rogoff* (2008) die damit verbundenen Finanzkrisen recht unterschiedlich verlaufen. Daher ist eine Durchschnittsbildung mit Vorsicht zu betrachten.

*Dell'Ariccia – Detragiache – Rajan* (2004) untersuchen, ob ein Konjunkturabschwung eine Finanzmarktkrise auslöst oder ihre Folge ist. Demnach würden Finanzmarktkrisen per se das Wirtschaftswachstum dämpfen. Allerdings sei dieser Effekt in hochentwickelten Volkswirtschaften geringer als in anderen.

Anfang 2008 untersuchten *Greenlaw et al.* (2008) den Umfang der Schäden aus Kreditausfällen: Rund 40% des aushaftenden Sub-Prime-Kreditvolumens von 1.000 Mrd. \$ dürften uneinbringlich sein. Diese Berechnungen berücksichtigen aber noch keine durch die Finanzmarktkrise selbst induzierten Wachstumsverluste.

Angesichts des erhöhten Risikos werden Kredite mit Zuschlägen auf den Zinssatz vergeben; dies verteuert die Finanzierung. Üblicherweise wird zur Berechnung von Kapitalnutzungskosten der langfristige Zinssatz verwendet, der sich implizit aus langfristigen Staatsschuldverschreibungen ergibt. In Zeiten einer Finanzkrise wäre diese Vorgangsweise jedoch nicht korrekt, da Staatsschuldverschreibungen kein erhöhtes Bonitätsrisiko aufweisen – vielmehr nimmt die Nachfrage nach diesen eher risikofreien Wertpapieren zu, da sie als "sicherer Hafen" gelten. Dies erhöht deren Kurs und

## Gesamtwirtschaftliche Effekte der Finanz- und Immobilienkrise in den USA

*Nach wie vor kann über die Auswirkungen der Finanz- und Immobilienkrise nur spekuliert werden. Dies hängt teilweise damit zusammen, dass täglich neue Nachrichten über den Zusammenbruch von Banken eintreffen, die eine Abschätzung erschweren. Entscheidende, aber unwägbarere Faktoren sind zudem die kommenden Reaktionen der Wirtschaftspolitik. Die Preisentwicklung auf den Rohstoff- und Agrarmärkten belastet die Wirtschaftsentwicklung zusätzlich.*

drückt dadurch deren implizite Verzinsung. Die Schere zwischen den Zinssätzen von langfristigen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen höchster Bonität (Moody's AAA) und geringerer Bonität (Moody's BAA) öffnete sich in den letzten Jahren deutlich (Abbildung 4): Hatte die Spreizung 1995 nur 1 bzw. 2 Prozentpunkte betragen, so macht sie heuer 1¼ bzw. über 2½ Prozentpunkte aus.

Nach Barrell – Holland (2007) würde eine Ausweitung der Spreizung zwischen den Zinssätzen für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen der Bonitätsstufe AAA das Wirtschaftswachstum in einigen EU-Ländern und den USA gegenüber der Basislösung in den ersten zwei Jahren um 0,15 Prozentpunkte verringern. Ein risikobedingter Anstieg der Differenz zwischen Kredit- und Einlagezinssätzen für Konsumenten hätte einen ähnlich hohen Effekt.

## Gesamtwirtschaftliche Effekte in der EU und in Österreich

*Die von der Immobilien- und Finanzkrise begleitete Konjunkturverschlechterung in den USA überträgt sich über mehrere Kanäle auf die heimische Wirtschaft.*

Die Finanzkrise in den USA selbst dürfte die Wirtschaft der EU nur wenig beeinträchtigen. Dämpfend werden allerdings die Konjunkturabschwächung in den USA, der Immobilienpreisverfall in einigen EU-Ländern, die Stärke des Euro und das Anziehen der Inflation wirken.

In einzelnen europäischen Ländern brachte ähnlich wie in den USA das Platzen der Immobilienpreisblase jene Banken in Schwierigkeiten, die inländische Hypotheken oder hypothekenbasierte Schuldverschreibungen aus den USA hielten. In Großbritannien geriet die Northern Rockbank in die Zahlungsunfähigkeit, und die deutschen Institute IKB und Sachsen LB benötigten beträchtliche Liquiditätszuschüsse, um ihre Aktivitäten aufrechtzuerhalten.

Zahlreiche weitere europäische Banken erlitten beträchtliche Verluste durch Spekulation mit Wertpapieren, die durch Sub-Prime-Hypotheken besichert waren. So musste die renommierte schweizerische UBS bislang rund 40 Mrd. CHF abschreiben.

## Der Finanzmarktkanal

Aufgrund der starken Integration der internationalen Finanzmärkte verspüren auch die europäischen Banken die Turbulenzen in den USA. Die Verluste der europäischen Banken aufgrund der riskanten Anlagen vermindern ihre Kapitalbasis und lassen sie in der Kreditvergabe vorsichtiger werden. Die Zunahme der Spreizung zwischen dem EZB-Leitzinssatz und dem Euribor für Zwischenbankgeschäfte bringt deutlich das Misstrauen der Banken untereinander zum Ausdruck. Allerdings scheint deren wichtige Finanzierungsfunktion für Unternehmen und private Haushalte davon bislang nicht betroffen zu sein. Die EZB weist in ihrem Monatsbericht vom Juli 2008 auch für April und Mai eine Ausweitung der Kredite an Unternehmen im Nichtfinanzbereich um über 14% aus. Dies entspricht etwa der Steigerung im I. Quartal 2008 und liegt deutlich über jener der Quartale zuvor (Abbildung 5).

Die Kreditgewährung an private Haushalte scheint allerdings mehr und mehr an Dynamik zu verlieren. War das Kreditvolumen im II. Quartal 2007 noch um 7,5% höher gewesen als im Vorjahr, so betrug die Ausweitung im Mai nur mehr 4,9%. Gedämpft wurden sowohl die Konsumentenkredite als auch die Wohnbaudarlehen und die sonstigen Kreditgeschäfte. Daraus lässt sich jedoch nicht notwendigerweise auf eine Verschärfung der Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise schließen. Als Gründe kommen auch eine Abnahme der Verschuldungsbereitschaft und eine Verringerung des Finanzbedarfs der privaten Haushalte im Zuge der allgemeinen Wirtschaftsabschwächung in Frage.

Generell scheinen also die Spekulationsverluste von EU-Banken – abgesehen von einzelnen kleineren Bankhäusern – noch kein Ausmaß erreicht zu haben, das deren Kreditvergabemöglichkeit einschränken würde. Dies gilt insbesondere auch für Österreich: Die Banken dürften hier laut Finanzmarktaufsicht Verluste von rund 1,5 Mrd. € verzeichnen; davon wurde mittlerweile rund die Hälfte wertberichtigt.

## Der Handelskanal

Die Konjunkturverlangsamung in den USA wird sich auch auf die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dämpfend auswirken und den Konsum belasten. Angesichts der Verluste an Immobilien- und Aktienvermögen werden zudem die privaten Haushalte in den USA die Sparquote in den kommenden Perioden erhöhen. Dies bewirkt eine weitere Verringerung der Konsumdynamik. Auch die sehr zyklisch verlaufende Investitionsnachfrage wird durch die Dämpfung des Wirt-

schaftswachstums und die Finanzierungserschwerung belastet. Beides lässt eine Abschwächung der Importnachfrage erwarten, die auch den europäischen Außenhandel beeinträchtigen wird. Überdies ist die Wechselkursrelation zum Dollar derzeit für die EU-Exporte ungünstig, sicher zum Teil aufgrund der Immobilien- und Finanzkrise in den USA. Die Importnachfrage der USA war sowohl im IV. Quartal 2007 als auch im I. und II. Quartal 2008 real rückläufig.

Die Schwäche des Dollars behindert aber nicht nur den europäischen Export in die USA, sondern auch in jene Länder, die ihren Wechselkurs an den Dollar gebunden haben, wie etwa China.

Besonders betroffen sind jene EU-Länder, für deren Konsum- und Investitionsgüterindustrie die USA ein wichtiger Absatzmarkt sind, also vor allem Deutschland (Exportanteil der USA 10%). Österreich liefert zwar nur 5% der Exporte in die USA, allerdings erzeugt die heimische Industrie viele Vorleistungen für deutsche Produkte, die in den USA abgesetzt werden.

Das Vermögen der privaten Haushalte wurde in Europa durch den Verfall von Immobilienpreisen und Aktienkursen ebenfalls gedrückt. Die Reaktion der Aktienkurse ist eine Folge der internationalen Verflechtung der Kapitalmärkte wie auch der Verringerung des Wertes der Aktiengesellschaften im Bankenbereich. Letztere erlitten ja erhebliche Verluste durch riskante Anlagen.

Dass in einigen Ländern des Euro-Raums die Immobilienpreise verfielen, ist allerdings nicht durch internationale Verflechtungen zu erklären. Anders als in den USA verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen nicht wesentlich. Der Grund dafür dürfte in der Erwartungsbildung und im Spekulationsaspekt liegen. Wie in den USA scheinen auch in einigen europäischen Ländern die Marktteilnehmer in ihrer Preisprognose den Wertzuwächsen der Vergangenheit ein hohes Gewicht beigemessen zu haben, und eine Preiskorrektur schien auch hier überfällig. Erst das Platzen der Preisblase in den USA veranlasste sie zu einer Korrektur der Preiserwartung, und die Realisierung von Spekulationsgewinnen verstärkte das Marktangebot. Dies drückte in der Folge die Preise.

Untersuchungen weisen jedoch darauf hin, dass die privaten Haushalte auf Vermögensänderungen in Europa schwächer reagieren als in den USA. Für einzelne Länder wie Irland, Großbritannien, die Niederlande, Finnland, Spanien und Schweden könnten die Folgen dennoch gravierend sein, da hier sowohl ein Einbruch der Immobilienpreise zu erwarten ist als auch der Konsum stärker auf solche Veränderungen reagiert. Für Deutschland und Österreich dürfte dies keine Auswirkungen haben, weil einerseits Vermögenseffekte eine geringere Rolle spielen und andererseits die Immobilienpreise nicht sanken.

Ein wachsender Anteil der Unternehmen verfügt über Niederlassungen im Ausland. Wenn auf einem Markt Probleme auftreten, ergeben sich deshalb auf anderen Märkten Rückkopplungseffekte. Multinationale Konzerne mit einer Zentrale in den USA müssen im Falle von ökonomischen Schwierigkeiten auf dem heimischen Markt ihre Strategien in den Niederlassungen entsprechend anpassen, etwa durch Investitionskürzungen, Sparprogramme im Personalbereich bis hin zur Veräußerung von Vermögensteilen. Umgekehrt können von Europa aus operierende multinationale Unternehmen auf Probleme ihrer Tochterunternehmen in Übersee mit Anpassungen im Heimatland reagieren. Krisenhafte Entwicklungen können sich so leichter zwischen den Volkswirtschaften übertragen.

Das Ausmaß solcher Übertragungsmechanismen ist schwierig zu schätzen, da sie von anderen Einflussfaktoren nur schwer abzugrenzen sind. Dies dürfte auch den Mangel an Studien zu diesem Thema erklären. Falls der Übertragungsmechanismus relevant sein sollte, sollte dies vor allem jene europäischen Länder betreffen, in denen multinationale Unternehmen mit Konzernsitz in den USA verstärkt vertreten sind, etwa Großbritannien, Irland und Deutschland.

---

## Vermögenseffekte

---

## Internationalisierung der Unternehmen

## Übertragung von Vertrauenseffekten

Unabhängig von der direkten Übertragung realökonomischer Entwicklungen auf andere Volkswirtschaften ist eine gegenseitige Beeinflussung vertrauensbildender Kenngrößen möglich. Dies hat weniger mit einer psychischen "Ansteckung" durch die Stimmung der Marktteilnehmer zu tun als vielmehr mit der Tatsache, dass das theoretische Wissen und die empirischen Erfahrungen der Marktteilnehmer über ökonomische Zusammenhänge deren Erwartungsbildung beeinflussen. Dadurch werden jedoch nicht bloß die ökonomischen Auswirkungen von Krisen in anderen Ländern korrekt antizipiert, wirtschaftliche Effekte können auch eigenständig generiert werden.

Schon das theoretische Wissen, wie sich eine Konsumschwäche in den USA auf andere Volkswirtschaften übertragen kann, und die empirische Erfahrung, dass sich Konjunkturschwankungen in den USA üblicherweise verzögert auf die heimische Wirtschaft auswirken, lösen entsprechende Anpassungsprozesse aus. Auch wenn solche Effekte mittlerweile durch die weitere Erschließung anderer Märkte (etwa in den östlichen Nachbarländern) schwächer sind, können die Reaktionen noch alten Mustern folgen. Insbesondere Währungskrisen können deshalb auf solche Volkswirtschaften übergreifen, die eine bessere ökonomische Performance aufweisen als die Länder, von denen die Krise ausging. Ähnlich ist der aktuelle Rückgang der Immobilienpreise in einigen europäischen Ländern zu erklären: Das Platzen der Spekulationsblase scheint nicht durch eine restriktivere Haltung der Geldpolitik ausgelöst worden zu sein, sondern durch eine Änderung der Erwartungen im Zuge der Immobilienkrise in den USA.

Die ökonomischen Auswirkungen einer solchen Vertrauensübertragung sind schwierig zu schätzen, können allerdings im Falle von Währungs- und Finanzkrisen beträchtlich sein. In der aktuellen Immobilienkrise dürften sie in einigen europäischen Ländern das Platzen der Spekulationsblase nur vorzeitig ausgelöst haben, das zu einem späteren Zeitpunkt ohnehin sehr wahrscheinlich gewesen wäre.

## Möglichkeit und Wirksamkeit wirtschaftspolitischer Maßnahmen

*In den USA setzten Geld- und Fiskalpolitik umfangreiche expansive Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur und zur Eindämmung der Immobilien- und Finanzkrise. Deren langfristige Wirksamkeit erscheint allerdings fraglich, da der Ausgleich der beträchtlichen makroökonomischen Ungleichgewichte, die in der Vergangenheit entstanden sind, einige Zeit in Anspruch nehmen wird.*

Die Wirtschaftspolitik erkannte in den USA sehr bald die Gefahr weitreichender Konsequenzen des Platzens der Preisblase auf dem Immobilienmarkt. Die deutlich erhöhte Verschuldung der privaten Haushalte im unteren Bonitätsbereich und deren riskante Besicherung durch überbewertete Immobilien machten das Finanzsystem sehr krisenanfällig.

Nachdem die Immobilienpreise in den USA im Jahr 2006 ihren Höhepunkt erreicht hatten und die Finanzierungskosten laufend gestiegen waren, zeichneten sich ab Mitte 2007 Probleme im Finanzbereich ab. Die Fed reagierte ab diesem Zeitpunkt mit deutlichen Zinssenkungen. Im Jänner 2008 verschärfte sie ihr Tempo und setzte den Leitzinssatz innerhalb von neun Tagen um 1,25 Prozentpunkte herab; weitere Zinssenkungen folgten. Zum Ausgleich der zunehmenden Spreizung zwischen dem Libor-Zinssatz und der Federal Funds Rate stellte sie zudem dem Bankensektor zusätzliche Liquidität zur Verfügung.

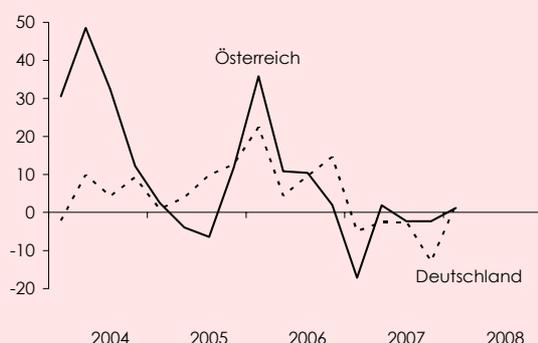
Ein weiterer Schritt war die Änderung der Regeln über das Sicherstellungserfordernis bei der Aufnahme von Notenbankkrediten durch Geschäftsbanken. Das Deckungserfordernis wurde deutlich gelockert, sodass nunmehr auch Forderungen geringerer Bonität als Sicherstellung für Notenbankkredite akzeptiert wurden. Zudem leitete die Fed die Übernahme des schwer angeschlagenen Bankhauses Bear Stearns durch die Investmentbank JPMorgan Chase ein und erweiterte zu diesem Zweck den Kreditrahmen von JP Morgan Chase um 30 Mrd. \$.

Auch die Fiskalpolitik setzte beträchtliche expansive Impulse. Auf deutliche Steuererleichterungen für die unteren Einkommenschichten (Steuerrückzahlungen im Umfang von rund 1% des nominellen Bruttoinlandsproduktes) folgten weitere Maßnahmen wie die Verlängerung der Bezugsdauer von Arbeitslosengeld. Weil die Notenbankzinssätze bis Mitte 2007 hoch waren und die Vereinbarung für einige Jahre fixer niedriger Zinssätze für viele Hypothekarkredite auslief, hätten sich die Zahlungsausfälle im Jahr 2008 dramatisch verschärft. Die Regierung vereinbarte deshalb mit den Banken, dass die Zinsanpassungsklauseln vorübergehend eingefroren und die Rück-

zahlungsfristen erstreckt wurden. Die Gesamtkosten für die öffentlichen Haushalte erreichen seit Ausbruch der Finanzkrise rund 300 Mrd. \$.

Abbildung 7: Exporte in die USA

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: ST.AT, Deutsche Bundesbank.

Trotz der zeitgerechten und umfangreichen Reaktion der Wirtschaftspolitik erscheint es zweifelhaft, ob diese Maßnahmen auch mittel- und langfristig positive Auswirkungen haben. Zwar haben ähnliche Schritte die Rezession des Jahres 2001 wirksam bekämpft, die aktuelle Situation ist allerdings weitaus problematischer. Die extrem restriktive Geldpolitik des Jahres 2000 hatte die "Dot.com-Blase" zum Platzen gebracht. Der dadurch verursachte Vermögensverlust der privaten Haushalte wurde rasch durch den Anstieg der Immobilienpreise im Zuge der geldpolitischen Lockerung ausgeglichen. Das Entstehen einer Immobilienpreisblase ließ den Konsum kräftig expandieren. Heute sind allerdings beide Vermögenspositionen – Aktien und Immobilien – betroffen; viele Studien schreiben dem Immobilienpreisverfall sogar schwerwiegendere negative Auswirkungen auf das Konsumverhalten zu. Außerdem waren 2001 viele makroökonomische Faktoren trotz allem günstiger als heute: Leistungsbilanzdefizit und Inflation waren beträchtlich niedriger, und die niedrige Sparquote gestattete eine Stimulierung der Konsumnachfrage.

Der Umfang der Steuerrückerstattungen sollte die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte so steigern können, dass vorübergehend wieder mit einer Ausweitung des Konsums gerechnet werden kann. Zwar planen gemäß einer Umfrage von Kreditkarteninstituten die privaten Haushalte, rund ein Viertel der Steuerrückvergütung zur Schuldentilgung und ein weiteres Viertel zur Ersparnisbildung zu verwenden, jedoch werden solche Ersparnisse nach Agrawal – Liu – Soveles (2007) üblicherweise bald wieder aufgelöst. Dies gilt vor allem für einkommensschwache Haushalte mit knappem Budget. Gerade diese Haushalte erhielten die Steuerrückzahlungen, was deren Wirksamkeit somit deutlich erhöht.

Selbst wenn ein großer Teil der Steuerrückvergütungen in den Konsum fließen sollte, wäre dies ein einmaliger Effekt. Die Sparquote ist in den letzten Jahren auf ein Niveau gesunken, welches als nicht nachhaltig zu bezeichnen ist, und sollte angesichts der Vermögensverluste wieder zunehmen. Aufgrund der üblichen Persistenz des Konsumverhaltens dürfte dieser Prozess mehrere Jahre dauern. Die fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen sollten deshalb das Wirtschaftswachstum in den kommenden zwei Quartalen steigern. Danach könnte sich die Dynamik jedoch bald wieder abschwächen.

Auch der Abbau des hohen Leistungsbilanzdefizits wird mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Die Wirtschaft der USA, welche nun weder von einem Aktienmarktboom noch einer Immobilienpreishausse profitieren kann, dürfte deshalb in den kommenden Jahren auf einen niedrigeren Wachstumspfad einschwenken.

*Im Gegensatz zu den USA blieben expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen im Euro-Raum bislang aus. Zur Eindämmung der trotz des schwierigen ökonomischen Umfeldes steigenden Inflation verschärfte die EZB sogar ihre Geldpolitik.*

Aufgrund der 2007 von den USA ausgehenden Finanzkrise erhöhte sich auch im Euro-Raum der Zinsabstand zwischen dem Zwischenbankzinssatz Euribor und dem Leitzinssatz der EZB zeitweise. Die Europäische Zentralbank erweiterte daraufhin ihr Kreditangebot an die Banken des Euro-Raums, ohne allerdings wie in den USA die Leitzinssätze herabzusetzen. Diese Interventionen waren durchaus erfolgreich, und der Zinsabstand verringerte sich in der Folge wieder. Obwohl sich die Anzeichen einer bevorstehenden Konjunkturabschwächung im Euro-Raum mehrten (Immobilien- und Finanzkrise in den USA, anhaltende Verschlechterung der Wechselkursbedingungen für den europäischen Export), senkte die EZB den Leitzinssatz nicht. Seit Anfang 2008 entfachten die ungebrochene Dynamik der Erdölpreissteigerung und eine signifikante Verteuerung von Agrarprodukten die Inflation; vor diesem Hintergrund hob die EZB den Leitzinssatz im Juli 2008 um 0,25 Prozentpunkte an. Die Sorge um den Erhalt der Preisstabilität überzog jene um die Konjunktur im Euro-Raum.

In einigen Ländern ist die Lage auf dem Immobilienmarkt allerdings ebenfalls brisant. So übertraf die Immobilienpreissteigerung in Irland und Spanien jene der USA. Den Anstieg der Finanzierungskosten durch eine Verteuerung von Notenbankgeld zu verstärken, würde die privaten Haushalte in einigen EU-Ländern mehr unter Druck bringen als in den USA. So weist der Economic Outlook der OECD (2006) für Spanien (98,3%), Finnland (92,9%) und Irland (84,7%) einen wesentlich höheren Anteil flexibel verzinsten Hypothekendarlehen aus als für die USA (35%). Dies erhöht die Ausfallwahrscheinlichkeit von Krediten. Allerdings achteten die Banken in diesen Ländern mehr auf die Kreditwürdigkeit der Kunden und setzten die Belehnungsgrenzen für Immobilien niedriger an. Das sollte zumindest das Bankensystem besser schützen.

Da die Finanzpolitik im Euro-Raum – im Gegensatz zur Geldpolitik – in der Kompetenz der einzelnen Mitgliedsländer liegt, wurden hier keinerlei breit angelegte Aktionen gesetzt. Entsprechende Initiativen Frankreichs fanden keine Zustimmung bei den anderen Ländern. Lediglich in Spanien entschloss sich die Regierung auf Druck der Öffentlichkeit zu einer expansiveren Fiskalpolitik: Wie in den USA wurden Steuerrückvergütungen für private Haushalte beschlossen, um den Konsum anzukurbeln. Um die Krise in der Bauwirtschaft zu mildern, werden Infrastrukturprojekte vorgezogen, 1,5 Mio. Sozialwohnungen sollen gebaut werden.

Umfangreichere fiskalpolitische Impulse sind im Euro-Raum erfahrungsgemäß nicht zu erwarten. Die Wirtschaftspolitik sollte aber möglichst die automatischen Stabilisatoren wirken lassen – in der Konjunkturschwächephase ab 2001 wurde die Budgetpolitik zur Erreichung der Ziele des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes sogar noch verschärft.

Während in den USA die Auswirkungen der Immobilien- und Finanzkrise auf die Konjunktur durch die expansive Wirtschaftspolitik in Grenzen gehalten werden dürften, trifft dies auf die europäische Wirtschaft nicht unbedingt zu. Mittel- und langfristig scheint sich allerdings die europäische Wirtschaft in besserer Verfassung zu befinden: In den USA bestehen erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte, deren Ausgleich einige Jahre in Anspruch nehmen wird. Zudem stiegen die Immobilienpreise im Durchschnitt der Euro-Länder relativ verhalten, und auch die Sparquote der privaten Haushalte weist ein nachhaltiges Niveau auf. Nach der Überwindung der Konjunkturschwäche sollte sich deshalb das Wirtschaftswachstum in Europa bald erholen.

## Literaturhinweise

- Agrawal, S., Liu, Ch., Soueles, N. S., "The Reaction of Consumer Spending and Debt to Tax Rebates – Evidence from Consumer Credit Data", *Journal of Political Economy*, 2007, 115(6), S. 987-1019.
- Arestis, Ph., Karakitsos, E., "The U.S. Housing Slump and the Consumer", *Journal of Post Keynesian Economics*, 2008, 30(3), S. 334-352.
- Aviat, A., Bricongne, J.-Ch., Pionnier, P.-A., "Asset Wealth and Consumption: Weakly Correlated in France, Strongly in the United States", *Conjoncture en France*, 2007, (Dezember), S. 11-25.
- Barrell, R., Holland, D., "Financial Crisis and Economic Growth", *National Institute Economic Review*, 2007, 302, S. 34-41.
- Bayomi, T., Edison, H., "Is Wealth Increasingly Driving Consumption?", *The Nederlandsche Bank Staff Report*, 2003, (101).

- Dell'Ariccia, G., Detragiache, E., Rajan, R., "The Real Effects of Banking Crisis", IMF Staff Papers, 2004, (Oktober).
- Dreger, Ch., Slacalek, J., "Finanzmarktentwicklung, Immobilienpreise und Konsum", DIW-Wochenbericht, 2007, 74(35), S. 533-536.
- Edison, H., "Is Wealth Increasingly Driving Consumption?", IMF World Economic Outlook, 2002, (Mai), S. 77-85
- Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1933, 1(4), S. 337-357.
- Goodhart, Ch., Hofmann, B., "House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy", *Oxford Review of Economic Policy*, 2008, 24(1), S. 180-205.
- Goodhart, Ch., Hofmann, B., Segoviano, M., "Bankregulation and Macroeconomic Fluctuations", *Oxford Review of Economic Policy*, 2004, 20, S. 591-615.
- Greenlaw, D., Hatzius, L., Kashap, A., Shin, H. S., "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Melt-down", *US Monetary Policy Forum*, 2008.
- Greenspan, A., Kennedy, J., "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes", *Oxford Review of Economic Policy*, 2008, 24(1), S. 120-144.
- Hahn, F. R., "Internationale Bankenkrise und die Rolle von Finanzaufsicht und Finanzinnovationen", *WIFO-Monatsberichte*, 2008, 81(8), S. 593-606, [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=33284&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=33284&typeid=8&display_mode=2).
- IMF, *World Economic Outlook. Chapter II: The Global House Price Boom*, Washington, D.C., 2004.
- Marterbauer, M., Walterskirchen, E., *Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf Wirtschaftswachstum und Inflation*, WIFO, Wien, 2005, [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=25691&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=25691&typeid=8&display_mode=2).
- Miles, D., Pillonca, V., "Financial Innovations and European Housing and Mortgage Markets", *Oxford Review of Economic Policy*, 2008, 24(1), S. 145-175.
- OECD, "Has the Rise in Debt Made Households more Vulnerable?", *OECD Economic Outlook*, 2006, (80).
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review, Papers & Proceedings*, 2008, 98(2), S. 339-344.
- Weale, M., "Financial Crisis and Bank Regulation", *National Institute Economic Review*, 2008, (204), S. 3-8.

### *Real Economy Consequences of the Financial and Real Estate Crisis – Summary*

The US real estate bubble caused by loose monetary policy and the influx of significant amounts of investment capital from abroad burst in 2006. Since then, US real estate values have declined by 20 percent, reducing the basis for collateralisation of mortgage loans and mortgage-backed securities – the latter being held also by banks abroad.

The resulting financial market crisis in the USA caused substantial problems in bank balance sheets. Numerous insolvencies followed, with credit institutions exercising extreme restraint in providing finance since then. This is dampening the propensity both to invest and to consume. In addition, private households suffered a substantial loss of wealth due to plunging stock and real estate prices. As a consequence, the saving rate – extremely low up to now – is set to rise, which will weigh on private consumption and residential investment.

Just like the US economy, the economies of a few European countries benefited from national booms in real estate prices. There, too, a trend reversal has taken place recently, with problems similar to those in the USA already beginning to show. In addition, the real estate and financial crisis emanating from the USA is affecting the European economy through various transmission channels. While it appears unlikely that an all-European financial crisis will erupt, the weakness of the US economy and the low dollar exchange rate are putting considerable strain on the export sector. The loss of wealth suffered by private households, by contrast, should stay within limits, and they may also be expected to be less sensitive to such changes. Consumption here is affected rather by the sharp rise in commodity and agricultural prices.

Economic policy in the USA introduced extensive fiscal and monetary policy measures to stimulate the economy. They are likely to yield positive effects only in the short run. No measures to bolster the economy have yet been taken in Europe – except in a few countries.