

**Stefan Ederer, Markus Marterbauer, Stephan Schulmeister, Ewald Walterskirchen,  
Klara Zwickl**

## **Finanzkrise löst weltweiten Konjunkturreinbruch aus**

**Die Verschärfung der internationalen Finanzkrise verstärkt den weltweiten Konjunkturabschwung. In den USA und im Euro-Raum ist das Wirtschaftswachstum zum Erliegen gekommen, in Ostmitteleuropa und den Schwellenländern verlangsamt sich die Expansion markant. Eine Erholung kann erst nach der Lösung der Immobilienkrise in den USA und der Solvenzkrise der Banken eintreten.**

**Begutachtung:** Marcus Scheiblecker • **Wissenschaftliche Assistenz:** Eva Sokoll, Martha Steiner • **E-Mail-Adressen:** [Stefan.Ederer@wifo.ac.at](mailto:Stefan.Ederer@wifo.ac.at), [Markus.Marterbauer@wifo.ac.at](mailto:Markus.Marterbauer@wifo.ac.at), [Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at](mailto:Stephan.Schulmeister@wifo.ac.at), [Ewald.Walterskirchen@wifo.ac.at](mailto:Ewald.Walterskirchen@wifo.ac.at), [Klara.Zwickl@wifo.ac.at](mailto:Klara.Zwickl@wifo.ac.at)

Die Weltwirtschaft befindet sich vor dem Hintergrund der dramatischen Verschärfung der Finanzkrise in einem markanten Abschwung. Nach vier Jahren mit einem Wirtschaftswachstum von real etwa 5% kühlte sich die Konjunktur bereits 2007 ab, der Welthandel wurde zuletzt nur noch wenig ausgeweitet. Die Weltwirtschaft dürfte heuer real um nur gut 3% wachsen, eine weitere Abschwächung im Jahr 2009 ist absehbar. Der Konjunkturabschwung wurde durch die Krise auf dem Immobiliensektor der USA eingeleitet, die in den USA eine Stagnation der Wirtschaft und einen Rückgang der Importe zur Folge hatte. Dazu kam der merkliche Anstieg der Weltmarktpreise von Rohöl und Nahrungsmitteln, der die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte in den Industrie- und anderen rohstoffimportierenden Ländern dämpfte. Empfindlich verstärkt wurde der Abschwung schließlich durch die internationale Finanzkrise.

Der Zusammenbruch des Marktes für Subprime-Hypotheken in den USA im Sommer 2007 und die Solvenzkrise der Investmentbanken in den USA und der Hypothekarkreditbanken in der EU im Frühjahr 2008 gingen mit schweren und hartnäckigen Liquiditätskrisen auf den Interbankenmärkten einher. Die Finanzkrise verschärfte sich im September 2008 erneut, als in den USA die Eigenkapitalbasis der beiden großen Hypothekendarlehenbanken erodierte, weitere Investmentbanken sowie ein großer Versicherungskonzern Konkurs anmeldeten bzw. von Geschäftsbanken oder der Fed übernommen werden mussten. Die Liquiditäts- und Solvenzkrise erfasste das gesamte Bankensystem in den USA und nun auch in besonderem Ausmaß jenes in der EU. Daraufhin wurden Rettungspläne für den Finanzsektor beschlossen, die eine Sicherstellung der Liquiditätsversorgung, die Sicherung der Spareinlagen und die Rekapitalisierung der Banken zum Ziel haben. Eine dauerhafte Stabilisierung des Finanzsystems ist damit allerdings wahrscheinlich noch nicht gelungen.

Die Realwirtschaft wird durch die Finanzkrise schon seit einem Jahr beeinträchtigt. Am stärksten sind bislang die USA von den direkten Effekten betroffen. Die Wohnbauinvestitionen liegen um 42% unter ihrem Höchstwert vom IV. Quartal 2005, die Konsumausgaben waren in den Sommermonaten rückläufig, und seit Herbst 2007 sinken die Importe stetig. Damit entfällt ein wichtiger Nachfragemotor für die Weltwirtschaft. Allerdings hat die Wirtschaftspolitik der USA auf die Rezessionsgefahr sehr expansiv reagiert: Die Federal Funds Rate wurde um insgesamt 4¼ Prozentpunkte herabgesetzt, dazu kamen Steuersenkungen im Ausmaß von gut 1% des BIP. Mit diesen Maßnahmen gelang eine temporäre Stabilisierung der Konjunktur. Allerdings haben sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen wegen der restriktiven Kreditvergabe durch den Finanzsektor, des Rückgangs der Aktiennotierungen und des Einbruchs des Marktes für Unternehmensanleihen deutlich verschlechtert. Verluste an Immobilien- und Aktienvermögen sowie der Einbruch auf dem Arbeitsmarkt

beeinträchtigten die finanzielle Lage der privaten Haushalte und mündeten in einem Rückgang der Konsumnachfrage. Derzeit expandieren nur noch der Export und die Staatsnachfrage. Im Jahr 2008 dürfte die Wirtschaft der USA real um 1½% wachsen. Zumindest für das 2. Halbjahr 2008, wahrscheinlich auch für die folgenden Quartale muss allerdings mit einer rückläufigen Grundtendenz des BIP gerechnet werden. Zusätzliche expansive Maßnahmen der Zins- und Budgetpolitik erscheinen wahrscheinlich.

Übersicht 1: Wirtschaftswachstum, Arbeitslosenquote und Inflation in der EU

|                              | BIP, real                          |       | Verbraucherpreise |        | Arbeitslosenquote        |      |
|------------------------------|------------------------------------|-------|-------------------|--------|--------------------------|------|
|                              | 2007                               | 2008  | 2007              | 2008   | 2007                     | 2008 |
|                              | Veränderung gegen das Vorjahr in % |       |                   |        | In % der Erwerbspersonen |      |
| EU 27                        | + 2,9                              | + 1,5 | + 2,3             | + 4,0  | 7,2                      | 6,9  |
| Dänemark                     | + 1,7                              | ± 0,0 | + 1,7             | + 4,0  | 3,8                      | 2,5  |
| Schweden                     | + 2,7                              | + 0,8 | + 1,7             | + 3,6  | 6,1                      | 5,5  |
| Großbritannien               | + 3,1                              | + 0,9 | + 2,3             | + 3,8  | 5,3                      | 5,4  |
| Euro-Raum                    | + 2,6                              | + 1,2 | + 2,1             | + 3,6  | 7,4                      | 7,5  |
| Belgien                      | + 2,8                              | + 1,5 | + 1,8             | + 5,0  | 7,5                      | 7,0  |
| Deutschland                  | + 2,5                              | + 1,7 | + 2,3             | + 3,0  | 8,4                      | 7,5  |
| Irland                       | + 6,0                              | - 1,3 | + 2,9             | + 3,5  | 4,6                      | 5,7  |
| Griechenland                 | + 4,0                              | + 3,2 | + 3,0             | + 4,6  | 8,3                      | 7,8  |
| Spanien                      | + 3,7                              | + 1,2 | + 2,8             | + 4,7  | 8,3                      | 10,7 |
| Frankreich                   | + 2,2                              | + 0,8 | + 1,6             | + 3,4  | 8,3                      | 7,5  |
| Italien                      | + 1,5                              | - 0,1 | + 2,0             | + 3,8  | 6,1                      | 6,8  |
| Luxemburg                    | + 4,4                              | + 3,3 | + 2,7             | + 4,7  | 4,1                      | 4,1  |
| Malta                        | + 0,1                              | + 3,7 | + 2,9             | + 0,7  | 4,8                      | 6,4  |
| Niederlande                  | + 3,5                              | + 2,0 | + 1,6             | + 2,5  | 3,2                      | 2,8  |
| Österreich                   | + 3,1                              | + 2,0 | + 2,2             | + 3,4  | 4,4                      | 4,2  |
| Portugal                     | + 1,9                              | + 0,5 | + 2,4             | + 3,0  | 8,1                      | 7,5  |
| Slowenien                    | + 6,1                              | + 4,3 | + 3,8             | + 6,3  | 4,9                      | 4,3  |
| Finnland                     | + 4,5                              | + 2,2 | + 1,6             | + 4,1  | 6,9                      | 6,3  |
| Zypern                       | + 4,4                              | + 3,6 | + 2,2             | + 4,8  | 3,9                      | 3,7  |
| Neue EU-Länder <sup>1)</sup> | + 6,2                              | + 4,9 | + 4,2             | + 6,5  | 7,7                      | 6,5  |
| Bulgarien                    | + 6,2                              | + 6,0 | + 7,6             | + 12,8 | 6,9                      | 5,5  |
| Tschechien                   | + 6,6                              | + 4,2 | + 3,0             | + 6,6  | 5,3                      | 4,4  |
| Estland                      | + 7,1                              | - 1,5 | + 6,7             | + 11,3 | 4,7                      | 4,3  |
| Lettland                     | + 10,3                             | ± 0,0 | + 10,1            | + 11,9 | 6,0                      | 5,8  |
| Litauen                      | + 8,8                              | + 3,6 | + 5,8             | + 11,8 | 4,3                      | 4,6  |
| Ungarn                       | + 1,3                              | + 1,3 | + 7,9             | + 6,8  | 7,4                      | 7,6  |
| Polen                        | + 6,6                              | + 5,5 | + 2,6             | + 4,4  | 9,6                      | 7,2  |
| Rumänien                     | + 6,0                              | + 7,5 | + 4,9             | + 8,2  | 6,5                      | 6,0  |
| Slowakei                     | + 10,4                             | + 7,5 | + 1,9             | + 4,1  | 11,1                     | 10,4 |

Q: Eurostat, WIFO-Berechnungen. BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP zu Kaufkraftparitäten von 2007. Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbspersonen von 2007. 2008: WIFO-Prognose. – <sup>1)</sup> Ohne Slowenien, Malta und Zypern.

In der EU konnte sich die Wirtschaft – wie vom WIFO erwartet (Ederer et al., 2007) – nicht vom Konjunkturabschwung in den USA abkoppeln. Zum einen war davon die Industrie über die Abschwächung von Export und Investitionen betroffen, der von der Europäischen Kommission erhobene Vertrauensindex sank seit Mitte 2007 von seinem Höchstwert drastisch und liegt nun bereits auf dem Niveau der Rezession 2001. Zum anderen konnte die private Konsumnachfrage wegen des starken Preisanstiegs auf Verbraucherebene die Konjunktur nicht stabilisieren. Der Konjunkturreinbruch war in jenen Ländern besonders markant, die in eine Immobilienkrise geraten sind (vor allem Großbritannien, Irland und Spanien). Im Euro-Raum sank das BIP saisonbereinigt im II. Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,2%, für das 2. Halbjahr 2008 muss mit einem weiteren Rückgang gerechnet werden. Für das gesamte Jahr 2008 ergibt sich noch ein Anstieg des BIP um real etwa 1,2%. Eine baldige Stabilisierung der Konjunktur zeichnet sich nicht ab. Gleichzeitig wird sich der seit dem Frühjahr zu beobachtende leichte Anstieg der Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten erheblich beschleunigen. Die europäische Wirtschaftspolitik reagierte im Oktober auf die Bankenkrise, koordinierte Maßnahmen zur Vermeidung einer Rezession wurden allerdings noch nicht ergriffen.

In den neuen EU-Ländern war die Konjunktur bislang von der Binnennachfrage getragen. Dies schirmte die Wirtschaft gegenüber der Eintrübung der Weltkonjunktur etwas ab. Das BIP expandiert 2008 real noch um 4,9%. Doch die rege Konsum- und

Investitionsnachfrage birgt auch erhebliche Risiken: Die Verschuldung der privaten Haushalte – zu einem erheblichen Teil in Fremdwährung – erhohnte sich in den letzten Jahren betrachtlch, und die Leistungsbilanzdefizite erreichten ein außergewöhnlich hohes Niveau. Die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen wird die Nachfrage der privaten Haushalte abrupt dämpfen, den Druck auf die Wechselkurse verstärken und die gesamtwirtschaftliche Expansion empfindlich bremsen.

Übersicht 2: Wirtschaftswachstum, Arbeitslosenquote und Inflation weltweit

|                                   | BIP, real<br>Veränderung gegen das Vorjahr in % |       | Verbraucherpreise |        | Arbeitslosenquote<br>In % der Erwerbbspersonen |       |
|-----------------------------------|--|-------|-------------------|--------|--|-------|
|                                   | 2007   | 2008  | 2007              | 2008   | 2007   | 2008  |
| Welt                              | + 5,0  | + 3,0 |                   |        |  |       |
| EU 27                             | + 2,9  | + 1,5 | + 2,3             | + 3,8  | + 7,2  | + 6,9 |
| Kanada                            | + 2,7  | + 0,7 | + 2,1             | + 3,0  | + 6,0  | + 6,2 |
| Japan                             | + 2,0  | + 0,7 | + 0,1             | + 1,6  | + 3,9  | + 4,1 |
| Norwegen                          | + 3,7  | + 2,5 | + 0,7             | + 3,5  | + 2,6  | + 2,5 |
| Schweiz                           | + 3,3  | + 1,8 | + 0,7             | + 2,8  | + 3,6  | + 3,5 |
| USA                               | + 2,0  | + 1,5 | + 2,8             | + 4,8  | + 4,6  | + 5,8 |
| Russland                          | + 8,1  | + 7,0 | + 9,1             | + 15,0 | + 6,1  | + 5,8 |
| China                             | + 11,4   | + 9,5 | .                 | .      | .  | .     |
| Indien                            | + 9,2  | + 7,7 | .                 | .      | .  | .     |
| Ostasien ohne China <sup>1)</sup> | + 5,9  | + 4,8 | .                 | .      | .  | .     |
| Lateinamerika <sup>2)</sup>       | + 6,0  | + 5,3 | .                 | .      | .  | .     |
| Welthandel, real                  | + 7,1  | + 4,0 | .                 | .      | .  | .     |

Q: Europäische Kommission, IWF, WIFO-Berechnungen. BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP zu Kaufkraftparitäten von 2007. Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbbspersonen von 2007. 2008: WIFO-Prognose. – <sup>1)</sup> Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan. – <sup>2)</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Venezuela.

Auch die Schwellenländer können sich der Abschwächung der Weltkonjunktur nicht entziehen. Seit Anfang 2008 lässt das Exportwachstum nach. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen und die Konsumnachfrage der privaten Haushalte blieben in vielen Regionen bis zuletzt rege. Jedoch beeinträchtigen die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen (etwa durch den starken Rückgang der Aktienkurse) und die Verteuerung von Nahrungsmitteln die Rahmenbedingungen für die Binnennachfrage. Das Wirtschaftswachstum wird sich deshalb auch in den dynamischen Regionen der Weltwirtschaft merklich verringern, allerdings von hohem Niveau ausgehend. So expandierte das BIP in China im III. Quartal 2008 noch um gut 9%, gegenüber fast +12% im Jahr 2007. Für das Jahr 2009 muss mit einer weiteren Verlangsamung der Expansion gerechnet werden.

Die weltweite Dämpfung der Nachfrage hat einen Rückgang der Rohstoffpreise zur Folge. Der Erdölpreis hat sich gegenüber seinem Höchstwert vom Frühsommer bereits halbiert. Damit dürfte das Problem hoher Inflationsraten rasch abklingen. Die Volatilität der Wechselkurse zwischen den großen Währungen ist sehr groß. Die deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar in den letzten Monaten spiegelt die Erwartung der Devisenmärkte einer relativ schärferen Rezession im Euro-Raum und die unterschiedliche Ausrichtung der Wirtschaftspolitik zwischen den USA und dem Euro-Raum wider.

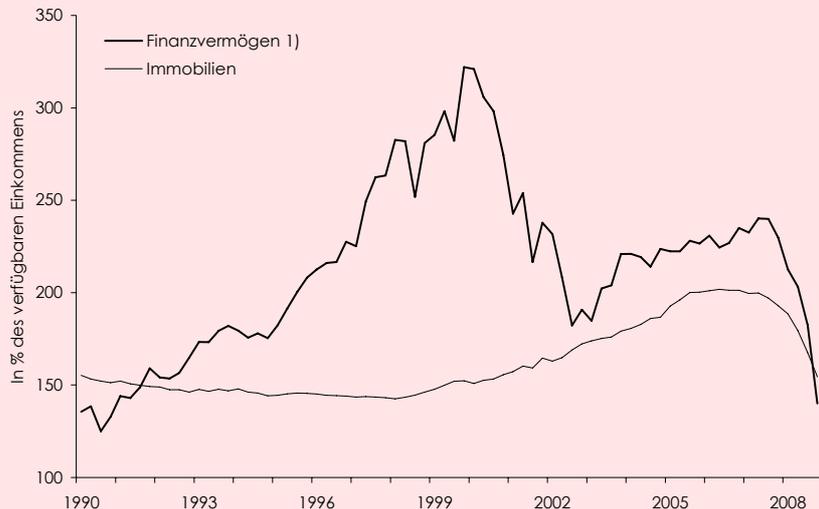
Die Finanzkrise verschärfte sich jüngst neuerlich, die Realwirtschaft wird zunehmend in Mitleidenschaft gezogen, die Aussichten für die Weltwirtschaft sind derzeit besonders unsicher. Selbst wenn man unterstellt, dass die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der USA und der EU-Länder eine Stabilisierung des Finanzsystems erreichen können, werden die Finanzmärkte auch 2009 erheblichen Belastungen ausgesetzt sein. Eine Erholung der Weltwirtschaft kann wohl nur dann einsetzen, wenn auf dem Immobilienmarkt der USA eine Wende eintritt und die Liquiditäts- und Solvenzprobleme der Finanzinstitute gelöst werden. Dennoch dürfte die Belastungen, die etwa von schwachem Kreditwachstum oder hoher Arbeitslosigkeit ausgehen, auch mittelfristig die Expansion der Weltwirtschaft merklich bremsen.

## Bankenkrise und Vermögensverfall verschlechtern Konjunktur in den USA

Der Verfall der Immobilienpreise und der Aktienkurse dämpft die Konsumnachfrage in den USA. Ein wichtiger Motor für das Wachstum und auch die Nachfrage auf den internationalen Märkten fällt damit aus. Das BIP dürfte im 2. Halbjahr 2008 und Anfang 2009 eine rückläufige Grundtendenz aufweisen.

Die Wirtschaftsentwicklung wird in den USA seit Mitte 2007 von der Ausbreitung der Finanzkrise und der Reaktion der Wirtschaftspolitik geprägt. Zwischen 2004 und 2006 war die Konjunktur primär von der Nachfrage der privaten Haushalte getragen, insbesondere von Konsum und Wohnbau. Dazu trugen das außergewöhnlich niedrige Zinsniveau, die Höherbewertung des Immobilien- und Finanzvermögens sowie die Vergabe von Hypothekarkrediten an Haushalte mit schlechter Bonität ("subprime mortgages") bei (Abbildung 1).

Abbildung 1: Vermögen der privaten Haushalte in den USA



Q: Federal Reserve Board, OEF. – 1) Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds.

Anfang 2007 begann das Volumen jener Subprime-Hypotheken, die von der Eingangsphase niedriger Fixverzinsung in die Phase einer viel höheren und flexiblen Verzinsung übergingen, massiv zu steigen. Damit nahm die Zinsbelastung der in der Regel einkommensschwachen Schuldnerhaushalte drastisch zu, und die Zahl der Insolvenzen privater Haushalte stieg sprunghaft, was wiederum einen erheblichen Wertverlust von mit Kreditforderungen unterlegten Wertpapieren nach sich zog ("collateral debt obligations"). Im Sommer 2007 wurde die Kreditkrise in den USA akut, allerdings beschränkte sie sich zunächst auf das Subprime-Segment (damit erfasste sie auch europäische Banken, welche darauf basierende Forderungspapiere hielten). Der durch die Kreditkrise ausgelöste Rückgang der Aktienkurse drohte gemeinsam mit dem anhaltenden Verfall der Immobilienpreise die Konsumnachfrage und damit die Gesamtwirtschaft der USA markant zu schwächen.

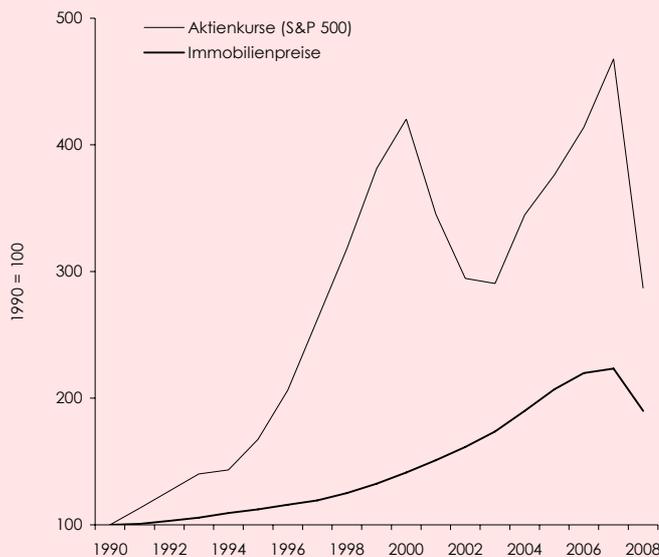
Deshalb senkte die Fed den Leitzinssatz zwischen September 2007 und November 2008 von 5,25% auf 1,0% (Abbildung 2). Zusätzlich setzte die Fiskalpolitik im Jänner 2008 einen expansiven Impuls: Steuergutschriften in Höhe von 168 Mrd. \$ (etwa 1,2% des BIP) wurden im II. Quartal an die privaten Haushalte ausgezahlt. Dadurch konnte das Wachstum der Konsumnachfrage in den USA kurzfristig stabilisiert werden; im III. Quartal schrumpfte sie allerdings, in erster Linie wegen der Ausbreitung der Kreditkrise.

Bereits im Frühjahr 2008 erfasste die Kreditkrise den gesamten Interbankenmarkt; insbesondere der "Fast-Bankrott" der Investmentbank Bear Stearns im März erschütterte das Vertrauen der Banken untereinander sowie jenes der Anleger. Mit der Übernahme der beiden Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac unter volle Staatskontrolle, dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers sowie der weitgehenden Verstaatlichung des größten Versicherungskonzerns der USA (American International Group – AIG) vertiefte sich die Krise im September 2008 dramatisch.

Im Zuge dieser Eskalation drohte eine zunächst auf die USA beschränkte Liquiditätskrise zu einer globalen Solvenzkrise des Finanzsektors zu werden. Dazu trug das Zusammentreffen mehrerer Faktoren bei:

- Die vielschichtigen Gläubiger-Schuldner-Verhältnisse in der besonders stark globalisierten Finanzwirtschaft waren durch die erheblich angewachsenen "credit default swaps" undurchschaubar geworden.
- Der Vertrauensschwund zwischen den Banken verstärkte sich in der Folge, der Interbankenmarkt "trocknete aus".
- Die Immobilienpreise und damit der Wert der Besicherung ("collateral") von Hypothekarkrediten sanken nachhaltig.
- Der drastische Verfall der Aktienkurse ließ nicht nur das Sparkapital der privaten Haushalte wegschmelzen (insbesondere für die Hochschulausbildung der Kinder sowie die eigene Altersvorsorge), sondern – aufgrund der Bilanzierung zu aktuellen Kursen<sup>1)</sup> – auch das Eigenkapital von Banken.

Abbildung 2: Aktienkurse und Immobilienpreise in den USA



Q: Oxford Economic Forecasting, WIFO.

Um eine Verschärfung der Krise zu verhindern, beschloss der Kongress der USA Anfang Oktober ein Hilfspaket im Volumen von 700 Mrd. \$. Bis zu diesem Ausmaß kann das Finanzministerium den Banken "faule" Kredite abkaufen bzw. eine Bürgschaft übernehmen sowie jegliche Art von "financial instrument" erwerben, um die Stabilität der Finanzmärkte zu fördern. Wenig später folgten die EU-Länder mit ähnlich dimensionierten Stützungsprogrammen, die auch Teilverstaatlichungen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken vorsehen.

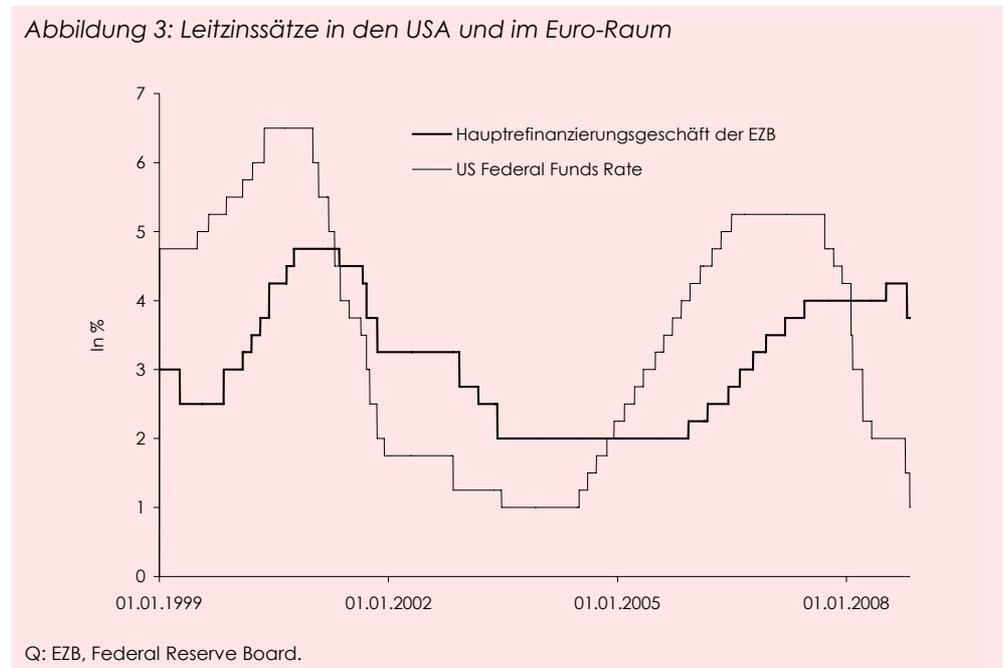
Bis zu diesem Zeitpunkt hatte sich der Verfall der Aktienkurse dramatisch beschleunigt. Abbildung 3 zeigt das Ausmaß der Entwertung jenes Teils des Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA, dessen Wert im Wesentlichen durch die Entwicklung der Aktienkurse bestimmt wird (Aktien sowie Anteile an Investment- und Pensionsfonds laut der Geldvermögensrechnung der Notenbank). Dazu wird das Finanzvermögen in Relation zum verfügbaren Einkommen dargestellt und sein letztverfügbarer Wert (für das II. Quartal 2008) mit dem Rückgang des S&P-500-Aktienindex auf 900 (annähernd Durchschnitt Oktober 2008, Proxy für das IV. Quartal 2008) fortgeschrieben. Analog wird der Wert des Immobilienvermögens der Haushalte mit dem Case-Shiller-Hauspreisindex fortgeschrieben (Annahme: IV. Quartal –20% gegenüber dem Vorjahr).

Zwischen dem II. Quartal 2007 und dem jüngsten Tiefstand der Aktienkurse im IV. Quartal 2008 sank der Wert des Immobilienvermögens sowie des aktienbezogenen Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA von 430% auf 295% ihres

<sup>1)</sup> "Mark-to-market"; zu den destabilisierenden Effekten dieser Bewertungsregel siehe *Adrian – Shin (2008)*.

jeweiligen Einkommens. Beide Vermögensarten sind etwa soviel wert (relativ zum Einkommen) wie Anfang der 1990er-Jahre (Abbildung 3). Das Ausmaß der jüngsten Vermögensentwertung lässt vermuten, dass die Haushalte in naher Zukunft ihr Sparen erhöhen, also ihren Konsum einschränken werden. Damit kommen der wichtigste Wachstumsmotor der Wirtschaft und eine wesentliche Komponente der Expansion der Weltnachfrage zum Erliegen. Das BIP dürfte im 2. Halbjahr 2008 und Anfang 2009 eine rückläufige Grundtendenz aufweisen. Eine Konjunkturwende ist erst zu erwarten, wenn der Rückgang der Immobilienpreise abebbt und die Hypothekarkreditkrise überwunden wird.

Abbildung 3: Leitzinssätze in den USA und im Euro-Raum



### Asien: Wachstum verlangsamt sich

Die Abschwächung der Exportdynamik dämpft das Wachstum in Ostasien. In Japan leidet die Wirtschaft zudem unter der Schwäche der Konsumnachfrage. Chinas Binnennachfrage expandiert weiterhin kräftig, dennoch hat sich das Wachstum bereits merklich verlangsamt.

Das Wachstum der japanischen Wirtschaft verlangsamt sich seit Anfang 2007 stetig. Im II. Quartal 2008 ging das BIP saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal real um 0,7% zurück (+0,8% gegenüber dem Vorjahr). Besonders der Export verlor aufgrund des Nachfragerückgangs in den USA und in der EU an Dynamik. Diese Entwicklung war dafür maßgebend, dass die Unternehmen ihre Ausrüstungsinvestitionen einschränkten. Gleichzeitig dürfte die traditionell schwache Konsumnachfrage der privaten Haushalte auch heuer kaum zunehmen. Dazu trugen sowohl die starke Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln als auch die Eintrübung der Wirtschaftsaussichten bei.

Seit Mitte 2007 schwächt sich das Wirtschaftswachstum in China leicht ab, in erster Linie wegen der Exportdämpfung im Gefolge der Konjunkturverschlechterung in den wichtigsten Industrieländern sowie der Aufwertung des Renminbi (die chinesische Währung hat gegenüber dem Dollar seit Ende 2006 um 15% an Wert gewonnen). Die Binnennachfrage expandiert weiterhin kräftig. Zwar weiteten die Unternehmen ihre Investitionen etwas weniger aus, die Konsumnachfrage steigt aber anhaltend stark, sie dürfte heuer um etwa 13% zunehmen. Im Jahr 2008 dürfte die chinesische Wirtschaft real um etwa 9% wachsen. Angesichts der Finanzkrise und ihrer Folgen für die Weltkonjunktur dürfte der Export 2009 allerdings weiter an Dynamik verlieren, sodass sich das Wirtschaftswachstum neuerlich verlangsamt.

### Rezession im Euro-Raum

Die Abschwächung der Konjunktur in den USA hat, verschärft durch die Finanzkrise, auf den Euro-Raum übergreifen. Das BIP ging im II. Quartal gegenüber der Vorperiode real um 0,2% zurück, nachdem es im I. Quartal noch kräftig expandiert hatte. Ein Teil dieser Dämpfung ist auf das Vorziehen von Bauinvestitionen in die ungewöhnlich milden ersten Monate des Jahres und damit zusammenhängende Unschärfen der Saisonbereinigung zurückzuführen; gleichwohl kühlte sich die Konjunktur

tur im Euro-Raum stark ab. Einige große Länder wie Deutschland, Frankreich oder Italien verzeichneten bereits einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion; in anderen Ländern wie Spanien stagnierte das BIP.

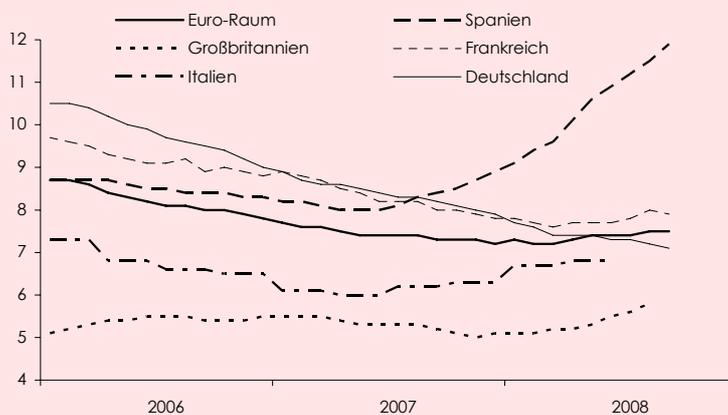
Besonders drastisch sanken im II. Quartal die Bruttoanlageinvestitionen (-1,0%), vor allem eine Folge der Immobilienkrise in Spanien. Der Export war aufgrund des Nachlassens des Weltwirtschaftswachstums und der Stärke des Euro ebenfalls rückläufig (-0,2%). Die privaten Haushalte schränkten ihre Konsumausgaben deutlich ein (-0,2%). Hauptgrund dafür war die Stagnation der realen Einkommen aufgrund der erheblichen Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln.

Auf dem Arbeitsmarkt ist aufgrund der Konjunkturschwäche bereits eine Trendwende zu erkennen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote steigt seit dem Frühjahr und erreichte im September 7,5% der Erwerbspersonen. Dabei entwickelte sie sich in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich: Während die Arbeitslosigkeit in Deutschland bis zuletzt leicht zurückging, steigt sie in Frankreich und Italien bereits. Besonders drastisch ist der Anstieg jedoch in Spanien (seit Herbst 2007 +3½ Prozentpunkte). Darin spiegelt sich besonders der Abbau der Beschäftigung in der Bauwirtschaft.

Die internationale Finanzkrise verschärft den Konjunkturabschwung im Euro-Raum markant, die Wirtschaft dürfte im 2. Halbjahr 2008 in eine Rezession geraten.

Abbildung 4: Die Arbeitslosenquote im Euro-Raum und ausgewählten Ländern

In % der Erwerbspersonen



Q: Eurostat.

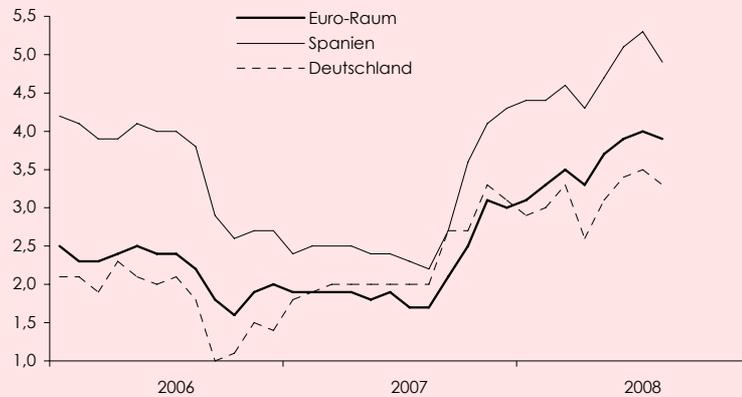
Wegen des raschen Auftriebs der Energie- und Nahrungsmittelpreise stieg das gesamtwirtschaftliche Preisniveau im Euro-Raum stark. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex lag im September 2008 um 3,8% über dem Vorjahreswert und nur leicht unter dem Höchstwert vom Juli 2008 (+4,1%). Das Ausmaß der Teuerung unterscheidet sich zwischen den EU-Ländern erheblich: In Spanien war die Inflationsrate im September um 1,6 Prozentpunkte höher als in Deutschland. Dies dürfte, neben einem höheren Gewicht von Nahrungsmitteln im Warenkorb, vor allem an der Indexierung der Löhne liegen. Damit ergeben sich merkliche Verschiebungen der Wettbewerbsfähigkeit zwischen den Ländern des Euro-Raumes. Mit dem Konjunkturabschwung wird sich der Preisauftrieb im Euro-Raum merklich abschwächen. Insbesondere der Rückgang der Energie- und Nahrungsmittelpreise wird die Kaufkraft der privaten Haushalte stützen.

Die Konjunkturmfragen der Europäischen Kommission zeigen seit Monaten eine markante Eintrübung der Erwartungen von Unternehmen und privaten Haushalten; die Stimmung war zuletzt so ungünstig wie im Jahr 2001. Produktionserwartungen und Beurteilung der Auftragsbestände in der Industrie sanken weit unter den langjährigen Durchschnitt. Die jüngste Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar wird allerdings die Exportindustrie im Jahr 2009 entlasten. Die Abschwächung der Expansion der Weltwirtschaft und des Welthandels wird den Export aber dämpfen. Von den privaten Konsumausgaben und den Investitionen sind kurzfristig keine Impulse für die Konjunktur zu erwarten. Die Produktion dürfte im Euro-Raum im 2. Halbjahr 2008 zurückgehen. Für das gesamte Jahr 2008 ist noch ein Anstieg des BIP um real

gut 1% gegenüber dem Vorjahr zu erwarten. Die vorausseilenden Konjunkturindikatoren lassen für die ersten Quartale 2009 auf einen weiteren Rückgang schließen.

Abbildung 5: Harmonisierter Verbraucherpreisindex

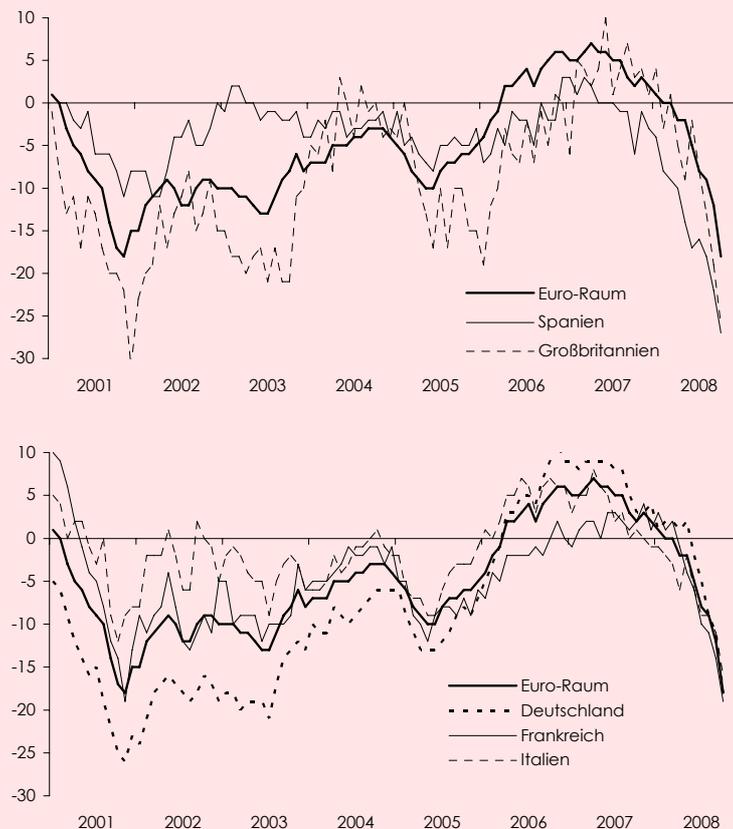
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: Eurostat.

Abbildung 6: Industrievertrauen im Euro-Raum und ausgewählten Ländern

Salden aus positiven und negativen Meldungen in % der befragten Unternehmen, saisonbereinigt



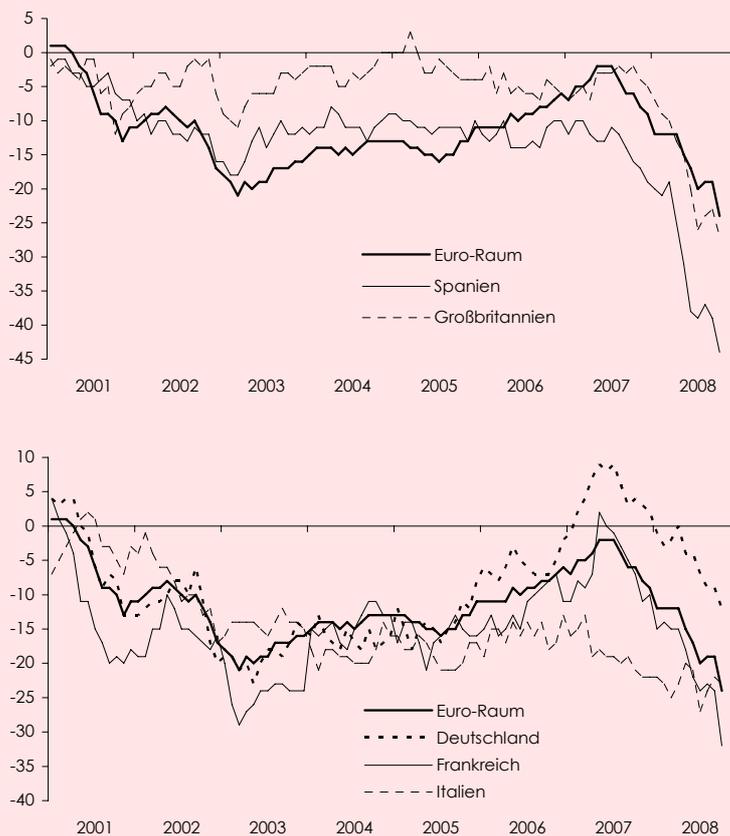
Q: Konjunkturtest der Europäischen Kommission.

Die Bedingungen auf den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten haben sich in den letzten Monaten deutlich verschlechtert. So hob die EZB die Leitzinssätze Anfang Juli im bereits beginnenden Konjunkturabschwung um ¼ Prozentpunkt an. Zudem erhöhten sich durch die Finanzkrise und die Liquiditätsprobleme auf dem Interbankenmarkt

die Risikoprämien beträchtlich. Der Bank Lending Survey der EZB zeigt eine deutliche Verschärfung der Kreditstandards. Die koordinierte Zinssatzsenkung der wichtigsten Notenbanken der Welt um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt Anfang Oktober verbessert die Finanzierungsbedingungen nur wenig. Angesichts des raschen Konjunkturabschwungs und der bevorstehenden Entspannung bezüglich der Inflation sind weitere markante Zinssatzsenkungen der EZB zu erwarten.

Abbildung 7: Konsumentenvertrauen im Euro-Raum

Salden aus positiven und negativen Meldungen in % der befragten Unternehmen, saisonbereinigt



Q: Konjunkturtest der Europäischen Kommission.

Die Fiskalpolitik der EU-Länder zeigte sich bislang nicht in der Lage, koordiniert zur Bekämpfung der Rezession vorzugehen. Immer mehr Länder reagieren mit expansiven Maßnahmen. Dabei ist die Ausgangssituation der öffentlichen Haushalte sehr unterschiedlich: In Italien, Portugal und vor allem in Frankreich bestehen bereits am Beginn des Konjunkturabschwungs Haushaltsdefizite nahe dem Maastricht-Referenzwert von 3% des BIP. Spanien und Finnland haben mit beträchtlichen Budgetüberschüssen im Jahr 2007, Deutschland, die Niederlande und Belgien mit einem ausgeglichenen Haushalt einen deutlich größeren Spielraum für Konjunkturprogramme.

In Frankreich und Italien expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im 1. Halbjahr 2008 deutlich schwächer als im Durchschnitt des Euro-Raumes. Im II. Quartal ging das reale BIP in beiden Ländern sogar um jeweils 0,3% zurück, vor allem wegen der Abnahme der Binnennachfrage.

In Frankreich hatte die Nachfrage im Inland die Konjunktur bislang unterstützt; im 1. Halbjahr stagnierten aber sowohl die Konsumausgaben der privaten Haushalte als auch die Bruttoinvestitionen nahezu. Die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte nahmen aufgrund der hohen Inflation trotz der Entlastung durch Steuer-senkungen kaum zu. Die Konsumentenstimmung verschlechterte sich in den ersten

**Binnennachfrage in  
Frankreich und Italien  
schwach**

*In Frankreich wurde die Konjunktur lange von der Binnennachfrage getragen, nun schwächt diese sich markant ab. Die italienische Wirtschaft hingegen leidet besonders unter der mangelnden internationalen Wettbewerbsfähigkeit, das BIP stagniert bereits seit Mitte 2007.*

zehn Monaten 2008 kontinuierlich. Dies hängt auch mit der Trendwende auf dem Arbeitsmarkt zusammen: Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote steigt seit Juni 2008. Von den privaten Konsumausgaben ist in den nächsten Quartalen kein Impuls zu erwarten.

Dies gilt auch für die Investitionen. Die Industrieproduktion sinkt seit Jahresbeginn deutlich; der Rückgang des Vertrauensindikators lässt für die kommenden Monate eine weitere Abnahme erwarten. Der Saldo der Produktionserwartungen und jener der Auftragsbestände lagen im Oktober 2008 weit unter den Werten des Vorjahres. Im Baugewerbe stagniert die Produktion – auch sie war in den letzten Jahren ein wichtiger Konjunkturmotor. Das BIP wird in der zweiten Jahreshälfte daher höchstens stagnieren und im gesamten Jahr 2008 real nur leicht zunehmen.

In Italien hält die Konjunkturabschwächung schon deutlich länger an als in den anderen Ländern des Euro-Raumes. Das BIP wächst bereits seit dem 2. Halbjahr 2007 nicht mehr. Im 1. Halbjahr 2008 waren die privaten Konsumausgaben und die Bruttoinvestitionen saisonbereinigt sogar rückläufig; für das 2. Halbjahr ist keine Änderung dieser Tendenz zu erwarten. Die Rahmenbedingungen für eine Zunahme der privaten Konsumausgaben sind denkbar ungünstig: Trotz deutlich wachsender Nominal-einkommen lässt der beschleunigte Preisauftrieb kaum eine Steigerung der Realeinkommen zu. Die bereits seit Mitte 2007 zunehmende Arbeitslosigkeit beeinträchtigt die Konsumentenstimmung. Mit dem Nachlassen der Nachfrage aus dem In- und Ausland verringert sich die Kapazitätsauslastung, sodass mit keiner Ausweitung der Investitionstätigkeit zu rechnen ist.

Zur Schwäche der Binnennachfrage kommt das Strukturproblem der mangelnden internationalen Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Exportwirtschaft. Die geringen Produktivitätsfortschritte resultieren in Verbindung mit steigenden Nominaleinkommen in einer spürbaren Zunahme der relativen Lohnstückkosten. Darüber hinaus spielen traditionelle Zweige wie die Textil- und Bekleidungsindustrie in der italienischen Wirtschaft nach wie vor eine große Rolle. Sie sind jedoch hohem Wettbewerbsdruck aus den ostasiatischen Ländern ausgesetzt, die wesentlich niedrigere Produktionskosten aufweisen. Das reale BIP wird in Italien 2008 höchstens stagnieren und dürfte 2009 zurückgehen.

## Immobilienkrise löst in Spanien und Großbritannien Rezession aus

*In Spanien und Großbritannien wurde der langjährige Aufschwung durch eine Rezession im Gefolge der Immobilienkrise beendet. In beiden Ländern dürfte das reale BIP im Jahr 2009 zurückgehen.*

In Spanien wird die Konjunktur durch die negativen Folgen der Krise auf dem Immobilienmarkt beeinträchtigt. Der Rückgang der Hauspreise und der Anstieg der Finanzierungskosten ließen den Wohnungsbau im 1. Halbjahr 2008 einbrechen. Im Baugewerbe ist die Produktion bereits seit Mitte 2007 stark rückläufig. Die Immobilienkrise dämpft auch die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Aufgrund des Verfalls der Vermögenswerte, des starken Anstiegs der Verbraucherpreise und der Arbeitslosigkeit sowie der dadurch ausgelösten Eintrübung der Konsumentenstimmung verlor die private Konsumnachfrage im 1. Halbjahr an Dynamik. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich drastisch verschlechtert; die Arbeitslosigkeit hat bereits seit Mitte 2007 und im 1. Halbjahr 2008 verstärkt steigende Tendenz. Im September war die Arbeitslosenquote mit 11,9% der Erwerbspersonen um fast 3 Prozentpunkte höher als zu Jahresbeginn.

Angesichts des Konjunkturreinbruchs beschloss die Regierung im Frühjahr ein Maßnahmenpaket im Umfang von 10 Mrd. € (etwa 1% des BIP), um der Krise entgegen zu wirken. Davon entfallen 6 Mrd. € auf Steuererleichterungen. Im August kündigte die Regierung ein weiteres Programm für den sozialen Wohnbau und zur Unterstützung kleiner und mittlerer Unternehmen an. Sie will dafür 2009 und 2010 insgesamt 20 Mrd. € aufwenden. Trotz der expansiven Fiskalpolitik wird die spanische Wirtschaft im 2. Halbjahr 2008 voraussichtlich schrumpfen. Auch im Jahr 2009 ist ein Rückgang des BIP zu erwarten.

In Großbritannien ist der langjährige Aufschwung zu Ende. Im III. Quartal 2008 sank das reale BIP in saisonbereinigter Rechnung erstmals seit 1992. Aufgrund der Position von London als ein Weltfinanzzentrum ist das Land von der Finanzmarktkrise besonders betroffen. Zusätzlich verfallen im Zuge der schweren Immobilienkrise die Hauspreise. Die Produktion schrumpfte im Baugewerbe im II. Quartal 2008, die Wohnbau-

investitionen sind bereits seit Mitte 2007 stark rückläufig. Vor allem jedoch verlor der Dienstleistungssektor, der die Expansion der britischen Wirtschaft in den letzten Jahren getragen hatte, deutlich an Dynamik, eine Folge der Finanzkrise. Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte, die während des Aufschwungs stark expandierte hatte, geht bereits leicht zurück. Das BIP sank im II. Quartal nur dank des Anstiegs des realen Außenbeitrags nicht, der auf einen Rückgang der Importe zurückzuführen war.

Die Konjunkturaussichten haben sich in Großbritannien stark eingetrübt. Alle Vertrauensindikatoren brachen im Laufe des Jahres ein und liegen sogar unter dem Tiefstwert von 1991/92. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im 2. Halbjahr 2008 zurückgehen, auch für das Jahr 2009 muss mit einem Sinken des realen BIP gerechnet werden.

Die deutsche Wirtschaft befindet sich im Herbst 2008 bereits in einer Rezession. Noch im 1. Halbjahr 2008 ließ der kräftige Konjunkturaufschwung, der im Jahr 2005 begonnen hatte, das Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem 2. Halbjahr 2007 real um gut 1% wachsen. Die deutliche Ausweitung der Produktion war wie in den Jahren zuvor von der starken Exportnachfrage und einer Belebung der Ausrüstungsinvestitionen getragen. Deutschland weist einen hohen Überschuss im Außenhandel nicht nur mit den USA und den anderen EU-Ländern, sondern auch mit den OPEC-Ländern auf.

Der internationale Konjunkturereinbruch und die Ausweitung der Finanzkrise schwächen diese einzigen tragfähigen Säulen der Konjunktur jedoch empfindlich. Die Verringerung der Investitionsnachfrage aus dem Ausland trifft die deutschen Unternehmen besonders, weil sie sich auf die Produktion von Investitionsgütern spezialisiert haben. Mitte 2008 wurde die Ausfuhr von Waren kaum mehr ausgeweitet. Die Lieferungen in die USA waren rückläufig, in geringerem Ausmaß auch jene in die anderen EU-Länder. Gesteigert wurde vor allem der Export in die erdölexportierenden Länder (insbesondere Investitionsgüter und langlebige Konsumgüter).

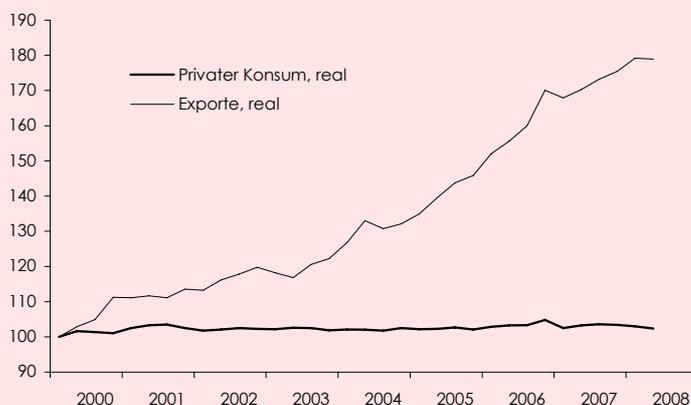
Das Nachlassen der Auftragseingänge in der Investitionsgüterindustrie zeigt aber, dass der Boom in der deutschen Industrie vorbei ist. Seit April schrumpft die Industrieproduktion, auch wenn die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure außerordentlich hoch ist, wie die hohen Gewinne widerspiegeln. Deutlich verschlechtert haben sich hingegen die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen über Kredite, Anleihen und Aktien. Für das 2. Halbjahr 2008 muss mit einem generellen Rückgang des realen Warenexports und der Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden.

## Produktionsrückgang nach Exporteinbruch in Deutschland

Die Abschwächung der Exportnachfrage trifft Deutschlands Wirtschaft besonders, weil die Binnennachfrage seit Jahren keine tragende Rolle für das Wirtschaftswachstum spielt. 2009 muss mit einem Rückgang der Produktion und einer Trendwende auf dem Arbeitsmarkt gerechnet werden. Allerdings bietet der ausgeglichene Budgetsaldo erheblichen Spielraum für eine aktive Konjunkturpolitik.

Abbildung 8: Reale Entwicklung der Exporte und des privaten Konsums in Deutschland

I. Quartal 2000 = 100, saisonbereinigt



Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden.

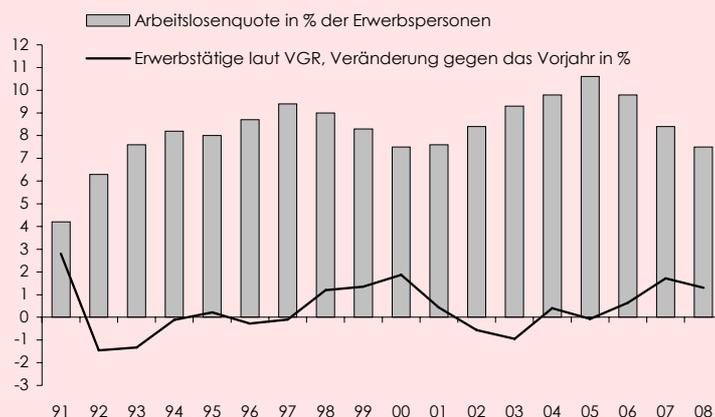
**Vor Wende auf dem  
Arbeitsmarkt**

In dieser Situation erweist sich die betonte Ausrichtung der deutschen Wirtschaft auf den Export als Nachteil. Die Binnennachfrage kann seit Jahren keine tragende Rolle für die Ausweitung der Produktion übernehmen – die Konsumnachfrage der privaten Haushalte war im 1. Halbjahr 2008 real um 0,8% niedriger als im 1. Halbjahr. Die Schwäche der Konsumnachfrage wird von einer Grundtendenz niedriger Lohnerhöhungen und zunehmender Ungleichheit in der Einkommensverteilung getragen. Dazu kam 2008 der starke Anstieg der Verbraucherpreise, der die Ausweitung der real verfügbaren Einkommen der Haushalte eng begrenzte. Die Konsumausgaben der Haushalte werden deshalb 2008 – wie schon im Jahr zuvor (-0,4%) – real zurückgehen. Seit dem Jahr 2000 wuchs die private Konsumnachfrage kumuliert um nur 2,3%.

Der Arbeitsmarkt entwickelte sich bis zuletzt günstig. Die Zahl der Erwerbstätigen war saisonbereinigt im August um 39.000 höher als im Vormonat (nach +44.000 im Durchschnitt Jänner bis Juli). Mehr als die Hälfte der neu geschaffenen Stellen waren sozialversicherungspflichtige Vollzeitstellen. Auch die Arbeitslosenquote sinkt weiterhin, wenn auch nicht so stark wie im Jahr 2007. Saisonbereinigt betrug sie im September 7,1% der Erwerbspersonen (-1,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr). Damit liegt sie seit Juni 2008 auch unter dem Durchschnitt des Euro-Raumes (7,5%). Durch die günstige Arbeitsmarktentwicklung verringerte sich auch die Zahl der Personen, die länger als 12 Monate arbeitslos sind. Im September war die Langzeitarbeitslosigkeit um ein Fünftel niedriger als im Vorjahr.

Der Rückgang der Arbeitslosenquote, insbesondere der Langzeitarbeitslosigkeit, wird oft als Erfolg der Arbeitsmarktreformen "Hartz IV" dargestellt, welche Anfang 2005 in Kraft traten und durch eine Senkung der Arbeitslosenunterstützung und eine Ausweitung der Zumutbarkeitskriterien den Anreiz bzw. die Notwendigkeit zur Aufnahme einer Arbeit auch zu sehr niedrigen Löhnen verstärkten. In erster Linie ist der Rückgang der Arbeitslosigkeit seit dem Jahr 2005 jedoch auf die günstige internationale Konjunktur zurückzuführen. Hätten die Arbeitsmarktreformen darüber hinaus Wirkung gezeigt, so hätte die Erholung auf dem Arbeitsmarkt schneller und kräftiger ausfallen müssen als im letzten Konjunkturaufschwung. Anders als im Zyklus 1998/2000 erfasste jedoch der jüngste Aufschwung ab 2005 den Arbeitsmarkt nur allmählich (Horn – Logeay – Stapff, 2007, S. 1f). Zudem wurde zwar die Beschäftigung in Stunden stärker ausgeweitet als von 1998 bis 2000, die Zahl der Beschäftigten nahm jedoch langsamer zu. Dies ist in erster Linie auf die Flexibilisierung der Arbeitszeit zurückzuführen: Zuerst wurde die geleistete Arbeitszeit pro Kopf verlängert und erst anschließend neue Beschäftigte eingestellt.

Abbildung 9: Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt in Deutschland



Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Eurostat. 2008: WIFO-Prognose.

Die Arbeitslosenquote verringerte sich im jüngsten Aufschwung stärker als im Zyklus 1998/2000, vor allem aber weil das Arbeitskräfteangebot schrumpfte (Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter 2008 etwa -80.000).

Aufgrund des Einbruchs der Produktion dürfte mit der üblichen Verzögerung eine Trendwende auf dem Arbeitsmarkt eintreten. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote dürfte in den kommenden Monaten wieder steigen.

Der deutsche Staatshaushalt bietet zu Beginn der Rezession eine günstige Ausgangslage. Im Jahr 2007 schloss der öffentliche Sektor aufgrund der markanten Anhebung des Normalsatzes der Mehrwertsteuer von 16% auf 19% mit einem leichten Überschuss. Für das Jahr 2008 wird erneut ein positiver Saldo erwartet. Zwar dämpfen die Unternehmenssteuerreform und die Senkung des Beitrags zur Arbeitslosenversicherung um 0,9 Prozentpunkte das Abgabenaufkommen empfindlich, doch schlägt sich die gute Konjunktur in hohen Lohnsteuereinnahmen nieder. Für das Jahr 2009 ist mit weiteren Abgabenerleichterungen zu rechnen. Während der Beitragssatz zur Krankenversicherung um 0,6 Prozentpunkte angehoben wird, dürfte die Wirtschaftspolitik auch aus Gründen der Konjunkturstimulierung den Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung stärker verringern. Auch eine Senkung der Einkommensteuerbelastung wird diskutiert.

Die Ausgabenpolitik dürfte leicht expansiv sein. Schon im Jahr 2008 wurden die öffentlichen Investitionen erhöht. 2009 könnten die Staatsausgaben auch in Relation zum BIP steigen, auch weil die monetären Sozialleistungen erstmals seit langem etwas rascher steigen dürften als die Verbraucherpreise. Die Gemeinden – sie spielen eine wesentliche Rolle als Investoren – dürften zunehmend unter Finanzierungsdruck geraten. Hier könnte der Bund zusätzliche Mittel bereitstellen, um die dringend notwendigen Investitionen etwa in Einrichtungen für die Kinderbetreuung konjunkturgerecht umzusetzen. Wieweit die Kosten des Hilfspakets für die Banken die öffentlichen Haushalte belasten werden, kann derzeit nicht beurteilt werden. Insgesamt werden die öffentlichen Haushalte 2009 wohl konjunkturbedingt einen Abgang aufweisen; im Gegensatz zu anderen großen EU-Ländern ist Deutschland nun relativ weit von den Defizitgrenzen des Maastricht-Vertrages entfernt. Damit besteht ein erheblicher Spielraum für ein Konjunkturprogramm.

Entgegen der Hoffnung, dass der Boom in den Schwellenländern und in Osteuropa die Konjunkturabschwächung in den USA und im Euro-Raum dämpfen könnte, wird nun auch Ostmitteleuropa vom internationalen Konjunkturreinbruch voll erfasst.

Die Konjunktur war in den neuen EU-Ländern weitgehend von der Binnennachfrage getragen. In den letzten Jahren weiteten die privaten Haushalte ihre Verschuldung erheblich aus, und die Leistungsbilanzdefizite erreichten ein ungewöhnlich hohes Niveau. Da die privaten Haushalte in erheblichem Maß Fremdwährungskredite aufnahmen, sind sie dem Währungsrisiko und dem Wertverlust der Tilgungsträger (Kursverlusten an den Börsen) ausgesetzt. Im Zuge der Finanzkrise zogen ausländische Investoren Kapital ab, sodass die Wechselkurse für Ungarn, Tschechien, Polen und auch Rumänien einbrachen. Dies verteuert die Fremdwährungskredite und verringert die Verschuldungsbereitschaft. Die Notenbanken versuchten, dem Kursverfall durch Anhebung der Zinssätze entgegenzuwirken. Das dämpfte die Binnenkonjunktur zusätzlich. Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch die Abwertung kann diesen Nachfrageausfall in einer Phase der internationalen Konjunkturschwäche nicht ausgleichen – der Großteil der Exporte Ostmitteleuropas geht in den Euro-Raum, der von der internationalen Wirtschaftskrise ebenso betroffen ist wie die USA.

In einigen Ländern der Region gab ein starker Anstieg der Immobilienpreise dem Wohnbau und dem privaten Konsum in den letzten Jahren deutlichen Auftrieb. Hier zeichnet sich eine Wende ab, welche in den nächsten Jahren die Binnennachfrage beeinträchtigen wird. In einigen Ländern geben die Häuser- und Wohnungspreise – zum Teil infolge des Anstiegs der Zinssätze – bereits nach. Am stärksten wirkte sich das Ende der Immobilienpreisblase auf die reale Wirtschaft in den baltischen Ländern aus.

In den neuen EU-Ländern verlor die Wirtschaft 2008 an Dynamik. Dämpfende Wirkungen gingen insbesondere vom privaten Konsum aus, da die Realeinkommen infolge der hohen Inflation schwächer stiegen. In den meisten Ländern straffte die Geldpolitik ihren Kurs als Reaktion auf die Inflationsbeschleunigung und den Abwer-

## Staatshaushalt bietet Spielraum für aktive Konjunkturpolitik

## Wachsende Konjunkturrisiken in Ostmitteleuropa

*Der Kursverfall der Währungen, der Anstieg der Zinssätze und die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen schwächen die Binnennachfrage in Ostmitteleuropa. Einige Länder sind darüber hinaus vom Platzen einer Immobilienpreisblase betroffen. Die Konjunkturrisiken sind deutlich gestiegen.*

tungsdruck deutlich. Die Anhebung der Zinssätze setzte dem Boom auf den Immobilienmärkten ein Ende.

Sehr ungünstig entwickelte sich die Wirtschaft in Ungarn. Das strenge Sparprogramm der Regierung traf mit der internationalen Konjunktüreintrübung und der restriktiven Geldpolitik zur Abwehr von Kapitalabflüssen und Forint-Abwertung zusammen. Die kreditfinanzierten Wohnungs- und Autokäufe brachen ein. Potentielle Investoren wurden durch die Labilität der Minderheitsregierung verunsichert. Die Europäische Zentralbank gewährte Ungarn einen Kreditrahmen von 5 Mrd. €, um die Kreditinstitute mit ausreichender Euro-Liquidität zu versorgen, und die Ungarische Notenbank trat mit einer drastischen Anhebung des Leitzinssatzes (um 300 Basispunkte auf 11,5%) den spekulativen Angriffen auf den Forint und die ungarischen Staatsanleihen entgegen.

Auch in Polen und Tschechien büßte die Währung deutlich an Wert ein, weil internationale Anleger Kapital abzogen. Das Bruttoinlandsprodukt stieg in diesen Ländern verhaltener. Aufgrund des weltweiten Rückgangs der Pkw-Verkäufe wird die Autoherstellung in Tschechien und Polen gedrosselt. Darüber hinaus wurde die Schließung einer Konzernniederlassung in Prag angekündigt.

In Rumänien, Bulgarien und der Slowakei florierte die Wirtschaft dagegen bis Mitte 2008. Seit dem EU-Beitritt rückte vor allem Rumänien zunehmend in den Fokus internationaler Investoren. Der IWF warnt vor einer Überhitzung der Wirtschaft in Rumänien. Im 1. Halbjahr 2008 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt um 8,8%, das Leistungsbilanzdefizit erreichte 15% des BIP. Ein jähes Ende der Kapitalzuflüsse, die bereits einer Spekulationsblase ähneln, ist zu befürchten. Bisher führte die mehrmalige Anhebung der Zinssätze (bis auf 9,75% im September) keine Abkühlung herbei. Die Inflation beschleunigte sich aufgrund der hohen Inlandsnachfrage sowie der Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln erheblich: In Rumänien betrug die Inflationsrate im August 8,1%, in Bulgarien und den baltischen Ländern war sie sogar zweifelhaft. In den baltischen Ländern kam die Expansion der Wirtschaft bereits zum Erliegen, Estland und Lettland gerieten aufgrund des Einbruchs der Immobilienpreise Mitte 2008 in eine Rezession.

In der Slowakei expandierte das BIP in den letzten Jahren besonders kräftig. Das Wachstum war von der Binnennachfrage, insbesondere der Bautätigkeit getragen (Bauwirtschaft 1. Halbjahr 2008 +11%). Die Risiken einer Wende auf dem Immobiliensektor nehmen zu. Anfang 2009 tritt die Slowakei in die Währungsunion ein, obwohl die Europäische Zentralbank Bedenken bezüglich der Nachhaltigkeit der Preisstabilität geäußert hat.

2009 ist eine deutliche Abschwächung der Konjunktur in den neuen EU-Ländern zu erwarten. Die negativen Einflussfaktoren häufen sich: Verringerung der Exportchancen durch den internationalen Konjunktüreintrubung, Rückgang der Immobilienpreise, deutliche Straffung der Geldpolitik und Verschärfung der Kreditkonditionen infolge der Finanzmarkturbulenzen. Im Gefolge der Wachstumsverlangsamung wird die Arbeitslosigkeit in den meisten neuen EU-Ländern stagnieren, in Ungarn und den baltischen Ländern steigen. Der Rückgang der internationalen Energie- und Rohwarenpreise sowie die Konjunkturdämpfung werden die Inflationsrate 2009 in den neuen EU-Ländern drücken. In einigen Ländern wird jedoch die massive Abwertung dem Nachlassen der Teuerung entgegenwirken.

Österreichs Wirtschaft ist von der Konjunkturabschwächung in Ostmitteleuropa besonders betroffen: Ein Achtel des heimischen Exports geht in diese Region. Noch schwerer wiegt, dass Tochterunternehmen der österreichischen Banken auf den aufstrebenden Märkten Osteuropas in hohem Volumen Kredite vergeben haben.

## Literaturhinweise

Adrian, T., Shin, H. S., "Liquidity and Leverage", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 2008, (328).

Ederer, St., Marterbauer, M., Scheiblecker, M., Schulmeister, St., Steindl, S., Walterskirchen, E., "Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich ab. Prognose der internationalen Konjunktur für 2008", WIFO-Monatsberichte, 2007, 80(11), S. 855-873, [http://www.wifo.ac.at/wwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=30421&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/wwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=30421&typeid=8&display_mode=2).

Horn, G., Logeay, C., Stapff, D., "Viel Lärm um nichts? Arbeitsmarktreformen zeigen im Aufschwung bisher kaum Wirkung", IMK Report, 2007, (20).

### *Financial Crisis Triggers Worldwide Economic Slump – Summary*

Against the background of the dramatic aggravation of the financial crisis the world economy is in a downturn. After four years of strong economic growth the economy already cooled down in 2007. World trade has expanded only marginally in recent months. A further weakening in 2009 is already foreseeable. The cyclical downturn was triggered by the crisis in the US real estate sector. An additional factor was the surge in world market prices for crude oil and food, which dampened the disposable income of private households in industrialised and other raw material importing countries. Eventually, the financial crisis exacerbated the economic downturn.

The breakdown of the US subprime mortgage market in summer 2007 and the solvency crisis of the investment banks in the USA and the mortgage banks in the EU in spring 2008 were accompanied by serious and persisting liquidity crises in the interbank markets. In September 2008 the financial crisis intensified once more. The liquidity and solvency crises extended to the whole banking system in the USA and have now spread particularly to that of the EU. As a consequence bailout plans for the financial sector were decided upon. They aimed to ensure liquidity, to guarantee savings deposits and to recapitalise the banks. Probably these measures have not succeeded in a long-run stabilisation of the financial system.

The real economy has been impaired by the financial crisis for a whole year. So far, the USA has been affected most severely by its direct effects. Hence an important demand engine for the world economy is missing. However, economic policy makers in the USA reacted to the looming recession with very expansionary measures. These policies facilitated a temporary stabilisation of economic activity. Nevertheless, the terms of financing for businesses deteriorated sharply. Stock and real estate market losses as well as the deterioration of the labour market negatively affected the financial situation of private households and led to a decline of consumption demand. At least for the second half of 2008 – probably also for subsequent quarters – a negative trend of GDP has to be expected.

The EU economy has not succeeded in decoupling from the economic downturn in the USA. On the one hand this has affected industry via the weakening of exports and investment. On the other hand private consumption has failed to stabilise economic activity because of the surge in consumer prices. The downturn has been particularly striking in those countries, which were hit by real estate crises (especially the UK, Ireland and Spain). In the second half of 2008 a further decline of economic activity in the euro area is likely. At the same time the slight increase of the unemployment rate, which has been observed since spring, will accelerate substantially in the coming months. European policy makers reacted to the banking crisis in October. However, no coordinated measures have yet been taken to avoid a recession.

In the new EU countries economic activity has rested on domestic demand so far. To some extent this has shielded the economies from the slowdown of the world economy. However, the buoyant consumption and investment demand entails substantial risks: private household debt – largely denominated in foreign currency – has risen considerably in recent years and current account deficits have reached unusually high levels. The worsening financial conditions will dampen private household demand abruptly, increase the pressure on the exchange rates and substantially slow down the overall economic expansion.