

Grömling, Michael; Hüther, Michael; Jäger, Manfred; Kroker, Rolf

Research Report

Deutschland nach der Krise: Aufbruch oder Depression? wirtschaftshistorische Betrachtung und wirtschaftspolitische Leitlinien

IW-Analysen, No. 55

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Grömling, Michael; Hüther, Michael; Jäger, Manfred; Kroker, Rolf (2009) : Deutschland nach der Krise: Aufbruch oder Depression? wirtschaftshistorische Betrachtung und wirtschaftspolitische Leitlinien, IW-Analysen, No. 55, ISBN 978-3-602-45460-0, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/181816>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Michael Grömling / Michael Hüther / Manfred Jäger /
Rolf Kroker

Deutschland nach der Krise: Aufbruch oder Depression?

Wirtschaftshistorische Betrachtung
und wirtschaftspolitische Leitlinien

Analysen

Forschungsberichte
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Michael Grömling / Michael Hüther / Manfred Jäger /
Rolf Kroker

Deutschland nach der Krise: Aufbruch oder Depression?

**Wirtschaftshistorische Betrachtung
und wirtschaftspolitische Leitlinien**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-602-14845-5 (Druckausgabe)

978-3-602-45460-0 (E-Book|PDF)

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

© 2009 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon 0221 4981-452

Fax 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

Inhalt

1	Einleitung	5
2	Die Große Depression der 1930er Jahre: ein Menetekel an der Wand?	7
3	Charakteristika einer Deflations-Depressions-Spirale	19
3.1	Überinvestitionen und Spekulationsblasen	21
3.1.1	Überinvestitionen	21
3.1.2	Spekulationsblasen	31
3.2	Debt-Deflations-Spirale	36
3.3	Ertragsprobleme der Unternehmen	40
3.4	Fehlerhafte Wirtschaftspolitik	47
3.4.1	Restriktive Fiskalpolitik	48
3.4.2	Fehlerhafte Geldpolitik	52
3.4.3	Fehlerhafte Finanzsystempolitik	57
3.4.4	Protektionismus	61
4	Droht Deutschland eine wirtschaftliche Depression?	65
4.1	Eine Deflations-Depressions-Checkliste	65
4.2	Überprüfung der Deflations-Depressions-Checkliste für Deutschland	68
4.2.1	Überinvestitionen	68
4.2.2	Geplatzte Spekulationsblase	71
4.2.3	Bankenkrise und Kreditklemme	73
4.2.4	Realzinsanstieg	76
4.2.5	Reallohnanstieg	79
4.2.6	Ertragsprobleme der Unternehmen	82
4.2.7	Volatile Rohstoffpreise	84
4.2.8	Geldpolitische Fehlreaktion	87
4.2.9	Fiskalpolitische Fehlreaktion	88
4.2.10	Protektionismus	90
4.3	Gesamtbewertung	91

5	„Geschäftsmodell Deutschland“: Problem oder Lösung?	94
5.1	Der deutsche Sonderweg	94
5.2	Perspektiven für die deutsche Industrie nach der Krise	97
6	Leitlinien für die Politik	102
	Anhang: Leistungsbilanz, Sparen und Investieren	105
	Literatur	107
	Kurzdarstellung / Abstract	116
	Die Autoren	117

1

Einleitung

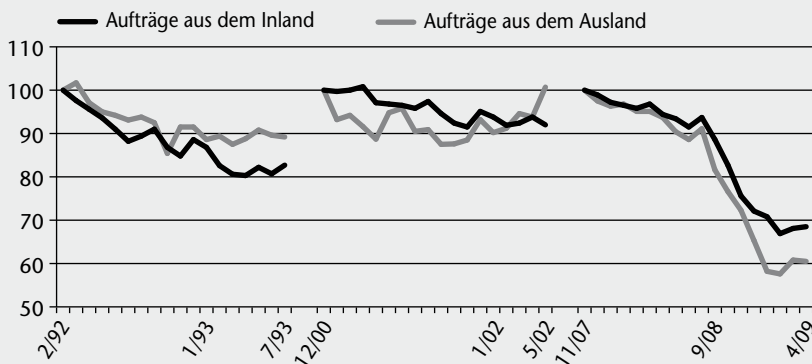
Man muss schon bis zur Großen Depression der 1930er Jahre zurückblicken, um einen ähnlich starken Einbruch des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Deutschland zu finden, wie er für das Jahr 2009 erwartet wird. In den 1930er Jahren ging die reale Wirtschaftsleistung im Deutschen Reich gleich vier Jahre in Folge zurück, in den Jahren 1931 und 1932 sogar um jeweils mehr als 7 Prozent (Räth, 2009, 206). So dramatisch wird es diesmal nicht kommen. Die Rezession begann im zweiten Quartal 2008. Für einige Monate sah es nach einer ganz normalen rezessiven Phase aus, wie sie Deutschland in der Nachkriegszeit schon fünfmal zuvor erlebt hatte. Mit der Zuspitzung der Finanzmarktkrise durch die Pleite der Bank Lehman Brothers Mitte September 2008 veränderte sich die Lage jedoch dramatisch (Abbildung 1).

In der Folge brachen hierzulande die industriellen Auftragseingänge und die gesamtwirtschaftliche Produktion noch stärker ein. Allein im vierten Quartal 2008 ging das saisonbereinigte reale Bruttoinlandsprodukt um 2,4 Prozent gegenüber dem Vorquartal zurück. Die Talfahrt setzte sich im ersten Vierteljahr 2009 beschleunigt fort. Erst im zweiten Quartal 2009 kam es zur Bodenbildung mit leichter Aufwärtstendenz. Die konjunkturellen Frühindikatoren signalisieren seither ein Ende der Rezession. Als Reaktion darauf werden die gesamtwirtschaft-

Industrieraufträge im Konjunkturabschwung

Abbildung 1

Realer Auftragseingang der deutschen Industrie in den letzten drei Konjunkturabschwüngen, Index: jeweils erster Monat des Abschwungs = 100



Quellen: Deutsche Bundesbank, 2009c; eigene Berechnungen

lichen Prognosen für das Jahr 2010 von vielen Konjunkturforschern bereits wieder nach oben korrigiert.

Doch wie nachhaltig ist der Aufwärtstrend? Aufgrund des starken Einbruchs der Investitionstätigkeit wird die Potenzialwachstumsrate für das Jahr 2010 mittlerweile für Deutschland auf nur noch 0,6 bis 0,7 Prozent veranschlagt (EZB, 2009b, 46). Ohne eine dynamische Investitionstätigkeit und ohne die Aufstockung der Produktionskapazitäten über eine längere Zeit lässt sich eine hohe Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts dauerhaft nicht durchhalten. Zudem hat die jüngste schwere Krise strukturelle Verwerfungen insbesondere im Finanzsystem offengelegt, die möglicherweise noch längere Zeit das Wirtschaftswachstum dämpfen. Kann somit wirklich ausgeschlossen werden, dass die deutsche Volkswirtschaft nach einer konjunkturellen Erholungsphase, zumal angeschoben durch eine enorme Ausweitung der Staatsausgaben hierzulande wie auch im Ausland, erneut in schwieriges Fahrwasser gerät? Das Abgleiten Japans in eine Deflation nach dem Platzen der dortigen Immobilienblase Ende der 1980er Jahre und die länger als ein Jahrzehnt mehr oder weniger stagnierende Entwicklung raten zur Vorsicht. Auch Deutschland hat leidvolle Erfahrungen gesammelt mit einer mehrjährigen Stagnation, und zwar Anfang der 1980er Jahre. Erinnerung sei zudem daran, dass Deutschland ab Mitte der 1990er Jahre zehn Jahre lang nur eine mäßige Performance erreichen konnte, eher gestolpert denn gespartet ist und in der Mehrzahl dieser Jahre in der europäischen Wachstumsrangliste die rote Laterne fest im Griff hielt. Es ist somit keineswegs eine ausgemachte Sache, dass Deutschland schnell zur Vor-Krisen-Dynamik zurückfindet.

Kritiker des deutschen Wegs gehen sogar weiter und stellen das über Jahre erfolgreiche „Geschäftsmodell Deutschland“, gekennzeichnet durch einen hohen Industrieanteil an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung und eine starke Weltmarktorientierung, grundsätzlich infrage. Hat es wirklich ausgedient und müssen wir in Zukunft stärker auf die Binnenwirtschaft setzen?

Diese Fragen stehen im Mittelpunkt der vorliegenden Analyse. Es soll geprüft werden, wie groß die Gefahr eines mittelfristigen Abgleitens der deutschen Volkswirtschaft in eine sogenannte Deflations-Depressions-Spirale ist, also in eine längere Phase einer eher schwachen wirtschaftlichen Entwicklung mit wiederholten Rückschlägen und allgemeiner Investitions- und Konsumzurückhaltung. Dazu wird zunächst detailliert geprüft, wie es zur Großen Depression der 1930er Jahre kam und welche Fehler Japan in den 1990er Jahren gemacht hat. Aus dieser Analyse wird eine Deflations-Depressions-Checkliste für Deutschland abgeleitet, anhand derer überprüft wird, wie groß heute die Gefahr für die deutsche Volkswirtschaft ist, in eine solche Spirale zu geraten, die Deutschland für viele Jahre

erneut zum Wachstumsverlierer machen könnte. Dann ist zu fragen, was das Ergebnis für das „Geschäftsmodell Deutschland“ bedeutet. Wie steht es um die Zukunftsperspektiven der deutschen Industrie? Aus all dem werden schließlich wirtschaftspolitische Leitlinien formuliert.

2

Die Große Depression der 1930er Jahre: ein Menetekel an der Wand?

„Die aktuelle globale Rezession ist wegen anderer Ausgangsbedingungen und aufgrund der Handlungsstrategien der Politik nicht mit der Weltwirtschaftskrise von 1929 vergleichbar. Anders als damals haben Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik auf die heutige Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise weltweit rasch und entschlossen reagiert.“ Das ist die Einschätzung des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi, 2009). Folgte man dieser Einschätzung, dann wäre eine Betrachtung der Weltwirtschaftskrise, die 1929 begonnen hatte, weitgehend überflüssig. Die Lektionen wurden gelernt. Geldpolitik, Finanzpolitik und internationale Koordinierung haben aus dem offenkundigen und vielfach dokumentierten Fehlverhalten der Akteure jener Jahre die richtigen Schlüsse gezogen. Dennoch bleibt die Frage offen, ob das wenig transparente Ineinandergreifen der finanzwirtschaftlichen und der realwirtschaftlichen Anpassungsprozesse – unabhängig von der gelungenen politischen Reaktion – eine Dynamik der Fehlsteuerung auszulösen vermag. Diese Dynamik könnte in eine nachhaltige Schrumpfung der weltwirtschaftlichen Aktivität über einen längeren Zeitraum münden – in eine weltweite Depression. Eine solche Entwicklung würde an die mehrjährige rezessive, schließlich in Depression übergehende Entwicklung in vielen Volkswirtschaften nach dem Jahr 1929 erinnern. Damit rückt die Frage in den Mittelpunkt, ob, inwieweit und warum dem marktwirtschaftlichen System damals eine Selbstheilung nicht gelang.

Allein deshalb erscheint es sinnvoll, einen etwas genaueren Blick auf die Weltwirtschaftskrise des frühen 20. Jahrhunderts zu werfen. Zunächst fallen viele Ähnlichkeiten mit der aktuellen Wirtschafts- und Finanzkrise ins Auge. Schon die Krisenrezeption war durch eine vergleichbare Sprache gekennzeichnet: „Eine Krise ohnegleichen erschüttert die Welt“, so zum Beispiel die Reichsbank (1932) in ihrem Verwaltungsbericht.

- Beide Krisen nahmen in den USA ihren Anfang. Ihnen ging jeweils eine Übersteigerung von Vermögenswerten voraus. Dahinter stand beide Male eine

über längere Zeit wirkende expansive Geldpolitik, die das Kreditvolumen stark ansteigen ließ. Die wirtschaftliche Dynamik war jeweils hoch, damals von neuen Produktionsweisen getragen („fordistisches Wachstumsmodell“), heute durch Basisinnovationen (Informations- und Kommunikationstechnologie) angeregt. Weltwirtschaftlich war die Zeit vor den beiden Krisen durch erhebliche globale Ungleichgewichte gekennzeichnet.

- Der Produktionseinbruch in der Industrie ist in seiner Schärfe in beiden Krisen durchaus vergleichbar (siehe Tabelle 1 für den Inlandsauftragseingang im deutschen Maschinenbau von 1927 bis 1932). Die Reaktionsmuster der entwickelten

Inlandsaufträge für den deutschen Maschinenbau von 1927 bis 1932 Tabelle 1

Index: 1. Quartal 1927 = 100

Jahr	Quartal	Inlandsaufträge
1927	I	100
	II	116
	III	131
	IV	110
1928	I	111
	II	102
	III	97
	IV	91
1929	I	92
	II	96
	III	87
	IV	77
1930	I	72
	II	61
	III	55
	IV	41
1931	I	42
	II	42
	III	33
	IV	26
1932	I	21
	II	25
	III	26
	IV	26

Quelle: James, 1988, 281

Volkswirtschaften sind jedoch untereinander verschieden, nicht überall ist der Einbruch zeitgleich und gleich stark zu diagnostizieren. Von den Industrieländern schwappte und schwappt die Krise auf die Rohstoffexporteure über (Winkel, 1985). Damals war Deutschland dadurch betroffen, dass die Exportmärkte für hochwertige Industriewaren wegbrachen – und dies ist auch heute der Fall. Das Bauvolumen schrumpfte, in den USA beispielsweise auf ein Sechstel, und die Autoproduktion ging stark zurück. Auch hier liegen die Parallelen zur heutigen Situation auf der Hand. Die Korrekturen an den Aktienmärkten differieren in der Anfangsphase der Krisen etwas in der Stärke, nicht aber in der Verfallsdynamik.

Jenseits dieser Parallelen finden sich auf der Metaebene, das heißt bei den Fragen der Krisenanalyse, weitere Ähnlichkeiten: Die Erklärung und Deutung der beiden Weltwirtschaftskrisen hat jeweils durchaus disparate Antworten hervorgehoben, die Gegenstand anhaltenden Disputts sind. Zunächst: Während sich für die Krise ab 1929 die Einschätzung durchgesetzt hat, dass es weit über eine Wende im Konjunkturzyklus hinausgehend zu einer

grundlegenden und nachhaltigen Zerrüttung der ökonomischen Relationen gekommen war, dominiert für die gegenwärtige Krise die Einschätzung, dass es sich um eine vorübergehende Störung handelt (IW Consult, 2009). Die globalen Trends würden durch die aktuelle Krise nicht grundsätzlich verändert (zu den globalen Megatrends siehe Grömling/Haß, 2009). Dahinter verbergen sich unterschiedliche Thesen über die Ursachen der beiden Krisen. Immer noch gilt Ben Bernankes Urteil (2000b): „Finding an explanation for the worldwide economic collapse of the 1930s remains a fascinating intellectual challenge.“

Für die Weltwirtschaftskrise ab dem Jahr 1929 haben sich die folgenden ökonomischen Erklärungsansätze herausgebildet, die sich in drei Thesen zusammenfassen lassen (Kindleberger, 1979):

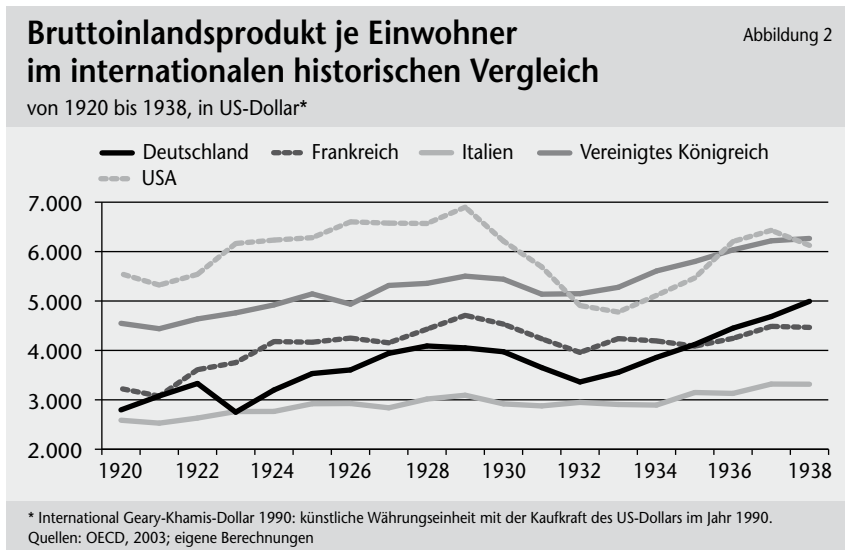
- **Friedman-These (auch: Bernanke-These):** Milton Friedman sieht vor allem in der fehlerhaften Geldpolitik der 1920er und frühen 1930er Jahre die Ursache für die Depression in den USA. „Der Börsenkrach von 1929 war ein wichtiges Ereignis, aber er hat die Große Krise nicht hervorgerufen und war auch kein wesentlicher Faktor für die Härte der Depression. Eine scharfe, aber nicht außergewöhnliche Kontraktion wurde durch schlechte Geldpolitik zur Katastrophe. [...] Was immer an der Börse passiert, es kann zu keiner Depression führen, wenn es nicht einen monetären Zusammenbruch hervorruft oder von einem begleitet wird“, so Friedman im Jahr 1970 in der Newsweek. Temin hat 1976 darauf hingewiesen, dass die in der Großen Depression beobachtete Kontraktion der Geldmengenaggregate vor allem eine passive Anpassung an den realwirtschaftlichen Output reflektiert. Dabei stellt Temin (1976) jedoch auf die Anfangsphase der Krise ab, während Friedman und Schwartz (1963) die spätere Phase ab 1931 im Blick haben.
- **Samuelson-These:** Paul A. Samuelson verweist auf ein Ursachenbündel, das sich aus historischen Zufälligkeiten erkläre und sich damit einer Synthese entziehe. Damit rücken die Abfolge respektive Parallelität sowie das Ineinandergreifen verschiedener Krisen – Reparationskrise, Weltagrarkrise, Aktienmarktkrise, Bankenkrise und Währungskrise – in dem Jahrzehnt nach dem Ersten Weltkrieg in den Fokus der Betrachtung.
- **Kindleberger-These:** Charles P. Kindleberger betont die fehlende Führung für die Weltwirtschaft. Das Vereinigte Königreich war nicht mehr in der Lage, die alte Rolle als Garant des Systems zu erfüllen, und die USA waren bis zum Jahr 1936 nicht bereit, diese Rolle zu übernehmen. So scheiterten die Erhaltung offener internationaler Märkte, die antizyklische Bereitstellung von langfristigem Kapital und die geldpolitische Unterstützung. Kurzum: Das wirtschafts-, finanz- und geldpolitisch Gebotene unterblieb.

Unstreitig ist heute, dass bei der Frage nach den Ursachen der Blick über die Krisenpolitik und die eigentliche Krise – die in der Zuspitzung der weltwirtschaftlichen Lage in den Jahren 1929 und 1931 bestand – hinaus differenziert auf die vorangegangenen Entwicklungen zu richten ist. Dann werden freilich Besonderheiten sichtbar, die eine eigene Logik der Weltwirtschaftskrise ab 1929 im Vergleich zur derzeitigen großen Krise erkennen lassen. Die Vorgeschichten haben unterschiedliche Ausgangspunkte. Die Krise der 1930er Jahre geht auf den Ersten Weltkrieg und seine Folgen zurück, die eine Tendenz zu wirtschaftspolitischen „Experimenten“ (Walter Eucken) auslösten und Schritt für Schritt vom Marktmechanismus wegführten. Die Krise unserer Zeit geht dagegen auf spezifische Deregulierungen, Innovationen sowie unzureichenden institutionellen Fortschritt – insbesondere eine nicht ausreichend innovative Aufsicht und Regulierung – in den Finanzmärkten zurück. Gerade die Notwendigkeit, effizientes Risikomanagement für die Globalisierung zu ermöglichen, öffnete die Tür für ungezügelter Finanzmärkte. Die Wirtschaftspolitik kam ihrer Verantwortung, einen angemessenen Ordnungsrahmen bereitzustellen, nicht nach. Ohne diesen Ordnungsrahmen – das ist die stets aktuelle Erkenntnis der Ordnungsökonomik – ist keineswegs gewährleistet, dass die sogenannte unsichtbare Hand auf den Märkten ihre produktiven Wirkungen entfalten kann.

Am Beginn der Weltwirtschaftskrise 1929 stand der Börsenkrach, dem sehr schnell realwirtschaftliche Anpassungen folgten. Am Beginn der jetzigen Krise stand dagegen eine Verwerfung an den Kreditmärkten, die zu einer Banken- und damit zu einer das gesamte Finanzsystem erfassenden Krise wurde, während der realwirtschaftliche Einbruch erst mit Verzögerung eintrat. Seinerzeit begann die Bankenkrise hingegen erst knapp zwei Jahre nach dem sogenannten „Schwarzen Donnerstag“ (24. Oktober 1929) respektive „Schwarzen Dienstag“ (29. Oktober 1929), nämlich im Sommer 1931. Genau genommen wird der Kriegsbeginn mit der Zahlungsunfähigkeit der Österreichischen Kreditanstalt am 11. Mai 1931 markiert (Blaich, 1994). Der Einbruch an den Börsen, der sich weltweit nicht synchron vollzog und sich in Deutschland sogar schon am 13. Mai 1927 ereignet hatte, wird aber in seiner Wirkung heute stark relativiert. Zwar ging dem Absturz an der Wall Street ein fast achtjähriger Anstieg der Aktienkurse voraus, doch war Letzterer, wie Ritschl (2009) herausgearbeitet hat, fast bis zu seiner Schlussphase von steigenden Unternehmensgewinnen und Dividenden getragen.

Die umfassende und grundlegende Zerrüttung der wirtschaftlichen Verhältnisse nach dem Jahr 1929, vor allem in den USA und in Deutschland deutlich erkennbar an der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts je Einwohner (Abbildung 2), die darauf folgende Depression und die nur langwierige Genesung der

Weltwirtschaft können nicht durch ein einzelnes Ereignis erklärt werden. Das betont auch Ritschl (2009). Die unterschiedlichen Kausalzusammenhänge in der damaligen Weltwirtschaftskrise waren viel komplexer miteinander verknüpft, als



es sich heute, trotz des nur geringen zeitlichen Abstands, über die Ursachen der Krisenentwicklung der letzten zwei Jahre sagen lässt. Verschiedene Krisenphänomene haben ihre jeweils eigene Geschichte, die freilich Querverbindungen untereinander aufweisen:

- **Währungskrise:** Nach dem Ersten Weltkrieg waren vor allem die Sieger bemüht, an den erfolgreichen Währungsmodellen der Vorkriegszeit anzuknüpfen. So wurde auf der Weltwirtschaftskonferenz in Genua 1922 – gerade auch mit Blick auf den weltweiten Anstieg des Preisniveaus – beschlossen, den bis 1914 geltenden und als erfolgreich in Erinnerung behaltenen Goldstandard wieder ins Leben zu rufen, wenngleich etwas modifiziert und mit dem US-Dollar als Leitwährung. Da sich allerdings die Wettbewerbsverhältnisse zwischen den Ländern vor allem infolge der unterschiedlich starken Inflation der ersten Nachkriegsjahre stark verändert hatten, war die im Jahr 1925 weitgehend vollzogene Rückkehr zu den Paritäten von 1914 für Länder wie Deutschland und das Vereinigte Königreich mit starkem Deflationsdruck verbunden. Zudem war durch umfangreiche staatliche Interventionen die Marktflexibilität der Vorkriegszeit verschwunden, die ein so starres Währungsregime jedoch verlangt. Der Golddevisenstandard war schlichtweg das falsche System für die 1920er Jahre. Es zerbrach an seiner

schwächsten Stelle: Im Sommer 1931 musste Deutschland zu Kapitalverkehrskontrollen greifen, vor allem um die Rückführung kurzfristiger britischer Kredite zu blockieren. Danach scherte das Vereinigte Königreich, das zunehmend selbst unter Druck stand, am 21. September 1931 aus dem Golddevisenstandard aus und wertete das britische Pfund um 25 Prozent ab. Bis Februar 1932 kam es in den zehn wichtigsten Abnehmerländern deutscher Exporte zu Abwertungen, Devisenbewirtschaftung, Zollerhöhungen und Einfuhrbeschränkungen. Deutschland konnte den Abwertungen nichts entgegensetzen, da es durch den Young-Plan verpflichtet war, die Goldparität der Reichsmark zu halten, und zudem die deutsche Öffentlichkeit in Erinnerung der Hyperinflation eine Abwertung nicht befürwortet hätte. 1936 brach der sogenannte Goldblock schließlich endgültig auseinander (Winkel, 1985; Kindleberger, 1979; Ziebura, 1984).

- **Handelskrise:** Der internationale Handel war nach dem Ersten Weltkrieg durch zwei Entwicklungen gekennzeichnet. Einerseits kam es zur Dominanz der US-Wirtschaft, und zwar auf Basis des „fordistischen Wachstumsmodells“. Andererseits stiegen die Zölle weltweit an. Versuche, die Zollspirale zurückzudrehen, blieben überwiegend erfolglos. Vor dem Ausbruch der Krise verbrauchten die USA knapp 40 Prozent der neun wichtigsten mineralischen und agrarischen Rohstoffe der Welt. Bis zum Jahr 1929 wurden die USA zum reichsten Land der Welt, getragen durch „hektisches Investieren und ungezügelter Kreditvergabe“, und nicht verursacht „durch eine neue Welle technischer Innovationen, sondern durch Veränderungen im Produktionsprozess“ (Ziebura, 1984). Verbunden mit diesem Wachstum war ein beachtlicher Kapitalexport, der beispielsweise Deutschland seine Strategie ermöglichte, die Reparationen durch Kredit zu finanzieren. 1929 stellten die US-Auslandsinvestitionen zwei Drittel aller Neuinvestitionen auf der Welt dar. Mit ihren Exporten verdrängten die USA vor allem die europäischen Volkswirtschaften aus den Märkten, was die Neigung zu Protektionismus und Autarkie stärkte. Anders gewendet: Das weltwirtschaftliche Gleichgewicht war durch die Rolle der USA gestört, die als Gläubigerland und als Hochzollland zugleich dazu beitrugen, dass die Schuldner nur spärliche Lieferungen in die USA bewerkstelligen konnten. Nachdem sich die politischen Delegationen bereits auf internationalen Konferenzen in Brüssel 1920, Portorose 1921 und Genua 1922 erfolglos gegen höhere Zölle gewandt hatten, berief der Völkerbund 1927 eine Internationale Wirtschaftskonferenz in Genf ein. Die dort unternommenen Versuche, dem Protektionismus Einhalt zu gebieten (Abschaffung der Einfuhrbeschränkungen und Stillhalteabkommen bei Zöllen mit dem Ziel späterer Zollsenkung), blieben weitgehend wirkungslos. Die Zeichen standen für die Weltwirtschaft auf Desintegration (Kindleberger, 1979; Ziebura, 1984).

- **Agrarkrise:** Die Landwirtschaft war in der Dekade nach dem Ersten Weltkrieg durch krisenhafte Entwicklungen geprägt. Weltweit wurde zunehmend über Absatzschwierigkeiten geklagt. Der verstärkte Einsatz von Dünger hatte in vielen Ländern die landwirtschaftlichen Erträge deutlich gesteigert. Die Folge war ein Preisverfall, zum Beispiel ab dem Jahr 1920 bei Kaffee, Wolle sowie Baumwolle und ab dem Jahr 1928 sehr rapide bei Getreide. In einigen Ländern, zum Beispiel in den USA, wirkte der Krieg nach, da die Anbauflächen wegen des kriegsbedingt gestiegenen Bedarfs an Lebensmitteln enorm ausgeweitet worden waren. Zudem führte der technische Fortschritt zu neuen landwirtschaftlichen Produktionsgeräten, nämlich Traktoren. „Von 1925 bis 1929 lief in der Welt-Rohstoffwirtschaft ein Prozess ab, den man als eine strukturelle Deflation bezeichnen kann. Anstelle einer Übernachfrage bestand ein Überangebot“ (Kindleberger, 1979). So zeigt der Index der Weltagrarpreise, dass diese Preise von Ende des Jahres 1925 (Niveau von 1923 bis 1925 gleich Indexwert 100) bis Herbst 1929 auf ein Niveau von 70 abgesunken waren, die Lagerbestände aber um 75 Prozent zugenommen hatten. In den frühen 1930er Jahren wirkten fallende Agrarpreise, der Stopp der Auslandskreditgewährung und Schutzzölle zusammen. Die Verschuldung der Farmen in den USA und der Großgrundbesitzer im Osten des Deutschen Reiches wurde dadurch bereits ab Mitte der 1920er Jahre zu einem

Historische Preise verschiedener Rohstoffe

Tabelle 2

in den Jahren 1929 und 1930

	Baumwolle	Kaffee	Kakao	Kautschuk	Zinn	Zucker	Weizen	Kupfer
	US-Cent je Pfund						US-Dollar je Scheffel	Britisches Pfund je Tonne
1929								
Juni	18,04	23,5	10,51	20,56	44,26	3,52	1,50	74,3
September	17,62	22,5	10,79	20,19	45,38	3,98	1,37	75,3
Dezember	16,64	15,5	9,13	16,06	39,79	3,71	1,32	68,3
1930								
März	14,74	14,0	8,76	15,25	36,81	3,43	1,15	69,2
Juni	13,21	13,4	8,31	12,38	30,30	3,28	1,05	50,0
September	10,15	12,0	6,26	8,19	29,64	3,14	0,87	46,3
Dezember	9,16	10,5	6,16	8,94	25,27	3,29	0,77	46,8

Quelle: Kindleberger, 1979, 150

zunehmend virulenten Problem. Noch stärker wirkte die Schuldenlast in den reinen Agrarexportländern. Hier führten Exportrückgang und Kreditstopp zu einem Verlust an Devisenreserven und zur Abwertung. Länder, die in erster Linie Weizen exportierten, verloren früher ihre Goldbestände als die auf andere Waren spezialisierten Länder. Den Verlusten der deflationierenden Agrarexportländer standen keine vergleichbaren Gewinne der Importländer gegenüber – teils aus Geldillusion, teils aufgrund verzögerter Anpassungen an die verbesserten Terms of Trade. So wurde die Agrarüberproduktionskrise zu einer deutlichen Belastung für die gesamte Weltwirtschaft (Blaich, 1994; Kindleberger, 1979). In den Krisen-jahren ab 1929 kam es zu einem weiteren Verfall der Rohstoffpreise, mit verhee-renden Folgen für die Exporte, Einkommen und Devisenreserven der Förder- und Agrarländer (Tabelle 2).

- **Reparationskrise:** Deutschland war von Beginn der 1920er Jahre an mit den Reparationsforderungen infolge des Versailler Vertrags stark gefordert. Die auf der Pariser Konferenz im Januar 1921 festgelegte Gesamtreparationssumme von 269 Milliarden Goldmark wurde bereits im Frühjahr desselben Jahres auf der Londoner Konferenz auf 132 Milliarden Goldmark verringert. Die Nutznießer dieser Zahlungen hofften, damit ihre zur Kriegsfinanzierung bei den USA auf-genommenen Schulden bedienen zu können. Doch die Abwicklung der Reparationen stellte praktisch alle Beteiligten vor große Probleme. Deutschland musste für die Geldleistungen erst Devisen erwirtschaften, doch an den dafür erforderlichen Exportanstrengungen hatten die ehemaligen europäischen Kriegsgegner kein Interesse. Zudem hatten sie für sich wegen der Weiterleitung der Zahlungen in die USA keine stimulierenden Effekte von den Transfers zu erwarten. Frankreich nutzte im Jahr 1922 die Verzögerung einiger deutscher Reparationslieferungen als Anlass, in das Ruhrgebiet einzumarschieren. Der daraufhin ausgerufene „passive Widerstand“ endete für Deutschland in der Hyperinflation. Das infolge von Krieg und Blockade reduzierte Güterangebot sowie die Kriegsfinanzierung über Anleihen und Notenbankkredite führten zusammen mit dem seit 1921 schwindenden Vertrauen in die Mark bereits zu einer galoppierenden Inflation, die sich durch den Ruhrkampf weiter beschleunigte, denn dadurch stieg der Geldumlauf und reduzierte sich das Güterangebot zusätzlich. Nach der Wäh-rungsstabilisierung ab Ende des Jahres 1923 und dem Ende des „passiven Wi-derstands“ entspannte sich die internationale Lage. Im April 1924 wurde der Dawes-Plan mit für Deutschland scheinbar tragbaren jährlichen Reparationsraten (2,5 Milliarden Goldmark), aber ohne Neufestlegung einer Gesamtsumme verfügt. Immerhin kam es mit dem Dawes-Plan zu einer Stabilisierung, die besonders durch das umfangliche Recycling der Reparationszahlungen in Form gewährter

US-amerikanischer Kredite getragen wurde. Denn der Dawes-Plan gab diesen Krediten einen ausreichenden Schutz gegenüber den Reparationstransfers und löste damit einen starken Anstieg bei der Auslandsverschuldung des Deutschen Reiches aus. Nach Verhandlungen wurde im Jahr 1930 der Young-Plan gültig, der für 59 Jahre jährliche Reparationen von 1,65 Milliarden Goldmark (ansteigend auf 2,3 Milliarden Goldmark) festlegte. Das Transferproblem konnte grundsätzlich so nicht entschärft werden, wenn auch mit der Young-Plan-Anleihe Deutschland Mittel in Höhe von 100 Millionen US-Dollar zuflossen. Deutschland musste nun eine Austeritätspolitik betreiben, um die zur Begleichung von Reparationen und Auslandsschulden notwendigen Beträge durch Überschüsse in der Handelsbilanz zu erwirtschaften. Die Spielräume für eine aktive Konjunkturpolitik – sei es über eine höhere Staatsverschuldung, sei es über eine expansive Geldpolitik – waren damit arg begrenzt (Peukert, 1987; Kindleberger, 1979; Ritschl, 2002).

Die Überwindung der Inflation hinterließ bleibende Schäden: Die fundamentale Inflationsangst in Deutschland behinderte später in der Weltwirtschaftskrise eine angemessene expansive Fiskalpolitik. Die Entschuldung aller staatlichen Ebenen begründete zusammen mit dem fast zehnjährigen Investitionsstau bei der Infrastruktur die Bereitschaft für die hohe Auslandsverschuldung der deutschen Kommunen, die mit der „3. Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen und zur Bekämpfung politischer Ausschreitungen“ vom 6. Oktober 1931 ein Kommunalkreditverbot hervorrief. Ein Moratorium der Reparationszahlungen im Herbst 1931 (Hoover-Moratorium) führte schließlich zur fast völligen Streichung der Reparationen auf der Konferenz von Lausanne im Sommer 1932. Ungeklärt war allerdings noch die endgültige Regelung der Kriegsschulden, sowohl jener gegenüber den USA als auch jener im innereuropäischen Verhältnis.

- **Bankenkrise:** Die krisenhafte Zuspitzung im Bankenbereich erfolgte – wie bereits erwähnt – erst gegen Mitte des Jahres 1931, also mit deutlichem zeitlichen Abstand zum Börsencrash in den USA vom Oktober 1929 und zum Einbruch der Industrieproduktion. Die mit der Bankenkrise angelegte Behinderung des volkswirtschaftlichen Finanzierungskreislaufs kann also die Weltwirtschaftskrise nicht erklären, wohl aber ihren Übergang in die Depression. Nach dem Zusammenbruch der Österreichischen Kreditanstalt wurde ausländisches Kapital aus Deutschland abgezogen, wo schließlich der Zusammenbruch des Nordwolle-Konzerns zur Eskalation führte und die Reichsregierung dazu veranlasste, für den 14. und den 15. Juli 1931 Bankfeiertage zu verfügen. Damit wollte sie einen sogenannten Bank-Run verhindern, das heißt die panikartige Räumung der Bankkonten durch die Kunden.

Die Reichsbank erhöhte am 13. Juni 1931 den Diskontsatz von 5 auf 7 Prozent. Die deflatorischen Entwicklungen auf verschiedenen Weltmärkten – vor allem im Bereich der Agrarrohstoffe (zum Beispiel im Geschäft des Nordwolle-Konzerns mit Rohwolle) – führten dazu, dass Gewinne einbrachen, Wertpapierkurse fielen und Kredite uneinbringlich wurden. Finanzierungskonstruktionen waren nicht mehr haltbar. Vor allem wurde die kurzfristige Auslandsverschuldung vielen zum Verhängnis. Ausländische Kreditoren bauten im Juni 1931 zügig ihre Forderungen gegen deutsche Banken ab. Die inflationsgeprägten Privatanleger flüchteten aus ihren Ersparnissen, was den Anbietern dauerhafter Konsumgüter einen kurzen Aufschwung bescherte. Die Banken waren durch den Verlust an Eigenkapital und Fremdmitteln gezwungen, ihre Bilanz zu verkürzen. So verringerten die Berliner Großbanken Betriebskredite (mit kurzer Laufzeit) von 9,3 auf 5,6 Milliarden Reichsmark. Die Reichsbank blockierte am 16. Juli 1931 die Rückzahlung von Auslandskrediten und erhöhte den Diskontsatz auf 10 Prozent. Deutschland musste ab dem 1. August 1931 zur Devisenzwangsbewirtschaftung schreiten, was den Wechselkurs des britischen Pfunds belastete und schließlich im September 1931 zur Aufkündigung der Goldeinlösepflicht durch die Bank of England führte. Im Vereinigten Königreich verstärkte sich in Reaktion auf hohe Budgetdefizite der Druck, eine deflationäre Wirtschaftspolitik zu verfolgen. Nach der Aufgabe des Goldstandards durch das Vereinigte Königreich wurden vermehrt – so durch die französische und die belgische Nationalbank – US-Dollar gegen Gold getauscht, was wiederum die US-Notenbank Fed veranlasste, den Diskontsatz am 9. Oktober 1931 (und bereits eine Woche später erneut) um einen Prozentpunkt anzuheben (Kindleberger, 1979; Blaich, 1994).

Dieser kursorische Rundblick auf die verschiedenen Krisenstränge, die aus den 1920er Jahren kommend sich zur Weltwirtschaftskrise verstrickten und sich damit zu Depression und Deflation verschärften, macht die Komplexität der Entwicklung deutlich. Die zentralen Ursachen waren zum Teil lang vor dem Börsenkrach im Oktober 1929 angelegt. Sie hatten jedoch alle – Währungskrise, Handelskrise, Agrarkrise, Reparationskrise und Bankenkrise – die gleiche Wirkungsrichtung: hin zu einer nachhaltigen Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Die Große Depression, von der, wie Ritschl (2009) klarstellt, die damaligen Zeitgenossen in den USA im Übrigen erst nach dem nochmaligen starken Konjunkturerinbruch im Jahr 1938 sprachen, war denn auch unvermeidbar. Denn sowohl national wie international gelang keine angemessene wirtschaftspolitische Reaktion. So kam zur endogenen Schwächung der Marktdynamik eine Belastung durch die Wirtschaftspolitik hinzu – aufgrund fehlender Erkenntnis, aufgrund mangelnden Willens und aufgrund unzureichender Bereitschaft nach

der Erfahrung der Hyperinflation. Die damals bestehenden internationalen Institutionen wie der Völkerbund und die Internationale Arbeitsorganisation (ILO) konnten angesichts stark unterschiedlicher Interessen der Mitgliedsländer keine Kohärenz der nationalen Anstrengungen herbeiführen.

Den letzten Beleg dafür lieferte das Scheitern der Weltwirtschaftskonferenz im Juni 1933 in London. Sie ging auf einen Beschluss der Lausanner Konferenz vom Juli 1932 zurück und sollte Währungsfragen (Währungs- und Kreditpolitik, Währungsstabilisierung, Preisniveau und Kapitalbewegungen) und Wirtschaftsfragen (Lage von Industrie und Handel, Zollpolitik, Kontingente und Abkommen zwischen Erzeugerländern) behandeln (Kindleberger, 1979). Der Misserfolg war vorprogrammiert, denn es fehlten ein konsistentes Verständnis der Krise und die Erkenntnis, dass es eine gemeinsame Krise war; es gab keine Tradition einer auf offene Märkte setzenden internationalen Zusammenarbeit und es gab keinen Konsens über die mögliche und angemessene Wirtschaftspolitik. Es darf nicht übersehen werden, dass die internationalen Wirtschaftskonferenzen in den 1920er Jahren stets Reparaturanstrengungen und krisenhaften Entwicklungen entsprungen waren, nicht aber dem Versuch, eine Ordnung der Weltwirtschaft zu organisieren. Somit dominierten die Einzelinteressen. Vor allem aber fehlte die Bereitschaft zur Führung durch die USA. Diese Führungsrolle hätte vorausgesetzt, dass die USA in ihrer Wirtschaftspolitik allgemeine und gemeinsame Interessen akzeptiert hätten. Schließlich scheiterte die Londoner Konferenz an Fragen der Währungsstabilisierung. US-Präsident Roosevelt setzte den Todesstoß mit seiner Botschaft vom 3. Juli 1933. Darin hatte er klargestellt, dass vor jeder internationalen Stabilisierungsbemühung zunächst einmal die Sanierung der europäischen Staatsfinanzen zu stehen habe.

Die Anregung von Bernanke (2000b), zwischen Wirkungszusammenhängen der weltwirtschaftlichen Nachfrage einerseits und des weltwirtschaftlichen Angebots andererseits zu unterscheiden, hebt das Weltwährungssystem des Golddevisenstandards als wesentlichen Erklärungsfaktor der Großen Depression hervor. „The new gold-standard research allows us to assert with considerable confidence that monetary factors played an important role, both in the worldwide decline in prices and output and in their eventual recovery“ (Bernanke, 2000b, 7). Dahinter steht zum einen der Befund, dass die weltweit zu beobachtende monetäre Kontraktion zu Beginn der 1930er Jahre aus schlecht strukturierten Institutionen (Golddevisenstandard), kurzfristiger Politik und ungünstigen Rahmenbedingungen resultierte („the monetary-shocks story“). Zum anderen belegt die unterschiedlich schnelle Ablösung vom Golddevisenstandard in den Jahren ab 1931 verschiedene Entwicklungsprofile der betroffenen Volkswirtschaften. Je früher die Goldeinlösepflicht

aufgegeben wurde, desto früher hat sich die Erholung eingestellt, weil schneller ein Freiraum für eine expansive Geldpolitik entstand.

Zweifellos hat die Bankenkrise von 1931 die Qualität der wirtschaftlichen Probleme grundlegend verändert, zumal sie ein wirklich internationales Phänomen war, während die anderen genannten Krisen sowohl zeitlich als auch hinsichtlich des Wirkungsgrads regional sehr unterschiedlich bedeutsam waren. Hinzu kam, dass die notwendigen wirtschaftspolitischen Antworten weitaus differenzierter sein mussten als in den vorangegangenen Jahren (James, 1991). Und: Den beobachtenden Zeitgenossen – so beispielsweise im Fachjournal „Der Volkswirt“ – wurde im Lauf des Jahres 1931 klar, dass diese Krise lange andauern wird, wie sich Stolper (1960) erinnert.

Somit bleibt aber ein Tatbestand zu erklären, der sich mit der Neutralitätshypothese monetärer Impulse auf die reale Wirtschaft verbindet. „Why did the process of adjustment to nominal shocks appear to take so long in interwar economies?“ (Bernanke, 2000b). Dabei steht die Frage im Mittelpunkt, wieso deflationäre Entwicklungen nicht symmetrisch wirken, also nur von der Gruppe der Schuldner zur Gruppe der Gläubiger umverteilt wird. Einerseits können eine unvollständige Informationslage und steigende Transaktionskosten in Kapital-

Kreditvergabe und industrielle Investitionen in Deutschland von 1924 bis 1932

Tabelle 3

in Milliarden Reichsmark

	Kreditvolumen ¹ aller Kreditinstitute zum jeweiligen 31. Dezember	Unternehmensinvestitionen ²			Investitionen ² , in Prozent neuer Bankkredite ³
		Neue Anlagen	Ersatzinvestitionen	Gesamt	
1924	2.941	193	513	706	k. A.
1925	4.966	574	574	1.148	71,7
1926	6.552	301	647	948	57,8
1927	8.801	535	721	1.256	75,4
1928	9.658	711	789	1.500	57,0
1929	10.561	327	841	1.168	95,1
1930	10.314	116	791	907	7,7
1931	8.987	21	501	522	k. A.
1932	8.146	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.

¹ Ohne Waren- und Wertpapierlombardgeschäfte; ² Von Kapitalgesellschaften; ³ Von Großbanken.
Quelle: James, 1988, 139 f.

märkten – insbesondere für Kreditgeber – dies erklären. Andererseits belasten deflationäre Tendenzen die Qualität der Kreditportfolios der Banken, die dadurch in Anpassungszwänge geraten (Deleveraging). Tatsächlich waren alle Branchen ab dem Jahr 1931 von Kreditrationierung (für Deutschland siehe Tabelle 3) und hohen Zinsen betroffen. Angesichts der prinzipiellen Unvollständigkeit des Einlagenvertrags droht bei fehlender Einlagensicherung ein Run der Privatanleger auf die Banken, was wiederum die Banken dazu veranlasst, die Kreditvergabe weiter einzuschränken. Ergänzend zu diesem Finanzsystemargument wird, um die realen Folgen einer deflationären Geldpolitik zu erklären, auf die rigide Anpassung der Nominallöhne verwiesen. Durch so eine rigide Anpassung erhöhen sich die Reallöhne, was Arbeitslosigkeit induziert. Empirisch lässt sich dies für die Jahre 1930 und 1931 belegen. In den Jahren ab 1932 traf es erneut vor allem jene Länder, die dem Golddevisenstandard verpflichtet geblieben waren.

Unstreitig sollte sein, dass der Golddevisenstandard im Zusammenspiel mit der dazu passenden Geldpolitik eine zentrale Rolle dabei spielte, die Weltwirtschaftskrise ab dem Jahr 1931 zur Großen Depression zu verschärfen. Doch es bleibt die zweifelnde Gegenfrage, ob eine frühzeitig expansive Geldpolitik all das hätte verhindern können. Die Skizze der multiplen Krisen in den 1920er und 1930er Jahren rät zur Skepsis. Eine Verengung auf Fragen der Geldpolitik und der Währungspolitik greift zu kurz. Die ausführlich beschriebene Deflations-Depressions-Spirale hatte viele Ursachen, und zwar sowohl struktureller Art (Handelskrise, Agrarkrise und Bankenkrise) als auch politischer Natur (Währungskrise und Reparationskrise). Dabei konstruierte das Reparationssystem einen quasi autonomen und virtuellen Finanzkreislauf unabhängig von realwirtschaftlichen Bedingungen. Beim naheliegenden Vergleich mit jenen Entwicklungen im Weltfinanzsystem, die zu der großen Krise unserer Zeit geführt haben, stellt sich die Frage nach Parallelen und lernbaren Lektionen. Der Antwort darauf widmen sich die folgenden Abschnitte.

3

Charakteristika einer Deflations-Depressions-Spirale

Konjunkturschwankungen sind für eine marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnung etwas ganz Normales. Sie sind natürliche Begleiterscheinungen des Strukturwandels, dem Motor wirtschaftlichen Wachstums. Die Vorstellung eines störungsfreien und stetig verlaufenden Wachstumsprozesses ist zwar theoretisch

unter bestimmten Bedingungen denkbar, gehört aber nicht zum Erfahrungswissen der realen Welt. Die wirtschaftliche Entwicklung verläuft erfahrungsgemäß nicht gleichförmig, sondern unregelmäßig. Selbst wenn es der Wirtschaftspolitik gelingen könnte, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu glätten, wäre dies noch nicht einmal wünschenswert, da die fundamentalen Faktoren (zum Beispiel Präferenzen, Technologien und Risikoeinschätzungen) sich nicht gleichförmig entwickeln. Würde sich die Wirtschaftspolitik gegen diese fundamentalen Faktoren lehnen, dann würde sie einer Fehlallokation Vorschub leisten und die Wachstumskräfte hemmen. Auf Phasen wirtschaftlicher Dynamik folgen Zeiten schwächerer oder gar rückläufiger Wirtschaftstätigkeit. Das allein ist noch nicht besorgniserregend.

Allerdings kann es Entwicklungen geben, die weit dramatischer sind als konjunkturelle Schieflagen. Sie können einzelne Volkswirtschaften, ganze Regionen oder gar die Weltwirtschaft für längere Zeit weit von einem als normal oder gar gleichgewichtig anzusehenden Entwicklungspfad wegführen. Aus einer simplen Rezession kann unter bestimmten Bedingungen eine Depression werden, also eine Phase langanhaltender rückläufiger realer Wirtschaftsaktivitäten mit einem sich selbst beschleunigenden Mechanismus (Depressions-Spirale). Die Große Depression der 1930er Jahre ist dafür das beste Beispiel (vgl. Kapitel 2).

Auch ist es vorstellbar, dass eine Rezession in eine hartnäckige Stagnationsphase mit deflationären Ausprägungen einmündet. Hierfür gibt es ebenfalls Beispiele, sogar aus der jüngeren Wirtschaftsgeschichte. Japan erlebte dieses Schicksal nach dem Platzen der dortigen Immobilienblase Ende der 1980er Jahre. Über ein Jahrzehnt ist es der japanischen Volkswirtschaft nicht gelungen, sich aus dieser misslichen Situation zu befreien. Die 1990er Jahre gelten somit zu Recht für Japan als ein verlorenes Jahrzehnt. Man könnte daher auch von einer „Japanese Disease“ sprechen.

Im Folgenden soll geprüft werden, unter welchen Voraussetzungen wirtschaftliche Krisen in eine Depression oder eine langjährige Stagnation führen können. Ziel ist die Ableitung einer Deflations-Depressions-Checkliste, um anhand der aktuellen Entwicklungen abschätzen zu können, wie groß die Gefahr für Deutschland ist, in einen solchen Strudel zu geraten. Präsentiert wird hier keine geschlossene Theorie der Depression. Vielmehr werden die konkreten Erfahrungen aus der Großen Depression der 1930er Jahre und aus dem Japan der 1990er Jahre im Detail anhand stilisierter Fakten betrachtet, um daraus realitätsnahe Schlussfolgerungen zu ziehen.

3.1 Überinvestitionen und Spekulationsblasen

Im Vorfeld von Deflations-Depressions-Spiralen waren immer wieder Spekulationsblasen zu beobachten. Diese werden oftmals auch im Zusammenhang mit einer zu starken realwirtschaftlichen Investitionstätigkeit – einer Phase sogenannter Überinvestitionen – diskutiert: „Excess investment was the key ingredient that brought the 1920s boom to an end and condemned the economy to a significant downturn, with an effect that was significantly magnified by the stock market bubble“ (Gordon, 2005, 11).

3.1.1 Überinvestitionen

Es gibt eine Reihe von theoretischen Ansätzen, die Konjunkturschwankungen im Allgemeinen mit starken Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit erklären. Investitionen sind eine Komponente der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, die größeren Schwankungen unterliegt.

Bevor empirisch überprüft wird, ob im Vorfeld der Großen Depression, also Ende der 1920er Jahre, in den USA und in Deutschland sowie vor der Deflations-Depressions-Phase in Japan eine überaus starke Investitionstätigkeit oder gar eine Phase der Überinvestition stattgefunden hat, werden kurz einige theoretische Zusammenhänge von Investitionen und Konjunkturschwankungen dargestellt. Es folgt aber kein umfassender Überblick über die vielfältigen Konjunkturtheorien (siehe dazu Vosgerau, 1978; Naggl, 1999, 73 ff.; Sachs/Larrain, 1995, 678 ff.; Zarnowitz, 1985; Maußner, 1994). Außerdem wird hier die Meinung vertreten, dass Konjunkturzyklen keine Regelmäßigkeiten aufweisen, anders als etwa die Meereszeiten, sondern dass sie das Ergebnis von exogenen Schocks und/oder endogenen Verstärkungen sind, die unregelmäßig auftreten und unterschiedliche Ursachen haben.¹

Konjunkturschwankungen können auftreten, weil exogene Schocks ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht stören. Die auf dieser Sichtweise beruhenden sogenannten anstoßorientierten Konjunkturtheorien betrachten das privatwirtschaftliche Wirtschaftsleben grundsätzlich als stabil und sehen die Ursachen von Zyklen in teils zufälligen und exogen ausgelösten Schocks. Dagegen erklären endogene oder fortpflanzungsorientierte Konjunkturansätze die Konjunkturschwankungen aus der inneren Dynamik einer Volkswirtschaft.

¹ Bei den Schocks können im Prinzip drei Arten unterschieden werden (Sachs/Larrain, 1995, 680): 1. Angebotschocks, die unmittelbar die Angebotsseite einer Volkswirtschaft tangieren. Dazu gehören technischer Fortschritt oder Ressourcenschocks; 2. Nachfrageschocks, in deren Folge sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verändert. Dies ist zum Beispiel der Fall bei Wechselkurschocks oder starken Erwartungsänderungen; 3. Politikchocks, die sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite beeinflussen. Hier stehen geld- und fiskalpolitische Maßnahmen im Vordergrund.

Im Folgenden werden mehrere Ansätze vorgestellt, bei denen die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit als Erklärung von Konjunkturschwankungen im Mittelpunkt steht:

- **Kreditangebotstheorie von Hawtrey:** Investitionen als Teil der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage haben eine hohe Bedeutung in der monetären Erklärung des Konjunkturzyklus durch Hawtrey (1913). Dieser Ansatz fokussiert auf den Zusammenhang von Bank- und Kreditsystem, Investitionen und Konjunkturschwankungen (Vosgerau, 1978, 487; Naggl, 1999, 75 ff.). Während eines Aufschwungs kommt es aufgrund niedriger Kreditzinsen der Banken und des aufkeimenden Optimismus zu erhöhter Kreditnachfrage und Investitionstätigkeit, die so lange kein Problem darstellen, wie die Banken über ausreichend Reserven verfügen. Die steigende Produktion und die damit verbundene Steigerung der Kreditnachfrage verschlechtert zunehmend die Liquidität der Banken. Vor allem während des Gold- und des Golddevisenstandards konnte eine Zentralbank nur noch begrenzt Geld zur Verfügung stellen, weshalb sich schließlich die Kreditvergabe der Banken reduzierte. Durch diesen sogenannten Credit Crunch (Kreditklemme) wird die Investitionstätigkeit eingeschränkt und es kommt zu einem Abschwung. Hawtrey sieht den Grund für die Investitionstätigkeit, die den Aufschwung trägt, in der expansiven Kreditgewährung der Banken. Der folgende Abschwung rührt demzufolge aus monetären Restriktionen seitens der Banken.

Modernere Versionen der Kreditangebotstheorie erweitern den Zusammenhang von finanziellem und realem Konjunkturzyklus (Naggl, 1999, 76 ff.). Die Argumentation von Sinai (1976) setzt daran an, dass im beginnenden Aufschwung die Wirtschaftssubjekte über reichlich Liquidität verfügen – aus den verfügbaren Einkommen der Haushalte, dem Cashflow der Unternehmen und den Steuereinnahmen des Staates. Kredite werden von den Banken zu günstigen Konditionen angeboten, auch weil die Notwendigkeit zur externen Finanzierung für die privaten Wirtschaftssubjekte noch gering ist. Mit zunehmender wirtschaftlicher Expansion – geprägt durch eine rege Investitionstätigkeit – kommt es zu einer zunehmenden Verknappung liquider Mittel und auch die Verschuldung steigt. Im Boom übersteigt die Kreditnachfrage die Fähigkeit des Bankensystems, Kredite bei niedrigen Zinsen zu schöpfen. Die Zinsen steigen – was noch dadurch verstärkt wird, dass die Zentralbank wegen gestiegener Inflation oder Inflationsrisiken auf einen restriktiven Kurs einschwenkt. In Kombination mit einem hohen Verschuldungsgrad wird die Investitionstätigkeit mehr und mehr eingeschränkt, was den konjunkturellen Abschwung auslöst.

- **Monetäre Überinvestitionstheorien:** Als Hauptvertreter der monetären Überinvestitionstheorie gelten Wicksell (1898) und Hayek (1932), für einen Überblick

siehe Haberler (1937, 29 ff.) und Metz (2004, 236 ff.). Zu einem von Investitionen getragenen Aufschwung kommt es im Ansatz von Wicksell, weil der Geldzins der Banken unter dem sogenannten natürlichen Zins liegt. Der natürliche Zins kann als Gleichgewichtszins verstanden werden, der das Angebot an Ersparnissen und die Kapitalnachfrage für Investitionen zum Ausgleich bringt. Zur Überinvestition kommt es, wenn die Investitionen stärker wachsen als das Sparangebot. Dies führt aber auch zu sektoralen Verzerrungen – sprich zu einer Expansion der Investitionsgüterindustrie und zu einem relativen Zurückbleiben der Konsumgüterindustrie. Dieses Missverhältnis zwischen Investitionen und Sparangebot sowie die verzerrte Produktionsstruktur von Investitionsgütern und Konsumgütern lassen schließlich die Geldzinsen steigen. Damit wird eine Reihe von Investitionen, die aufgrund des zuvor niedrigen Geldzinses getätigt wurden, unrentabel. Es setzt ein Rückgang der Investitionstätigkeit ein, der so lange anhält, bis die Produktionsverzerrungen und die durch die Überinvestitionen entstandenen Überkapazitäten beseitigt sind. Dadurch kommen auch Kapitalangebot und Kapitalnachfrage wieder zum Ausgleich.

- **Nicht monetäre Überinvestitionstheorien:** Bei den nicht monetären Überinvestitionstheorien – etwa der von Schumpeter (1939) – wird ein Konjunkturaufschwung ebenfalls durch Investitionen ausgelöst. Diese Investitionen beruhen aber nicht in erster Linie auf günstigen monetären Bedingungen, sondern dienen dazu, neue Märkte zu erschließen oder neue Produktionstechniken durchzusetzen. Schumpeter geht davon aus, dass die wirtschaftliche Entwicklung in Schüben verläuft. Diese werden durch grundlegende technische Neuerungen eingeleitet, früher beispielsweise durch die Entdeckung der Dampfkraft oder der Elektrizität, in jüngster Zeit etwa durch die modernen Informations- und Kommunikationstechnologien (Gordon, 2005). Es hängt von den sogenannten dynamischen Unternehmern ab, diese Entdeckungen zu nutzen und daraus neue Verfahren und Produkte zu schaffen. Gelingt der Durchbruch, dann ermutigt dies Nachahmer und die Wirtschaft boomt. Durch den Markteintritt der Nachahmer steigt das Angebot; die Preise sinken und die Nachfrage steigt. Die Produktion der Investitionsgüterindustrie erhöht sich und lässt die Einkommen der Haushalte wachsen, wodurch die Nachfrage nach Konsumgütern steigt. Sobald die Kapazitäten der Konsumgüterindustrie ausgelastet sind, werden weitere Produktionsmittel nachgefragt. Dadurch kann es zu einer Verstärkung des ursprünglichen Impulses kommen. Sobald sich auf den neu geschaffenen Märkten Sättigungerscheinungen zeigen und die Erwartungen der wachsenden Anzahl von Unternehmen mehr und mehr enttäuscht werden, lässt die Investitionstätigkeit in Ermangelung rentabler Investitionsprojekte nach und es setzt der Abschwung ein.

- **Theorie realer Konjunkturzyklen:** Mit einem ähnlichen Ausgangspunkt wie der Ansatz von Schumpeter (1939) argumentieren die Modelle der realen Konjunkturzyklen (Kydland/Prescott, 1982; Long/Plosser, 1983). Auch hier können Investitionen eine entscheidende Rolle bei der Erzeugung von Konjunkturschwankungen spielen. Infolge von Angebotsschocks, die sich in einer Verschiebung der Produktionsfunktion niederschlagen, ändern sich vor allem die Investitionen und damit auch die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten. Ein positiver Angebotsschock – etwa infolge einer innovativen Produktionstechnologie – führt zu einer deutlich ansteigenden Investitionstätigkeit (Barro/Grilli, 2003, 402 ff.). Bezogen auf die Investitionen ist es besonders wichtig, dass selbst recht einfache Real-Business-Cycle-Modelle (RBC-Modelle) die drei- bis viermal höhere zyklische Amplitude der Investitionen im Vergleich zum BIP abbilden können (King/Rebelo, 2000). Allerdings benötigen diese relativ einfachen RBC-Modelle vergleichsweise große exogene Produktivitätsschocks – und die RBC-Kritiker haben darauf hingewiesen, dass die RBC-Anhänger die konkreten Gründe für große Produktivitätsverluste schuldig geblieben sind. King und Rebelo (2000) haben andererseits angemerkt, dass die RBC-Modelle auch mit kleinen Schocks auskommen, wenn Verstärker beachtet werden, beispielsweise endogene Kapitalnutzungsraten.

Die Aussagen der RBC-Modelle gelten auch in einer offenen Volkswirtschaft, wenngleich mit Einschränkungen (Barro/Grilli, 2003, 410 ff.). Ein Investitionsboom in einem bestimmten Land kann dann auch durch Kapital aus dem Ausland finanziert werden, wobei sich inländische Investitionen und inländische Ersparnisse nicht mehr entsprechen müssen. Als eine Erweiterung der RBC-Modelle kann man die Modelle der Neuen neoklassischen Synthese ansehen (manchmal auch Neue keynesianische Makroökonomik genannt), die insbesondere bei Zentralbanken sehr beliebt sind. Diese Modelle berücksichtigen Preisrigiditäten (Güterpreise und Löhne), sind aber ansonsten den Modellen des RBC-Typs ähnlich (eine ausgezeichnete Übersicht liefert Gali, 2008).

- **Keynesianische Konjunkturtheorien:** Investitionsimpulse spielen in der keynesianischen Konjunkturerklärung eine Hauptrolle (Sachs/Larrain, 1995, 681 ff.; im Zusammenhang mit der Großen Depression siehe Gordon, 2005, 17). Dieser Erklärungsansatz gehört zu den endogenen Konjunkturtheorien. Bei Keynes (1936) hängen Investitionsentscheidungen von den Erwartungen über die künftige Rentabilität ab. Entscheidend hierbei ist, dass diese Erwartungen als instabil angesehen werden. Diese Unbeständigkeit der Erwartungen beschreibt Keynes mit den „Animal Spirits“ der Unternehmen. Damit meint er die Schwankungen zwischen Optimismus und Pessimismus hinsichtlich der Rentabilität von Investitionen. Veränderungen der „Animal Spirits“ führen zu Investitionsschwankungen.

kungen und damit zum Auf und Ab der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Durch Rigiditäten bei Nominallöhnen (oder Preisen) übertragen sich die Nachfrageschwankungen auf Produktion und Beschäftigung. Lagerzyklen (Metzler, 1941) und Multiplikator-Akzelerator-Effekte (Hicks, 1937; Samuelson, 1939) sind wichtige keynesianische Erklärungen, warum Investitionen endogene Konjunkturzyklen erzeugen können.

- **Monetaristischer Erklärungsansatz:** In den monetaristischen Konjunkturtheorien kommt es zu Konjunkturschwankungen in erster Linie durch politische – und dabei vor allem durch monetäre – Schocks (Friedman/Schwartz, 1963). Damit handelt es sich um eine exogene oder anstoßorientierte Konjunkturerklärung. Investitionen spielen nur indirekt eine Rolle, die hier der Vollständigkeit halber angesprochen wird. Der privatwirtschaftliche Sektor und damit auch das Verhalten der Investoren werden als stabil angenommen. Erst durch Veränderungen der Geldmenge durch die Zentralbank kommt es zu Investitionsänderungen und zu Konjunkturschwankungen. Eine expansive Geldpolitik führt zu rückläufigen Zinsen und damit zu steigenden Investitionen. Wegen adaptiver Erwartungen wird die zukünftige Inflationsrate unterschätzt. Damit wachsen Arbeitsangebot, Produktion und die reale Nachfrage kurzfristig stärker, als es das langfristige Gleichgewicht vorsieht. Schließlich passt sich die Inflationsrate an die höhere Geldmenge an. Beschäftigung, Ausgaben und Produktion gehen dann – bei einer höheren Inflationsrate – wieder auf ihren langfristigen Wert zurück.²

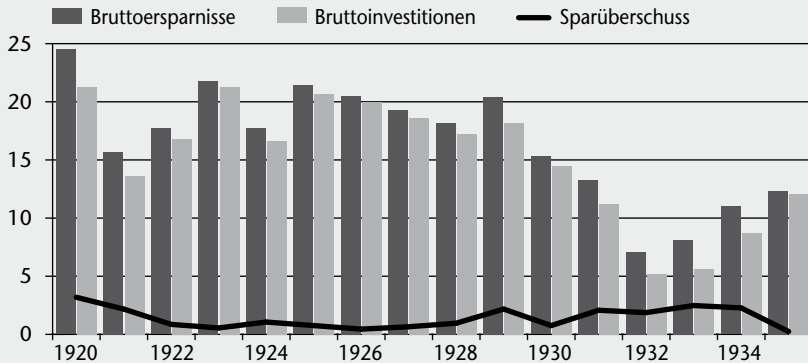
Im Anschluss an diesen kurzen Abriss der theoretischen Zusammenhänge von Konjunkturschwankungen und Investitionen wird für die USA und Deutschland für die Zeit vor der Großen Depression und für Japan in den 1980er Jahren geprüft, ob eine übermäßig starke realwirtschaftliche Investitionstätigkeit oder gar eine Überinvestition zu beobachten war. Unter einer Überinvestition wird – in Anlehnung an die monetären Überinvestitionstheorien – ein markantes Auseinanderdriften von inländischem Sparen und inländischen Investitionen verstanden. In einer offenen Volkswirtschaft gehen ein Investitionsüberschuss oder eine Ersparnislücke mit einem Leistungsbilanzdefizit oder dem spiegelbildlichen Kapitalbilanzüberschuss einher (siehe Anhang). Durch eine Nettokreditaufnahme aus dem Ausland, die letztlich einem Kapitalbilanzüberschuss oder einem Leistungsbilanzdefizit entspricht, müssen sich inländisches Sparen und Investieren sowie Staatsausgaben und Staatseinnahmen nicht mehr entsprechen.

² In den späteren monetären Modellen mit rationalen Erwartungen kommt es nicht zu solchen systematischen Fehleinschätzungen der Inflationsentwicklung und damit auch nicht zu den vorübergehend stimulierenden Wirkungen einer expansiven Geldpolitik auf Investitionen.

Sparen und Investieren in den USA von 1920 bis 1935

Abbildung 3

Bruttoersparnisse, Bruttoinvestitionen und deren Differenz, in Prozent des BIP



Quellen: Maddison, 1992; eigene Berechnungen

Für die USA liefern die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nur Daten bis zum Jahr 1929. Auch die Rückrechnungen des U. S. Bureau of the Census (1975) reichen für die meisten Indikatoren nur bis zum Jahr 1929. Allerdings hat Maddison (1992) für eine Reihe von Ländern Investitionen und Sparen bis zum Jahr 1870 zurückgerechnet. Daneben wurden Daten von Swanson und Williamson (1972) verwendet. Abbildung 3 zeigt für die Jahre von 1920 bis 1935 die inländischen Bruttoersparnisse und die Bruttoinvestitionen in Prozent des nominalen BIP auf Basis der Rückrechnung von Maddison (1992). Dabei sind für die USA für diesen Zeitraum im Vorfeld der Großen Depression vor allem zwei Entwicklungen auffällig:

- In den Jahren von 1925 bis 1928 waren sowohl die Investitions- als auch die Sparquote rückläufig. Die Investitionsquote sank in diesem Zeitraum unmittelbar vor der Krise von fast 21 auf gut 17 Prozent (für einen ähnlichen Befund siehe Ritschl, 2002, 85). Die Zeit von 1920 bis 1924 war dagegen von einem deutlichen Auf und Ab der Investitionsquote geprägt. Abbildung 3 zeigt auch, dass im Gefolge der Großen Depression die Investitionsquote markant einbrach (wobei die Werte ab dem Jahr 1929 nicht mehr direkt mit denen der vorangegangenen Jahre vergleichbar sind). Die Investitionen beliefen sich im Jahr 1932 auf nur noch gut 5 Prozent des BIP. Gordon (2005, 18 ff.) folgert, dass der Rückgang der Investitionsquote – wobei Gordon auch die langlebigen Konsumgüter mitberücksichtigt – in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre bereits die realwirtschaftliche

Anpassung nach der von ihm unterstellten Überinvestitionsphase der ersten Hälfte der 1920er Jahre darstellt.

- Außerdem gab es in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre – anders als in der ersten Hälfte jener Dekade – keine merkliche Differenz zwischen Inlandsinvestitionen und Inlandssparen. Die Sparquote lag sogar leicht über der Investitionsquote. Im Vorfeld der Großen Depression und vor allem im Jahr 1929 bestand demnach ein gesamtwirtschaftlicher Sparüberschuss. Dementsprechend konnten die USA in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaften. Die USA waren damit in dieser Zeit ein Nettokapitalexporteur. Dies spricht gegen eine Überinvestition.

Diese Befunde zeigen, dass im Vorfeld der Großen Depression in den USA keine große Divergenz zwischen Sparen und Investieren bestand und somit auch nicht von einer Überinvestition gesprochen werden kann. Dazu kommt, dass es auch keine große Veränderung der Investitionsstruktur gab. Bei dieser werden die Bruttoinvestitionen in Ausrüstungs-, Bau- und Lagerinvestitionen unterteilt. Lässt man die im Konjunkturverlauf generell stark schwankenden Lagerinvestitionen außen vor, dann zeigen sich keine allzu großen Änderungen der Investitionsstruktur.³ Der Anteil der Ausrüstungsinvestitionen am nominalen BIP bewegte sich im Vorfeld der Großen Depression zwischen 12,5 und 12,8 Prozent (von 1925 bis 1929). Der Anteil der Bauinvestitionen war sogar deutlich rückläufig – von 6,3 Prozent im Jahr 1925 auf nur noch 3,7 Prozent des BIP im Jahr 1929. Diesbezüglich räumt auch Gordon (2005, 19) ein: „Previous discussions implying an unusually high residential investment ratio in the mid-1920s are simply incorrect ...“. Die in der vorliegenden Studie angeführten Daten widersprechen allerdings auch der Ansicht von Gordon, dass es bei den Ausrüstungen zu übermäßigen Investitionen gekommen war.

Daten für Deutschland liegen auf Basis der Berechnungen von Maddison (1992) erst ab 1925 vor (Abbildung 4). Deutschland weicht im Vorfeld der Großen Depression vom amerikanischen Befund in zweierlei Hinsicht ab:

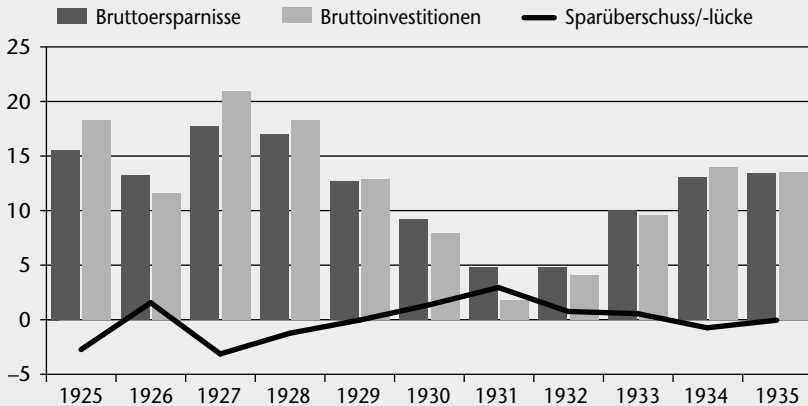
- Die Investitionsquote weist in den Jahren von 1925 bis 1929 deutliche Schwankungen auf. Im Jahr 1926 fielen die inländischen Bruttoinvestitionen gegenüber dem Vorjahr von gut 18 Prozent auf weniger als 12 Prozent des BIP zurück. Im Jahr 1927 stieg die Investitionsquote auf knapp 21 Prozent an, bevor sie sich bis

³ Die Lagerinvestitionen sollten bei der Analyse einer Überinvestition nicht berücksichtigt werden, weil sie keinen direkten Kapitalstock- und Kapazitätseffekt haben und damit nicht Gefahr laufen, produktionstechnische Überkapazitäten zu erzeugen. Lagerinvestitionen sind vielmehr Güter, die im laufenden Rechnungsjahr produziert, aber nicht verkauft werden (Brümmerhoff, 2007, 17 ff.). Sie sind eher als intertemporal verschobene Endnachfrage zu interpretieren, von der der Hauptteil auf den Konsum entfällt.

Sparen und Investieren in Deutschland von 1925 bis 1935

Abbildung 4

Bruttoersparnisse, Bruttoinvestitionen und deren Differenz, in Prozent des BIP



Quellen: Maddison, 1992; eigene Berechnungen

1929 auf rund 13 Prozent wieder zurückbildete. Dabei war auf Basis der nominalen Werte lediglich das Jahr 1927 von einem außergewöhnlich hohen Investitionswachstum geprägt. Dies deckt sich auch mit der preisbereinigten Entwicklung (Ritschl, 2002, Tabelle B.6). Eine über mehrere Jahre stark ansteigende Investitionstätigkeit war in Deutschland im Vorfeld der Großen Depression nicht zu beobachten. Abbildung 4 zeigt auch den starken Einbruch der Investitionsquote in Deutschland während der Großen Depression. Im Jahr 1931 belief sich der Anteil der inländischen Bruttoinvestitionen am BIP auf nur noch weniger als 2 Prozent. Die auf Basis der Daten von Ritschl (2002) berechnete Investitionsquote nimmt den gleichen Verlauf, allerdings mit deutlich weniger Schwankungen. Auch hier kam es im Jahr 1927 zu einem Anstieg der Investitionsquote – allerdings nur von 13 auf 18 Prozent. Danach ging die Investitionsquote ebenfalls stetig zurück.

- Im Gegensatz zu den USA weist Deutschland von 1925 bis 1929 – mit Ausnahme des Jahres 1926 – eine Sparlücke auf. Die Sparquote lag in den Jahren 1925, 1927 und 1928 im Durchschnitt um rund 2,5 Prozentpunkte unter der Investitionsquote. Daten der Deutschen Bundesbank (1976, 322 ff.) zur deutschen Zahlungsbilanz zeigen im Vorfeld der Großen Depression ein Leistungsbilanzdefizit und einen spiegelbildlichen Kapitalbilanzüberschuss. Allerdings dürfte dieser Nettokapitalimport Deutschlands zu einem erheblichen Teil für die staatliche Haushaltsfinanzierung und weniger für realwirtschaftliche Investitionen

verwendet worden sein (Ritschl, 2002). Im Durchschnitt der Jahre 1925 bis 1929 belief sich das durchgängige Finanzierungsdefizit des Staates auf knapp 1 Prozent des Bruttosozialprodukts.

Auch die Investitionsstruktur in Deutschland unterlag keinen großen Änderungen. Die Daten von Maddison (1992) und Ritschl (2002, Tabelle B.3) weisen insgesamt den gleichen Befund einer stabilen Investitionsstruktur auf, allerdings gibt es große Unterschiede in der Zusammensetzung der Anlageinvestitionen (Ritschl, 2002, 68). Der Anteil der Ausrüstungsinvestitionen rangierte auf Basis der Daten von Maddison (1992) im Zeitraum von 1925 bis 1929 in einem Bereich von gut 11 Prozent bis 12,4 Prozent des BIP. Der Anteil der Bauinvestitionen am BIP stieg in dieser Zeit kontinuierlich von 2,4 Prozent auf 3,2 Prozent an. Daraus lässt sich jedoch keine Überinvestition im Baubereich schlussfolgern. Ritschl (2002, 85) greift in seiner Analyse die These von Borchard (1979) auf, wonach bei der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit während der Weimarer Republik ein starkes Vordringen der öffentlichen Investitionstätigkeit – zum Beispiel beim öffentlichen Wohnungsbau, bei der Bahn, der Post und der halböffentlichen Versorgungswirtschaft – zu beobachten war. Im Gegensatz dazu wurde die Modernisierung des privatwirtschaftlichen Produktionsapparats vernachlässigt. Haberler (1976, 229 ff.) widersprach auch der These, wonach es Fehlanpassungen der Produktionsstruktur und damit sowohl eine Überinvestition als auch eine Überexpansion der Investitionsgütersektoren im Vorfeld der Großen Depression gegeben habe.

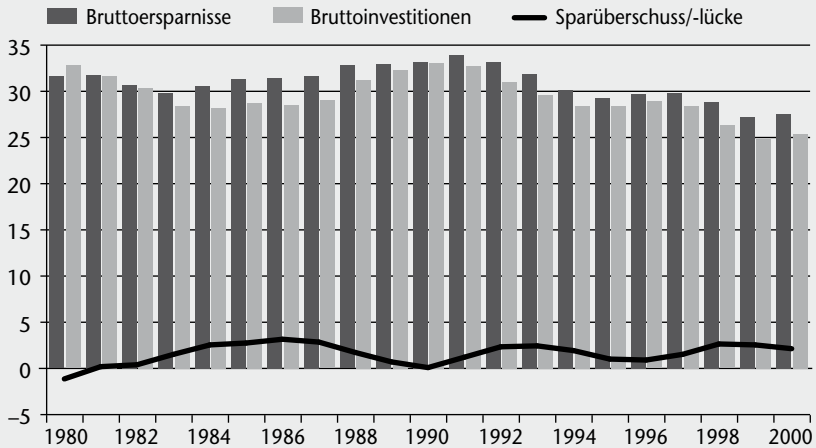
Der Kapitalbilanzüberschuss und die Differenz von Investitions- und Sparquote könnten vorschnell als ein Beleg für eine Überinvestitionsphase in Deutschland in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre interpretiert werden. Neben der staatlichen Absorption der Kapitalzuflüsse – etwa zur Bedienung der Reparationszahlungen – kann diese Einschätzung auch aus folgender Erwägung kritisch hinterfragt und letztlich verworfen werden. Eine Überinvestition sollte zumindest für Deutschland auch vor dem Hintergrund der un stetigen wirtschaftlichen Entwicklung in der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg als mehr oder weniger unrealistisch bewertet werden. Maddison (1995, 66) weist darauf hin, dass in Westeuropa Mitte der 1920er Jahre hinsichtlich des Bruttoinlandsprodukts das Vorkriegsniveau (1913) gerade erst wieder erreicht war.

Die Entwicklung in Japan in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre war von einer überaus kräftigen Investitionstätigkeit gekennzeichnet. Im Durchschnitt der Jahre 1985 bis einschließlich 1990 stiegen die realen Bruttoanlageinvestitionen um 8,3 Prozent an. Die inländische Investitionsquote (Bruttoanlageinvestitionen in Prozent des nominalen BIP) legte um mehr als 4 Prozentpunkte auf über

Sparen und Investieren in Japan von 1980 bis 2000

Abbildung 5

Bruttoersparnisse, Bruttoinvestitionen und deren Differenz, in Prozent des BIP



Quellen: OECD, 2009; eigene Berechnungen

33 Prozent zu. Dabei wuchs der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP um einen Prozentpunkt auf fast 6 Prozent. Lässt man die Jahre 1987 und 1988 außen vor, dann hat sich die Struktur der Investitionen nicht groß verändert. Aber auch für Japan kann eine Überinvestition im Sinne einer makroökonomischen Divergenz von Sparen und Investieren in den 1980er Jahren und damit im Vorfeld der Anfang der 1990er Jahre beginnenden Wirtschaftskrise nicht konstatiert werden. Ein Blick auf die Spar- und Investitionsquote sowie deren Differenz ergibt vor allem in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre sogar den gegenteiligen Befund (Abbildung 5). Die laufenden inländischen Ersparnisse übertrafen regelmäßig die inländischen Investitionen. Entsprechend konnte Japan in dieser Zeit einen nennenswerten Leistungsbilanzüberschuss und einen Nettokapitalexport verzeichnen.

Offensichtlich war bei zwei der drei Referenzfälle – die Große Depression in den USA und die japanische Krisendekade – das Vorfeld nicht von einer übermäßigen realwirtschaftlichen Investitionstätigkeit im Inland gekennzeichnet. Auch für Deutschland kann in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre trotz einer Sparlücke nicht von einer Überinvestitionsphase gesprochen werden. Borchard (1979) hat vielmehr darauf hingewiesen, dass für die Weimarer Republik eher eine allgemeine Investitionsschwäche festzustellen ist.

3.1.2 Spekulationsblasen

Bei spekulativen Blasen liegt der Fokus nicht auf realwirtschaftlichen, sondern auf finanzökonomischen Verwerfungen. Spekulative Blasen können Investoren in erhebliche Schwierigkeiten bringen. Sie können Impuls und Verstärker für eine sogenannte Debt-Deflations-Spirale (siehe Abschnitt 3.2) sowie für eine substantielle Störung des Intermediationsprozesses (siehe Abschnitt 3.2 und Kapitel 2) sein. Der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre und dem japanischen Krisenjahrzehnt ging jeweils eine Spekulationsblase voran, sodass dieses Problem beleuchtet werden muss.

Kindleberger und Aliber (2005) definieren eine Spekulationsblase etwas hemdsärmelig als „an upward price movement over an extended range that then implodes“. Die Entwicklungen des Index Dow Jones Industrial Average bis zum Jahr 1929, des Nikkei-Index bis zum Jahr 1990 (Abbildung 6) und des Index Nasdaq Composite (Abbildung 7) bis zum Jahr 2000 lassen wenig Zweifel daran, dass Aktienmärkte für Übertreibungen anfällig sind.

Neben Aktienkursen gelten auch Immobilienpreise – jedenfalls in einigen Ländern – als blasenanfällig. Beredte Beispiele sind die Immobilienpreisentwicklungen in den USA (Abbildung 8) und in Japan.

Der Nikkei-Index von 1984 bis 1995

Abbildung 6

Aktienpreisindex für 225 an der Tokyo Stock Exchange notierte Unternehmen, Tageskurse



Quelle: Bloomberg, 2009

Der Nasdaq-Composite-Index von 1990 bis 2001

Abbildung 7

Aktienpreisindex für 3.000 an der Nasdaq notierte Unternehmen des Technologiesektors, Wochenkurse, Index: 5.1.1990 = 100

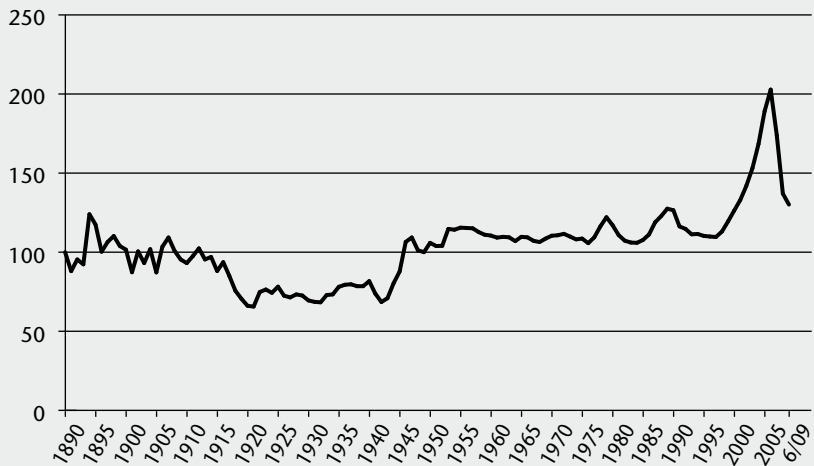


Quelle: IMF, 2009a

Immobilienpreise in den USA von 1890 bis 2009

Abbildung 8

Realer Hauspreisindex: 1890 = 100



Quelle: Shiller, 2009

In Japan verdoppelten sich die Grundstückspreise in den 1980er Jahren, um anschließend bis zum Jahr 2001 wieder fast auf das Niveau von 1980 zu fallen. Da Eigentum an Grund und Boden regelmäßig als Sicherheit in Finanzierungen eingebracht wird, war der Preisverfall japanischer Grundstücke und Immobilien für die beschränkten Investitionsmöglichkeiten der japanischen Wirtschaft substantziell verantwortlich.

Die obige Definition einer Spekulationsblase lässt sich präzisieren (Barlevy, 2007; Brunnermeier, 2008): Man spricht von einer Blase, wenn der Preis eines Vermögenswerts (auch Aktivum oder Asset genannt) von seinem Fundamental-



wert nach oben abweicht. Der Fundamentalwert entspricht dabei dem Kapitalwert zukünftiger Zahlungen an den Besitzer des Aktivums, wobei der Kapitalwert mit einem risikoadjustierten Diskontfaktor (Stochastic Discount Factor) berechnet wird (Cochrane, 2005). Diese Definition hat mehr inhaltliche Substanz als die obige, kann jedoch streng genommen selbst ex post nicht verifiziert werden, da der Fundamentalwert nur geschätzt und nicht unmittelbar beobachtet werden kann. Bei Aktien kann man sich – jedoch nicht besonders zuverlässig – am Kurs-Gewinn-Verhältnis orientieren, um eine Überbewertung zu identifizieren: Die Überhöhung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses von US-amerikanischen Aktien im Jahr 2000 sollte man dennoch als deutliches Indiz für eine Blase betrachten (Abbildung 9).

Aus der Definition kann man eine aufschlussreiche notwendige Bedingung für eine spekulative Blase ableiten: Wenn ein Investor ein Aktivum für einen Preis kauft, der höher als der Fundamentalwert ist, dann geht er davon aus, dass er das Aktivum für einen Preis, der noch weiter oberhalb des Fundamentalwerts liegen wird, weiterverkaufen kann, oder salopp formuliert, der Investor geht davon aus, dass er einen noch dümmere Käufer findet (Brunnermeier, 2008). Der Investor kauft das Aktivum nicht wegen dessen intrinsischen Eigenschaften, sondern um es weiterzuverkaufen. Dementsprechend kann man eine hohe spekulative Nachfrage als Indiz – aber auch nur als Indiz – für eine Spekulationsblase auffassen.

In Echtzeit werden Blasen sozusagen rationalisiert: Wenn Aktiva höher bewertet werden, als dies Vergangenheitswerte oder empirische Regelmäßigkeiten nahelegen, dann wird in der Regel mit Sprüchen wie „This time it’s different“ auf die Außergewöhnlichkeit der jeweiligen Gegenwart verwiesen. Solche Rationalisierungsstrategien funktionieren insbesondere dann, wenn es tatsächlich zu einer Innovation im weitesten Sinne gekommen ist – beispielsweise neue Infrastrukturtechnologien (Eisenbahn, Elektrifizierung), das Internet oder Finanzinnovationen. Auch Trends wie die sogenannte Great Moderation (eine ungewöhnlich lange Phase hohen weltweiten Wachstums und niedriger Inflation) oder die Globalisierung werden von den Zeitgenossen als Begründung für eine angebliche Zeitenwende herangezogen.

Von einer spekulativen Position gehen insbesondere dann gesamtwirtschaftliche Gefahren aus, wenn die Position gehebelt wurde, das heißt, Verlustrisiken und Gewinnchancen mithilfe von Krediten oder Derivaten potenziert wurden. Wie bei den Überinvestitionstheorien wird die Blasenbildung durch niedrige Zinsen – insbesondere durch niedrige Risikoprämien – und durch ein prozyklisches Kreditangebot begünstigt; Kindleberger und Aliber (2005, 10) erachten – sich auf Minsky (1982) berufend – die Prozyklizität des Kreditangebots als pivotales Merkmal von Blasen („Manias“) und von Finanzmarktinstabilitäten.

Borio und Drehman (2009, 5 f.) führen drei Dimensionen für Theorien über die Finanzmarktinstabilität ein:

- Sind die Finanzmarktkrisen Ausdruck selbsterfüllender Erwartungen oder gibt es vorwiegend fundamentale Treiber?
- Sind die Finanzmarktkrisen Ausdruck endogener Zyklen oder entstehen sie wegen der Verstärkungen – sogenannter Financial Accelerators – exogener Schocks?
- Entstehen die Finanzmarktkrisen, weil ein gemeinsamer systemischer Faktor sich ändert, oder entstehen sie, weil sich weitere Marktteilnehmer bei den zunächst Betroffenen anstecken?

Das Argument, dass das Kreditangebot endogen prozyklisch ist, wird auch in der aktuellen Forschung bemüht. Borio und Drehman (2009, 5 f.) verweisen aber darauf, dass die Forschung bisher kein akzeptiertes (mikrofundiertes) Modell eines endogenen Zyklus mit Instabilität vorgelegt hat. Die Studien von Kiyotaki/Moore (1997), Bernanke et al. (1999), Lorenzoni (2007), Korineck (2008) und Suarez/Sussman (1999) liefern aber überzeugende Argumente für Verstärkungswirkungen (Multiplikatoren und Beschleuniger) des Finanzsystems, sowohl im Aufschwung als auch im Abschwung.

Für die klassische Finanzmarktökonomik stellen Blasen eine große intellektuelle Herausforderung dar. Gemäß dem auf Friedman (1953) zurückgehenden Argument sollten Arbitrageure für eine Konvergenz des Marktpreises zum Fundamentalwert sorgen (vgl. auch Shleifer 2000, 3 ff.). Ferner sollten Händler, die systematische Fehler begehen – also beispielsweise zu überhöhten Preisen einkaufen – langfristig aus dem Markt verschwinden, da sie weniger erfolgreich sind als rationale Händler. Aus dieser Sicht geht von Spekulanten eine stabilisierende Wirkung aus (Hüther/Jäger, 2007). Allerdings gibt es „Grenzen der Arbitrage“ (Shleifer/Vishny, 1997; De Long et al., 1990). Arbitrageure können sich nicht immer erfolgreich gegen eine Blase auflehnen. Sie sind typischerweise auch auf Außenfinanzierungen angewiesen. Wenn ein Arbitrageur sich gegen eine Blase wendet, dann geht er das Risiko ein, dass seine Finanziers nicht ausreichend geduldig sind. Insbesondere sinkt ceteris paribus der aktuelle Wert eines gegen die Blase gerichteten Engagements, je größer die Blase wird. Dementsprechend wird es immer schwieriger, die Finanziers vom Engagement zu überzeugen. Brunnermeier und Nagel (2004) vertreten zudem die Auffassung, dass es Belege für eine von den Arbitrageuren (hier Hedgefonds) ausgehende destabilisierende Wirkung gibt. In dem Maße, in dem sie die Blase nutzen können, um hohe Renditen (Überrenditen) zu realisieren, haben sie einen Anreiz, diese Blase ebenfalls aufzublasen, um dann jedoch vor deren Platzen rechtzeitig auszusteigen.

Wenn die destabilisierenden Effekte der Spekulation überwiegen, dann kann sich also eine Preisblase aufbauen, die schließlich unvermittelt platzt. Dies kann durch einen exogenen Schock ausgelöst werden: Von damaligen Beobachtern wird das Platzen der Aktienkursblase in den 1920er Jahren in den USA und der Blase in Japan in den frühen 1990er Jahren auf die Erhöhung der Leitzinsen zurückgeführt (Shiller, 2005, 224; Friedman/Schwartz, 1963; Borio/Drehman, 2009). Da die Stabilität einer Blase von den Erwartungen der Wirtschaftssubjekte, den Erwartungen ihrer Kontrahenten, den Erwartungen der Kontrahenten über die Erwartungen der anderen und so weiter abhängt, erweist sich die Prognose des Zeitpunkts und des nötigen Auslösers als nahezu unmöglich. Selbst ex post

kann man nicht verifizieren, welches Ereignis die Blase tatsächlich zum Platzen gebracht hat. Die plötzlichen Wertberichtigungen lösen dann unter Umständen eine Abwärtsspirale aus und führen zu nennenswerten Verwerfungen zunächst in der Finanzwirtschaft und anschließend in der Realwirtschaft.

Die Korrektur auf den Finanzmärkten muss nicht zwingend zu einer schweren Rezession führen. Beispielsweise hat das Platzen der Internetblase keine schwere Krise heraufbeschworen. Ob die finanzwirtschaftliche Schieflage eine Kettenreaktion auslöst, hängt davon ab,

- ob es weitere die Situation nachdrücklich belastende Faktoren gibt (beispielsweise hohe Ölpreise, ein fragwürdiges außenwirtschaftliches Ungleichgewicht oder ein unglaubliches Währungsarrangement),
- wen die Schieflage betrifft (insbesondere ob Banken oder andere mit großem Hebel operierende Institutionen betroffen sind),
- ob die Architektur/Struktur des Finanzsystems Schocks absorbieren kann und ob weitreichende systemische Verflechtungen oder ein hoher Verschuldungsgrad vorliegen,
- ob politische Maßnahmen ergriffen werden, welche die Kettenreaktion abbremsen (zum Beispiel Einlagensicherung, temporärer Handelsstopp oder Re-Kapitalisierungen⁴) und
- ob vertrauensbildende Maßnahmen das Zusammenbrechen eines Erwartungsgleichgewichts verhindern (beispielsweise der stabilisierende Eingriff des Bankiers J. P. Morgan im Jahr 1907).

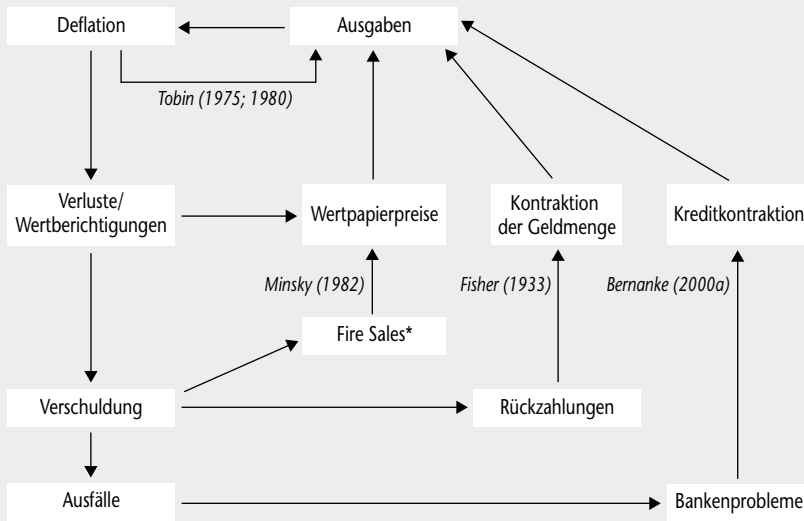
3.2 Debt-Deflations-Spirale

Debt-Deflations-Spiralen können eine konjunkturelle Schwäche, eine Rezession oder einen zunächst verhältnismäßig begrenzten Schock zu einer Depression verstärken. Holzschnittartig dargelegt verläuft dieser Prozess so: Deflation erzeugt zunächst eine finanzwirtschaftliche Schieflage bei Schuldner (Schulden = Debt). Die Reaktionen der Betroffenen – Fire Sales (das Abstoßen von Aktiva wegen einer Notlage) und Entschuldung – generieren einen zusätzlichen Deflationseffekt, der wiederum finanzwirtschaftliche Schieflagen provoziert (Übersicht 1). Wenn sich diese Spirale nicht schnell genug abschwächt, dann ist eine Depression die wahrscheinliche Folge. Wenn zudem der Störung ein Kreditboom voranging, dann scheint die Depression unvermeidlich; Eichengreen und Mitchener (2003) bezeichnen die Große Depression als „a lending boom gone wrong“.

⁴ Dass die aktuelle Krise so weitreichende Effekte hat, liegt insbesondere daran, dass der Bankensektor – der besonders informationssensitiv ist und dem dementsprechend besonders schwer eine Re-Kapitalisierung gelingt – betroffen ist.

Debt-Deflations-Spirale

Übersicht 1



* Abstoßen von Aktiva wegen einer Notlage.
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Peter, 2005, 8

Verträge im Finanzsystem werden typischerweise in Währungseinheiten – also nominal – vereinbart. Dies ist insbesondere bei festverzinslichen Forderungen (zum Beispiel Kredite und Anleihen) der Fall. Eine Deflation führt bei diesen Forderungen zu einer höheren Belastung für den Schuldner und zu einem (vermeintlichen) Gewinn für den Gläubiger. Wenn der Schuldner beispielsweise ein Unternehmen ist, dann bedeutet Deflation fallende Absatzpreise bei konstanten Zahlungen für die (Bestands-)Finanzierung. Hier zeigt sich die spezielle Eigenschaft von Schulden: Während Zahlungen aufgrund von Eigenkapital variabel sind, sind Zahlungen aufgrund von Fremdkapital fest vereinbart. Zu diesem Zahlungsstromeffekt kommt ein Bestandseffekt. Forderungen und reale Sicherheiten werden regelmäßig als Sicherheit in Finanzverträge eingebracht. Wenn Forderungen wegen der Deflation an Wert verlieren, dann sinkt das mögliche Finanzierungsvolumen (Tirole, 2006, 113 ff.). Wenn eine Bank beispielsweise die von ihr vergebenen Kredite gegen Sicherheiten gewährt hat und diese Sicherheiten an Wert verlieren, dann wird das Kreditportfolio zweifelhafter. Die Bank wird versuchen, Risiken zu verringern, indem sie beispielsweise ihren Hebel reduziert. Die Bilanzverkürzungen führen zu fallenden Wertpapierpreisen

und zu einer Verknappung der Kredite. Die Spirale wird folglich ein weiteres Mal gedreht.⁵

Peter (2005) systematisiert die Wirkungskanäle für eine Debt-Deflations-Spirale wie folgt (Übersicht 1):

- Fisher (1933): Ausgangspunkt ist ein überschuldeter Investor, der seinen Verschuldungsgrad reduzieren möchte. Dazu ist er unter Umständen gezwungen, weil eine Wertberichtigung einen zu großen, nicht mehr tragfähigen Hebel verursacht hat. Der Investor verkauft in einer angespannten Situation Aktiva (Fire Sales) und nutzt die Erlöse, um seine Schulden zu reduzieren. Die Reduktion der Kredite geht einher mit einer Reduktion der Geldmenge und von dieser Reduktion geht dann (gemäß der Quantitätsgleichung) ein Deflationsimpuls aus. Diese Deflation führt zu weiteren bilanziellen Anspannungen, sodass sich der Prozess perpetuiert.
- Minsky (1982): Auch diese Wirkungskette beginnt mit Verkäufen von Aktiva (Assets). Minsky betont jedoch die destabilisierende Wirkung dieser Verkäufe. Durch den Verkauf der Aktiva kommt es zu sinkenden Wertpapierpreisen, verschuldete Investoren müssen Wertberichtigungen hinnehmen. Diese Investoren verkaufen ihrerseits Aktiva, sodass die Preise zusätzlich destabilisiert werden. Wegen der Wertberichtigungen sinken der Konsum und die Investitionen. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage geht also zurück, wodurch ein Deflationsimpuls induziert wird.
- Bernanke (2000a, 42): Wenn durch die deflationsinduzierten Anspannungen Bankinsolvenzen erzeugt werden, dann stört dies den Intermediationsprozess. Die zentrale Aufgabe von Banken besteht in der Informationsverarbeitung bei der Intermediation. Den meisten Unternehmen ist der Zugang zum anonymen Finanzmarkt verwehrt, sie sind auf Dienste von Banken angewiesen (Jäger, 2006). Zudem verbessern Banken selbst für die Unternehmen, die ohnehin schon einen Zugang zur direkten Finanzierung haben, diesen Zugang (Jäger, 2006). Wenn dieses Informationskapital der Banken vernichtet oder reduziert wird, dann ergibt sich eine Störung des Intermediationsprozesses und es kommt zu einer geringeren Kreditvergabe. Diese führt zu geringeren Investitionsausgaben und dadurch zu einem Deflationsimpuls.

Gegen diese drei Argumentationen ist angeführt worden, dass eine Deflation zwar einen Umverteilungseffekt induziert, dass dies aber keineswegs zwingend eine kontraktive Wirkung entfalten muss. Ein kontraktiver Effekt ergibt sich nur,

⁵ Dies ist aktuell ein Problem, da Banken einen erheblich größeren Hebel einsetzen, als dies beispielsweise zu Beginn des 20. Jahrhunderts – also zu Zeiten Irving Fishers – der Fall war. Dementsprechend sind die Multiplikatorwirkungen heute deutlich größer.

wenn Schuldner ihre Nachfrage stärker reduzieren, als Gläubiger sie ausweiten. Für eine solche Asymmetrie kann man mindestens die folgenden Argumente anführen (Peter, 2005; Bernanke, 2000b, 25):

- Tobin (1975; 1980): Schuldner machen Schulden, weil sie einen hohen Nachfragewunsch haben. In der Tat ist es naheliegend zu vermuten, dass ein Wirtschaftssubjekt, das sich verschuldet und dementsprechend Zusatzkosten der Finanzierung in Kauf nimmt, mit den aufgenommenen Mitteln etwas kaufen will, sich also in einem Lebensabschnitt oder einer Situation befindet mit hoher Ausgabenneigung. Ähnlich Bernanke (2000b, 25): In dem Maße, in dem Schuldner einen speziellen Zugang zu einer Investitionsidee haben, führt ein Vermögensverlust zu schlechteren Investitionsbedingungen.
- Wegen der Anreizproblematik zwischen Gläubiger und Schuldner haben die Werte der Aktiva der Schuldner eine wichtige Anreizwirkung. Diese Problematik begrenzt das Investitionsvolumen auf ein bestimmtes Vielfaches der Eigenmittel der Schuldner. Das heißt: Investitionsprojekte, die ohne Anreizprobleme vorteilhaft wären, unterbleiben, weil der Schuldner eben nicht genügend eigene Mittel einbringen kann (Tirole, 2006, 113 ff.). Wenn der Wert der Aktiva beeinträchtigt wird, dann sinkt das Investitionsvolumen – entsprechend dem Investitionsmultiplikator – um ein Vielfaches des Wertverlusts der Aktiva. Der Effekt kann unter Umständen groß sein: Wenn wir beispielsweise unterstellen, dass die Eigenmittel 20 Prozent des gesamten Investitionsvolumens ausmachen müssen, dann beträgt die Multiplikatorwirkung das Fünffache.

Wie intensiv die Debt-Deflations-Spirale wirkt, hängt unter anderem von der Struktur des Finanzsystems ab. Bernanke und James (2000, 95) beispielsweise behaupten, dass die gemischten Bankensysteme oder Universalbankensysteme wie die in Belgien und Deutschland anfälliger für die Debt-Deflations-Spirale der 1920er und 1930er Jahre waren als das angelsächsische Finanzsystem. Während die US-amerikanischen Banken nicht über Eigenkapitaltitel an Unternehmen beteiligt waren, war dies bei deutschen, belgischen und auch österreichischen Banken in großem Umfang der Fall. Dementsprechend waren sie unmittelbar betroffen, als bei den Unternehmen – also ihren Anlageobjekten – die Debt-Deflations-Problematik virulent wurde. In dem Maße, in dem US-amerikanische Banken nur Schuldforderungen gegenüber den Unternehmen hatten, waren sie gegen die Verluste auf der Passivseite ihrer Bilanz gehedged, das heißt in diesem Fall: geschützt.

Für eine Debt-Deflations-Spirale in den 1930er Jahren, die durch hohe Verschuldung angetrieben oder angestoßen wurde, gibt es auch empirische Evidenz (Bernanke, 2000a, 46):

- Die Schuldendienstquote (Ausgaben zur Bedienung der Schulden in Prozent des Nationaleinkommens) stieg in den USA von 9 Prozent im Jahr 1929 auf 19,8 Prozent in den Jahren 1932 und 1933.
- Anfang des Jahres 1933 hatten in den USA 45 Prozent der Landwirte Zahlungsrückstände.

Bernanke (2000a, 46 f.) verweist insbesondere auf die große Verbreitung der Verschuldung, sodass Zahlungsunfähigkeit zu einem Massenphänomen wurde. Dabei spielten auch Immobilienfinanzierungen eine Rolle: Der Wert der Immobilienhypotheken in den USA wuchs von 11 Milliarden US-Dollar im Jahr 1920 auf 27 Milliarden US-Dollar im Jahr 1929. Das entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 9,4 Prozent.

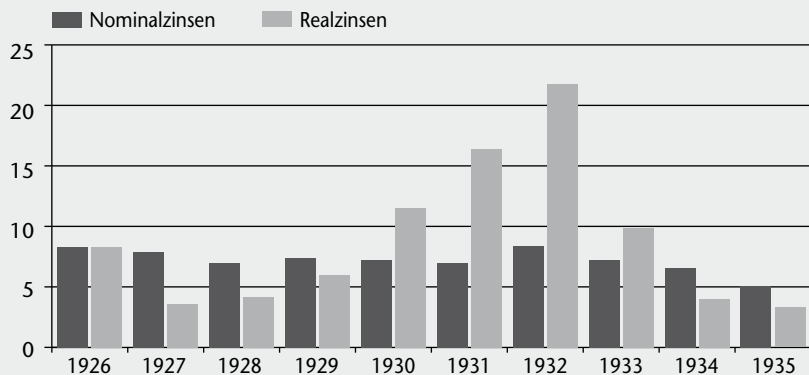
3.3 Ertragsprobleme der Unternehmen

Ein wichtiges Element von Deflations-Depressions-Spiralen liegt in der Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit und der Ertragslage der Unternehmen. Im Folgenden wird dargestellt, über welche Kanäle sich die in den vorangegangenen Abschnitten beschriebenen Schocks auf der realwirtschaftlichen Ebene – sprich bei Produktion und Beschäftigung – fortgepflanzt und verstärkt haben. Anhaltend sinkende Preise beeinträchtigen die Kosten- und Wettbewerbssituation von Unternehmen zumindest über zwei Wege.

Nominal- und Realzinsen in Deutschland von 1926 bis 1935

Abbildung 10

Durchschnittsrendite festverzinslicher Wertpapiere deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex, in Prozent



Quellen: Dresdner Bank, 2002; eigene Berechnungen

Beim ersten Wirkungskanal führen sinkende Preise dazu, dass die Realzinsen selbst bei sinkenden Nominalzinsen ansteigen können (Fisher, 1933). Liegen im Extrem die Nominalzinsen bei 0 Prozent, dann führen beständig rückläufige Güterpreise zu steigenden Realzinsen. Abbildung 10 zeigt exemplarisch für Deutschland während der Großen Depression den Einfluss rückläufiger Güterpreise auf die Realzinsdynamik.

Im Jahresdurchschnitt 1932 lagen die Realzinsen bei fast 22 Prozent. Dadurch verschlechterten sich die Investitionsbedingungen der Unternehmen drastisch. Über rückläufige Investitionen wurde schließlich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage geschwächt. Auch in den USA kam es zu einem gewaltigen Anstieg der Realzinsen (Friedman/Schwartz, 1963, 303 f.): Während sich die langfristigen Nominalzinsen im Zeitraum von 1929 bis einschließlich 1932 zwischen 3 und 4 Prozent bewegten, fielen die Güterpreise um insgesamt mehr als 30 Prozent. Untersuchungen für Japan in den 1990er Jahren konnten allerdings keinen Anstieg der Realzinsen feststellen. Vielmehr waren die kurzfristigen Realzinsen Mitte der 1990er Jahre deutlich niedriger als am Anfang der Dekade (Ahearne et al., 2002, 17 ff.). Bis zum Ende der 1990er Jahre lagen die kurzfristigen Realzinsen sogar bei unter 1 Prozent – und die Nominalzinsen nahe 0 Prozent. Auch bei den investitionsrelevanten langfristigen Realzinsen war in der ersten Hälfte der 1990er Jahre in Japan kein Anstieg zu beobachten (Grömling, 2003, 8). Im Jahr 1995 lagen sowohl die langfristigen Nominal- als auch die langfristigen Realzinsen bei gut 3 Prozent. Im Vergleich zum Jahr 1990 hatten sich damit die langfristigen Nominalzinsen halbiert, während die langfristigen Realzinsen gleichzeitig um gut 1 Prozentpunkt gesunken waren.

Sinkende Güterpreise erhöhen den Realwert von Nominalschulden (vgl. Abschnitt 3.2). Schuldenverpflichtungen, die nominal konstant bleiben – etwa weil eine Inflationsindexierung der Schuldkontrakte nicht möglich war –, können bei sinkenden Preisen schwerer bedient werden. Dabei darf nicht übersehen werden, dass rückläufige Preise bei den Gläubigern zu einem realen Vermögensanstieg führen, der tendenziell nachfragesteigernd wirken kann. Dies könnte als eine Umverteilung von den Schuldnern zu den Gläubigern verstanden werden, weshalb sich kaum makroökonomische Effekte einstellen sollten. Insgesamt steht aber zu befürchten, dass die potenziellen Investoren bei ihren Investitionsvorhaben stärker beeinträchtigt als die Gläubiger begünstigt werden (Bernanke, 1995, 25; Deutsche Bundesbank, 2003, 17 ff.). Auch innerhalb der jeweiligen Gruppen gibt es Gewinner und Verlierer. Etwa können diejenigen sich relativ besserstellen, die die Deflation antizipieren (Bordo/Filardo, 2005, 805). Durch diesen Finanzstress bei den Investoren entstehen dann realwirtschaftliche Bremseffekte.

Bei dem zweiten Wirkungskanal, über den sinkende Preise Unternehmen beeinträchtigen können, steigen bei gleichbleibenden Nominallöhnen im Gefolge rückläufiger Preise die Reallöhne. Die höheren Reallöhne stärken einerseits die Kaufkraft der Beschäftigten. Andererseits sind sie entscheidend für die Arbeitsnachfrage der Unternehmen – und diese wird gedämpft. Steigende Reallöhne veranlassen die Unternehmen zu rationalisieren und damit tendenziell dazu, Arbeitskräfte zu entlassen.⁶ Folglich können das Masseneinkommen, der Konsum und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage trotz sinkender Preise zurückgehen. Steigende Reallöhne wirken sich dann nicht nur negativ auf Beschäftigung, Einkommen und Konsum aus. Über die geringere Rentabilität infolge der höheren Produktionskosten wird auch die Investitionstätigkeit beeinträchtigt.

Vor diesem Hintergrund wurde kritisch hinterfragt, warum die Nominallöhne angesichts der enormen realwirtschaftlichen Anpassungslasten während der Großen Depression rigide waren (Bernanke/James, 2000; Bernanke/Carey, 2000). Wegen der stark steigenden Arbeitslosigkeit, der vergleichsweise geringen Verbreitung von langfristigen Lohnkontrakten und der vermeintlichen Schwäche der Gewerkschaften sollte eine Anpassung der nominalen Löhne an die sinkenden Güterpreise eigentlich nicht auf große Widerstände gestoßen sein. Gleichwohl weisen aber auch Bernanke und Carey (2000, 289) darauf hin, dass großangelegte Streiks zu beobachten waren, die in einigen Ländern nicht im Einklang mit der These einer schwachen Gewerkschaftsmacht stehen. Daneben führt Bernanke (1995) an, dass politische Eingriffe in die Arbeits- und auch in die Gütermärkte die Nominallohnrigiditäten mit erklären können – etwa durch direkte staatliche Mindestlöhne. Die Beiträge von Fisher und Hornstein (2001) – und vor allem von Borchard (1979) und Ritschl (2002, 87 ff.) – begründen die ansteigenden Real-löhne und die Nominallohnrigiditäten in Deutschland mit den institutionellen Rahmenbedingungen am Arbeitsmarkt. Dieser war in der Weimarer Republik von kollektiven Lohnverhandlungen und einem hohen gewerkschaftlichen Organisationsgrad geprägt. Borchard hat vielfach darauf hingewiesen, dass Verteilungskonflikte in der Weimarer Republik und untaugliche Versuche, sie zu lösen (vor allem übermäßige Lohnsteigerungen), eine besonders ungünstige Ausgangslage für die deutsche Wirtschaft zu Beginn der Weltwirtschaftskrise gebildet haben.

Vor allem in den Anfangsjahren der weltweiten Deflations-Depressions-Phase Ende der 1920er und Anfang der 1930er Jahre kam es in vielen Ländern zu einem vergleichsweise starken Anstieg der Reallöhne – und im Gefolge zu einem starken

⁶ Für eine Analyse der Auswirkungen eines Nachfrageschocks unter keynesianischen Bedingungen (Nominallohnrigidität) siehe Grömling (2005a, 12 ff.).

Rückgang bei Beschäftigung und Produktion (Eichengreen/Sachs, 1985; Bernanke, 1995; Bernanke/Carey, 2000). Die Nominallohnrigiditäten und die anti-zyklische Entwicklung der Reallöhne können somit die Übertragung eines monetären Schocks auf die Realwirtschaft mit erklären. Die Untersuchung von Bordo und Filardo (2005) zitiert eine Unternehmensbefragung aus dem Jahr 1932, wonach zwei Drittel der befragten US-Unternehmen im Zeitraum von Dezember 1929 bis Dezember 1931 ihre Nominallöhne nicht angepasst hatten. Im Durchschnitt der Industrie stiegen von März 1929 bis Januar 1932 die Reallöhne um insgesamt fast 11 Prozent. Gemessen mit dem Messansatz von Eichengreen und Hatton (1988), war der Reallohnanstieg in Deutschland deutlich weniger ausgeprägt als in anderen großen Industrieländern (zu den Messproblemen siehe Bernanke/Carey, 2000). Im Zeitraum von 1929 bis 1931 stiegen die Reallöhne in den USA (um 13 Prozent), im Vereinigten Königreich (um 6,2 Prozent) und in Japan (um 21,6 Prozent) kräftig an, in Deutschland dagegen nur um 2,2 Prozent. Demnach wäre das Ausmaß der Nominallohnrigidität in Deutschland damals deutlich geringer gewesen als in anderen Ländern. Später kam es dann in vielen Ländern zu einem teilweise deutlichen Rückgang der Reallöhne. Eichengreen und Sachs (1985) führen dazu an, dass die spätere Reallohnentwicklung stark davon abhing, ob die Länder weiterhin dem Golddevisenstandard angehörten oder nicht (siehe Abschnitt 3.4.2). Länder, die länger dem Goldblock angehörten, wiesen längere Zeit höhere Reallöhne (im Vergleich zum Jahr 1929) und stärkere realwirtschaftliche Anpassungslasten auf als die Länder, die aus dem Goldblock ausgeschieden waren. Bernanke und Carey (2000) bestätigen anhand einer kritischen Überprüfung dieses Ergebnis.

Andere Untersuchungen widersprechen allerdings dem Befund von Eichengreen und Hatton (1988), demzufolge es im Deutschen Reich im Gefolge der Großen Depression kaum zu höheren Reallöhnen gekommen ist. Der Beitrag von Fisher und Hornstein (2001) dokumentiert deutlich ansteigende Reallöhne in Deutschland und folgert zudem, dass dieser Reallohnanstieg die wichtigste Größe für den wirtschaftlichen Niedergang in Deutschland gewesen sei. Dabei beziehen sich die Autoren auf Untersuchungen von Lölhöffel (1974) und Ritschl (1990), denen zufolge im Zeitraum von 1928 bis 1931 die Reallöhne in Deutschland um insgesamt rund 11 Prozent – und damit ungefähr im Ausmaß der anderen Länder – angestiegen sind.

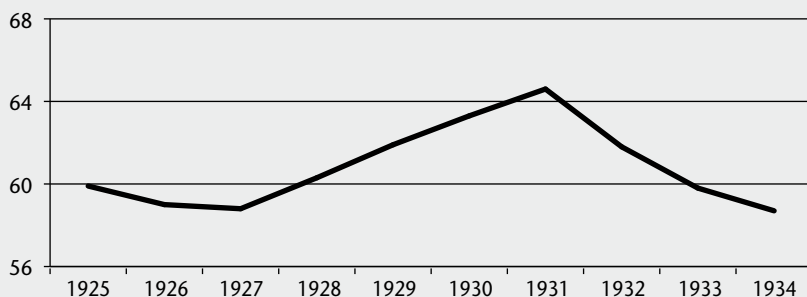
Die steigenden realen Finanzierungs- und Produktionskosten der Unternehmen – in Kombination mit Vermögensverlusten – beeinträchtigen deren Ertragslage und Ertragsperspektiven. Ein anhaltender Gewinneinbruch kann eine Volkswirtschaft wiederum über mehrere Wirkungsketten belasten (Grömling, 2003, 5 f.):

- Verluste treiben eine Reihe von Unternehmen in den Konkurs. Zudem bremsen niedrige Gewinne die Investitionsmöglichkeiten und die Investitionsanreize bei den im Markt verbleibenden Unternehmen. Dies dämpft die Investitionstätigkeit und damit die Nachfrage in einer Volkswirtschaft.
- Rückläufige Gewinne können die Entwicklung am Aktienmarkt beeinträchtigen mit negativen Folgen für die Eigenfinanzierung der Unternehmen. Rückläufige Vermögenspositionen vermindern zudem die Sicherheiten für Fremdkapital.

Lohnquote in Deutschland vor und während der Großen Depression

Abbildung 11

Anteile der Arbeitnehmerentgelte* am Volkseinkommen, in Prozent



* Damalige Bezeichnung: Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Arbeit.
 Quellen: Statistisches Bundesamt, 1972, 262; eigene Berechnungen

Abbildung 11 zeigt die Entwicklung der Lohnquote in Deutschland von 1925 bis 1934. Die Lohnquote wurde als empirischer Beleg gewählt, weil es Daten zur Ertragslage der Unternehmen in der amtlichen Statistik nicht gibt. Sie misst auf Basis nominaler Werte den Anteil der Arbeitnehmerentgelte am Volkseinkommen, welches sich aus Arbeitnehmerentgelten und Unternehmens- sowie Vermögenseinkommen zusammensetzt.

Eingedenk der Tatsache, dass bei der Lohnquote eine Reihe von Mess- und Interpretationsproblemen bestehen (Holtfrerich, 1984; Ritschl, 2002, 91 ff.; Grömling, 2006), kann der in Abbildung 11 dargestellte Verlauf dahingehend interpretiert werden, dass sich ab Ende der 1920er Jahre die makroökonomische Einkommensverteilung merklich zugunsten des Faktors Arbeit verschoben hat.⁷

⁷ Holtfrerich (1984) weist darauf hin, dass als Folge der Inflation der Anteil von Kapitalvermögen, insbesondere von Zinseinkünften aus nominalen Forderungen, sinkt. Lohnquotenvergleiche seien demnach durch die inflationsbedingte Kompression der Gewinnquote verzerrt. Dieser Einwand gilt jedoch nur während der Hyperinflation. Außerdem hat Ritschl (2002, 91 ff.) gezeigt, dass eine bereinigte Lohnquote (Anteil der Löhne am Volkseinkommen ohne Zinsen aus nominalen Forderungen) den gleichen Befund zeigt, wenn auch abgeschwächt.

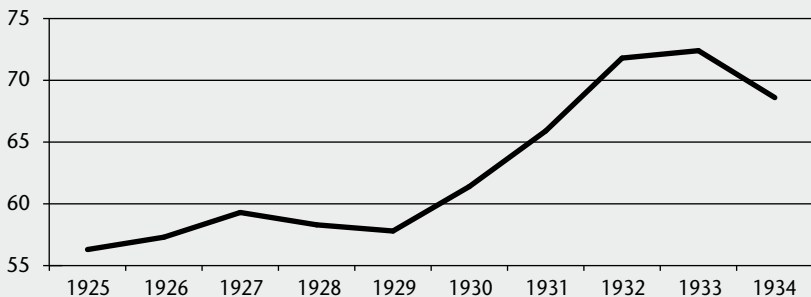
Die Lohnquote ist in relativ kurzer Zeit von 59 Prozent im Jahr 1926 auf fast 65 Prozent im Jahr 1931 angestiegen. Dies lässt darauf schließen, dass bei zunächst noch steigenden, dann aber ab 1930 deutlich fallenden Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Arbeit die Unternehmens- und Vermögenseinkommen deutlich eingebrochen sind. Dies kann als ein Beleg für eine erhebliche Verschlechterung der Unternehmenserträge und der damit zusammenhängenden Vermögenseinkommen verstanden werden. Der starke Rückgang der Arbeitsentgelte aller Arbeitnehmer von knapp 25 Milliarden Reichsmark im Jahr 1930 auf nur noch jeweils 15,6 Milliarden Reichsmark in den Jahren 1932 und 1933 (Statistisches Bundesamt, 1972, 262) ist in hohem Maße dem Beschäftigungseinbruch – und dem spiegelbildlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit – geschuldet. Dies hat dann auch die Lohnquote – trotz einer schlechten Ertragslage der Unternehmen – bis Mitte der 1930er Jahre wieder auf ihr Ausgangsniveau von Mitte der 1920er Jahre reduziert. Untersuchungen von Spoerer (1996) bestätigen den Einbruch der Unternehmensgewinne. Daraus geht auch hervor, dass bereits in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre die Ertragslage der Unternehmen in Deutschland im Vergleich zur Vorkriegszeit deutlich schlechter war (siehe dazu auch Ritschl, 2002, 91 ff.).

In den USA ist die Lohnquote im Gefolge der damaligen wirtschaftlichen Krise noch stärker angestiegen als in Deutschland im selben Zeitraum (Abbildung 12) – und spiegelbildlich ist die Kapitaleinkommensquote noch stärker gefallen. Von 1929 bis 1933 ist der Anteil der gesamten Kapitaleinkommen, also der Unternehmensgewinne und der Kapitaleinkommen der privaten Haushalte (Mieten, Zinsen

Lohnquote in den USA vor und während der Großen Depression

Abbildung 12

Anteile der Arbeitnehmerentgelte* am Volkseinkommen, in Prozent

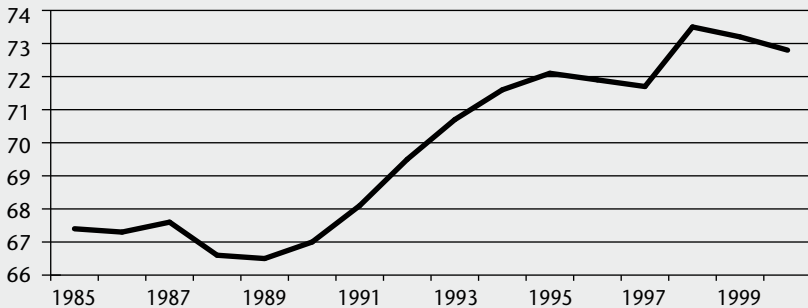


* Damalige Bezeichnung: Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Arbeit.
 Quellen: Swanson/Williamson, 1972; eigene Berechnungen

Lohnquote in Japan vor und während der Deflationsphase

Abbildung 13

Anteil der Arbeitnehmerentgelte am Volkseinkommen, in Prozent



Quellen: OECD, 2009; eigene Berechnungen

und Ähnliches), um gut 10 Prozentpunkte gefallen. In diesem Zeitraum fielen auf Basis der Rückrechnungen von Swanson und Williamson (1972) die nominalen Arbeitsentgelte aller Arbeitnehmer um insgesamt gut 40 Prozent, die Unternehmens- und Vermögenseinkommen gar um 70 Prozent. Am stärksten war der Rückgang bei den Unternehmensgewinnen. Diese sanken in den USA in absoluten Werten von einem Gewinn in Höhe von 10,5 Milliarden US-Dollar (1929) so lange, bis im Jahr 1933 ein Verlust in Höhe von 1,2 Milliarden US-Dollar zu Buche schlug.

Auch in Japan zeigte die Lohnquote seit Beginn der Wirtschaftskrise Ende der 1980er Jahre einen vergleichbaren Verlauf wie in Deutschland ab Mitte der 1920er Jahre (Abbildung 13). Die Lohnquote – berechnet auf Basis von Daten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) mit einem für Deutschland vergleichbaren Konzept – ist in der ersten Hälfte der 1990er Jahre von 67 auf rund 72 Prozent angestiegen. Während die nominalen Arbeitnehmerentgelte im Zeitraum von 1990 bis 1995 noch um insgesamt gut 18 Prozent zulegten, war bei den Unternehmens- und Vermögenseinkommen im selben Zeitraum bereits ein absoluter Rückgang um insgesamt 7,5 Prozent zu verzeichnen. Dies deckt sich mit der Untersuchung von Ahearne et al. (2002, 49), die in Japan einen deutlichen Rückgang der Unternehmensgewinne („Profit Rate“) in der ersten Hälfte der 1990er Jahre dokumentiert. Diese Unternehmensgewinne, definiert als die preisbereinigten Unternehmensgewinne vor Steuern in Prozent des realen privaten Kapitalstocks, fielen nach Höchstwerten von bis zu 7 Prozent in

der zweiten Hälfte der 1980er Jahre in den meisten Jahren der ersten Hälfte der 1990er Jahre auf unter 3 Prozent – im Jahr 1995 sogar auf unter 2 Prozent.

Eine sich verschlechternde Ertragslage der Unternehmen hat über sinkende Aktienkurse auch negative Folgen für das Vermögen und den davon abhängigen Konsum der privaten Haushalte.⁸ Verschärft wird dieses Problem dadurch, dass sich Verbraucher darüber hinaus beim Konsum zurückhalten können, da sie in Zukunft weiter sinkende Preise erwarten. Diese strategische Konsumzurückhaltung führt dazu, dass ein höherer Anteil vom laufenden Einkommen gespart wird. Fallende Preise erhöhen den Realwert des Geldes. Damit wird das Horten von Geld real verzinst. Die privaten Ersparnisse wandern also in die risikolose Erträge versprechende Geldhaltung statt in produktive Investitionen. Sinkende Vermögenswerte, zum Beispiel fallende Aktienkurse und Immobilienpreise, können so wie bei den Unternehmen auch bei den Haushalten die Verschuldungssituation verschärfen (vgl. hierzu die auf Fisher (1933) zurückgehende Schulden-Deflations-Theorie in Abschnitt 3.2). Auch dieser Effekt dämpft die privaten Konsumausgaben und letztlich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

Somit kann zusammenfassend festgehalten werden, dass sich die Ertragslage und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Verlauf von Deflations-Depressions-Krisen zunehmend verschlechtert haben. Rigiditäten bei Kosten-
größen, zum Beispiel bei Löhnen und Zinsen, haben die Anpassungslasten für die Unternehmen zusätzlich erhöht und eine Auswirkung von monetären Störungen auf den realwirtschaftlichen Sektor verstärkt.

3.4 Fehlerhafte Wirtschaftspolitik

Ein Abgleiten in eine Deflations-Depressions-Spirale kann auch durch falsche Weichenstellungen in der Wirtschaftspolitik hervorgerufen oder begünstigt werden, vor allem durch eine restriktive Fiskal- und Geldpolitik und durch eine fehlerhafte Regulierung des Finanzsystems. Angesichts der hohen Bedeutung des internationalen Handels für die wirtschaftliche Entwicklung – namentlich für Deutschland als mehrmaligen sogenannten Exportweltmeister – kann außerdem eine protektionistische Wirtschaftspolitik erheblichen Schaden anrichten.

⁸ Die rückläufigen Güterpreise wirken dagegen auch konsumsteigernd über einen positiven Vermögenseffekt. Bei sinkenden Preisen steigt die reale Kaufkraft des Vermögensbestands. Theoretisch wird demnach in normalen Zeiten ein höherer Anteil des verfügbaren Einkommens für den Konsum verwendet und spiegelbildlich weniger gespart. Die allgemeine Unsicherheit in einer von Deflation und Depression geprägten Volkswirtschaft dürfte die Wirksamkeit dieses Vermögenseffekts allerdings vermindern.

3.4.1 Restriktive Fiskalpolitik

Auf die wirtschaftliche Eintrübung Ende des Jahres 1929 und den folgenden scharfen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivitäten reagierten die öffentlichen Haushalte der Staaten unterschiedlich. In den USA expandierten die Ausgaben des National Government in den Krisenjahren 1930 bis 1932 um 28,6 Prozent, obwohl sich die Einnahmen im selben Zeitraum glatt halbierten (U. S. Department of Commerce, 1941, 167 f.). Der Anteil der Ausgaben am BIP hat sich von 1929 bis 1932 mehr als verdoppelt. Auch in den Folgejahren wurde diese Politik beibehalten, was zu einem weiteren deutlichen Anstieg der Staatsquote führte (Abbildung 14).

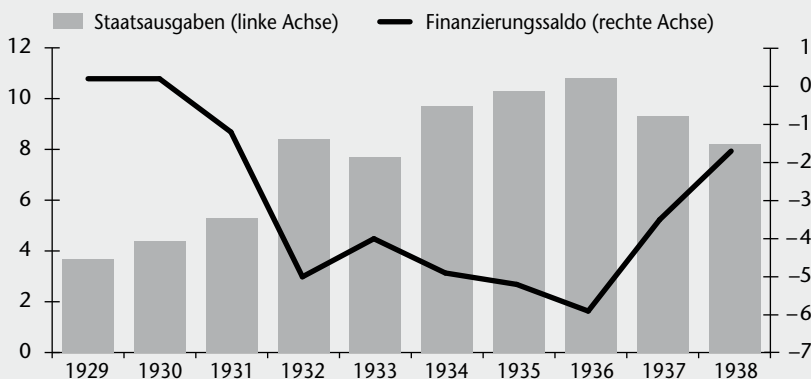
Diese Verschlechterung der Haushaltssituation wurde vom US-amerikanischen Staat ausschließlich über die Kreditaufnahme finanziert: Wies der Haushalt 1929 noch einen Überschuss von 4,8 Prozent seiner Ausgaben aus, schnellte das Defizit auf 59,5 Prozent der Ausgaben im Jahr 1932 hoch. Auch in den Folgejahren wurde dieser hohe Defizitanteil beibehalten (U.S. Department of Commerce, 1941, 167 f.). Auch gemessen am BIP stieg das Defizit steil an und kletterte im Jahr 1932 auf 5 Prozent der gesamtwirtschaftlichen Leistung. Nach einem leichten Rückgang im Jahr 1933 stieg es dann nochmals an auf bis zu 5,9 Prozent im Jahr 1936 (Abbildung 14).

Der starke Anstieg der Staatsausgaben erfolgte damals nicht in erster Linie im Militärbudget, sondern vor allem im Bereich der zivilen und sonstigen Ausgaben,

Staatshaushalt der USA während und nach der Großen Depression

Abbildung 14

Ausgaben und Finanzierungssaldo des Staates*, in Prozent des BIP



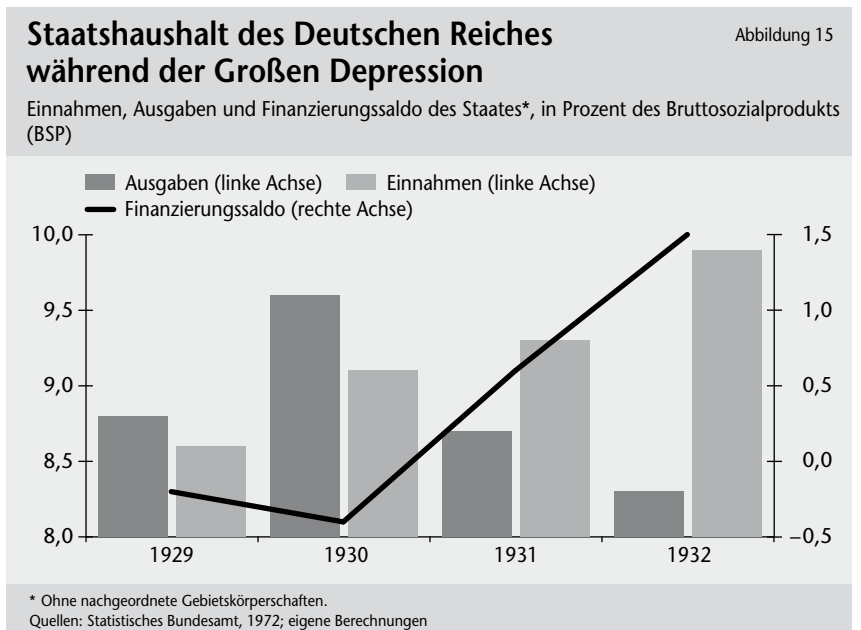
* National Government.

Quellen: U. S. Department of Commerce, 1941; eigene Berechnungen

die sich von 1929 bis 1932 fast verdoppelten und auch in den Folgejahren eine enorme Dynamik entfalteten (U. S. Department of Commerce, 1941, 167 f.). Der Anstieg glich zumindest partiell den starken Einbruch der privaten Investitionen aus, die in diesem Zeitraum um 76,6 Prozent abnahmen (Temin, 1989, 106). Für die USA kann man somit kein prozyklisches – also kein krisenverschärfendes – Verhalten der öffentlichen Haushalte feststellen, obwohl der Staat durchaus versuchte, die Einnahmenseite auch über Steuererhöhungen zu stabilisieren. So wurde in den USA im Jahr 1932 der Spitzensteuersatz in der Einkommensteuer von 25 Prozent auf 63 Prozent erhöht (BMW, 2009, 13). Dies relativiert allerdings nicht den klaren Befund, dass de facto der Staatshaushalt der USA in der Krise stark expansiv ausgerichtet war.

Ganz anders war dies in Deutschland. Hier wurde durch die Haushaltspolitik die Deflations-Depressions-Spirale eindeutig verstärkt. Gaben alle Gebietskörperschaften des Deutschen Reiches zusammen im Jahr 1929 noch 21,2 Milliarden Reichsmark aus, waren dies im Jahr 1932 nur noch 14,7 Milliarden Reichsmark. Dies entspricht einem Rückgang um beinahe 31 Prozent (Statistisches Bundesamt, 1972, 230).

Im Jahr 1929 wurden 7,2 Prozent dieser Ausgaben über Kreditaufnahme finanziert – gegenüber nur noch 1,4 Prozent im Jahr 1932. Besonders deflationär



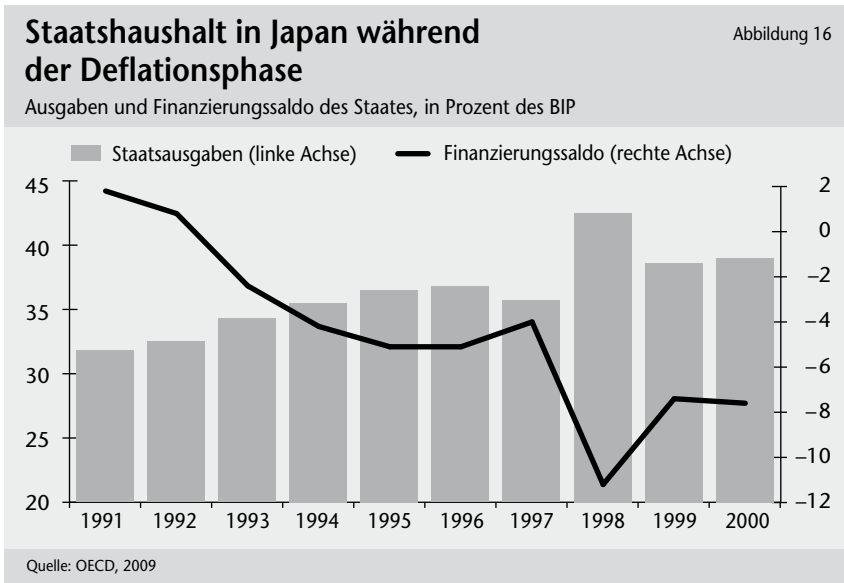
und krisenverschärfend agierte dabei die Reichsebene (Abbildung 15). Ab 1930 wurden deren Ausgaben stark zurückgeführt und deren Einnahmen erhöht. Schon 1931 und verstärkt 1932 wies der Reichshaushalt Überschüsse aus, die sich im Jahr 1932 auf 1,5 Prozent des Bruttosozialprodukts beliefen. Aber nicht nur das Deutsche Reich unter Reichskanzler Heinrich Brüning kürzte seine Ausgaben in den Krisenjahren von 1930 bis 1933 um 39,4 Prozent, auch die Länder und Gemeinden verringerten ihre Ausgaben um 24,1 beziehungsweise 26,0 Prozent. Stark gespart wurde dabei unter anderem bei den öffentlichen Investitionen, die in diesem Zeitraum von 8,3 Milliarden Reichsmark auf 2,7 Milliarden Reichsmark zurückgeführt wurden (Albers, 1976, 331). Gekürzt wurden nicht nur die staatlichen Investitionen, sondern auch konsumtive Staatsausgaben, insbesondere Beamtengehälter und Sozialleistungsansprüche (Albers, 1976, 338 ff.).

In seiner gut zweijährigen Amtszeit vom 30. März 1930 bis zum 30. Mai 1932 hat Reichskanzler Heinrich Brüning zudem über insgesamt fünf Notverordnungen nicht nur Ausgabenkürzungen vorgenommen, sondern darüber hinaus auch eine Reihe von Steuererhöhungen durchgesetzt. Dazu gehörten Zuschläge zur Einkommensteuer für höhere Einkommen und für Ledige von 5 beziehungsweise 10 Prozent, ein Vorziehen von Zahlungsterminen für die Tabaksteuer, eine Erhöhung der Zuckersteuer, der Mineralölsteuer und der Umsatzsteuer, die Einführung einer kommunalen Bürgersteuer, ein Aufschlag von 50 Prozent auf die Biersteuer und eine Erhöhung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung von 3 auf 6,5 Prozent (Albers, 1976, 335 ff.).

Die Fiskalpolitik Brünings hat somit nicht nur keine aktive Rolle bei der Bekämpfung der scharfen Rezession gespielt, sondern obendrein auch noch die automatischen Stabilisatoren außer Kraft gesetzt und damit insgesamt stark prozyklisch und eindeutig deflationär gewirkt. Die Mehrheit der Ökonomen wie auch der Wirtschaftspresse unterstützte diesen auf Haushaltsausgleich ausgerichteten fiskalpolitischen Kurs (Albers, 1976, 343 ff.). Zwei Gründe dürften dafür maßgeblich gewesen sein: Zum einen waren die öffentlichen Haushalte in den Jahren vor der Weltwirtschaftskrise durch eine expansive Haushaltspolitik aus dem Ruder gelaufen – die Staatsausgaben waren in den Jahren von 1925 bis 1929 um 46,1 Prozent oder jahresdurchschnittlich um fast 10 Prozent (!) gestiegen, die jährliche Kreditaufnahme hatte sich fast verdoppelt (Statistisches Bundesamt, 1972, 229). Von daher war der Ruf nach einer Konsolidierung der Staatsfinanzen verständlich. Hinzu kam, dass die theoretischen Grundlagen einer antizyklischen Fiskalpolitik noch kein Allgemeingut waren. Keynes hat sein Werk „The General Theory of Employment, Interest and Money“ erst 1936 veröffentlicht. Allerdings weist Albers (1976, 343) darauf hin, dass es auch schon vorher wissenschaftliche

Stellungnahmen gab, die eine Abkehr von der Politik eines ausgeglichenen Haushalts forderten, unter anderem vom Ministerialrat Lautenbach im Reichswirtschaftsministerium. Lautenbach hatte mit dem Ziel, Arbeitsplätze zu schaffen, eine Kreditausweitung um mehrere Milliarden Reichsmark vorgeschlagen (Kindleberger, 1973a, 181). Er und andere fanden allerdings bei Brüning kein Gehör. Für Deutschland lässt sich somit ein fiskalpolitisches Fehlverhalten diagnostizieren, das die Deflations-Depressions-Spirale verschärfte.

Für Japan in den 1990er Jahren lässt sich dies nicht behaupten. Ganz im Gegenteil: Japan hat in den 1990er Jahren einen extrem expansiven fiskalpolitischen Kurs gefahren (OECD, 2009, 273 ff.). Die Staatsquote stieg in den Jahren von 1991 bis 1998 von 31,6 auf einen Spitzenwert von 42,5 Prozent, der auch in den späteren Jahren nicht wieder erreicht wurde (Abbildung 16).



Der Haushaltsüberschuss von 1,8 Prozent des BIP im Jahr 1991 verwandelte sich bis zum Jahr 1998 in ein laufendes Defizit von 11,2 Prozent des BIP, und der Schuldenstand des Staates erhöhte sich in dieser Zeit von 64,1 auf 113,2 Prozent des BIP. Obwohl die Haushaltsdefizite allmählich wieder zurückgeführt wurden, stieg die Verschuldungsquote weiter, und zwar auf den vorläufigen Spitzenwert von 175,3 Prozent im Jahr 2005. Die japanische Regierung hat seit dem Jahr 1992 nicht weniger als zehn Konjunkturprogramme im Umfang von zusammen 146 Billionen Yen und zusätzlich 18 Ergänzungsbudgets im Umfang von weiteren

38 Billionen Yen umgesetzt (Werner, 2007, 47 f.; Grömling, 2005a, 22). Nach Berechnungen von Werner (2007, 48) wurde dadurch im Zeitraum von 1991 bis 2000 nicht weniger als die Hälfte des nominalen Wirtschaftswachstums vom Staat beigesteuert. Trotz dieser starken expansiven Ausrichtung der Fiskalpolitik ist es Japan nicht gelungen, die Wachstumsschwäche und die Deflation zu überwinden.

Als Fazit dieses fiskalpolitischen Rückblicks lässt sich somit festhalten:

- In Deutschland wurden zwei gravierende fiskalpolitische Fehler begangen: Vor der Weltwirtschaftskrise wurde eine notwendige und auch mögliche Konsolidierung der öffentlichen Haushalte versäumt, die dann ausgerechnet in der Krise nachgeholt wurde. Die öffentlichen Haushalte haben in beiden Phasen der wirtschaftlichen Entwicklung in hohem Maße prozyklisch gewirkt und dadurch die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise verstärkt.
- Für die USA und Japan ist dieses fiskalpolitische Fehlverhalten hingegen nicht erkennbar. Beide Länder haben in der Krise auf eine expansive Haushaltspolitik umgeschaltet beziehungsweise die automatischen Stabilisatoren wirken lassen, besonders ausgeprägt in Japan in den 1990er Jahren. Dass diese Länder trotzdem die Krise nicht überwinden konnten, muss somit andere Ursachen haben.

3.4.2 Fehlerhafte Geldpolitik

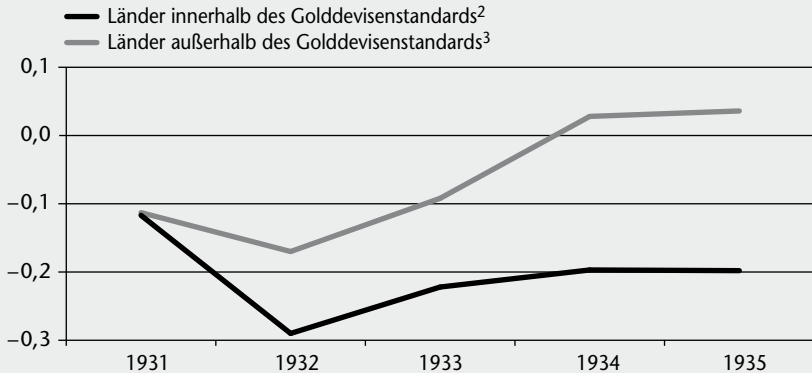
Es ist eine weithin akzeptierte Auffassung, dass unzureichende Geldangebotsbedingungen ein wesentlicher Faktor für die Große Depression waren. Bahnbrechend war in diesem Zusammenhang die Arbeit von Friedman und Schwartz (1963). Diese grundlegende Arbeit wurde nachhaltig durch die Arbeiten insbesondere von Temin, Eichengreen, Sachs, Bernanke und Hamilton ausgebaut, in denen die Rolle des Gold- beziehungsweise Golddevisenstandards dokumentiert wird. Als eine wesentliche Erweiterung muss man die Beiträge von Bernanke (2000a), Mishkin (1978), Calomiris (1993), Calomiris/Mason (2003), Bernanke/Gertler (1989) und Hamilton (1987; 1988) ansehen, die auf die Funktionsstörungen im Intermediationsprozess hingewiesen und empirische Belege für finanzwirtschaftliche und realwirtschaftliche Folgen vorgelegt haben.

Dass Fehler des Golddevisenstandards für das Ausmaß der Großen Depression mitverantwortlich waren, legt insbesondere die Beobachtung nahe, dass jene Länder, die den Golddevisenstandard früher verließen, auch früher die Depression abstreifen konnten (Abbildung 17). Zusätzlich zu diesem empirischen Befund gibt es überzeugende ökonometrische Evidenz – insbesondere von Bernanke/James (2000) und Eichengreen/Sachs (1985) – sowie stichhaltige theoretische Argumente.

Industrieproduktion während der Großen Depression

Abbildung 17

in den Ländern innerhalb und außerhalb des Golddevisenstandards, kumulierte log-Differenzen¹



¹ log-Differenz: Differenz der logarithmierten Industrieproduktion (entspricht näherungsweise der Veränderungsrate der Industrieproduktion); ² Durchschnitt der Länder, die im jeweiligen Jahr dem Golddevisenstandard angehörten; ³ Durchschnitt der Länder, die im jeweiligen Jahr dem Golddevisenstandard nicht angehörten.

Quelle: Bernanke, 2000b, 18

Ein Goldstandard etabliert ein System fester Wechselkurse und berührt dementsprechend die Währung, also auch die Geldpolitik. Ein System fester Wechselkurse kann funktionieren, wenn erstens bestimmte unten genannte Regeln eingehalten werden und zweitens die Akteure auch davon ausgehen, dass die Regeln eingehalten werden. Während diese Bedingungen für den Goldstandard in der Phase vor dem Ersten Weltkrieg erfüllt waren, waren diese Voraussetzungen beim Golddevisenstandard in der Zwischenkriegszeit nicht mehr gegeben (Temin, 1989; Kindleberger, 1979).

Man kann sich diesem Problem zunächst unter Zuhilfenahme des sogenannten außenwirtschaftlichen Trilemmas nähern (Feenstra/Taylor, 2008, 803): Dabei betrachtet man die drei Ziele Kapitalmobilität, stabile oder fixe Wechselkurse sowie geldpolitische Autonomie. Das Trilemma besteht darin, dass man nur zwei der drei Ziele gleichzeitig erreichen kann. Das bedeutet insbesondere, dass fixe Wechselkurse – wie sie beispielsweise bei einem Goldstandard vorherrschen (sollen) – und Kapitalmobilität nur erreicht werden können, wenn die teilnehmenden Länder auf eine autonome Geldpolitik verzichten. Insbesondere wird ein Goldstandard dann instabil, wenn die Akteure es als nicht mehr glaubwürdig ansehen, dass die Regierungen auf eine autonome Geldpolitik verzichten und/oder sich nicht an die Spielregeln für den Goldstandard halten.

In der Zwischenkriegszeit wurden die Bekenntnisse, sich an die Regeln des Golddevisenstandards zu halten, zunehmend unglaubwürdiger. Der Verzicht auf eine autonome Geldpolitik wurde zweifelhaft, da sich die politischen Rahmenbedingungen verschlechterten (Bernanke, 2000b, 12) und der Optimismus, man könne den Golddevisenstandard unter der neuen geopolitischen Situation etablieren, naiv war. Das Vereinigte Königreich war kein unumstrittener Hegemon des Finanzsystems mehr und die USA waren es noch nicht.

In einem System mit festen Wechselkursen und Kapitalmobilität entfallen der Wechselkurs und die Geldpolitik als Instrumente der Wirtschaftspolitik. Dementsprechend müssen, wenn sich globale Wettbewerbsbedingungen verändern, Anpassungen in erster Linie über die Löhne stattfinden, insbesondere über die Nominallöhne.⁹

Der Einfluss der Gewerkschaften erschwerte diese Anpassung zumindest in einigen Ländern, sodass es zunehmend unglaubwürdiger wurde, dass die Regierungen keine Abwertung vornehmen würden. Zudem untergrub die Bankenkrise die Glaubwürdigkeit des festen Wechselkurses. Wegen der befürchteten Wechselkurskrisen reduzierten die Banken den Anteil der Währungsreserven und versuchten, sie durch Gold zu ersetzen, wodurch ein Gedrängel nach Gold entstand. Dadurch ergab sich ein kontraktiver Effekt, der zu weiteren Verwerfungen im Finanzsystem führte und die Glaubwürdigkeit abermals unterminierte. Temin (1989) lenkt die Aufmerksamkeit auf den Ersten Weltkrieg als Fundamentalschock, der letztlich die Rückkehr zu einem System des Goldstandards unerreichbar machte und als kausal, also als mitverantwortlich für die Große Depression anzusehen ist (vgl. auch Bernanke/James, 2000, 73).

Temin (1989) betont und Bernanke/James (2000, 74) pflichten der These bei, dass insbesondere die Asymmetrie der Reaktionen der Länder, denen Gold zufließt oder deren Gold abfließt, die Funktionsstörungen erklärt: Ein Land, dem Gold zufließt, sollte diesen Goldzufluss monetarisieren und inflationieren. Spiegelbildlich sollte ein Land, das Gold verliert, deflationieren. Realiter gab es jedoch keine Handhabe dagegen, dass Länder Goldzuflüsse sterilisierten und damit einen deflationären Druck für die anderen Länder induzierten.

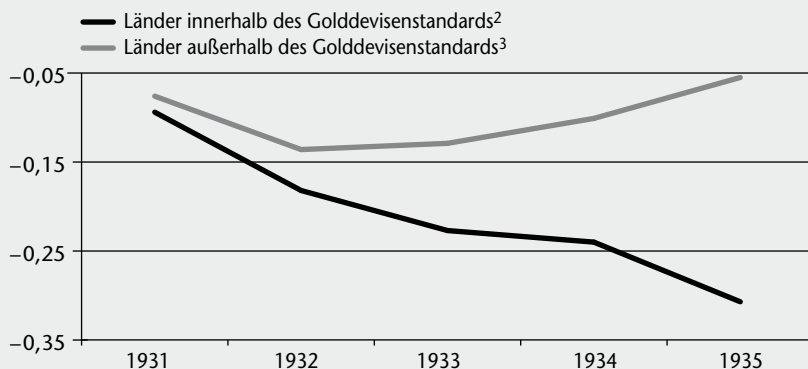
Der Golddevisenstandard der Zwischenkriegszeit war kein reiner Goldstandard. Vielmehr hatte man sich darauf geeinigt, dass auch Reserven konvertibler Währungen als Basis der Währung fungieren sollten (Bernanke/James, 2000, 73 ff.). Damit wurde eine Sollbruchstelle angelegt. In dem Moment, in dem Währungs-

⁹ In Ländern, die den Golddevisenstandard verließen, war die Inflation deutlich höher, sodass sich die Reallöhne relativ günstiger entwickelten (Bernanke, 2000b, 29).

Geldmenge während der Großen Depression

Abbildung 18

in den Ländern innerhalb und außerhalb des Golddevisenstandards, kumulierte log-Differenzen¹



¹ log-Differenz: Differenz der logarithmierten Geldmenge (entspricht näherungsweise der Veränderungsrate der Geldmenge); ² Durchschnitt der Länder, die im jeweiligen Jahr dem Golddevisenstandard angehörten; ³ Durchschnitt der Länder, die im jeweiligen Jahr dem Golddevisenstandard nicht angehörten.

Quelle: Bernanke, 2000b, 18

krisen wahrscheinlich wurden, wurden Zentralbanken, die sich der Währungsreserven (Risiken) entledigen wollten, zum Brandbeschleuniger. Unter diesem Problem hatte insbesondere das Vereinigte Königreich gelitten.

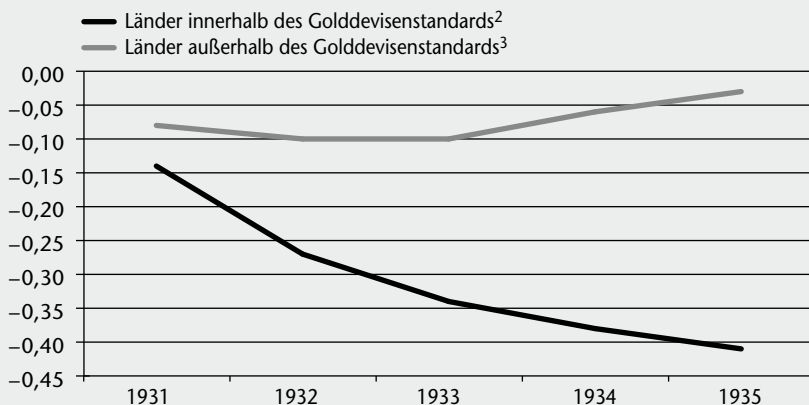
Die Rolle des Golddevisenstandards als Störfaktor der Geldpolitik kann man an den Abbildungen 18 und 19 ablesen. Länder, die den Golddevisenstandard verließen, konnten sowohl die monetäre Kontraktion als auch die Deflation eher überwinden. Zusammenfassend kann man sagen, dass monetäre Faktoren die Große Depression wesentlich beeinflusst haben (Friedman/Schwartz, 1963) und dass der Golddevisenstandard einerseits die Länder in ihrer Geldpolitik lähmte und andererseits eine Ansteckung der Probleme provozierte. Die Große Depression wäre dementsprechend ein kolossales Beispiel für die Nichtneutralität des Geldes.

Bernanke und James (2000, 71) weisen auf ein Defizit der ursprünglichen monetären Erklärungen der Großen Depression hin: Es fehlt eine überzeugende Erklärung für die substanzielle Nichtneutralität des Geldes. Gemäß ihrer Untersuchung waren insbesondere die substanziellen Probleme der Banken für die Abwärtsspirale mitverantwortlich, da die Bankenkrise zu Störungen des Kreditstroms führte und damit die wirtschaftliche Aktivität beeinträchtigte. Darauf wiesen auch Friedman und Schwartz (1963, 311) hin („change in the character of the contraction“), ohne allerdings die mikroökonomischen Mechanismen zu benennen.

Großhandelspreise während der Großen Depression

Abbildung 19

in den Ländern innerhalb und außerhalb des Golddevisenstandards, kumulierte log-Differenzen¹



¹ log-Differenz: Differenz der logarithmierten Großhandelspreise (entspricht näherungsweise der Veränderungsrate der Großhandelspreise); ² Durchschnitt der Länder, die im jeweiligen Jahr dem Golddevisenstandard angehörten; ³ Durchschnitt der Länder, die im jeweiligen Jahr dem Golddevisenstandard nicht angehörten.
Quelle: Bernanke, 2000b, 18

Insbesondere in Österreich und in Deutschland hat die Bankenkrise gemäß dieser Theorie erheblich zur Schwere der Depression beigetragen. Das Ausmaß der Bankenkrise kann man beispielsweise am Rückgang des Einlagen-Bargeld-Verhältnisses ablesen. In Österreich (Deutschland) sank dieses Verhältnis in den Jahren 1930 und 1931 zusammen um 57 (51) log-Differenzpunkte.¹⁰ Für die Übertragung der Bankenkrise auf die Realwirtschaft ist wiederum die Struktur des Bankensystems verantwortlich. Bernanke und James (2000) verweisen darauf, dass die Banken dieser beiden Länder substanziell am Kapital der Realwirtschaft beteiligt waren, sodass sie von der Debt-Deflations-Problematik eher betroffen waren, als wenn sie nur Kredite gewährt hätten.

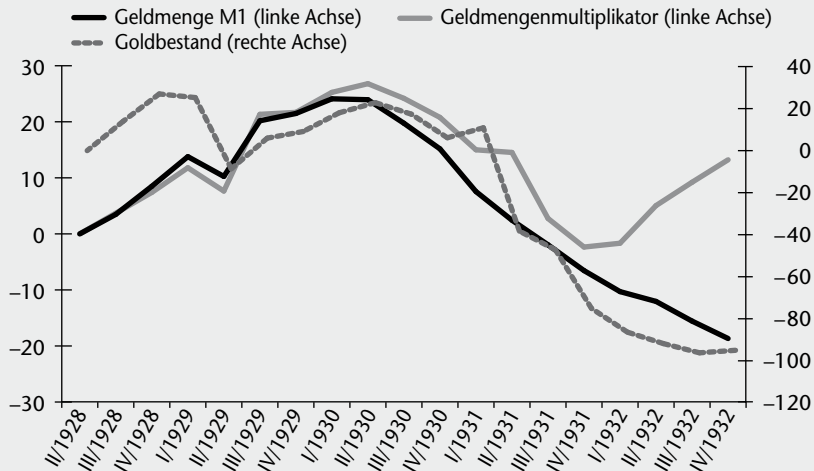
In Deutschland stellten sich eine Kontraktion der Geldmenge und ein starker Abfluss von Gold ein (Abbildung 20). Durch die Finanz- und Bankenkrise ab Mitte des Jahres 1931 beschleunigte sich dieser Prozess. Gemäß Bernanke und Mihov (2000, 150) waren dafür weniger die Akteure der Geldpolitik verantwortlich. Allenfalls kann man ihnen vorwerfen, sich nicht noch aggressiver gegen die monetäre Kontraktion gelehnt zu haben.

¹⁰ Bei der log-Differenz einer Variablen handelt es sich um die Differenz der logarithmierten Werte dieser Variablen. Sie entspricht näherungsweise der Veränderungsrate dieser Variablen.

Geldpolitik in Deutschland vor und während der Großen Depression

Abbildung 20

Entwicklung der Geldmenge, des Geldmengenmultiplikators¹ und des Goldbestands, kumulierte log-Differenzen²



¹ Verhältnis der Geldmenge M1 zur Geldbasis; ² log-Differenz: Differenz der logarithmierten Variablen (entspricht näherungsweise der Veränderungsrate der Variablen).

Quelle: Bernanke/Mihov, 2000, 145

3.4.3 Fehlerhafte Finanzsystempolitik

Die japanische Geldpolitik der 1990er Jahre hat die oben beschriebenen geldpolitischen Fehler nicht begangen, sondern phasenweise eine sehr akkommodierende, also eine die wirtschaftliche Entwicklung unterstützende Geldpolitik betrieben. Zudem kam es in Japan nicht zu einer so umfangreichen Serie von Bankinsolvenzen wie zum Beispiel im Verlauf der Großen Depression in Deutschland. Die niedrigen Refinanzierungszinsen haben den japanischen Banken geholfen. Außerdem hat die expansive Fiskalpolitik den Versuch unternommen, die Nachfrage aufrechtzuerhalten. Trotzdem konnte sich die japanische Wirtschaft nicht befreien. Dementsprechend ist ein rein zyklisches Phänomen unplausibel. Es müssen – mit anderen Worten – strukturelle Verfehlungen vorliegen. Perfiderweise ist gerade die Art und Weise, wie Banken und Unternehmen am Leben blieben, mitverantwortlich für die Länge der japanischen Depression. Zudem leidet das japanische Finanzsystem unter erheblichen strukturellen Defiziten.

Wer die japanische Depression erklären will, muss die folgenden Randbedingungen beachten (Hoshi/Kashyap, 2004):

- Es gab während der Krise keine anhaltende Kreditklemme. Es gab zwar Phasen einer Kreditrationierung, aber eben nicht für die gesamte Zeitspanne (Hoshi/Kashyap, 2004, 6).
- Die Geldpolitik war weitestgehend akkomodierend – stellte also Zentralbankgeld relativ günstig und großzügig zur Verfügung – und nutzte zeitweise Instrumente des sogenannten Quantitative Easing, indem sie Wertpapiere mit längerer Laufzeit erwarb.
- Die Fiskalpolitik war expansiv.
- Die Investitionen brachen nicht ein.
- Die Produktivitätsentwicklung war schwach.

Die Theorie, die aus Sicht der Autoren stichhaltig erscheint, um die anhaltende Schwäche zu erklären, beruht auf der Behauptung, dass es versäumt wurde, das Finanzsystem zu restrukturieren und die Problematik fauler Kredite aktiv anzugehen. Vielmehr kam es, zugespitzt formuliert, zu einer „Ökonomie der lebenden Toten“ (Hoshi, 2006), des „Zombie Lending“ und der „Zombie-Banken“ (Caballero et al., 2009).¹¹ Gemäß dieser Theorie haben Banken Kredite an schwache (insolvente) Unternehmen ausgegeben und damit die strukturellen Verzerrungen in der Realwirtschaft zementiert. Es kam also trotz der Finanzsystemschwierigkeiten nicht zu einer mengenmäßigen Rationierung des Kreditangebots, sondern die Banken kamen ihrer Allokationsfunktion (Lenkung der Finanzströme) nicht nach. Die finanzierten Investitionen hatten eine niedrige Produktivität – dementsprechend war die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung schwach. Die Erträge aus den Krediten waren für die Banken niedrig, sodass der Finanzsektor dauerhaft ertragsschwach war (Abbildung 21). Der Firmenmix wurde durch die nicht allokatonsgerechte Finanzierung verzerrt. Die finanzierten schwachen Unternehmen versperrten neuen und produktiveren Firmen den Marktzugang. Anders formuliert: Der manipulierte Finanzsektor verhinderte die kreative Zerstörung überkommener Unternehmen und Produktionsweisen.

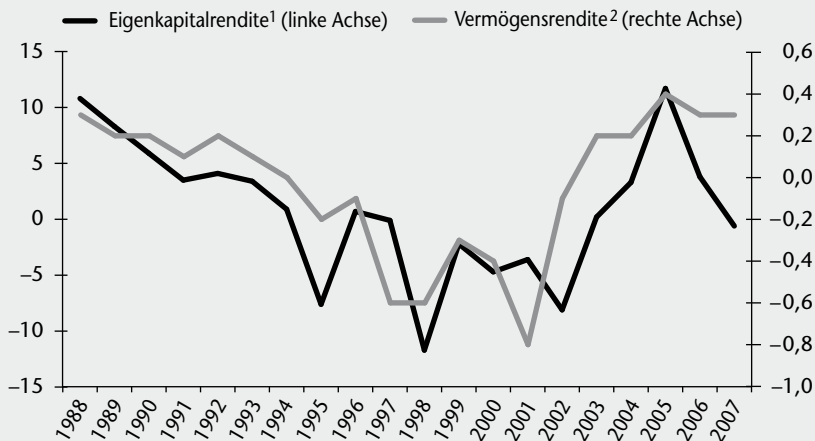
Den Banken wurde zwar regelmäßig vonseiten des Staates geholfen, ohne dass jedoch von den Banken eine Restrukturierung verlangt wurde. Im Gegenteil, die Banken praktizierten eine Strategie des sogenannten Evergreening, das heißt, sie gewährten höchst zweifelhaften Schuldner eine Weiterfinanzierung (Hoshi/Kashyap, 2004, 12; Tett, 2003). Dass Banken diese betriebswirtschaftlich fragwürdige Strategie verfolgen konnten, führen Hoshi und Kashyap (2004, 14) auf expliziten und impliziten politischen Druck zurück (vgl. dazu unter anderem Tett, 2003, Kapitel 17).

¹¹ Das ist der Situation in der S&L-Krise nicht unähnlich.

Eigenkapitalrendite und Vermögensrendite japanischer Banken während und nach der Deflationsphase

Abbildung 21

in Prozent



¹ Nettoerträge in Prozent des Eigenkapitals; ² Nettoerträge in Prozent des Vermögens (Gesamtaktiva).
Quelle: Weltbank, 2009

Das Japan der 1990er Jahre ist ein anschauliches Beispiel für fehlende Reformfähigkeit und kollektive Vertrauensprobleme in einer Krise – auch infolge einer Vielzahl ungelöster Strukturprobleme (Lichtblau/Breuer, 1996b; Bayoumi, 1999; Hilpert, 1999; Bahr, 2000; Lincoln, 2001; Bergheim, 2004). Um die bremsenden Auswirkungen der Yen-Aufwertung in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre zu mindern, reagierte das japanische Finanzministerium mit Zielvorgaben für die Kreditvergabe der Banken, um die Wettbewerbsfähigkeit trotz der Aufwertung zu sichern.

Die damit einhergehende monetäre Expansion führte zu einer starken Investitionstätigkeit der Unternehmen (vgl. Abschnitt 3.1.1). Gleichwohl hat Japan gleichzeitig noch Kapital exportiert. Der restriktivere Kurs der japanischen Notenbank, der Bank of Japan, ab dem Jahr 1989 und die geplatzten Blasen bei Aktien und Immobilien führten schließlich zu Bilanzproblemen bei den japanischen Banken. Eine Bereinigung im Bankensektor und im Unternehmenssektor durch Konkurse von notleidenden Unternehmen wurde allerdings verhindert. Damit entstand ein Berg an faulen Krediten, der sich Anfang der gegenwärtigen Dekade noch auf schätzungsweise 7 bis 14 Prozent aller vergebenen Kredite

belief (Bergheim, 2004, 5). Wie bereits beschrieben, reagierte die japanische Wirtschaftspolitik auf diese Probleme mit einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik, woraufhin letztlich realwirtschaftliche Reformen verhindert und bestehende Strukturen konserviert wurden.

Im Verlauf der 1990er Jahre wurden die von der japanischen Notenbank kontrollierten Zinsen auf nahezu 0 Prozent gesenkt. Zum Teil dienten die niedrigen Zinsen dazu, die Banken zu stützen. Als Folge der Bilanzprobleme waren die Banken zum einen vorsichtig bei der Kreditvergabe geworden. Zum anderen reagierten Konsum und Investitionen trotz der niedrigen Zinsen kaum. Die niedrigen Zinsen gingen mit niedrigen Renditen – etwa bei Lebensversicherungen – einher, was die privaten Haushalte bewog, höhere Sparanstrengungen für die Altersvorsorge zu betreiben. Durch die niedrigen Zinsen wurden „Zombie-Banken“ und „Zombie-Unternehmen“ am Leben erhalten. Dies erfolgte auch, um Kreditausfälle und damit Probleme im Bankenbereich zu vermeiden.

In den 1990er Jahren wurden in Japan zehn Konjunkturprogramme aufgelegt, die zum großen Teil die Bau- und Immobilienwirtschaft stützten. Außerdem hat Japan mit Maßnahmen einer lenkenden oder defensiven Industriepolitik versucht, den Strukturwandel zu bremsen (Lichtblau/Breuer, 1996a). Dies geschah in einem engen Geflecht von Politik, Bürokratie und Wirtschaft.

Fiskalpolitik und Industriepolitik verhinderten damit zugleich – ebenso wie oben bereits beschrieben die Geldpolitik – den Konkurs von notleidenden Unternehmen und es kam nicht zu einer Bereinigung, sondern vielmehr zur Konservierung bestehender und teilweise überdimensionierter Strukturen. Noch im Jahr 2004 wurde konstatiert, dass in Japan weiterhin „Zombie-Unternehmen“ – also Unternehmen, deren Konkurs aufgrund mangelnder Renditen notwendig wäre – durch Steuergelder und niedrige Zinsen subventioniert wurden (Bergheim, 2004). Insgesamt soll in jenem Jahr ein Viertel der Einzelhandels-, Bau- und Immobilienfirmen dazugehört haben.

Die Geld-, Industrie- und Fiskalpolitik haben dazu beigetragen, dass Anpassungen und Reformen verschleppt wurden und die in der Krise aufgeworfenen Strukturprobleme der japanischen Wirtschaft weiter bestehen – und zwar noch immer. Der Fall Japan zeigt, dass strukturelle Probleme nicht durch eine expansive Wirtschaftspolitik gelöst, sondern eher verschärft werden. Trotz gewaltiger Konjunkturprogramme stagnierte die japanische Wirtschaft und die strukturellen Probleme hielten an (Bergheim, 2004).

Diese Reformunwilligkeit ist auch deshalb besonders schädlich, weil das japanische Finanzsystem deutliche strukturelle Defizite aufweist:

- Der japanische Bankensektor ist zu groß.

- Die Banken haben ein einseitiges Geschäftsmodell, das zudem unter der verzerrenden Konkurrenz durch staatliche Institutionen leidet.
- Ferner sind viele der Bankkunden insolvent (Hoshi/Kashyap, 2004, 12). Es fehlt der politische Wille, durch geeignete Restrukturierungen den Finanzsektor auf eine nachhaltige Basis zu stellen.

3.4.4 Protektionismus

Protektionistische Tendenzen sind eine typische Begleiterscheinung wirtschaftlicher Krisenzeiten (WTO, 2009, 16 ff.). Hier soll geprüft werden, welche Rolle sie während der Großen Depression und im Japan der 1990er Jahre gespielt haben und ob sie zur Verschärfung der Krise beigetragen haben.

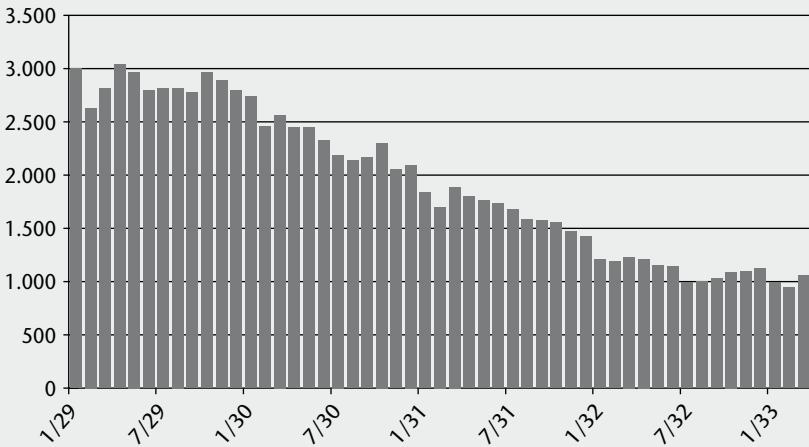
Der Abwärtsspirale der Weltwirtschaft während der Großen Depression wurde dadurch zusätzlicher Schwung verliehen, dass viele Länder, ausgehend von den USA, zu starken protektionistischen Politiken übergingen. Noch auf der Weltwirtschaftskonferenz von 1927 hatte Konsens darüber bestanden, den Welthandel weiter zu liberalisieren. Kindleberger (1973a, 137 ff.) beschreibt eindrucksvoll, wie sich dieser liberale Geist mit zunehmenden wirtschaftlichen Schwierigkeiten verflüchtigte und einem breiten Protektionismus weichen musste. Schon der Nachfolgekonzferenz im Februar 1930, auf der zumindest ein Stillhalteabkommen bei den Zöllen vereinbart werden sollte, blieben viele Länder fern, unter anderem auch die USA. Nur 27 Länder nahmen überhaupt teil, von denen dann nur elf das Schlussdokument unterzeichneten, das vorsah, zumindest bis zum April 1931 auf Zollanhebungen zu verzichten. Nach dem Ablauf der Ratifizierungsfrist blieben dann ganze sieben Länder übrig – das Vereinigte Königreich, die vier skandinavischen Länder Norwegen, Schweden, Finnland und Dänemark sowie Belgien und die Schweiz.

Ursache der bröckelnden Front der Protektionismusgegner war auch, dass die USA den „Smoot-Hawley Tariff Act“ auf den parlamentarischen Weg gebracht hatten, der nach langer Debatte am 17. Juni 1930 Gesetz wurde. Gegenüber dem bis dahin gültigen Zollgesetz von 1922, mit dem die Importzölle ohnehin schon stark angehoben worden waren, wurden 890 Zollsätze erhöht. Der durchschnittliche Zollsatz für zollpflichtige Waren stieg infolgedessen von 40 Prozent auf 48 Prozent (Economist, 2008, 115). Viele Länder antworteten mit Gegenmaßnahmen und erhöhten ihrerseits die Zolltarife für US-amerikanische Produkte (Kindleberger, 1973a, 138 ff.). Die USA hatten somit eine Protektionismuswelle losgetreten: Frankreich, Italien, Indien, Australien, Schweiz, Neuseeland, Mexiko, Kanada – die Liste der Länder, die Importzölle einführten oder erhöhten, wuchs schnell. Am stärksten reagierten Länder mit der Anhebung von Handels-

Der Welthandel während der Großen Depression

Abbildung 22

Summe der Importe von 75 Ländern, in Millionen US-Dollar



Quelle: Kindleberger, 1973b, 180

schränken, die dem Goldblock angehörten (Eichengreen/Douglas, 2009, 19). Auch das Vereinigte Königreich, das sich eigentlich dem Freihandel verpflichtet fühlte, schloss sich mit dem „Import Duty Act“ im Februar 1932 nach langen Diskussionen dem Trend zum Protektionismus an. Im maßgeblichen Ausschuss votierte unter anderen auch Keynes für Zölle, Importkontrollen und Exportsubventionen (Kindleberger, 1973a, 140). Nach Madsen (2001, 849) verdoppelte sich im Zeitraum von 1929 bis 1932 weltweit das effektive Niveau der Importzölle (Importzölle bezogen auf die Importwerte).

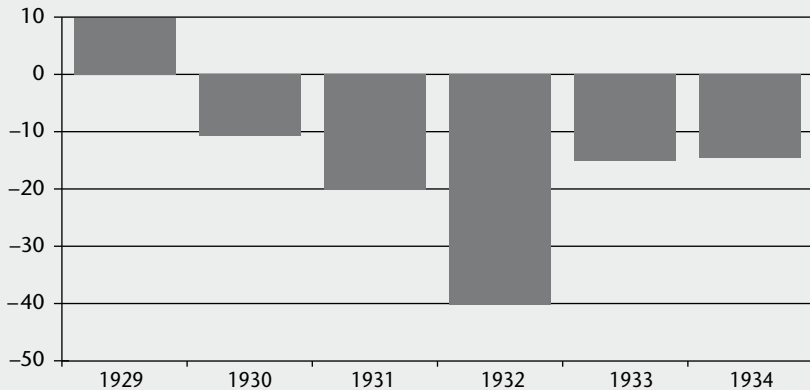
Auf dem Weltmarkt und in den Exportstatistiken vieler Länder hinterließ dieser Siegeszug des Protektionismus tiefe Spuren:

- In den Monaten von Januar 1929 bis März 1933 sackte der Welthandel (hier gemessen an den Gesamtimporten von insgesamt 75 Ländern) von knapp 3 Milliarden US-Dollar auf nur noch 1,1 Milliarden US-Dollar, also um rund zwei Drittel (Abbildung 22).
- In Deutschland brachen die Exporte ein und gaben der Deflations-Spirale zusätzliche Nahrung. In den Jahren von 1930 bis 1934 gaben die Exporte jeweils mit zweistelligen Raten nach, allein im Jahr 1932 schrumpften die Exporte um 40,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr (Abbildung 23). Insgesamt summiert sich der Exportrückgang in diesen fünf Jahren auf fast 70 Prozent.

Deutsche Exporte während der Großen Depression

Abbildung 23

Veränderung gegenüber dem Vorjahr, in Prozent



Quelle: Dresdner Bank, 2002

Über den Außenhandelskanal übertrug sich die Depression auf viele weitere, teils weniger entwickelte Länder, die auf Exporte in die großen Industrieländer angewiesen waren (Tabelle 4).

In einer umfangreichen Panel-Daten-Analyse mit 17 Ländern hat Madsen (2001, 848 ff.) mit Export- und Importdaten für die Jahre von 1929 bis 1932 verschiedene Einflussfaktoren für den Rückgang des Welthandels identifiziert. Er kommt zu dem Ergebnis, dass 14 Prozent des Rückgangs dem sinkenden BIP anzulasten sind. 8 Prozent entfallen auf die diskretionären Erhöhungen der Zolltarife, 5 Prozent auf die deflationsbedingten effektiven Zollerhöhungen (viele Zölle waren feste Dollar-Beträge, die bei sinkenden Preisen relativ an Gewicht gewannen) und weitere 6 Prozent auf die Belastung durch nicht tarifäre Handelshemmnisse. Unter Berücksichtigung von Feedback-Effekten (indirekten Effekten) war der Einfluss der Zollerhöhungen noch bedeutender und ungefähr genauso groß wie der direkte Einfluss durch den BIP-Effekt (Madsen, 2001, 862 f.).

Man muss also festhalten, dass die Große Depression auch deshalb so groß wurde, weil – angefangen von den USA – viele Länder versuchten, eine sogenannte *Beggar-my-neighbour*-Politik zu betreiben, die am Ende allen schadete.

Nun zur japanischen Krise der 1990er Jahre. Es ist immer wieder ein Streitthema, wie offen der japanische Markt für ausländische Unternehmen tatsächlich ist. Man muss bedenken, dass Japan als stark exportorientiertes Land prinzipiell

49 Exportländer von Urprodukten

Tabelle 4

Zusammengefasst nach dem prozentualen Exportrückgang von 1928/29 bis 1932/33

Exportrückgang in Prozent	Land
> 80	Chile
> 75 bis 80	China
> 70 bis 75	Bolivien, Kuba, Malaya, Peru, El Salvador
> 65 bis 70	Argentinien, Kanada, Ceylon, Niederländisch-Indien, Estland, Guatemala, Indien, Irland, Lettland, Mexiko, Siam, Spanien
> 60 bis 65	Brasilien, Dominikanische Republik, Ägypten, Griechenland, Haiti, Ungarn, Niederlande, Nicaragua, Nigeria, Polen, Jugoslawien
> 55 bis 60	Dänemark, Ecuador, Honduras, Neuseeland
> 50 bis 55	Australien, Bulgarien, Kolumbien, Costa Rica, Finnland, Panama, Paraguay
> 45 bis 50	Norwegen, Persien, Portugal, Rumänien
> 30 bis 45	Litauen, Philippinen, Türkei, Venezuela

Quelle: Triantis, 1957 (zitiert nach Kindleberger, 1973a, 200)

ein hohes Eigeninteresse an offenen Märkten hat und bei Marktabstottungen Gefahr läuft, durch Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder stärker zu leiden, als japanische Unternehmen durch die eigenen Schutzmaßnahmen profitieren. Zudem war und ist Japan Mitglied im General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) und der späteren Welthandelsorganisation WTO. Insofern ist das Land an die Regeln zur Welthandelsordnung gebunden. In die Zeit der 1990er Jahre fiel der Abschluss der Uruguay-Runde, deren Ergebnisse natürlich auch Japan umgesetzt hat. Schwerer zu beurteilen ist, ob Japan in seinem Krisenjahrzehnt der Versuchung erlegen ist, die eigenen Industrien über nicht tarifäre Handelshemmnisse zu schützen. Aber auch hier gilt, dass Japan unter ständiger Beobachtung stand und steht und bei einer Verschärfung solcher Praktiken Gefahr läuft, letztlich als Verlierer den Platz zu verlassen.

Im Fall von Japan ist deshalb weniger zu fragen, ob die Politik in der Krise bewusst protektionistische Maßnahmen ergriffen hat. Es steht eher die Frage im Vordergrund, ob nicht durch die Verschleppung von notwendigen Strukturanpassungen die Krise verlängert wurde, das Wachstum gebremst und somit indirekt auch anderen Ländern Schaden zugefügt wurde. Diesbezüglich ergibt sich eher eine negative Bewertung. Die japanische Regierung hat mit einer Vielzahl von Konjunkturprogrammen (vgl. Abschnitte 3.4.1 und 3.4.3) versucht, die heimische

Wirtschaft zu stimulieren, notleidende Unternehmen zu unterstützen und vor dem Konkurs zu bewahren. So wurden Überkapazitäten erhalten, eine Marktberreinigung verhindert oder zumindest hinausgezögert sowie falsche Strukturen konserviert (Grömling, 2005a, 22). Auch die sogenannten Keiretsu-Strukturen (Unternehmenszusammenschlüsse zur Wahrung gemeinsamer Interessen) mit ihren vielfältigen Netzwerken standen einer schnellen Marktberreinigung im Weg (Lichtblau/Breuer, 1996b, 40 ff.).

Japan war seit je her anfällig für eine selektive Industriepolitik. Lichtblau und Breuer (1996a, 32) beschreiben den Ansatzpunkt wie folgt: „Die Politik war eindeutig durch das Bestreben gekennzeichnet, den Rückstand Japans gegenüber den führenden Industrienationen aufzuholen. Die Politik setzte nicht an der Korrektur von Marktunvollkommenheiten an, sondern wollte direkt Marktergebnisse in Richtung eines bestimmten Leitbildes verändern.“ Diese Aussage bezieht sich vor allem auf die Jahre vor dem Platzen der Blase. Im Verlauf der 1990er Jahre hat Japan hingegen zumindest offiziell auf einen Deregulierungskurs umgeschwenkt. Im Jahr 1994 legte die Regierung mit dem Hiraiwa-Report ein umfassendes Deregulierungsprogramm vor. Auch die Deregulierung und die Marktöffnung in den Bereichen Telekommunikation, Energie und Transport wurden durchaus erfolgreich vorangetrieben (Lichtblau/Breuer, 1996a, 24).

Wie überall gibt es natürlich zwischen Absichtserklärung und Umsetzung Differenzen. Trotzdem kann man wohl nicht zu dem Ergebnis kommen, dass die japanische Regierung in der Krise der 1990er Jahre eine bewusste Strategie des Protektionismus betrieben habe.

4

Droht Deutschland eine wirtschaftliche Depression?

4.1 Eine Deflations-Depressions-Checkliste

Auf der Grundlage der theoretischen und empirischen Vorarbeiten in den Kapiteln 2 und 3 wird im Folgenden untersucht, ob für Deutschland in der aktuellen Krise eine Deflations-Depressions-Gefahr besteht. Ist die derzeitige Situation also mit derjenigen in den USA und in Deutschland am Anfang der 1930er Jahre oder in Japan in den 1990er Jahren vergleichbar? Zur Vorgehensweise: Aus der Beschreibung in Kapitel 2 und aus den vier Teilabschnitten in Kapitel 3 sind insgesamt zehn Kriterien abgeleitet worden, die der folgenden Deflations-

Depressions-Checkliste zugrunde liegen. In Abschnitt 4.2 wird dann anhand dieser Checkliste analysiert, inwiefern diese Kriterien für Deutschland in der heutigen Situation erfüllt sind. Dabei kommen sowohl quantitative als auch qualitative Bewertungen in Betracht.

1. Überinvestitionen

Längere Phasen schwachen Wachstums oder gar das Abgleiten in eine Depression können ihre Ursache darin haben, dass im Boom vor der Krise die Investitionen zu stark expandierten. Der notwendige Abbau der entstandenen Überkapazitäten dämpft die Investitionstätigkeit nachhaltig und verhindert für längere Zeit die Rückkehr auf einen befriedigenden Wachstumspfad.

2. Geplatze Spekulationsblase

Sehr niedrige Zinsen – vor allem über einen längeren Zeitraum – und Risikoprämien verleiten zu sorglosem Umgang mit investiven Engagements, zum Beispiel in Immobilien oder Wertpapiere. Es bilden sich Blasen, die platzen, wenn sich die Engagements als nicht tragfähig erweisen. Das Platzen einer solchen Spekulationsblase erschüttert die Wirtschaft fundamental. Dadurch ausgelöste deflationäre Tendenzen können eine Debt-Deflations-Spirale in Gang setzen, die in eine Depression mündet.

3. Bankenkrise und Kreditklemme

Wenn das Bankensystem seine Aufgabe, die Unternehmen mit Krediten zu versorgen, nicht mehr erfüllen kann, weil die Banken das Vertrauen untereinander verlieren oder selbst in eine Schieflage geraten, dann kann dies zu einer Kreditklemme führen, die zu einem belastenden Faktor für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wird. Hält die Kreditklemme länger an, kann sie zu einer depressiven Entwicklung beitragen.

4. Realzinsanstieg

Erfahrungsgemäß steigen in rezessiven Phasen die Realzinsen an – zum einen weil die Risiken steigen, zum anderen weil die Preisüberwälzungsspielräume für die Unternehmen aufgrund der schwachen Nachfrage und des erhöhten Wettbewerbsdrucks geringer werden. Besonders groß ist diese Gefahr bei deflationären Tendenzen, also einem sinkenden allgemeinen Preisniveau. Dann steigen die Realzinsen selbst bei sinkenden Nominalzinsen an. Hohe Realzinsen verringern wiederum das Volumen rentabler Investitionen, sodass dadurch die Abwärtsspirale eine zusätzliche Beschleunigung erfährt.

5. Reallohnanstieg

Eine Gefahr droht in rezessiven Phasen auch von der Lohnkostenseite. Da die Nominallöhne nicht der sinkenden Produktivität und den rückläufigen Preisen angepasst werden, sondern allenfalls langsamer steigen als in Aufschwungphasen, steigen die realen Arbeitskosten für die Unternehmen, was den Rationalisierungsdruck erhöht und letztlich negative Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlässt. Dies bremst die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, weil die Konsumkaufkraft sinkt und die erhöhte Arbeitsplatzunsicherheit die Kaufkraft zusätzlich belastet.

6. Ertragsprobleme der Unternehmen

Ein weiteres wichtiges Element einer Deflations-Depressions-Spirale ist die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit und der Ertragslage der Unternehmen. Diese Verschlechterung ist zum einen zurückzuführen auf steigende Realzinsen und steigende Reallöhne (siehe Punkte 4 und 5). Zum anderen erhöhen sinkende Güterpreise den Realwert von Nominalschulden. Es kommt zu einer ungewollten Umverteilung von Schuldner zu Gläubigern. Durch diesen Finanzstress bei den Investoren entstehen realwirtschaftliche Bremseffekte.

7. Volatile Rohstoffpreise

Sowohl abrupt steigende als auch nachhaltig sinkende Rohstoffpreise können Auslöser für eine rezessive Entwicklung sein. Außerdem können sie zu deren Beschleunigung maßgeblich beitragen. Bei stark steigenden Rohstoffpreisen kommt es zu Kostensteigerungen und Strukturverwerfungen in den Ländern, die von Rohstoffimporten abhängig sind. Ein Rohstoffpreisverfall kann auf der anderen Seite die Investitions- und Entwicklungspläne der Rohstoffländer obsolet werden lassen, was deren Nachfrage auf den internationalen Märkten dämpft. Es ist deshalb genau zu prüfen, ob die aktuelle Rohstoffpreisentwicklung Potenziale für eine depressive Entwicklung hat.

8. Geldpolitische Fehlreaktion

Es ist eine weithin akzeptierte Auffassung, dass unzureichende Geldangebotsbedingungen ein wesentlicher Faktor für depressive Entwicklungen sind, vor allem dann, wenn sie das Finanzsystem lähmen. Eine ausreichende Lockerung der geldpolitischen Zügel der Notenbanken ist in Krisenzeiten notwendig, um die Bankwirtschaft zu stabilisieren und Finanzakzeleratoren – die durch die Schiefelage im Finanzsektor verstärkten und beschleunigten Effekte für die Realwirtschaft – abzubremsen. Eine restriktive Geldpolitik wirkt prozyklisch und verstärkt den Abschwung, weil sie Kreditfinanzierungen sowohl für die Unter-

nehmen als auch für die Konsumenten verteuert. Diese werden daraufhin ihre Investitionen und ihren Konsum einschränken.

9. Fiskalpolitische Fehlreaktion

Auch die öffentlichen Haushalte können eine rezessive Entwicklung verstärken und zu einer Depression beitragen. Das bekannteste Beispiel dafür ist Brüning's Haushaltspolitik in der Großen Depression der 1930er Jahre. Statt auf den rasanten Ausfall der privaten Nachfrage mit einer Ausweitung der Staatsausgaben zu reagieren, wurde den öffentlichen Haushalten ein strikter Sparkurs verordnet. Bei konjunkturellen Abschwüngen, die durch Nachfrageschocks ausgelöst werden („keynesianische Krise“), verstärken restriktive öffentliche Haushalte die Wirtschaftskrise maßgeblich.

10. Protektionismus

Die zusätzliche Behinderung des internationalen Handels von Gütern und Dienstleistungen durch tarifäre und nicht tarifäre Handelshemmnisse in einer Rezession verstärkt die Abschwungkkräfte maßgeblich. Für Deutschland ist diese Gefahr angesichts einer Exportquote von 47 Prozent des BIP offensichtlich. Aber auch viele aufstrebende Länder haben einen erheblichen Teil ihres Wachstums in den letzten Jahren einer erfolgreichen Integration in die internationale Arbeitsteilung zu verdanken. Protektionistische Tendenzen, wie sie in schwierigen wirtschaftlichen Situationen immer wieder zu beobachten sind, wirken deshalb heute mehr denn je wie ein Brandbeschleuniger.

4.2 Überprüfung der Deflations-Depressions-Checkliste für Deutschland

Im Folgenden werden die zehn Kriterien der Deflations-Depressions-Checkliste dahingehend analysiert, ob sie heute für Deutschland eine relevante Gefahr für die kurz- und mittelfristige wirtschaftliche Entwicklung darstellen.

4.2.1 Überinvestitionen

Bei der Analyse des gegenwärtigen Krisenumfelds wurde angeführt, dass im Vorfeld eine zu starke Investitionstätigkeit stattgefunden habe und dass es jetzt auch darum gehe, diese Überinvestition zu korrigieren. Im Folgenden wird deshalb der Frage nachgegangen, ob es vor dem Ausbruch der jetzigen Krise tatsächlich eine Phase der Überinvestition gegeben hat.

Für Deutschland ist die Frage nach einer Überinvestitionsphase schnell zu beantworten: Die erfreuliche Dynamik bei den Ausrüstungsinvestitionen in den

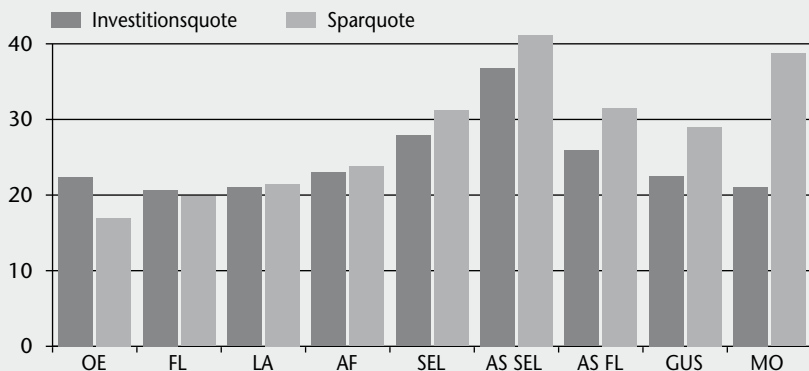
Jahren von 2005 bis 2008 ist vor dem Hintergrund der vorangegangenen lang-jährigen Investitionsschwäche zu sehen. Vor allem bei der Infrastruktur kann in Deutschland auf keinen Fall von Überkapazitäten gesprochen werden. Zudem weist Deutschland seit geraumer Zeit beachtliche Kapitalbilanzdefizite – also Nettokapitalexporte – auf. Die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit hat die makroökonomische Spartätigkeit bei weitem nicht ausgeschöpft. Die Investitionsquote rangierte in Deutschland vor der Krise mit 19 Prozent des BIP zum Teil sehr deutlich unter den Durchschnitten der 1970er (24 Prozent), 1980er (21 Prozent) und 1990er Jahre (24 Prozent).

Ob es auf globaler Ebene eine Phase der Überinvestition gab, wird im Zusammenhang mit den globalen Handelsungleichgewichten diskutiert. In der Tat waren die Jahre vor der Krise von wachsenden nationalen Leistungsbilanzungleichgewichten gekennzeichnet. Vor allem in den USA zeigte sich ein hohes Leistungsbilanzdefizit. Dagegen wiesen China, Japan, Deutschland und zuletzt auch die rohstoffreichen Länder Russland und Saudi-Arabien hohe Leistungsbilanzüberschüsse auf. Im Folgenden kann die Leistungsbilanzsituation dieser Länder nicht ausführlich diskutiert werden. Zu den USA ist aber festzustellen, dass das Leistungsbilanzdefizit nicht durch eine übermäßige Investitionstätigkeit geprägt war. In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre ging das US-Leistungs-

Sparen und Investieren in verschiedenen Weltregionen

Abbildung 24

Sparquote¹ und Investitionsquote² im Durchschnitt der Jahre 2002 bis 2008, in Prozent



¹ Bruttoersparnisse in Prozent des BIP; ² Bruttoinvestitionen in Prozent des BIP.

OE: Osteuropa; FL: Fortgeschrittene Länder insgesamt; LA: Lateinamerika; AF: Afrika; SEL: Schwellen- und Entwicklungsländer; AS SEL: Asiatische Schwellen- und Entwicklungsländer; AS FL: Fortgeschrittene asiatische Länder; GUS: Gemeinschaft Unabhängiger Staaten; MO: Mittlerer Osten.

Quellen: IMF, 2009b; eigene Berechnungen

bilanzdefizit mit einer hohen Investitionstätigkeit einher. In den letzten Jahren standen dahinter allerdings ein wachsendes Haushaltsdefizit und eine übermäßige Konsumtätigkeit (Grömling, 2005b).

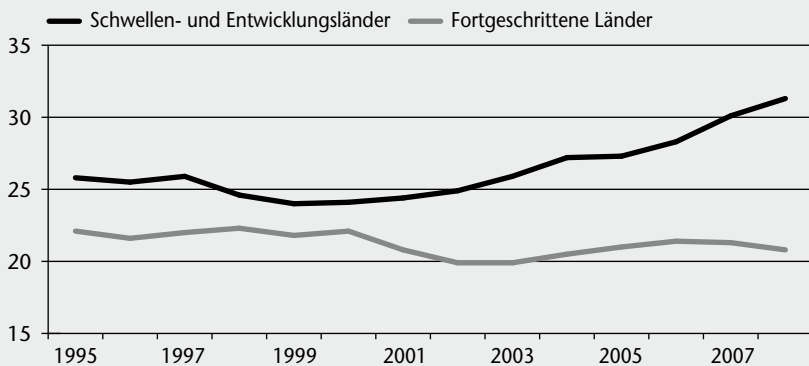
Abbildung 24 zeigt die Spar- und Investitionsquoten auf Basis von Daten des Internationalen Währungsfonds (IMF, 2009b) für große Weltregionen im Zeitraum 2002 bis 2008. Das Jahr 2002 markiert in dieser Zeitspanne den letzten Tiefpunkt der Weltwirtschaft. Zunächst ist festzustellen, dass sich bei der Gruppe der in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung fortgeschrittenen Länder Sparen und Investieren mehr oder weniger entsprachen – innerhalb dieser Gruppe gab es gleichwohl nennenswerte Abweichungen zwischen Sparen und Investieren. Dagegen weisen die Schwellen- und Entwicklungsländer insgesamt betrachtet sogar einen Sparüberschuss auf. Am deutlichsten übersteigt die Spartätigkeit die Investitionen im Mittleren Osten, in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten sowie in Asien – dort sowohl in den Schwellen- und Entwicklungsländern als auch in den fortgeschrittenen asiatischen Ländern. Die einzige aufstrebende Region, in der die Spartätigkeit bei weitem nicht ausreicht hat, um die Investitionen zu finanzieren, ist Osteuropa.

Auch Abbildung 25 spricht eher gegen eine Überinvestitionsphase in den fortgeschrittenen Ländern. Die Investitionsquote, also der Anteil der Bruttoinvestitionen am jeweiligen BIP, lag vielmehr in den Jahren ab 2004 mit rund 21 Prozent um gut einen Prozentpunkt unter dem Durchschnitt der zweiten Hälfte

Bruttoinvestitionen in verschiedenen Weltregionen

Abbildung 25

in Prozent des BIP



Quellen: IMF, 2009b; Grömling, 2008a

te der 1990er Jahre – und vor allem deutlich unter dem Durchschnitt der 1980er Jahre mit 23 Prozent. Dagegen ist die Investitionsquote der Schwellen- und Entwicklungsländer seit dem Tiefpunkt der Weltwirtschaft im Jahr 2002 markant angestiegen (Grömling, 2008a). Während dort die Investitionsquote von 1995 bis 2002 mehr oder weniger stabil bei etwa 25 Prozent lag, ist sie bis zum Jahr 2008 fast durchgehend auf über 31 Prozent angestiegen. Damit hat sich das Investitionsvolumen in dieser Ländergruppe in den Jahren von 2002 bis 2008 mehr als verdreifacht.

Damit stellt sich die Frage, ob dieser Investitionsboom in den Schwellen- und Entwicklungsländern übermäßig war und als eine Überinvestition bezeichnet werden kann, die jetzt Anpassungsprozesse notwendig erscheinen lässt. Vor dem Hintergrund der großen und weiter wachsenden Bevölkerungszahl, des vorher bestehenden Kapitalstocks und der niedrigen Kapitalintensität (Grömling, 2008a) – und letztlich auch angesichts der Sparüberschüsse – wird hier der Diagnose einer Überinvestitionsphase nicht gefolgt. Vielmehr legen diese aufstrebenden Länder mit den Investitionen den Grundstein für ihr künftiges Wirtschaftswachstum und den globalen Konvergenzprozess. Während die Dynamik in den fortgeschrittenen und den aufstrebenden Ländern fast bis Mitte der 1990er Jahre weitgehend deckungsgleich verlief, kam es danach zu einer markanten Abkoppelung der Schwellen- und Entwicklungsländer.

Fazit: Die Jahre seit 2002 waren geprägt von einem gewaltigen globalen Investitionsboom, der vor allem in den Schwellen- und Entwicklungsländern zu beobachten war. Dabei haben diese Länder insgesamt betrachtet ihre Sparmöglichkeiten noch nicht einmal vollständig für Investitionen ausgeschöpft. Das spricht eher gegen eine globale Überinvestitionsphase im Vorfeld der gegenwärtigen Krise. In einzelnen Ländern oder Wirtschaftsbereichen können möglicherweise realwirtschaftliche Anpassungsprozesse notwendig sein, wenn ihre gegenwärtigen Kapazitäten überdimensioniert sind. Auf globaler Ebene ist dies aber nicht zutreffend.

4.2.2 Geplatze Spekulationsblase

Während die überhöhten Immobilienpreise in vielen Ländern – zum Beispiel in den USA – augenfällig waren, war die Bewertungsblase anderer Vermögenswerte oder Aktiva schwer zu identifizieren. Bei festverzinslichen Forderungen spiegelt sich eine Überbewertung in zu niedrigen Risikoprämien wider. Diese Überbewertung kann nicht unmittelbar beobachtet werden, da sich das Risiko nicht objektiv messen lässt. Niedrige Zinsen, eine – wie sich inzwischen herausgestellt hat – viel zu niedrige Risikoprämie, eine unzureichende Aufsicht, eine

Deutsche Aktien von 1990 bis 2009

Abbildung 26

Aktienkursindex DAX für die 30 größten und umsatzstärksten, an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Unternehmen, Wochenkurse, Index: 1990 = 100



2009: letzter Wert vom 18.9.2009.

Quelle: Bloomberg, 2009

Regulierungsarbitrage, die aggressive Währungspolitik Chinas und globale Ungleichgewichte haben zu einem Boom der strukturierten Finanzprodukte und zu einer massiven Fehlbewertung dieser Wertpapiere geführt (IW Köln, 2009). Ohne eine angemessene Risikobewertung fehlte eine wichtige Bremse, sodass sich in diesem Segment ein nicht nachhaltiges Wachstum einstellte, das schließlich im Herbst 2007 kollabierte. Die Vermutung, dass es durch die Verbriefung im Speziellen und durch Finanzinnovationen insgesamt zu einer besseren Risikostragfähigkeit gekommen sei, hat sich als zu optimistisch erwiesen. Risiken sind zum erheblichen Teil letztlich doch im Bankensektor verblieben und waren korrelierter als erwartet. Die Ursachen für die blasenartige Entwicklung in weiten Teilen des Finanzmarktes, aber insbesondere im Bereich der strukturierten Produkte, sind vielschichtig und gut untersucht (IW Köln, 2009; Sinn, 2009).

Deutsche Investoren waren stark in den überbewerteten strukturierten Wertpapieren engagiert, sodass sie vom Platzen der Blase der verbrieften Immobilien betroffen sind. Da Banken – deutsche wie internationale – einen großen Hebel einsetzen, hat dieses Engagement einen nennenswerten Entschuldungsprozess ausgelöst. Dadurch sind auch Wertpapierpreise in Mitleidenschaft gezogen worden, die keinen unmittelbaren Bezug zur Finanzkrise haben (sogenannte Fire-Sales-

oder Systemexternalitäten). Die Korrektur nahezu aller Wertpapierpreise (beispielsweise beim deutschen Aktienindex DAX, Abbildung 26) hat wesentlich zur Schieflage des Bankensektors beigetragen und stellt damit eine große Herausforderung für das Finanzsystem und letztlich für die gesamte Wirtschaft dar – ganz so wie damals die scharfen Korrekturen an den Börsen zu Beginn der Großen Depression und des japanischen Deflationsjahrzehnts.

Fazit: Die weltweite Korrektur der Immobilien- und nahezu aller Wertpapierpreise muss nicht zwingend zu einer unüberwindbaren Hürde werden, aber sie erschwert die Chancen auf eine schnelle Kehrtwende.

4.2.3 Bankenkrise und Kreditklemme

Etlliche deutsche Banken sind substanziell von der Finanzkrise betroffen und wären ohne staatliche Unterstützung nicht mehr zu retten gewesen. Die Bundesregierung hat im Herbst des Jahres 2008 energisch gehandelt und betreibt seitdem eine intensive Finanzmarktpolitik, wobei sie von der Europäischen Zentralbank (EZB) Schützenhilfe erhält. Die EZB hat durch niedrige Leitzinsen und eine sehr freizügige Liquiditätspolitik den Interbankenmarkt – das heißt den Handel der Banken untereinander – vor einem Zusammenbruch bewahrt. Die Politik hat in der akuten Notlage entschlossen gehandelt und damit noch Schlimmeres vermeiden können.

Obwohl diese Politik notwendig war, ist sie mittel- bis langfristig alles andere als hinreichend. Die Erfahrungen Japans lehren, dass es zur Abwendung einer depressiven Phase nicht ausreicht, Banken einfach nur am Leben zu erhalten. Im Gegenteil besteht die Gefahr, dass die lebenserhaltenden Maßnahmen ohne Reha-Strategie zu einem chronisch kranken Finanzsektor führen. Dabei sollte hervorgehoben werden, dass es nicht um einen aktiven Eingriff in die Geschäftsstrategie der Banken im Einzelnen gehen kann, sondern um eine angemessene marktkonforme Strukturpolitik. Wegen der zahlreichen Parallelen zur Situation in Japan muss diesem Problem wesentlich mehr Aufmerksamkeit zuteilwerden, als dies bisher der Fall ist.

Im Einzelnen gilt es, die folgenden Probleme zu adressieren:

- Deutsche Banken waren schon vor der Krise weder besonders gut kapitalisiert noch besonders ertragsstark (Tabelle 5). Die erheblichen Wertberichtigungen haben ihre Eigenkapitalbasis deshalb besonders getroffen. Nach der Statistik der Deutschen Bundesbank (2009b) betrug das (Eigen-)Kapital der deutschen Banken zu Beginn der Krise rund 350 Milliarden Euro. Da bei deutschen Banken bisher Wertberichtigungen von über 67 Milliarden Euro (gemäß Bloomberg am 11. September 2009; berücksichtigt werden nur Wertberichtigungen auf Wert-

Entwicklung der Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalquote von Banken im internationalen Vergleich

Tabelle 5

in Prozent

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eigenkapitalrendite¹						
Belgien	13,6	15,8	18,5	22,4	13,2	-28,3
Dänemark	20,8	21,2	22,2	21,9	17,3	-
Deutschland	-1,5	1,9	9,2	7,5	4,7	-
Finnland	11,3	12,4	10,1	11,1	14,3	10,9
Frankreich	8,5	10,6	11,8	15,5	9,8	-
Italien	7,4	9,3	9,7	11,4	9,7	-
Niederlande	14,8	16,8	15,4	15,4	18,7	-
Norwegen	9,6	14,6	18,0	17,0	16,1	12,1
Österreich	13,7	14,8	14,8	16,9	16,8	14,8
Schweden	12,3	14,6	17,4	18,0	17,0	14,4
Schweiz	11,7	14,3	18,0	17,7	-	-
Spanien	13,9	14,7	16,8	19,6	19,7	16,8
Vereinigtes Königreich	8,6	10,9	11,8	8,9	6,2	-
Eigenkapitalquote²						
Belgien	3,1	3,1	2,7	3,3	4,1	3,1
Dänemark	5,9	5,7	5,7	6,2	5,7	-
Deutschland	4,2	4,0	4,1	4,3	4,3	-
Finnland	10,9	9,6	9,9	9,8	8,3	7,4
Frankreich	6,9	6,6	5,8	6,0	5,5	5,5
Italien	6,4	6,4	6,9	6,9	6,4	-
Niederlande	4,3	3,9	4,2	3,0	3,3	3,5
Norwegen	5,9	5,9	5,1	4,9	4,7	4,2
Österreich	4,9	4,9	4,8	5,2	6,5	6,2
Schweden	5,0	4,3	3,9	4,0	4,0	4,7
Schweiz	5,7	5,3	5,1	4,9	-	-
Spanien	5,7	5,7	6,0	6,0	6,3	5,9
Vereinigtes Königreich	9,8	9,6	9,1	8,9	-	-

¹ Nettoerträge in Prozent des Eigenkapitals; ² Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme.
Quelle: IMF, 2009a

papiere, die unmittelbar mit der Finanzkrise zusammenhängen, das heißt die sogenannten toxischen Wertpapiere) nötig waren, wurden also knapp 20 Prozent des Eigenkapitals vernichtet.

Deutschland gehört gemäß dieser Statistik zu den am stärksten betroffenen Ländern (Sinn, 2009, 198). Nur die Schweiz und die USA haben beim Eigenkapital der Banken höhere Verluste hinnehmen müssen. Immerhin: Banken konnten sowohl von Privaten als auch über den Staat umfangreich frisches Eigenkapital aufnehmen. Aber es sind in Deutschland keine ausreichenden Bemühungen zu erkennen, die strukturellen Probleme – insbesondere bei den staatlichen Landesbanken – zu adressieren.

Obwohl es zu früh ist, einen belastbaren Vergleich zur Situation von Japan in den 1990er Jahren herzustellen, ist die Ausgangslage beunruhigend ähnlich: Geschwächte Banken, strukturelle Verwerfungen und politische Einflussnahme verweisen eher auf eine Zementierung der wackligen Situation statt auf die Etablierung einer stabilen Ausgangssituation. Die Weigerung, bei Banken in Deutschland einen transparenten sogenannten Stresstest vergleichbar dem der USA durchzuführen, fügt sich in dieses Bild ein. Offenbar will man die schlechten Nachrichten kaschieren (Tett, 2009) und verfolgt damit eine Strategie, die auch in Japan unheilvoll war. Der Finanzsektor droht, schlimmstenfalls unbeweglich zu werden – und damit zu einer Belastung statt zu einer Quelle des Wachstums.

- Eine Möglichkeit, dem Problem der schlechten Bilanzen Herr zu werden, besteht darin, die problematischen Aktiva einer sogenannten Bad Bank zu übertragen. Nach einer solchen Übertragung können die bereinigten Banken, ohne unter dem Schuldenüberhangproblem zu leiden, erfolgreich fortbestehen. Das deutsche Bad-Bank-Gesetz wird diesem Ziel allerdings nicht gerecht (Jäger, 2009), da der Gesetzgeber sich entschlossen hat, die Steuerzahler zu beschützen. Letztlich ergibt sich durch das Bad-Bank-Gesetz lediglich eine andere Rechnungslegung sowie eine zeitliche Streckung und Verschiebung der Probleme in die Zukunft. Das wird bei vielen Banken nicht ausreichen. Banken, die von einer ungeklärten stillen Last bedroht sind, werden kaum ihre gesamtwirtschaftliche Funktion – die Intermediation – erfüllen können, da ihnen die Möglichkeit, zu attraktiven Bedingungen Eigenkapital aufzunehmen, verwehrt ist. Der IMF (2003, 18 f.) weist darauf hin, dass es den japanischen Banken nicht gelang, ausreichend Eigenkapital aufzunehmen. Investoren waren nicht willens, in japanische Banken zu investieren, da die Risiken als zu groß und als besonders intransparent angesehen wurden. Daraus sollte die deutsche Politik lernen. Es ist wichtig, die Bedingungen zur Aufnahme von Eigenkapital zu verbessern.

- Wie damals in Japan leiden derzeit auch in Deutschland die Banken unter einer vergleichsweise niedrigen Zinsspanne und insgesamt unter einer generellen Renditeschwäche. Deshalb wird es den Banken schwerfallen, ihre Bilanzen aus eigenen Erträgen zu reparieren. Der IMF (2003) hat darauf hingewiesen, dass die Renditeschwäche hierzulande nicht an einer unzureichenden Kostenbalance der Banken liegt, sondern an ihren Schwierigkeiten, sich das Nichtzinsgeschäft zu erschließen (Jäger, 2006, 40 ff.). Zudem herrscht intensiver Wettbewerb. Da derzeit das Investmentbanking diskreditiert ist und außerdem eine Verbesserung der Wettbewerbssituation der Banken nicht zu erkennen ist, gibt es keinen Grund, hinsichtlich der Ertragslage der deutschen Banken euphorische Erwartungen zu hegen.
- Eine weitere unheilvolle Parallele zwischen dem Japan der 1990er Jahre und Deutschland in der aktuellen Krise besteht in der drohenden Einflussnahme der Politik auf die Strategie der Banken. Sowohl aus den Erfahrungen Japans als auch aus den massiven Verlusten bei den Landesbanken sollte man den Schluss ziehen, dass von der Politik gelenkte Banken ihrer Allokationsfunktion nicht sachgerecht nachkommen (Hüther/Jäger, 2009a). Die Situation wird auch dadurch nicht besser, dass der öffentlich-rechtliche Bankensektor in Deutschland schon vor der Krise einen im internationalen Vergleich sehr großen Marktanteil hatte.

Bis Mitte des Jahres 2009 ließ sich zwar eine deutliche Verschärfung der Kreditbedingungen beobachten, aber eine flächendeckende Kreditklemme lag nicht vor. Das ist bemerkenswert, denn die Wertberichtigungen sind enorm, sodass ein weiterer substanzieller Entschuldungsprozess nahezu unvermeidlich erscheint. Diesen Entschuldungsprozess gibt es auch – allerdings vollzieht er sich offenbar bisher vorwiegend im Interbankenmarkt, bei Wertpapieren und durch die Erhöhung der Margins (Hüther/Jäger, 2009b). Ob die Realwirtschaft dauerhaft von einer angebotsseitigen Verknappung verschont bleibt, wird jedoch zunehmend zweifelhafter.

Fazit: Die Lage des deutschen Finanzsektors ist beunruhigend. Seine Probleme können zu einem belastenden Faktor für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung werden und eine Erholung deutlich verzögern.

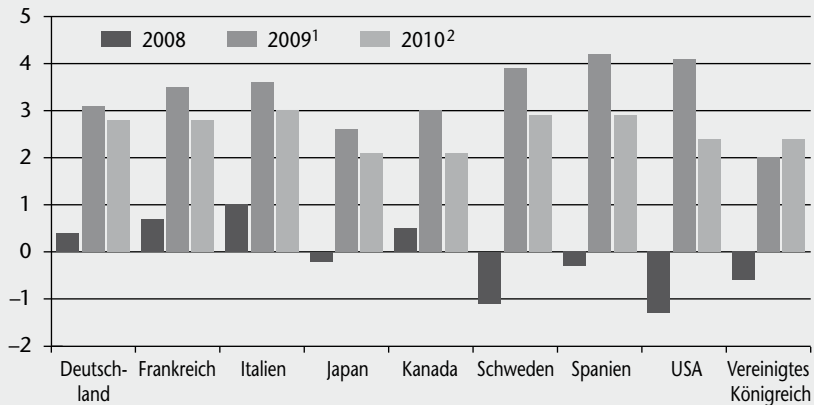
4.2.4 Realzinsanstieg

Im Gefolge der wirtschaftlichen Verwerfungen Ende der 1920er Jahre waren die Realzinsen in Deutschland und den USA stark angestiegen. Steigende Realzinsen können das Ergebnis rückläufiger Güterpreise bei unveränderten oder sogar sinkenden Nominalzinsen sein. Die Realzinsen sind letztlich ausschlaggebend für die Investitionstätigkeit der Unternehmen.

Realzinsen im internationalen Vergleich

Abbildung 27

Realzinsen für Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit, in Prozent



¹ Prognose für November 2009; ² Prognose für August 2010.
Quellen: Consensus Forecasts, 2009a; eigene Berechnungen

Abbildung 27 zeigt die Niveaus der Realzinsen in ausgewählten Ländern im Jahr 2008 und die entsprechenden Prognosen für die Jahre 2009 und 2010. Die Realzinsen ergeben sich hier daraus, dass die Nominalzinsen mit dem Verbraucherpreisindex deflationiert werden. Die Nominalzinsen sind die von Consensus Forecasts (2009a) veröffentlichten und für November 2009 und August 2010 erwarteten Zinsen für Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit. Zunächst zeigt sich, dass die Realzinsen im November 2009 auf Basis dieses Prognosedurchschnitts in allen betrachteten Ländern deutlich über dem Vorjahresniveau liegen werden. Die kräftigsten Anstiege sind in den USA, in Spanien und in Schweden zu erwarten. In den anderen Ländern werden die prognostizierten Realzinsen im November 2009 um 2,5 bis 3 Prozentpunkte über dem Jahresdurchschnitt 2008 liegen. Dies resultiert in den meisten Ländern jedoch nicht aus einem starken Anstieg der Nominalzinsen. Diese steigen in den meisten Ländern – mit Ausnahme der USA und von Schweden (jeweils 1,2 Prozentpunkte) – um weniger als einen halben Prozentpunkt. Vielmehr speist sich der Realzinsanstieg aus einem starken Rückgang der Inflationsraten – wobei für Japan, Schweden, Spanien und die USA sogar eine rückläufige Preisentwicklung erwartet wird.

Bis auf das Vereinigte Königreich wird sich in den betrachteten Ländern bis zum Juni 2010 die Realzinsentwicklung umkehren. In Kanada, Spanien und Schweden werden die Realzinsen voraussichtlich um 1 Prozentpunkt sinken, in

Langfristige Realzinsen im internationalen Vergleich Tabelle 6

Nominalzinsen für langfristige Staatsanleihen deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex, in Prozent

	Deutschland	Frankreich	Italien	Japan	Kanada	USA	Vereinigtes Königreich
1971–1980	2,9	0,6	-2,6	-1,0	0,8	-0,5	-1,6
1981–1990	4,9	5,4	4,6	4,3	5,3	5,2	4,4
1991–2000	3,8	5,0	5,3	2,5	5,4	3,7	4,4
2001–2008	2,2	2,1	1,9	1,5	2,2	1,5	2,7

Quellen: OECD, 2009; eigene Berechnungen

den USA sogar um fast 2 Prozentpunkte. In Deutschland gehen die Realzinsen der Prognose zufolge lediglich von 3,1 Prozent im November 2009 auf 2,8 Prozent im August 2010 zurück.

Ein langfristiger Vergleich der Realzinsen, für den Daten der OECD verwendet werden, zeigt, dass die für November 2009 und August 2010 erwarteten Realzinsen einerseits deutlich über dem Durchschnitt der Jahre von 2001 bis 2008 liegen. Diese Zeit war charakterisiert von im intertemporalen Vergleich niedrigen Inflationsraten und auch niedrigen Nominalzinsen („Great Moderation“). Andererseits sind die derzeitigen Realzinserwartungen jedoch, verglichen mit den Durchschnitten der beiden vorangegangenen Dekaden (1981–1990, 1991–2000), nicht als besorgniserregend zu bezeichnen (Tabelle 6).

Der Realzinsanstieg fällt für das Jahr 2009 im Vergleich zum Vorjahr allerdings erheblich stärker aus, wenn zur Deflationierung anstelle des Verbraucherpreisindex der Erzeugerpreisindex, der vorwiegend für Industriegüter und andere gewerbliche Waren berechnet wird, verwendet wird. Auf der Produzentenebene – vor allem bei Industrieunternehmen – gehen die Preise im Jahr 2009 viel stärker zurück als auf der Konsumentenebene (Tabelle 7). Von daher entfaltet sich anhand der Erzeugerpreisentwicklung vor allem im Jahr 2009 ein höherer Kostenschock für die Unternehmen, der sich allerdings parallel zur anhand des Verbraucherpreisindex berechneten Entwicklung im kommenden Jahr wieder zurückbildet. Dabei muss noch darauf hingewiesen werden, dass ein erheblicher Teil der gegenwärtigen Preisentwicklung auf die stark eingebrochenen Energie- und Rohstoffpreise zurückzuführen ist. Vor allem im Vorjahresvergleich ergeben sich große Basiseffekte. So waren das erste Halbjahr des Jahres 2008 von enormen Anstiegen und das zweite Halbjahr 2008 sowie ein Teil des Jahres 2009 von

Inflationsprognosen im internationalen Vergleich

Tabelle 7

Erwartete Veränderung der Verbraucher- und der Erzeugerpreise gegenüber dem Vorjahr, in Prozent

	Verbraucherpreise		Erzeugerpreise	
	2009	2010	2009	2010
Deutschland	0,3	0,9	-3,0	0,9
Frankreich	0,1	1,0	-	-
Italien	0,7	1,4	-4,4	1,3
Japan	-1,2	-0,6	-5,1	-1,1
Kanada	0,5	1,8	-2,8	1,9
Schweden	-0,3	1,0	-	-
Spanien	-0,2	1,3	-	-
USA	-0,5	1,8	-2,9	1,6
Vereinigtes Königreich	1,8	1,7	1,1	1,8

Quelle: Consensus Forecasts, 2009a

ebenso gewaltigen Einbrüchen bei den Energie- und Rohstoffpreisen geprägt (siehe Abschnitt 4.2.7). Ohne eine Berücksichtigung dieser Sondereffekte fällt die Preisentwicklung sowohl auf der Verbraucher- als auch auf der Erzeugerpreisebene deutlich moderater aus – und damit auch die Realzinsentwicklung. Offensichtlich sind die Entlastungseffekte auf der Produktionsebene stärker ausgeprägt als auf der Konsumentenebene. Dazu kommt allerdings auch, dass die Erzeugerpreise industrieller Güter mehr und mehr unter der einbrechenden Nachfrage nach diesen Produkten leiden.

Fazit: Die Realzinsen werden im Jahr 2009 deutlich ansteigen. Dabei fällt ihr Anstieg auf Basis der stark rückläufigen Erzeugerpreise stärker aus als auf Basis der Verbraucherpreise. Im kommenden Jahr wird sich die Realzinsentwicklung jedoch umkehren. Im Vergleich mit den Realzinsschocks im Gefolge der Großen Depression entfaltet sich daraus kein entsprechender Kosten- und Gewinndruck für die Unternehmen. Auch im Vergleich mit den 1980er und 1990er Jahren kann das derzeitige Realzinsniveau nicht als besorgniserregend bezeichnet werden.

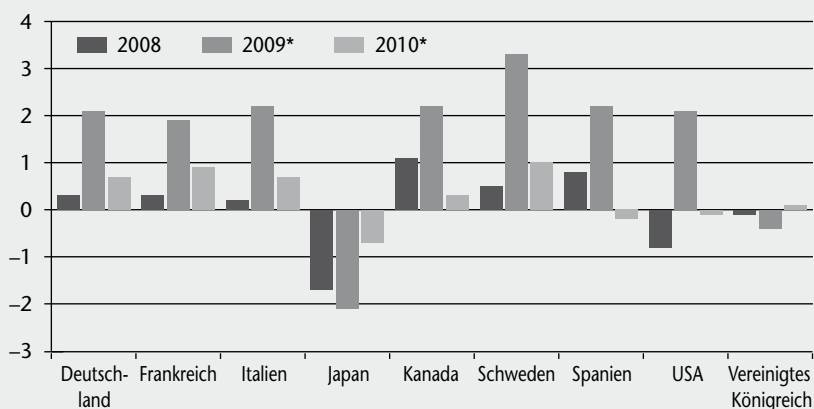
4.2.5 Reallohnanstieg

In Abschnitt 3.3 wurde ausführlich dargestellt, dass es während der Großen Depression in Deutschland und in den USA zu erheblichen Anstiegen der Real-

Reallöhne im internationalen Vergleich

Abbildung 28

Veränderung der Reallöhne gegenüber dem Vorjahr, in Prozent



* Prognose (Jahreswerte).

Quellen: Consensus Forecasts, 2009a; eigene Berechnungen

löhne gekommen ist. Zwar stärken die höheren Reallöhne die Kaufkraft der Beschäftigten. Allerdings veranlassen sie die Unternehmen auch dazu, zu rationalisieren und damit tendenziell Arbeitskräfte zu entlassen. Dies mindert das Masseneinkommen, den Konsum und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – trotz sinkender Preise. Über die geringere Rentabilität infolge der höheren Produktionskosten wird auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen beeinträchtigt. Rigide Nominallöhne bewirken bei fallenden Preisen einen Anstieg der Reallöhne, erhöhen die Anpassungslasten für die Unternehmen und verstärken die Krise.

Abbildung 28 zeigt die Veränderung der Reallöhne in ausgewählten Ländern. Dabei wurden die von Consensus Forecasts (2009a) erhobenen Prognosen für die Nominallohnentwicklung – wobei für die einzelnen Länder unterschiedliche Abgrenzungen vorliegen – mit den Inflationsprognosen (ebenfalls Consensus Forecasts, 2009a) deflationiert. Zunächst verdeutlicht die Abbildung, dass die Reallöhne im Jahr 2009 in den meisten der hier betrachteten Länder deutlich stärker ansteigen als im Jahr 2008. Ausnahmen bilden Japan und das Vereinigte Königreich, wo die Reallöhne im Jahr 2009 rückläufig sind und es auch im Jahr 2008 schon waren. In Japan ergibt sich diese Entwicklung im Jahr 2009 aus rückläufigen Verbraucherpreisen und sinkenden Nominallöhnen. Im Vereinigten Königreich fällt die erwartete Inflationsrate (Verbraucherpreise) mit 1,8 Prozent deutlich höher aus als der Nominallohnanstieg mit 1,4 Prozent.

In den anderen Ländern steigen die Reallöhne in diesem Jahr dagegen kräftig an – am stärksten in Schweden, Spanien und den USA. Die Reallöhne in Deutschland dürften im Jahr 2009 um 2,1 Prozent zulegen – wobei die Nominallohne um 2,4 Prozent steigen werden. Der Reallohnanstieg wird nur in Schweden, Spanien, Japan und in den USA durch rückläufige Verbraucherpreise angetrieben (vgl. Tabelle 7). In den anderen Ländern sorgen die kaum steigenden Preise für Reallohnanstiege, die mehr oder weniger den Nominallohnsteigerungen entsprechen. Wie bereits bei der Diskussion zur Realzinsentwicklung angesprochen (vgl. Abschnitt 4.2.4), ist dabei einschränkend zu beachten, dass ein Teil der erheblichen Beruhigung des Preisklimas durch die rückläufigen Energiepreise bedingt ist. Dies gilt sowohl für die Preismessung auf der Verbraucherebene als auch auf der Produzentenebene.

Lässt man Japan und das Vereinigte Königreich außen vor, dann wird die Reallohndynamik im Jahr 2010 gemäß der vorliegenden Prognosen erheblich schwächer ausfallen als im Jahr 2009. Mit Ausnahme von Schweden werden die Reallöhne im kommenden Jahr voraussichtlich um weniger als 1 Prozent steigen. In den meisten betrachteten Ländern erhöhen sich dann einerseits die Nominallohne weniger stark als in diesem Jahr und andererseits fallen die Inflationsraten wieder höher aus.

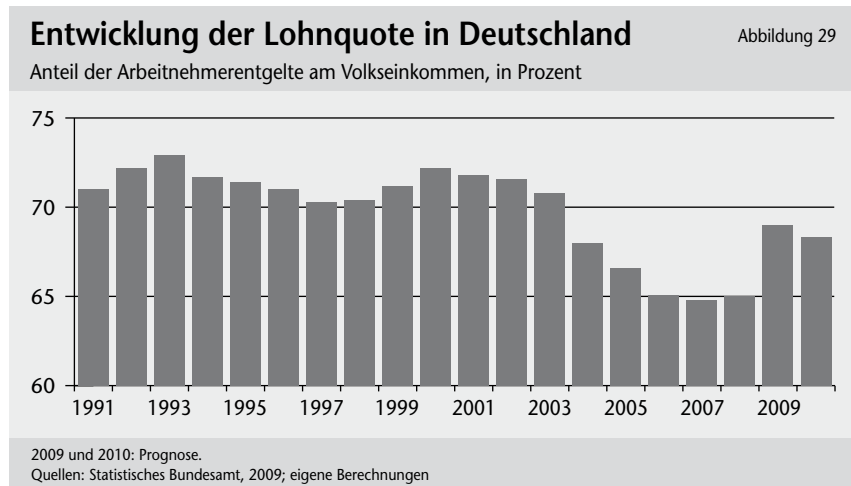
Untersuchungen speziell für Deutschland bescheinigen zwar im Vergleich mit anderen Ländern nach wie vor eine hohe Nominallohnrigidität (Beissinger/Knoppik, 2005; Galdeano/Turunen, 2005). Eine aktuelle Studie der Deutschen Bundesbank (2009a) bezieht sich dabei auf Daten des Wage Dynamics Network (WDN), einem Forschungsnetzwerk europäischer Notenbanken (EZB, 2009a). Demnach sind Nominallohnrigiditäten in Deutschland wesentlich häufiger anzutreffen als in anderen Ländern. Sie haben allerdings im Zeitablauf nachgelassen (Bauer et al., 2003; Deutsche Bundesbank, 2009a).

Fazit: Die Reallöhne erhöhen sich im Jahr 2009 in vielen Ländern infolge rückläufiger Güterpreise und weiter ansteigender Nominallohne stärker als im Vorjahr. Den Unternehmen in den hier betrachteten Ländern steht jedoch kein Kostenschok durch stark ansteigende Reallöhne bevor, der mit dem aus der Zeit der Großen Depression vergleichbar wäre – zumindest beim Blick auf die derzeitigen Prognosen. Das gilt ausdrücklich auch für Deutschland, wo der Reallohnanstieg zwar im Jahr 2009 höher ausfallen wird als im Vorjahr, sich im kommenden Jahr aber voraussichtlich wieder deutlich zurückbildet. Somit ist eine wichtige verstärkende Kraft der damaligen realwirtschaftlichen Verwerfungen in der aktuellen Krise nicht zu erwarten.

4.2.6 Ertragsprobleme der Unternehmen

Im Gefolge der Großen Depression war es zu einem starken Einbruch der Unternehmenserträge gekommen, der die Investitionsmöglichkeiten und Investitionsanreize der Unternehmen beeinträchtigte (vgl. Abschnitt 3.3). Daneben haben sinkende Unternehmenserträge in Kombination mit fallenden Vermögenswerten auch die Vermögenseinkommen der privaten Haushalte und damit auch deren Konsumausgaben belastet.

In Abschnitt 3.3 wurde bereits mit der Lohnquote argumentiert, um einen Einbruch der Unternehmens- und Vermögenseinkommen in Krisenzeiten zu dokumentieren. Diese Messgröße für die makroökonomische Verteilung wurde auch deshalb gewählt, weil es an alternativen Daten über die Entwicklung der Unternehmensgewinne mangelt.



Auch im Folgenden wird mit der Lohnquote argumentiert – wenngleich diese Größe eine Reihe von Schwächen und Interpretationsgrenzen aufweist (Grömling, 2006). Die Lohnquote beschreibt den Anteil der Arbeitnehmerentgelte am Volkseinkommen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass der restliche Teil des Volkseinkommens als Unternehmenseinkommen bezeichnet werden kann. Zum einen werden die Unternehmenseinkommen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) nach wie vor als Residualgröße und nicht auf Basis originärer Daten berechnet. Zum anderen beinhaltet diese Restgröße neben den Unternehmensgewinnen die Arbeitseinkommen der Selbstständigen und die vielfältigen Vermögenseinkommen (zum Beispiel Zinsen, Mieten, Pachten und Dividenden) der privaten Haushalte.

Ein starker Anstieg der Lohnquote in einer Krise und ein spiegelbildlicher Einbruch der relativen Unternehmens- und Vermögenseinkommen können gleichwohl auf enorme privatwirtschaftliche Anpassungslasten hinweisen:

- Einbruch der Unternehmensgewinne mit negativen Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit,
- Einbruch der Arbeitseinkommen der Selbstständigen (als Teil der privaten Haushalte) und der Vermögenseinkommen der privaten Haushalte mit negativen Auswirkungen auf den Konsum.

Abbildung 29 zeigt die Entwicklung der Lohnquote in Deutschland seit dem Jahr 1991. Nach ersten Schätzungen – denen die Prognosen einiger Forschungsinstitute zugrunde liegen – dürfte die Lohnquote im Jahr 2009 einen gewaltigen Sprung nach oben machen. Lag sie im Jahr 2008 mit 65 Prozent des Volkseinkommens noch nahe am Tiefpunkt – bezogen auf die Zeit in Deutschland seit dem Jahr 1991 – so dürfte sie binnen Jahresfrist auf 69 Prozent steigen. Eine so große Erhöhung gab es in Deutschland seit dem Jahr 1950 nicht. Dieser Sprung spiegelt eine über die normale konjunkturelle Entwicklung hinausgehende Reaktion der makroökonomischen Einkommensverteilung wider. Die Lohnquote reagiert generell sensibel auf die wirtschaftliche Lage (Grömling, 2009). Mitte der 1970er und Anfang der 1980er Jahre stieg die Lohnquote in Westdeutschland im Gefolge der damaligen Ölpreiskrisen stark an – im Jahr 1974 um 1,9 Prozentpunkte und im Jahr 1980 um 2,3 Prozentpunkte. Auch der Höhepunkt der Lohnquotenentwicklung in Deutschland im Krisenjahr 1993 weist darauf hin, dass die Lohnquote besonders in konjunkturell schlechten Zeiten vergleichsweise stark ansteigt. Während die Unternehmensgewinne und Kapitaleinkommen in einer Abschwungphase sinken, bleiben die Arbeitseinkommen meist relativ stabil. Das liegt daran, dass die Unternehmen versuchen, die Beschäftigung zunächst einmal aufrechtzuerhalten. Entsprechend steigt der Anteil der Einkommen aus unselbstständiger Arbeit am Volkseinkommen.

Die tatsächliche Einkommensposition der Arbeitnehmer und der privaten Haushalte wird durch die Lohnquote in einer Krise jedoch bei weitem nicht erfasst. Damit sagt der prognostizierte gewaltige Anstieg der Lohnquote im Jahr 2009 nichts über die tatsächliche Einkommenslage der privaten Haushalte aus – allenfalls über ihre relative Position. Diese bessere relative Position der Arbeitnehmer muss zudem deshalb kritisch hinterfragt werden, weil auch die abhängig Beschäftigten unter den einbrechenden Unternehmens- und Vermögenseinkommen leiden.

Der prognostizierte starke Anstieg der Lohnquote im Jahr 2009 resultiert daraus, dass die Unternehmens- und Vermögenseinkommen stark sinken. Während die gesamten Arbeitseinkommen – vor allem wegen der rückläufigen Beschäf-

tigung – nur um knapp 1 Prozent sinken, werden die Unternehmens- und Vermögenseinkommen im Jahr 2009 um schätzungsweise 17,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr schrumpfen. In absoluten Werten markiert dies den stärksten Rückgang seit 1950. Zum Vergleich: In den oben erwähnten Ölkrisenfolgejahren 1974 und 1980 stagnierten die Unternehmens- und Vermögenseinkommen (1974) beziehungsweise sanken um 3,8 Prozent (1980).

Auch andere Informationen sprechen für eine deutliche Verschlechterung der Ertragslage in der aktuellen Krise: Auf Basis der Ertragsumfrage des ifo-Instituts zeichnet sich für das Jahr 2009 erstmals in der deutschen Nachkriegszeit ein Abrutschen der gesamten Metall- und Elektroindustrie in die Verlustzone ab (Gesamtmetall, 2009). Als Begründung werden die stark eingebrochenen Umsätze, die sinkenden Erzeugerpreise und die stark ansteigenden Lohnstückkosten angeführt. Prognosen für die Entwicklung der Unternehmenserträge in anderen Ländern wurden in der Mai-Ausgabe von Consensus Forecasts (2009b, 28 f.) veröffentlicht. Demnach stehen in anderen Ländern ebenfalls große Anpassungen bei den Unternehmenserträgen an – auch wenn die dort aufgeführten Indikatoren nicht direkt miteinander verglichen werden können.

Im Jahr 2010 wird sich die Lohnquote auf Basis der bisher vorliegenden Prognosen wieder etwas zurückbilden. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Arbeitnehmerentgelte um gut 1 Prozent sinken, während die Unternehmens- und Vermögenseinkommen um 2 Prozent ansteigen. Dabei muss gleichwohl im Blick behalten werden, dass die Unternehmens- und Vermögenseinkommen dann noch um 16 Prozent oder um mehr als 100 Milliarden Euro unter ihrem Höchstwert vom Jahr 2008 liegen.

Fazit: Die Investitionsmöglichkeiten der Unternehmen sowie die Konsummöglichkeiten der privaten Haushalte werden im Jahr 2009 vom gewaltigen Einbruch der Unternehmens- und Vermögenseinkommen beeinträchtigt. Vieles spricht dafür, dass im Jahr 2009 der stärkste Rückgang der Unternehmenserträge in Deutschland seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs erfolgt. Im kommenden Jahr dürften sich die Unternehmenserträge zwar wieder stabilisieren – dies allerdings auf niedrigerem Niveau.

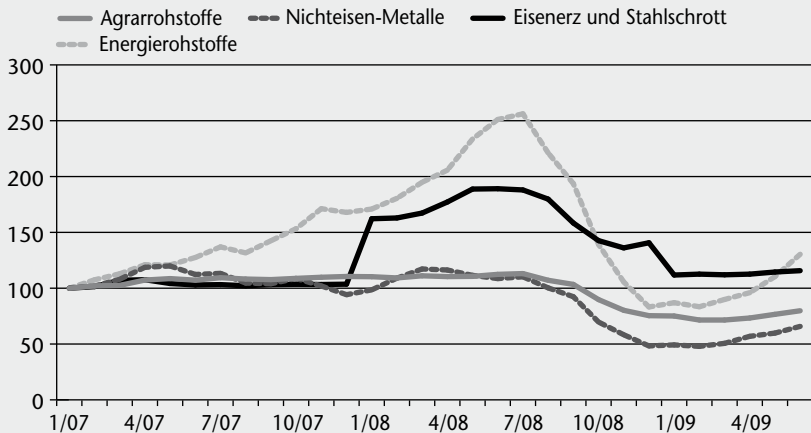
4.2.7 Volatile Rohstoffpreise

In Kapitel 2 wurde bereits herausgearbeitet, dass die Weltwirtschaftskrise durch verschiedene Krisen geprägt war. Eine davon war die Agrarkrise, die sich durch einen starken Verfall der Agrarpreise bereits Mitte der 1920er Jahre auszeichnete. Technischer Fortschritt hatte zu einer Expansion der Agrarproduktion geführt, in deren Gefolge die Agrarpreise stark einbrachen. Dies führte vor allem

Entwicklung ausgewählter Rohstoffpreise

Abbildung 30

Weltmarktpreise in US-Dollar, Indexwerte: Januar 2007 = 100



Quellen: HWWI, 2009; eigene Berechnungen

in den stark landwirtschaftlich ausgerichteten Ländern – wobei auch in Deutschland rund 30 Prozent und in den USA rund 20 Prozent der Erwerbstätigen in der Landwirtschaft tätig waren (Ritschl, 2009, 28) – zu erheblichen Anpassungslasten im Vorfeld der Großen Depression. Vor diesem historischen Hintergrund ist zu fragen, ob die Preisentwicklung von Agrarrohstoffen und anderen Rohstoffen in letzter Zeit ebenfalls zu einer Verschärfung der aktuellen Krise beigetragen hat oder noch beitragen wird.

Abbildung 30 veranschaulicht zunächst die Entwicklung ausgewählter Rohstoffpreise seit Januar 2007. Dabei darf nicht übersehen werden, dass die Rohstoffpreise bereits vorher – und zwar seit der Jahrtausendwende – deutlich angestiegen waren: Die Preise für Eisenerz und Stahlschrott lagen beim Ausgangspunkt der folgenden Betrachtung, also im Januar 2007, bereits um 90 Prozent über dem Durchschnitt des Jahres 2000. Nichteisen-Metalle kosteten über 50 Prozent mehr und Energierohstoffe insgesamt 90 Prozent mehr als im Jahr 2000 (alle Angaben auf US-Dollar-Basis).

Das unmittelbare Vorfeld der gegenwärtigen Krise war ebenfalls von deutlichen Preisanstiegen für Energie und andere Rohstoffe – vor allem Eisenerz und Stahlschrott – gekennzeichnet. Allein in den eineinhalb Jahren von Januar 2007 bis zum Höhepunkt der Preisentwicklung zur Jahresmitte 2008 verteuerten sich Energierohstoffe nochmals um mehr als 150 Prozent, Eisenerz und Stahl-

schrott legten um fast 90 Prozent zu. Das bedeutete einerseits für die Produktion in Deutschland einen erheblichen Kosten- und Angebotsschock und für die Nachfrageseite einen spürbaren Kaufkraftverlust (Grömling, 2008b). Dass die Konsumkonjunktur während des vergangenen Aufschwungs nicht allzu stark in Schwung kam, lässt sich zum Teil mit diesem negativen Nachfrageschock erklären. Andererseits kamen die rohstoffreichen Länder zu erheblich ansteigenden Einnahmen, die teilweise in diesen Ländern eine beachtliche Investitionstätigkeit in Gang gesetzt haben (Grömling, 2008a). Das hat wiederum die deutsche Wirtschaft mit ihrem starken Fokus auf Investitionsgüter außerordentlich gut belebt. Das sogenannte Recycling der Petrodollar über verstärkte Importe der Rohstoffländer hat die exportorientierte Wirtschaft in Deutschland besonders begünstigt.

Der starke Einbruch der Rohstoffpreise ab Sommer 2008 hat dagegen die Einnahmen der Rohstoffländer erheblich in Mitleidenschaft gezogen. So sind zum Beispiel die Preise für Energierohstoffe von Juli bis Dezember 2008 um zwei Drittel gesunken. Die Preise für agrarische Rohstoffe gaben im selben Zeitraum um ein Drittel nach, die für Nichteisen-Metalle um weit über 50 Prozent. Die Preise für Eisenerz und Stahlschrott erreichten im Frühjahr 2009 ihren Tiefpunkt und lagen um über 40 Prozent unter dem Höchstwert vom Sommer 2008. Somit wird auch die aktuelle Krise – vor allem die Phase ab September 2008, als die Industrieaufträge und die Industrieproduktion schlagartig einbrachen – von einem enormen Verfall der Rohstoffpreise begleitet. Aus der Perspektive der deutschen Wirtschaft ist dies insofern negativ zu beurteilen, als damit auch die Investitionstätigkeit in den rohstoffreichen Ländern stark zurückgefahren wurde, was wiederum den Einbruch der Aufträge aus dem Ausland an die deutsche Industrie beschleunigte. Gleichwohl muss auch gesehen werden, dass die erhebliche Verbilligung der Rohstoffe auf der Konsumebene mit markanten Kaufkraftgewinnen verbunden ist.

Fazit: Auch die gegenwärtige Krise ist durch einen starken Verfall der Rohstoffpreise geprägt. Der Preiseinbruch bei Rohstoffen beeinträchtigt über die stark nachlassende globale Investitionstätigkeit die deutsche Investitionsgüterindustrie. Möglicherweise sind allerdings die größten Anpassungslasten bereits verarbeitet. Denn seit Anfang des Jahres 2009 hat sich die Rohstoffpreisentwicklung wieder stabilisiert. Zuletzt sind die Preise sogar wieder gestiegen. Damit besteht auch die Hoffnung, dass sich die Investitionstätigkeit in den rohstoffreichen Ländern und den Schwellen- und Entwicklungsländern im Allgemeinen wieder erholt. Vom Recycling der wieder ansteigenden Rohstoffeinnahmen wird dann auch die deutsche Wirtschaft über ihre Exporttätigkeit profitieren können.

4.2.8 Geldpolitische Fehlreaktion

Die europäische Geldpolitik – allen voran die EZB – hat energisch gehandelt: Die Liquiditätsversorgung wurde insbesondere nach der Pleite der Bank Lehman Brothers im Herbst 2008 erheblich gelockert. Im Einzelnen wurden die folgenden Maßnahmen ergriffen:

- Der Leitzins wurde im Euroraum um 300 Basispunkte gesenkt.
- Das Spektrum der als Sicherheit akzeptierten Wertpapiere wurde erweitert.
- Die EZB teilt bei den Auktionen voll zu; die Zentralbank steuert die Liquidität mittels Auktionen, bei denen die Banken Gebote für Zentralbankgeld abgeben. Vor der Krise wurden diese Gebote in der Regel nicht voll zugeteilt, wobei sich die Zentralbank bei der Zuteilung am geschätzten Liquiditätsbedarf orientierte.
- Der Anteil der langfristigen Refinanzierungen (drei Monate oder mehr) wurde erheblich ausgeweitet. Mittlerweile sind die langfristigen Refinanzierungen wichtiger als die Hauptrefinanzierungsgeschäfte.
- Die EZB kauft Anleihen mit langfristigen Laufzeiten.

Damit ist die Europäische Zentralbank sehr weit gegangen. Man muss jedoch beachten, dass die Transmission der Geldpolitik in die Realwirtschaft keineswegs wie zu normalen Zeiten abläuft. Die Relation zwischen der Geldmenge M3 und dem Basisgeld hat sich im Euroraum substantiell verringert, das heißt, der Geldschöpfungsprozess weicht stark von den Normalbedingungen ab.

Üblicherweise geht eine Erhöhung der Basisgeldmenge mit einer über zehnmal so starken Ausweitung der Geldmenge M3 einher. Wäre beispielsweise der Refinanzierungsimpuls von netto knapp 300 Milliarden Euro, der Ende Juni 2009 den Banken gewährt wurde, wie sonst üblich in Geldmenge M3 umgewandelt worden, dann hätte die Geldmenge M3 um mehr als 3.000 Milliarden Euro steigen müssen (dies hätte einer Erhöhung der Geldmenge M3 um rund 30 Prozent entsprochen). Die Banken nutzten die Liquidität jedoch zur Bildung einer großen Überschussreserve in der Einlagefazilität bei der EZB und nicht zur multiplen Geldschöpfung (Kreditgewährung). Die Banken machen bei dieser Strategie direkt Verluste, denn die Verzinsung der Einlagefazilität ist um 75 Basispunkte niedriger, als die Kredite der EZB kosten. Dass die Banken trotzdem zu diesem Instrument griffen, dokumentiert ihre Angst vor Liquiditätsproblemen auf dem Interbankenmarkt.

Die Entwicklung der Geldmenge, gemessen an den Aggregaten M1 bis M3, verlangsamt sich derzeit tendenziell wieder. Das ist einerseits beunruhigend, denn schließlich war die rückläufige Geldmengenentwicklung ein Merkmal der Großen Depression. Andererseits ist eine langsame Entwicklung der Geldmenge in einer Rezession angemessen.

Die EZB hilft mit ihrer Geldpolitik zunächst nur den Banken. Diese profitieren von einer fast sorgenfreien Versorgung mit Liquidität und von einer steilen Zinsstrukturkurve. Allerdings scheuen die Banken davor zurück, die günstigen Refinanzierungsbedingungen (mengen- und preismäßig) in Form freizügiger Kreditgewährung an die Realwirtschaft weiterzugeben. Dafür lassen sich mindestens zwei Gründe aufführen:

- Die Banken können nicht einschätzen, welche Exit-Strategie die EZB wählen wird. Wenn sich die Banken entschließen, die im Grundsatz auf Zeit gewährte Liquidität in Kredite umzuwandeln, dann riskieren sie im Fall eines schnellen Exits der EZB, das heißt bei einem plötzlichen Ende der üppigen Liquiditätsversorgung, ein nennenswertes Liquiditätsproblem.
- Die Banken befürchten konjunktur- und krisenbedingt substanzielle Ausfälle im Kreditgeschäft.

Obwohl die Geldpolitik ihre Verantwortung für die Stabilität einerseits sehr ernst nimmt, ist ihr Handeln andererseits zweischneidig. Die großzügige Geldpolitik ermöglicht es den Banken, die Restrukturierung zu verzögern und schlimmstenfalls zu vernachlässigen. Der IMF (2003) hat diesen Aspekt für Japan hervorgehoben. Allerdings darf man den Zeitfaktor nicht vergessen: Der Hinweis auf diese Gefahr im Bankensektor ist erst nach mehreren Jahren allzu großzügiger Geldpolitik sachgerecht. Noch wird der Geldmarkt im Krisenmodus betrieben.

Fazit: Sollte es zu einer depressiven Phase in Deutschland kommen, so lag das nicht an der bisherigen Geldpolitik.

4.2.9 Fiskalpolitische Fehlreaktion

Die Analyse der Großen Depression hat gezeigt, dass zumindest in Deutschland die öffentlichen Haushalte damals in erheblichem Umfang prozyklisch ausgerichtet wurden. Die Fiskalpolitik hat dadurch die Krise verschärft: Die Krise

Fiskalpolitische Indikatoren

Tabelle 8

in Prozent des BIP

	Deutschland		Euroländer		OECD-Länder	
	2008	2010	2008	2010	2008	2010
Staatsausgaben	44,0	48,6	46,8	51,1	41,5	45,7
Finanzierungssaldo	-0,1	-6,2	-1,9	-7,0	-3,2	-8,8
Staatsverschuldung	69,0	84,1	73,4	89,2	78,7	100,2

Quelle: OECD, 2009

war tiefer und dauerte länger, als dies bei einem expansiven fiskalpolitischen Kurs zu erwarten gewesen wäre.

In der aktuellen Krise ist dies ganz anders. Nicht nur in Deutschland, sondern auch weltweit hat sich die Fiskalpolitik der Krise entgegengestemmt und sowohl über Steuersenkungen als auch über schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme versucht, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stützen. Darüber hinaus haben die automatischen Stabilisatoren gewirkt. Dieser Kurs der Fiskalpolitik hinterlässt bei wichtigen fiskalpolitischen Indikatoren deutliche Spuren (Tabelle 8). In Deutschland, den Euroländern und auch den OECD-Ländern insgesamt steigen die Staatsausgaben stärker an als das nominale BIP, sodass die Staatsquoten (Anteil der Staatsausgaben am nominalen BIP) überall stark zulegen. Die Defizite in den öffentlichen Haushalten schießen kräftig in die Höhe und erreichen nach der aktuellen Prognose der OECD neue Höchststände, ebenso wie die Staatsverschuldung insgesamt.

Grundsätzlich hat die Fiskalpolitik richtig reagiert. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist in einem Tempo und Ausmaß weggebrochen, das die Anpassungsfähigkeit der Angebotsseite überfordert. Anders als frühere Krisen, deren Ursachen auf der Angebotsseite lagen (zum Beispiel wurden die Krisen Mitte der 1970er Jahre und Anfang der 1980er Jahre durch sprunghaft steigende Ölpreise ausgelöst), ist die Ursache diesmal eindeutig auf der Nachfrageseite angesiedelt. Deshalb spricht vieles dafür, dass die Konjunkturprogramme diesmal eine stärkere stimulierende Wirkung entfalten, als dies in früheren Krisen der Fall war. Diesmal sind die Konjunkturprogramme eine ursachenadäquate Reaktion. In früheren Krisen waren sie das nicht.

Nicht so eindeutig kann eine Aussage über die Entwicklung in den nächsten Jahren getroffen werden. Welche Auswirkungen die Fiskalpolitik in den kommenden Jahren auf die wirtschaftliche Entwicklung haben wird, hängt entscheidend davon ab, wie die notwendige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte umgesetzt wird. Findet die Politik den Mut, an der Ausgabenseite – und dabei vor allem bei den konsumtiven Staatsausgaben – anzusetzen, stärkt dies mittelfristig die Wachstumskräfte (SVR, 2002, 594 ff.). Geht die Politik dagegen den Weg über Steuererhöhungen, wird das Gegenteil erreicht, also das Wachstumspotenzial gedämpft.

Fazit: Aus heutiger Sicht kommt man zu dem gleichen Ergebnis wie bei der Geldpolitik: Sollte es eine deflationäre oder depressive Phase in Deutschland geben, so lag das nicht an der bisherigen Fiskalpolitik. Mittelfristig könnte sich dies jedoch ändern. Es hängt davon ab, wie die Politik den Konsolidierungsprozess gestalten wird.

4.2.10 Protektionismus

Wie in Abschnitt 3.4.4 gezeigt wurde, haben viele Staaten während der Großen Depression versucht, den Schaden für die eigene Wirtschaft zulasten des Auslands zu begrenzen, indem sie zu protektionistischen Maßnahmen gegriffen haben. Zölle wurden eingeführt oder erhöht und nicht tarifäre Handelshemmnisse als zusätzliche Instrumente der Abschottung genutzt. Der Welthandel hat darunter stark gelitten, was die Krise verstärkte und sie in eine Depression münden ließ. Im Folgenden soll geprüft werden, ob die Regierungen daraus gelernt haben: Widerstehen sie in der aktuellen Krise der Neigung zu protektionistischen Maßnahmen oder greifen sie erneut zu diesem für die Entwicklung der Weltwirtschaft gefährlichen Instrument?

Protektionismus ist ein Wohlstandskiller, und zwar letztlich für alle beteiligten Länder. Das ist das zentrale und eindeutige Ergebnis der Außenhandelstheorie. Offene Märkte und intensiver Warenaustausch führen zur Realisierung von Spezialisierungsvorteilen in Form kostengünstigerer Produktion sowie zu einem breiteren und preiswerteren Produktangebot für die Verbraucher. Der Wettbewerbsdruck, der mit dem internationalen Handel verbunden ist, spornt die Unternehmen ständig an, Kostensenkungspotenziale zu erschließen und ihre Innovationsrate zu erhöhen. Das wirkt wachstumsstimulierend.

In einer schweren Wirtschaftskrise spüren die Unternehmen den Wettbewerbsdruck natürlich besonders stark. Der Ruf nach der schützenden staatlichen Hand wird dann lauter. Die Politik tut sich regelmäßig schwer, diesem Ansinnen zu widerstehen. In einer Zeit, in der die Realeinkommen der Bürger sinken oder nur gering steigen und viele Arbeitsplätze auf dem Spiel stehen, ist der Schutz der heimischen Wirtschaft vor ausländischer Konkurrenz populär und somit ein idealer Nährboden für aufkeimenden Protektionismus.

Obwohl sich die Politiker auf dem G20-Gipfel Anfang April 2009 in London darauf verpflichtet hatten, den internationalen Handel nicht durch neue Handelschranken zu belasten, scheint sich dennoch ein schleichender Protektionismus auszubreiten.¹² Ein Beispiel ist der erst jüngst vom US-Repräsentantenhaus gefasste Beschluss, in das Energie- und Wasserbewilligungsgesetz, das ein Volumen von immerhin 33 Milliarden US-Dollar hat, eine Bestimmung aufzunehmen, derzufolge Gelder für neue Fahrzeuge aus diesem Programm nur

¹² Die Regierungschefs verpflichteten sich bis Ende des Jahres 2010, „...to refrain from raising new barriers to investment or to trade in goods and services, imposing new restrictions, or implementing WTO inconsistent measures to stimulate exports“. Sie verpflichteten sich ebenso dazu, „... to minimize any negative impact on trade and investment of our domestic policy actions including fiscal policy and action in support of the financial sector“ (WTO, 2009, 3).

an die drei großen US-Autohersteller General Motors, Ford und Chrysler fließen sollen (Handelsblatt, 2009).

Im Juli 2009 hat die WTO ihren dritten Protektionismusbericht vorgelegt. Er zeigt auf, dass das obige Beispiel aus den USA in der aktuellen Krise kein Einzelfall ist. Die WTO registriert für die Monate von März bis Juni 2009 einen deutlichen Anstieg von handelsbeschränkenden und -verzerrenden Maßnahmen (WTO, 2009, 1 ff.). Ihre Anzahl überstieg in dieser Zeit die Anzahl der Liberalisierungsmaßnahmen um den Faktor zwei. Das steht in starkem Kontrast zu der Entwicklung in den Jahren zuvor, in denen die Liberalisierungstendenzen eindeutig überwogen. Die WTO verzeichnete für die Periode vom 1. Januar 2009 bis 20. März 2009 insgesamt 637 Anzeigen von technischen Handelsbarrieren gegenüber 509 im entsprechenden Vorjahreszeitraum. 80 Prozent davon entfielen im betrachteten Zeitraum des Jahres 2009 auf die fortgeschrittenen Länder, während es im Vorjahreszeitraum nur 60 Prozent waren. Der Strauß an Handelsrestriktionen enthält neben „Buy/Invest/Lend/Hire-Local“-Klauseln, also dem Ausschluss ausländischer Unternehmen, auch Ausfuhrbeschränkungen für Rohstoffe, Zollerhöhungen und vielfältige nicht tarifäre Handelshemmnisse wie Lizenzen und Referenzpreise. Nicht selten werden die Konjunkturprogramme dazu genutzt, der heimischen Wirtschaft Vorteile zu verschaffen.

Zudem beobachtet die WTO eine erhebliche Zunahme von Anti-Dumping-Initiativen, in denen sich Länder gegen vermeintliche Dumpingpraktiken in Konkurrenzländern wehren. Vielfach wird dieses Instrument jedoch genutzt, um die eigene Wirtschaft vor unliebsamer ausländischer Konkurrenz zu schützen. Während in den Jahren von 2001 bis 2007 die Zahl der Anti-Dumping-Initiativen signifikant zurückging, stieg sie im Jahr 2008 gegenüber 2007 um gut 28 Prozent von 163 auf 209 an (WTO, 2009, 16). Wie stets in Rezessionsphasen zu beobachten, erwartet und prognostiziert die Welthandelsorganisation auch für 2009 einen weiteren steilen Anstieg.

Fazit: Es bleibt somit festzuhalten, dass im Bereich des internationalen Handels gewisse Risiken schlummern, die zu einer Vertiefung der Krise führen, diese unnötig verlängern oder sogar erste Erholungstendenzen der konjunkturellen Entwicklung im Keim ersticken können.

4.3 Gesamtbewertung

Übersicht 2 fasst das Ergebnis des Deflations-Depressions-Checks zusammen. Die zehn Indikatoren werden in einem Wertebereich von „-“ bis „+“ grob nach ihrer Wirkungsrichtung und Wirkungsintensität eingeordnet. Ein Minus bedeutet, dass von diesem Indikator derzeit Deflations- und Depressionsgefahren

Deflations-Depressions-Checkliste für Deutschland Übersicht 2

Indikator	Wirkung				
	--	-	0	+	++
Überinvestitionen			✓		
Geplatzte Spekulationsblase			✓		
Bankenkrise und Kreditklemme		✓			
Realzinsanstieg			✓		
Reallohnanstieg			✓		
Ertragsprobleme der Unternehmen		✓			
Volatile Rohstoffpreise			✓		
Geldpolitische Fehlreaktion					✓
Fiskalpolitische Fehlreaktion					✓
Protektionismus		✓			

Wirkungsrichtung der Indikatoren:

--: erhöhte Deflations- und Depressionsgefahr; -: schwache Deflations- und Depressionsgefahr; 0: neutral;

+: beugt Deflation und Depression leicht vor; ++: beugt Deflation und Depression stark vor.

Eigene Zusammenstellung

ausgehen. Ein Plus zeigt an, dass der Indikator expansiv ausgerichtet ist und einer Deflations-Depressions-Spirale vorbeugt. Die Anzahl der jeweiligen Zeichen steht für die Intensität dieser Wirkungen.

Es zeigt sich ein gemischtes Bild:

- Fünf der zehn Indikatoren können als neutral eingestuft werden. Von ihnen geht weder eine Gefahr der Destabilisierung aus, noch setzen sie derzeit nennenswerte expansive Impulse.
- Von den übrigen fünf Indikatoren signalisieren drei eine strukturelle Gefahr für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland:
 - Der Bankensektor ist noch nicht wieder in einer Verfassung, dass eine vollständige Entwarnung gegeben werden könnte. Die Gefahr, dass es doch noch zu einer Kreditklemme kommt, ist noch nicht gebannt. Außerdem lässt sich nicht ausschließen, dass – ähnlich wie in Japan in den 1990er Jahren – der geschwächte und unter strukturellen Verwerfungen leidende Bankensektor seine Allokationsfunktion nicht mehr erfüllen kann. Dann entstünde selbst

ohne Kreditklemme ein Wachstumsproblem, da die falschen Allokationsentscheidungen getroffen werden. Die nicht nachhaltigen Verhältnisse würden zementiert, statt eine wachstumsträchtige Ausgangslage zu stabilisieren.

- Der vermutlich stärkste Rückgang der Unternehmenserträge seit dem Zweiten Weltkrieg belastet im Jahr 2009 die Liquidität und Investitionskraft der Unternehmen. Auch wenn sich im Zuge der sich momentan aufhellenden Konjunkturperspektiven die Lage allmählich entspannen sollte, bleibt das Renditeniveau gedrückt.
- Eine nicht zu unterschätzende Gefahr für die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands geht von der schleichenden weltweiten Zunahme des Protektionismus aus. Als exportorientiertes Land ist Deutschland wie kaum ein anderes Land auf offene Märkte und einen freien Außenhandel angewiesen.
- Diesen Gefahren für die Kreditversorgung und die Unternehmenserträge sowie für den Freihandel stehen richtige Weichenstellungen bei zwei anderen Indikatoren der Deflations-Depressions-Checkliste entgegen:
 - Der Geldpolitik und der Fiskalpolitik kann derzeit hierzulande wie auch in anderen Ländern jeweils ein klarer Anti-Depressionskurs attestiert werden. Allerdings sind diese auf der Habenseite zu verbuchenden Maßnahmen lediglich zur kurzfristigen Stabilisierung geeignet und können mittelfristig zu hemmenden Faktoren werden. Von nun an geht es daher eher darum, bei einer Konjunkturerholung die geld- und fiskalpolitischen Zügel wieder zu straffen, um Inflationserwartungen erst gar nicht aufkommen zu lassen und um die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren. In dem Maße, wie die Fiskalpolitik dauerhaft als Lenkungsinstrument wirkt, wird sie zur Belastung. Und in dem Maße, wie die Geldpolitik den Banken die Verschiebung der strukturellen Anpassungen ermöglicht, gilt die entsprechende Befürchtung.

Man kann also festhalten, dass sich Deutschland in einer gänzlich anderen wirtschaftlichen Konstellation befindet als das Deutsche Reich vor und während der Großen Depression der 1930er Jahre. Eher gibt es Analogien zum Japan der 1990er Jahre, als man es dort versäumte, die ungesunden wirtschaftlichen Strukturen rasch zu korrigieren, und stattdessen die Probleme verschleppte. Dadurch wurde der Strukturwandel lange Zeit gehemmt und die japanische Wirtschaft fiel international beim Wachstum zurück.

Die Gefahr einer lange gedämpften und zähen wirtschaftlichen Entwicklung ist für Deutschland aus heutiger Sicht somit keineswegs gleich null. Es kommt daher umso mehr darauf an, dass die Politik hierzulande wieder zu einer mutigen Wachstumspolitik zurückfindet.

5

„Geschäftsmodell Deutschland“: Problem oder Lösung?

Infolge der globalen Krise, durch die in Deutschland vor allem die exportorientierte Industrie unter enormen Druck geraten ist, wird das „Geschäftsmodell Deutschland“ generell infrage gestellt. Die deutschen Unternehmen sollten – so seine Kritiker – weniger von der globalen Nachfrage abhängig sein, sondern vielmehr in heimischen Gefilden ihr Glück suchen. Das Geschäftsmodell unserer Volkswirtschaft wird damit zur Disposition gestellt. Es sei an der Zeit, so die Kritiker weiter, den deutschen Sonderweg zu verlassen und neue, tragfähigere Wirtschaftsstrukturen zu schaffen. Die starke Exportorientierung, dies zeige die Krise, habe sich nicht bewährt und müsse korrigiert werden. Was ist von diesen Ansichten zu halten?

5.1 Der deutsche Sonderweg

Zweifellos hat Deutschland von der stürmischen Entwicklung der Weltmärkte in den vergangenen Jahren in hohem Maße profitieren können. Dank international wettbewerbsfähiger Unternehmen und einem Produktportfolio, das zum Bedarf der internationalen Nachfrage passte, konnte Deutschland – anders als die meisten fortgeschrittenen Industrieländer – auf den Weltmärkten trotz der erfolgreichen Integration vieler neuer Länder in die internationale Arbeitsteilung Marktanteile hinzugewinnen. Abzulesen ist dieser Erfolg zum Beispiel am starken Anstieg des deutschen Außenhandels.

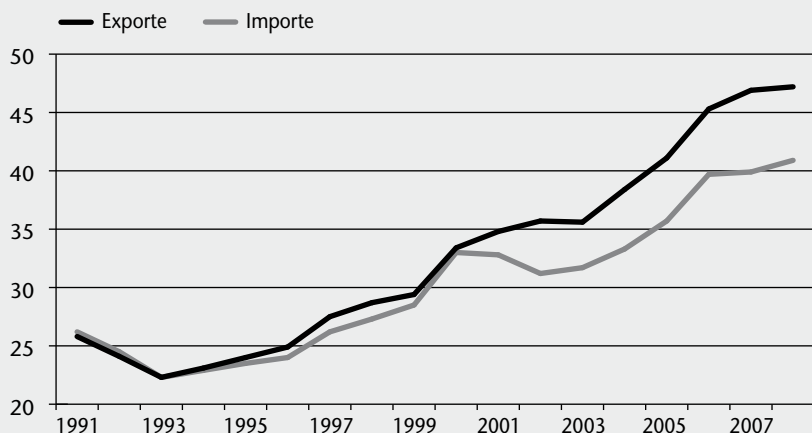
Die Exporte expandierten sehr viel schneller als das nominale BIP. Die Exportquote stieg 1991 von fast 26 auf gut 47 Prozent im Jahr 2008 (Abbildung 31). Die verstärkte Orientierung auf die Weltmärkte war aber keine Einbahnstraße. Auch die Importquote nahm in dieser Zeit stark zu, und zwar von gut 26 auf fast 41 Prozent. Folglich erhöhte sich der Offenheitsgrad der deutschen Volkswirtschaft, gemessen als Anteil der Summe aus Exporten und Importen am BIP, von 52 auf gut 88 Prozent. Die Ausrichtung der deutschen Volkswirtschaft ist in den letzten Jahren deshalb auch viel zutreffender mit dem Wort „Weltmarktorientierung“ statt mit „Exportorientierung“ zu beschreiben – ein wichtiger Unterschied.

Da fast 90 Prozent der deutschen Exporte auf die Industrie entfallen, war der Aufschwung der letzten Jahre eindeutig ein Aufschwung der Industrie. Der trendmäßige Rückgang des Anteils der Wertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung, der über viele Jahre zu beobachten war, konnte gestoppt werden. Seit Mitte der 1990er Jahre ist dieser

Exporte und Importe Deutschlands

Abbildung 31

in Prozent des BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, 2009; eigene Berechnungen

Anteil sogar wieder leicht gestiegen. Die deutsche Industrie war extrem erfolgreich – das sollten ihr die Kritiker nicht zum Vorwurf machen. Ganz im Gegenteil, denn nicht nur die Unternehmen und Beschäftigten im industriellen Bereich haben von diesem Erfolg profitiert. Die Industrie bezieht von anderen inländischen Wirtschaftszweigen, insbesondere den Dienstleistungssektoren, mehr Leistungen, als sie dorthin liefert. Das Wachstum der Industrie auf den Auslandsmärkten kam deshalb auch den einheimischen Dienstleistern zugute, vor allem den Anbietern von unternehmensnahen Dienstleistungen (Grömling/Lichtblau, 2006, 52 ff.). Es ist somit auch aus dieser Perspektive falsch zu behaupten, die deutsche Wirtschaft sei einseitig auf den Export konzentriert. Über den Vorleistungsverbund haben schließlich auch die binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren den Erfolg der Industrie für sich nutzen können.

Fraglos wird Deutschland – so wie andere Länder, die stark auf dem Weltmarkt vertreten sind – von der aktuellen globalen Krise besonders hart getroffen. Das ist zwangsläufig die Kehrseite einer starken Weltmarktorientierung. Aber rechtfertigt dies, das „Geschäftsmodell Deutschland“ als überholt zu bezeichnen und es als nicht mehr zukunftsfähig einzumotten? Das wäre fahrlässig geurteilt und vorschnell gehandelt. Denn die entscheidende Frage ist doch, ob die gegenwärtige Krise die Ergebnisse des Strukturwandels der letzten beiden Jahrzehnte grundlegend infrage oder sogar auf den Kopf stellt (Hüther, 2009).

Diese Diagnose wäre nur zutreffend, wenn die Ursache der globalen Krise nicht in Funktionsstörungen auf den Finanzmärkten läge, sondern in einer globalen Überinvestition, die durch eine zu starke Kreditexpansion finanziert wurde (Hüther, 2009). Die Überinvestitionsthese fokussiert hier das Zusammenspiel aus kreditfinanziertem privaten Konsum in den USA und hohen Exportüberschüssen Chinas. Letztere wiederum würden nach dieser Argumentation die starke Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern erklären. Das lässt sich anhand der Regionalstruktur des deutschen Exports so nicht belegen. Zudem wurden die Investitionen in den vergangenen Jahren besonders stark in den Schwellen- und Entwicklungsländern erhöht (vgl. Abbildung 25 in Abschnitt 4.2.1).

Es stimmt somit schon der Befund einer angeblichen globalen Überinvestition nicht, der ein Fragezeichen hinter das deutsche Geschäftsmodell setzen könnte. Hinzu kommt, dass jene, die eine Umorientierung verlangen, ein völlig falsches Bild davon haben, wie sich Strukturwandel vollzieht. Es handelt sich dabei nicht um einen von einer zentralen Stelle geplanten und beliebig konzipierbaren Prozess. Der Strukturwandel ist vielmehr das Ergebnis dezentraler Entscheidungen von Unternehmen und Konsumenten in aller Welt, „die dem Ziel gehorchen, den unternehmerischen Erfolg unter den Bedingungen globaler Arbeits- und Wissens- teilung, fortschreitenden technischen Fortschritts sowie sich verändernden Konsumwünschen zu sichern“ (Hüther, 2009). Wer unter diesen Funktions- zusammenhängen ein anderes Geschäftsmodell für Deutschland anstrebt, verlangt nichts anderes als eine selektive Industriepolitik. Diese könnte nur funktionieren, wenn hinreichend genau bekannt wäre, welche Bedürfnisse zukünftige Generationen in den verschiedenen Regionen dieser Welt artikulieren werden. Das aber wurde schon von Hayek zutreffend als eine „Anmaßung von Wissen“ beschrieben (Hayek, 1973, 12 ff.).

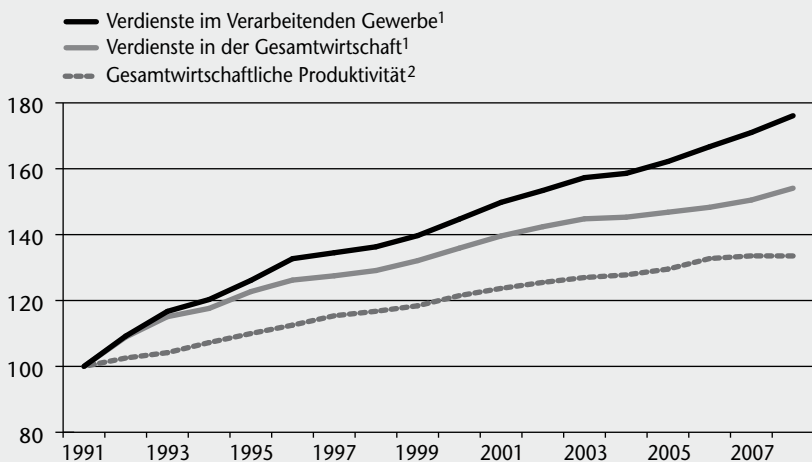
Ernst zu nehmender ist das Argument, Deutschland hätte Fehler in der Lohn- politik gemacht. Der starke Exportanstieg sei auch deshalb zustande gekommen, weil die Löhne in der Industrie über mehrere Jahre zu moderat angehoben worden seien. Dies hätte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verstärkt und damit den Exporterfolg überhaupt erst ermöglicht, zugleich aber die Konsumnachfrage geschwächt (Bofinger, 2009, 120).

Aber auch dieses Argument steht empirisch auf schwachen Beinen. Denn eine übermäßige Lohnzurückhaltung hat es im exportorientierten Verarbeitenden Gewerbe nicht gegeben (Abbildung 32). Vielmehr sind dort die Verdienste der Arbeitnehmer je geleisteter Stunde seit 1991 deutlich schneller gestiegen als im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt. Beide Entwicklungen liegen zudem deutlich über der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätssteigerung. Gerade auch in den

Verdienste im Verarbeitenden Gewerbe und in der Gesamtwirtschaft

Abbildung 32

Index: 1991 = 100



¹ Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmerstunde; ² Reales Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde.
Quellen: Statistisches Bundesamt, 2009; eigene Berechnungen

Jahren seit 2003, als die Exportquote besonders schnell anstieg, erhöhten sich die Verdienste der Arbeitnehmer im Verarbeitenden Gewerbe bis zum Jahr 2008 um rund 12 Prozent und damit fast doppelt so schnell wie im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt (rund 6,4 Prozent). Eine falsche, das heißt die Exportorientierung unterstützende und die Binnennachfrage vernachlässigende Lohnentwicklung, lässt sich daran also nicht erkennen.

Auch hier trifft eher das Gegenteil einer solch negativen Einschätzung zu. Dank der gesamtwirtschaftlich insgesamt relativ moderaten Lohnpolitik konnten nämlich viele neue Arbeitsplätze entstehen, auf denen Einkommen und Konsumkraft erwirtschaftet wurden.

5.2 Perspektiven für die deutsche Industrie nach der Krise

Es besteht die berechtigte Hoffnung, dass sich die vergleichsweise hohe wirtschaftliche Dynamik, die in nahezu allen Weltregionen in den letzten Jahren zu beobachten war, wieder einstellen wird. Die Entwicklung der Auslandsaufträge seit dem März des Jahres 2009 spricht dafür. Von einer solchen Erholung kann die deutsche Wirtschaft mit ihrem Produktportfolio auch in Zukunft gut profitieren. Dafür gibt es zehn Argumente (Grömling/Haß, 2009):

1. Globalisierung

Inzwischen sind die meisten Länder der Welt in die globale Arbeitsteilung integriert, wenn auch mit unterschiedlicher Intensität. Deutschland ist so stark in die Globalisierung eingebunden wie kaum ein anderes Industrieland. Mit einer Exportquote von 47 Prozent des BIP stellt es viele Konkurrenten in den Schatten. Für die Zeit nach der Krise ist die deutsche Industrie gut aufgestellt. „Made in Germany“ genießt nach wie vor einen ausgezeichneten internationalen Ruf. Dies gilt insbesondere für den zukunftssträchtigen Investitionsgütersektor, der im deutschen Produktions- und Exportspektrum eine herausragende Rolle einnimmt. Zudem sind die deutschen Industrieunternehmen auf allen wichtigen Absatzmärkten präsent, sei es direkt mit eigenen Produktions- und Vertriebsstätten oder indirekt über Beteiligungen.

2. Wohlstandsorientierung

Im Vergleich zum Jahr 1980 hat sich das reale BIP in den Industrieländern mehr als verdoppelt und in den Schwellen- und Entwicklungsländern und sogar mehr als verdreifacht. Das Pro-Kopf-Einkommen ist im vergangenen Aufschwung der Jahre von 2002 bis 2008 in allen großen Weltregionen teilweise kräftig angestiegen. Nicht alle Menschen, aber eine wachsende Anzahl in den Schwellen- und Entwicklungsländern hat diese Wohlstandserfahrung gemacht. Dies eröffnet auch in der Zukunft ein immenses Wachstumspotenzial. Die Wohlstandsorientierung in immer mehr Ländern geht mit einem steigenden Bedarf an Investitions-, Gebrauchs- und Verbrauchsgütern einher und bietet deshalb den entsprechenden Industriebranchen und ihren unternehmensnahen Dienstleistern weiterhin große Absatzchancen.

3. Demografische Entwicklung

Bis zum Jahr 2050 wird die Weltbevölkerung nach UNO-Prognosen um 2,5 Milliarden auf 9,2 Milliarden Menschen steigen. Praktisch der gesamte Zuwachs wird auf die heutigen Schwellen- und Entwicklungsländer entfallen. Weltweit verdreifacht sich die Anzahl der Älteren bis 2050 auf zwei Milliarden. Die deutschen Industrieunternehmen haben angesichts einer um deutlich mehr als ein Drittel steigenden Weltbevölkerung alle Chancen, ihre Produktion weiter auszubauen. Gute Absatzchancen haben insbesondere jene Branchen, welche die Nachfrage von älteren Menschen bedienen: Hierzu zählen zum Beispiel die Pharmaindustrie, die Biotechnologie, die Medizintechnik und die industriellen Ausstatter von Gesundheitsdiensten. Bauunternehmen und ihre vielfältigen Zulieferer und Ausstatter könnten davon profitieren, dass eine rapide wachsende Weltbevölkerung stark steigende Infrastrukturinvestitionen nach sich zieht.

4. Urbanisierung

Im Jahr 1950 lebten noch 72 Prozent der damals 2,5 Milliarden Menschen auf dem Land und nur 28 Prozent in Städten. Im Jahr 2008 waren die Anteile erstmals in der Geschichte der Menschheit ausgeglichen. Bis zum Jahr 2050 wird sich die Zahl der Menschen, die in Städten leben, von heute mehr als 3,3 Milliarden auf 6,4 Milliarden nahezu verdoppeln, die Landbevölkerung nimmt dagegen von 3,4 Milliarden auf 2,8 Milliarden ab. Die in Megastädten wie Mumbai, Delhi oder Mexiko City schon heute unzureichende Verkehrsinfrastruktur wird den künftigen Menschenmassen erst recht nicht gewachsen sein. Immense Investitionen sind nötig. Das Gros des Investitionsbedarfs wird auf die Sparten Versorgung und Entsorgung (Wasser, Abwasser, Strom, Gas) sowie auf den Bau entfallen. Denjenigen Unternehmen, die hier international gut aufgestellt sind, winkt ein riesiges Marktpotenzial.

5. Ressourcenknappheit

Mitte des Jahres 2008 erreichten die Preise für Öl und Gas ein Niveau, das bis dahin kaum jemand für möglich gehalten hätte. Der anschließende Preisverfall ist vor allem der weltweiten Wirtschaftskrise geschuldet. Von einer nachhaltigen Entspannung kann deshalb keine Rede sein. Ähnliche Tendenzen zeigen sich bei vielen metallischen Rohstoffen und Agrarrohstoffen. Es kann davon ausgegangen werden, dass Rohstoffknappheiten die industrielle Produktion verteuern werden. Gleichwohl bergen die skizzierten Trends gerade für die deutsche Industrie auch außergewöhnlich große Chancen. In der Kraftwerkstechnologie zum Beispiel zählen deutsche Hersteller zur Weltspitze. Gleiches gilt für die Entwicklung und Produktion von Anlagen, mit denen sich erneuerbare Energien umweltschonend nutzen lassen. Sehr gute Marktchancen eröffnen sich auch der deutschen Fahrzeugindustrie mit ihren innovativen Antriebskonzepten.

6. Klimawandel

Das Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) geht davon aus, dass sich die Lufttemperatur an der Erdoberfläche bis zum Ende dieses Jahrhunderts um 1,8 bis 4 Grad Celsius gegenüber der Durchschnittstemperatur der Jahre 1980 bis 1999 erhöhen wird. Welche Entwicklung letztlich auch immer eintreten wird: Die Menschheit muss den Ausstoß von Treibhausgasen verringern und sich an den Klimawandel anpassen. Für Ersteres eignen sich eine entsprechende Besteuerung und eine staatliche Regulierung von Emissionen. Für die Anpassung an den Klimawandel gibt es eine breite Palette an Maßnahmen für Staat, Gesellschaft und Wirtschaft. Der Maschinenbau und die Elektroindustrie sind Antreiber in

Sachen Umwelttechnik und Umweltschutztechnologien. Auch die chemische und die pharmazeutische Industrie können einen großen Beitrag zur Anpassung an den Klimawandel leisten. Eine im wahren Sinne des Wortes globale Dimension haben die Perspektiven der Energiewirtschaft. Was die Forschung und Entwicklung in Sachen höherer Wirkungsgrade bei Kohle- und Gaskraftwerken angeht, sind deutsche Anbieter genauso führend wie bei Innovationen im Bereich der erneuerbaren Energien.

7. Technologischer Fortschritt

Aus heutiger Perspektive haben die Bio- und die Gentechnologie sowie die moderne Energie- und Umwelttechnologie das Potenzial, eine neue Welle globalen Wachstums auszulösen. Doch Deutschland gehört in Sachen Forschung und Entwicklung nur noch zum internationalen Mittelmaß. Was den technischen Fortschritt von morgen anbelangt, sind die Aussichten der deutschen Industrie deshalb allenfalls gemischt. Zwar können die deutschen Unternehmen bei den Umwelt- und Energietechnologien ihre Ausnahmestellung nach wie vor behaupten. In der Bio- und der Gentechnologie dagegen sind die Voraussetzungen alles andere als gut.

8. Wissen und Information

Wissen gilt schon seit geraumer Zeit als der Produktionsfaktor, der immer wichtiger wird. Moderne Produkte und Produktionsverfahren entstehen nur durch Humankapital. Die globale Vernetzung von Unternehmen und die internationale Arbeitsteilung setzen außerdem einen reibungslosen Informationsaustausch voraus. Aus Sicht des Verarbeitenden Gewerbes sind hier die Elektro- und die Elektronikindustrie hervorzuheben. Sie ermöglichen mit ihren Neuentwicklungen in der Nachrichten- und Elektrotechnik sowie in der Mikroelektronik erst das Funktionieren einer wissensbasierten Volkswirtschaft. Zudem dienen ihre Produktinnovationen anderen Branchen als Prozessinnovationen, sie machen also deren Produktionsabläufe effizienter. Damit Deutschland im künftigen Wettbewerb der Wissensgesellschaften bestehen kann, müssen aber auch die Bildungsinstitutionen durch Innovationen das Ihre dazu beitragen.

9. Investitionen und Infrastruktur

In den Jahren von 2002 bis 2008 verdoppelten sich die Bruttoanlageinvestitionen weltweit von 7 auf 14 Billionen US-Dollar – getragen auch vom Aufholprozess in den bevölkerungsreichen Schwellenländern China und Indien. Mit ihrer ausgeprägten Orientierung auf Investitionsgüter ist die deutsche Industrie

bestens aufgestellt und kann von einem wieder einsetzenden globalen Investitionsboom auch künftig überdurchschnittlich profitieren. Das gilt insbesondere für die Unternehmen des Maschinen- und Anlagenbaus, die in vielen Bereichen Weltmarktführer sind, aber auch für die Elektrotechnik. Für eine Wiederbelebung des globalen Investitionszyklus spricht auch, dass die beiden genannten großen Schwellenländer, aber nicht nur diese, in den letzten Jahren in hohem Maße Währungsreserven aufgebaut haben. Das ist währungspolitisch zwar nicht ohne Probleme, andererseits wirken diese Reserven für die Schwellenländer in der jetzigen Krise wie ein Stoßdämpfer. Sie tragen dazu bei, die Binnenkonjunktur zu stützen und schneller wieder aus der Krise herauszukommen. Das kommt auch der deutschen Industrie zugute.

10. Sicherheit

Politische Unruhen, Kriege, Kriminalität, Terrorismus, Naturkatastrophen und Epidemien – die Liste der Bedrohungen für Leib und Leben auf der Welt ist lang. In Zukunft wird für die Sicherheit der Menschen eine Vielzahl von Produktinnovationen und ergänzenden Dienstleistungen nötig werden. Welche Branchen davon profitieren werden, lässt sich wegen der vielfältigen Überschneidungen nicht klar abgrenzen. So können zum Beispiel manche Sicherheitstechnologien zugleich der Elektroindustrie und dem Maschinenbau zugeordnet werden. Was Naturkatastrophen und die medizinische Versorgung angeht, spielen auch die pharmazeutische und die chemische Industrie eine wichtige Rolle.

Es kann mit gutem Grund davon ausgegangen werden, dass Branchen, die international handelbare Waren und Dienstleistungen herstellen, von diesen zehn Megatrends profitieren werden. All diese Megatrends stellen einerseits Belastungen und große Herausforderungen dar, andererseits erfordern sie eine gewaltige Investitionstätigkeit rund um den Globus und bieten damit Chancen. Die Anpassungslasten durch den Klimawandel, durch die Ressourcenknappheit und durch das Bevölkerungswachstum – um nur drei im öffentlichen Rampenlicht stehende Megatrends zu nennen – bedürfen in Zukunft vielfältiger industrieller Problemlösungen. Davon sind im Prinzip viele Industriebereiche und deren Dienstleister betroffen. Die Megatrends werden die industrielle Entwicklung auch schon in naher Zukunft maßgeblich begünstigen. Damit ist das „Geschäftsmodell Deutschland“ keineswegs ein Auslaufmodell. Gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschaftskrise ist es notwendig, den Blick nach vorn zu richten und die zukünftigen Potenziale zu sichten.

6

Leitlinien für die Politik

Nachdem die deutsche Wirtschaft vier Quartale in Folge geschrumpft ist, hat das saisonbereinigte BIP im zweiten Quartal des Jahres 2009 wieder leicht zugelegt. Es sieht aktuell danach aus, dass die deutsche Wirtschaft sich auch im zweiten Halbjahr 2009 weiter erholt. Im Jahresdurchschnitt könnte der reale Rückgang des BIP auf unter 5 Prozent begrenzt bleiben. Die düsteren Prognosen von einem Einbruch von deutlich mehr als 6 Prozent würden sich dann nicht bewahrheiten. Das Jahr 2010 könnte mit einem Plus abschließen. Die deutsche Wirtschaft wäre, wenn es so käme, mit einem blauen Auge davongekommen.

Für eine generelle Entwarnung, vor allem was die mittelfristigen Perspektiven anbelangt, ist es allerdings noch zu früh. Der Deflations-Depressions-Check hat gezeigt, dass es Risiken und Rückschlagspotenziale gibt. Die schwache Ertragslage der Unternehmen beeinträchtigt deren Investitionsneigung und -fähigkeit. Ungelöste Probleme im Bankensektor gefährden die Kreditversorgung der Wirtschaft und den Strukturwandel. Ein weltweit aufkeimender Protektionismus gefährdet die Exportchancen der deutschen Wirtschaft. Hinzu kommt, dass die milliarden schweren Konjunkturprogramme, die in vielen Ländern aktuell die Nachfrage noch stimulieren, in naher Zukunft auslaufen und ihre Schubkraft für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends verlieren. Die extrem expansive Geldpolitik und Fiskalpolitik muss früher oder später den Umkehrschub einschalten, um Inflationsgefahren zu begrenzen und um die hoch defizitären öffentlichen Haushalte zu konsolidieren. Vom Arbeitsmarkt werden trotz der Wende in der Konjunkturentwicklung in den nächsten Monaten eher schlechte Nachrichten kommen. Dies wird erfahrungsgemäß die Konsumlaune schwächen.

Nach einem alles in allem erfolgreichen Krisenmanagement bleibt die Politik in Deutschland also gefordert. Die Potenzialwachstumsrate ist von einem schon vor der Krise unbefriedigenden Niveau auf deutlich unter 1 Prozent gesunken. Nun droht erneut, wie schon zur Mitte der 1990er Jahre, eine lange Wegstrecke ohne befriedigende Dynamik, verbunden mit der ständigen Gefahr, in die Stagnation abzurutschen. Dies zu verhindern, ist für die nächsten Jahre die größte wirtschaftspolitische Baustelle.

Es muss jetzt darum gehen, die Weichen für eine dauerhafte Stärkung der Wachstumsgrundlagen zu stellen. Nach einer Phase intensiven Krisenmanagements schlägt nun wieder die Stunde der Ordnungspolitik:

- Ohne einen wieder voll funktionsfähigen Finanzsektor wird es keinen längeren und kräftigen Aufschwung der Realwirtschaft geben. Hier besteht noch Hand-

lungsbedarf. Dabei gilt es insbesondere, die in der Vergangenheit begangenen Fehler schnell zu erkennen und zu revidieren, sodass Deutschland eine Entwicklung wie in Japan in den 1990er Jahren erspart bleibt. Wenn die Wertberichtigungen einer bestimmten Bank so groß ausfallen, dass die Bank nicht mehr lebensfähig ist, dann muss sie sachgerecht abgewickelt werden. Jene Banken, die ein tragfähiges Geschäftsmodell besitzen, sollten lebensfähig – das heißt befreit von alten Belastungen – neu beginnen. Wären solche Banken von ihren Altlasten bedroht, dann wären sie in einer sogenannten Schuldenüberhangfalle gefangen und somit Kandidaten für deutsche „Zombie-Banken“ nach abschreckendem japanischen Beispiel. In jedem Fall würden sie zur Dynamik der Realwirtschaft wenig beitragen. Das Bad-Bank-Gesetz hat gerade in diesem Punkt deutliche Defizite (Jäger, 2009).

Ferner ist nachdrücklich davor zu warnen, dass die Politik sich in die Kreditvergabeentscheidungen der Banken einmischt. Eine solche politische Einflussnahme muss wegen der Erfahrungen mit den Landesbanken und der Erfahrungen in Japan unbedingt vermieden werden. Andernfalls würden Strukturen, die nicht nachhaltig sind, zementiert, statt die wirtschaftliche Entwicklung zu stabilisieren.

Schließlich gilt es, endlich den Landesbankensektor zu reformieren. In seiner gegenwärtigen Form verzerrt er den Wettbewerb und versperrt den privaten Banken mit tragfähigem Geschäftsmodell den Marktzugang, den sie benötigen, um ihre Ertragsgrundlagen zu verbreitern. Zudem wäre es falsch, wenn die Politik aus der weltweiten Finanzmarktkrise den falschen Schluss zöge und versuchen würde, die Globalisierung der Finanzmärkte zu stoppen oder zurückzudrehen. Eine globalisierte Realwirtschaft kommt ohne globale Finanzmärkte nicht aus.

- Ohne offene Märkte wird es die exportorientierte deutsche Wirtschaft schwerhaben, zu alter Dynamik zurückzufinden. Die Bundesregierung wäre deshalb gut beraten, sich mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln den protektionistischen Tendenzen entgegenzustellen, die derzeit weltweit zu beobachten sind. Sie sollte ihren politischen Einfluss geltend machen, um die Handelspartner Deutschlands wieder auf einen uneingeschränkten Liberalisierungskurs zu bringen.
- Die Finanzpolitik steht vor einer schwierigen Aufgabe. Um mittelfristig die Wachstumsgrundlagen zu stärken, bedarf es gesunder öffentlicher Haushalte und niedriger Belastungen mit Steuern und Sozialversicherungsabgaben – für die Unternehmen wie für die Bürger. Die Reduktion der öffentlichen Defizite sollte deshalb ohne die Erhöhung von Steuern und Sozialversicherungsabgaben gelingen. Vielmehr wäre sogar ein Minimalprogramm zur Steuerentlastung nötig, in das mindestens die Abschaffung der kalten Progression gehört. Mehr wäre wünschenswert. Das geht aber nur, wenn die Konsolidierung auf der Ausgabenseite

des Staatshaushalts konsequent betrieben wird, und da vor allem bei den konsumtiven Staatsausgaben. Als wichtiger Wachstumstreiber sollten öffentliche Investitionen nicht dem Rotstift zum Opfer fallen.

- Bildung und Innovationskraft sind Schlüsselfaktoren für eine mittel- und langfristige Stärkung der Wachstumsgrundlagen. Das Ziel, den Anteil der gesamten Ausgaben für Bildung und Forschung in Deutschland von derzeit 8,5 Prozent des BIP auf 10 Prozent anzuheben, ist mit Nachdruck zu verfolgen. Ein wichtiger Baustein wäre die Einführung einer diskriminierungsfreien steuerlichen Förderung von Forschung und Entwicklung.
- Die Arbeitsmarktpolitik muss konsequent auf eine Verbesserung der Beschäftigungschancen ausgerichtet werden. Eine leistungsfreundliche Ausgestaltung der Grundsicherung für Arbeitsuchende durch einen linearen Anrechnungstarif gehört hier ebenso auf die Agenda wie eine größere Rechtssicherheit bei Kündigungen, zum Beispiel durch Abfindungsmodelle. Unverzichtbar ist darüber hinaus ein verbesserter Zugang zum Arbeitsmarkt für Arbeitnehmer mit Migrationshintergrund. Auf Mindestlöhne, die weder die Armut zielgerichtet bekämpfen können noch dem Ziel einer gerechten Entlohnung genügen, ist wegen ihrer beschäftigungsfeindlichen Wirkungen zu verzichten.

Man mag zu Recht einwenden, dass es sich hierbei nicht um fundamental neue Einsichten und Empfehlungen handelt. Das ist richtig und hat seinen Grund: Es ist nämlich nicht davon auszugehen, dass die Weltwirtschaft nach der stärksten Rezession in der Nachkriegszeit anderen Gesetzmäßigkeiten gehorcht als zuvor. Die Analyse der Funktionsbedingungen des „Geschäftsmodells Deutschland“ hat gezeigt, dass die wirtschaftliche Entwicklung auch in Zukunft maßgeblich mit den Erfolgen der deutschen Industrie auf den Weltmärkten verknüpft sein wird. Die globalen Megatrends gehen weiter und bieten Chancen für die deutsche Wirtschaft. Wachstum war, ist und bleibt das zentrale Ziel der Wirtschaftspolitik. Auch die Treiber des Wachstums – hohe Innovations- und Investitionsraten, Humankapitalbildung, niedrige Abgabenbelastungen, funktionsfähige Arbeitsmärkte und solide öffentliche Haushalte – sind die gleichen wie vor der Krise.

Anhang: Leistungsbilanz, Sparen und Investieren

Die Leistungsbilanz (LB) eines Landes setzt sich, vereinfacht gesagt, aus der Handelsbilanz [HB = Exporte (X) – Importe (M)] oder Primär-Leistungsbilanz und dem Saldo der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen zusammen. Für den Leistungsbilanzsaldo folgt dann (Sachs/Larrain, 1995, 196 ff.):

$$(1) \text{ LB} = \text{X} - \text{M} + r \cdot \text{B}^a_{t-1} = \text{HB} + r \cdot \text{B}^a_{t-1}$$

B^a ist dabei die Nettoauslandsposition (Vermögens- oder Schuldenposition) und $r \cdot \text{B}^a_{t-1}$ sind vereinfachend die grenzüberschreitenden Nettozinszahlungen (Saldo der Primäreinkommen aus der übrigen Welt), wobei r einem einheitlichen Zinssatz entspricht. Der Leistungsbilanzsaldo liefert nicht nur Informationen über die außenwirtschaftlichen Verhältnisse eines Landes, sondern auch wichtige Fakten über die wirtschaftliche Situation in einem Land (Grömling, 2005b). Dazu erfolgt zunächst ein Blick auf vier Identitäten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen:

$$(2) \text{ Q} = \text{C} + \text{I} + \text{G} + \text{X} - \text{M}$$

Gleichung (2) beschreibt die Verwendungsseite des Bruttoinlandsprodukts (Q), das für den privaten Konsum (C), die privaten und öffentlichen Investitionen (I), den öffentlichen Konsum (G) sowie für die Exporte (X) verwendet werden kann. Die Importe (M) müssen abgezogen werden, weil sie in den anderen Nachfragekomponenten bereits enthalten sind.

$$(3) \text{ Y} = \text{Q} + r \cdot \text{B}^a_{t-1}$$

Das Bruttonationaleinkommen oder Bruttosozialprodukt (Y) entspricht der Summe aus Bruttoinlandsprodukt (Q) und dem Saldo der Primäreinkommen aus der übrigen Welt ($r \cdot \text{B}^a_{t-1}$).

$$(4) \text{ YD} = \text{Y} + \text{TR} - \text{T}$$

Das Verfügbare Einkommen der gesamten Volkswirtschaft (YD) besteht aus dem Bruttonationaleinkommen abzüglich der direkten Steuern und Sozialabgaben (T) und zuzüglich der staatlichen Transfers (TR).

$$(5) YD = C + S$$

Das verfügbare Einkommen wird entweder konsumiert (C) oder gespart (S).

Aus diesen Gleichungen folgt zunächst:

$$(6) Q + r \cdot B^a_{t-1} + TR - T = C + S$$

Gleichung (6) in (2) ergibt: $(X - M + r \cdot B^a_{t-1}) = (S - I) + (T - G - TR)$ oder:

$$(7) LB = (S - I) + (T - G - TR)$$

Gleichung (7) ist eine zentrale Gleichung zur Interpretation von Leistungsbilanzsalden. Der Leistungsbilanzsaldo ergibt sich demnach aus der Differenz von inländischem Sparen und inländischem Investieren sowie aus einem Teil des staatlichen Finanzierungssaldos. Durch Kreditaufnahme aus dem Ausland, also durch ein Leistungsbilanzdefizit, müssen sich inländisches Sparen und Investieren sowie Staatsausgaben und Staatseinnahmen nicht mehr entsprechen.

Eine zusammengefasste und stark vereinfachte Form der Zahlungsbilanz (Übersicht A.1) zeigt, dass ein Leistungsbilanzdefizit ($X < M + r \cdot B^a_{t-1}$) immer mit einem Kapitalbilanzüberschuss ($KM > KX$) einhergeht.

$$(8) LB = X - M + r \cdot B^a_{t-1} = KX - KM$$

Wenn ein Land mehr Güter importiert als exportiert (unter Berücksichtigung der Faktorentgelte), dann importiert dieses Land unter dem Strich Kapital.

Vereinfachte Zahlungsbilanz

Übersicht A.1

Beispiel: Leistungsbilanzdefizit und Kapitalbilanzüberschuss

Aktivseite (Einzahlungen)	Passivseite (Auszahlungen)
Güterexporte (X)	Güterimporte ($M + r \cdot B^a_{t-1}$)
Kapitalimporte (KM)	Kapitalexporte (KX)

Eigene Darstellung

Literatur

Ahearne, Alan / **Gagnon**, Joseph / **Haltmaier**, Jane / **Kamin**, Steve, 2002, Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, International Finance Discussion Paper, Nr. 729, Washington D.C.

Albers, Willi, 1976, Finanzpolitik in der Depression und in der Vollbeschäftigung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975, Frankfurt am Main, S. 311–365

Bahr, Holger, 2000, Ein verlorenes Jahrzehnt in Japan und die akuten Lasten der Finanzpolitik, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 86. Jg., Nr. 4, S. 59–64

Barlevy, Gadi, 2007, Economic Theory and Asset Bubbles, in: Economic Perspectives, Vol. 31, No. 3, S. 44–59

Barro, Robert J. / **Grilli**, Vittorio, 2003, Makroökonomie, München

Bauer, Thomas K. / **Bonin**, Holger / **Sunde**, Uwe, 2003, Real and Nominal Wage Rigidities and the Rate of Inflation, RWI Discussion Paper, No. 12, Essen

Bayoumi, Tamim, 1999, The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s, IMF Working Paper, No. 99/13, Washington D.C.

Beissinger, Thomas / **Knoppik**, Christoph, 2005, Sind Nominallöhne starr? Neuere Evidenz und wirtschaftspolitische Implikationen, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 6. Jg., Nr. 2, S. 171–188

Bergheim, Stefan, 2004, Japan – Anpassung verschoben, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 289, Frankfurt am Main

Bernanke, Ben S., 1995, The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 27, No. 1, S. 1–28

Bernanke, Ben S., 2000a [1983], Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression, in: Bernanke, Ben S. (Hrsg.), Essays on the Great Depression, Princeton, S. 41–69

Bernanke, Ben S., 2000b [1995], The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach, in: Bernanke, Ben S. (Hrsg.), Essays on the Great Depression, Princeton, S. 5–38

Bernanke, Ben S. / **Carey**, Kevin, 2000 [1996], Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression, in: Bernanke, Ben S. (Hrsg.), Essays on the Great Depression, Princeton, S. 276–302

Bernanke, Ben S. / **Gertler**, Marc, 1989, Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, in: American Economic Review, Vol. 91, No. 1, S. 14–31

Bernanke, Ben S. / **Gertler**, Marc / **Gilchrist**, Simon, 1999, The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, in: Taylor, John / Woodford, Michael (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, Amsterdam

- Bernanke**, Ben S. / **James**, Harold, 2000 [1991], The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison, in: Bernanke, Ben S. (Hrsg.), Essays on the Great Depression, Princeton, S. 70–106
- Bernanke**, Ben S. / **Mihov**, Ilian, 2000, Deflation and Monetary Contraction in the Great Depression: An Analysis by Simple Ratios, in: Bernanke, Ben S. (Hrsg.), Essays on the Great Depression, Princeton, S. 108–160
- Blaich**, Fritz, 1994, Der Schwarze Freitag: Inflation und Wirtschaftskrise, München
- Bloomberg**, 2009, Datenbank, Bloomberg-Terminal [Stand: 2009-09-10]
- BMWi** – Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2009, Die Weltwirtschaftskrise von 1929: Nicht vergleichbar mit der aktuellen Rezession, in: Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht 06/2009, S. 8–15
- Bofinger**, Peter, 2009, Ist der Markt noch zu retten?, Berlin
- Borchard**, Knut, 1979, Zwangslagen und Handlungsspielräume in der großen Wirtschaftskrise der frühen dreißiger Jahre, in: Bayerische Akademie der Wissenschaften, Jahrbuch 1979, S. 85–132
- Bordo**, Michael D. / **Filardo**, Andrew, 2005, Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it?, in: Economic Policy, Vol. 20, No. 44, S. 799–844
- Borio**, Claudio / **Drehman**, Mathias, 2009, Towards an operational framework for financial stability: „fuzzy“ measurement and its consequences, BIZ Working Paper, No. 284, Basel
- Brümmerhoff**, Dieter, 2007, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, München
- Brunnermeier**, Markus K., 2008, Bubbles, in: Durlauf, Steven N. / Blume, Lawrence E. (Hrsg.): The New Palgrave Dictionary of Economics, URL: http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/bubbles_survey.pdf [Stand: 2009-09-15]
- Brunnermeier**, Markus K. / **Nagel**, Stefan, 2004, Hedge Funds and the Technology Bubble, in: Journal of Finance, Vol. 59, No. 5, S. 2013–2040
- Caballero**, Ricardo J. / **Hoshi**, Takeo / **Kashyap**, Anil K., 2009, Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, in: American Economic Review, Vol. 98, No. 5, S. 1943–1977
- Calomiris**, Charles, 1993, Financial Factor in the Great Depression, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 7, No. 2, S. 61–85
- Calomiris**, Charles / **Mason**, Joseph, 2003, Consequences of Bank Distress during the Great Depression, in: American Economic Review, Vol. 93, No. 3, S. 937–947
- Cochrane**, John, 2005, Asset Pricing, Princeton
- Consensus Forecasts**, 2009a, A Digest of International Economic Forecasts, August, London
- Consensus Forecasts**, 2009b, A Digest of International Economic Forecasts, May, London

De Long, Bradford / **Shleifer**, Andrei / **Summers**, Lawrence / **Waldmann**, Robert, 1990, Noise trader risk in financial markets, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, S. 703–738

Deutsche Bundesbank, 1976, *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876–1975*, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank, 2003, Zur Diskussion über Deflationsgefahren in Deutschland, in: *Monatsbericht*, Juni, S. 15–28

Deutsche Bundesbank, 2009a, Lohnsetzungsverhalten in Deutschland – neuere empirische Befunde, in: *Monatsbericht*, April, S. 17–30

Deutsche Bundesbank, 2009b, Bankenstatistik, URL: http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_banken.php [Stand: 2009-09-10]

Deutsche Bundesbank, 2009c, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen, *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 6*, Frankfurt am Main

Dresdner Bank, 2002, *Historische Statistische Reihen*, Frankfurt

Economist, 2008, The battle of Smoot-Hawley, Vol. 389, No. 8611, 18. Dezember, S. 115–116

Eichengreen, Barry / **Douglas**, Irwin A., 2009, The slide to protectionism in the great depression: who succumbed and why?, NBER Working Paper, No. 15142, Cambridge (Mass.)

Eichengreen, Barry / **Hatton**, Thomas, 1988, Interwar Unemployment in International Perspective: An Overview, in: *Eichengreen, Barry / Hatton, Thomas (Hrsg.), Interwar Unemployment in International Perspective*, Dordrecht, S. 12–47

Eichengreen, Barry / **Mitchener**, Kris, 2003, The Great Depression as a credit boom gone wrong, BIZ Working Paper, No. 137, Basel

Eichengreen, Barry / **Sachs**, Jeffrey, 1985, Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s, in: *Journal of Economic History*, Vol. 45, No. 4, S. 925–946

EZB – Europäische Zentralbank, 2009a, Neue Umfrageergebnisse zur Lohnsetzung in Europa, in: *Monatsbericht*, Februar, S. 71–87

EZB, 2009b, Output, Demand and the Labour Market, *Monthly Bulletin*, Juli, S. 44–55

Feenstra, Robert / **Taylor**, Alan, 2008, *International Economics*, New York

Fisher, Irving, 1933, The debt-deflation theory of great depressions, in: *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, S. 337–357

Fisher, Jonas D. M. / **Hornstein**, Andreas, 2001, The Role of Real Wages, Productivity, and Fiscal Policy in Germany's Great Depression 1928–1937, Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper, No. WP 2001–07, Chicago

Friedman, Milton, 1953, *Essays in Positive Economics*, Chicago

Friedman, Milton, 1970, Kolumne, in: *Newsweek*, 25. Mai, S. 78

Friedman, Milton / **Schwartz**, Anna J., 1963, A Monetary History of the United States 1867–1960, Princeton

Galdeano, Anna Sanz de / **Turunen**, Jarkko, 2005, Real Wages and Local Unemployment in the Euro Area, European Central Bank Working Paper Series, No. 471, Frankfurt am Main

Gali, Jordi, 2008, Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework, Princeton

Gesamtmetall, 2009, Gewinne in der M+E-Industrie, M+E-Materialien, Juni, Berlin

Gordon, Robert J., 2005, The 1920s and the 1990s in mutual reflection, NBER Working Paper, No. 11778, Cambridge (Mass.)

Grömling, Michael, 2003, Argumente gegen eine Deflationsgefahr, in: IW-Trends, 30. Jg., Nr. 2, S. 5–14

Grömling, Michael, 2005a, Fiskalpolitik kontrovers, Konjunkturpolitische Optionen für Deutschland, IW-Positionen, Nr. 18, Köln

Grömling, Michael, 2005b, Zur Interpretation von Leistungsbilanzsalden. Eine Fallstudie zum US-Leistungsbilanzdefizit, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), 34. Jg., Nr. 4, S. 233–240

Grömling, Michael, 2006, Die Lohnquote – ein statistisches Artefakt und seine Interpretationsgrenzen, in: IW-Trends, 33. Jg., Nr. 1, S. 35–48

Grömling, Michael, 2008a, Globaler Investitionsboom – eine empirische Bestandsaufnahme, in: IW-Trends, 35. Jg., Nr. 3, S. 45–59

Grömling, Michael, 2008b, Öl und Konjunktur – eine Einbahnstraße?, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), 37. Jg., Nr. 6, S. 317–325

Grömling, Michael, 2009, Einkommensverteilung aus makroökonomischer Perspektive, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.), Agenda 20D, Wege zu mehr Wachstum und Verteilungseffizienz, Köln, S. 51–67

Grömling, Michael / **Haß**, Hans-Joachim, 2009, Globale Megatrends und Perspektiven der deutschen Industrie, IW-Analysen, Nr. 47, Köln

Grömling, Michael / **Lichtblau**, Karl, 2006, Deutschland vor einem neuen Industriezeitalter, IW-Analysen, Nr. 20, Köln

Haberler, Gottfried, 1937, Prosperity and Depression, Genf

Haberler, Gottfried, 1976, Die Weltwirtschaft und das internationale Währungssystem in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975, Frankfurt am Main, S. 205–248

Hamilton, James, 1987, Monetary Factors in the Great Depression, Journal of Monetary Economics, Vol. 19, No. 2, S. 145–169

Hamilton, James, 1988, The Role of the International Goldstandard in Propagating the Great Depression, Contemporary Policy Issues, Vol. 6, No. 2, S. 67–89

- Handelsblatt**, 2009, Wirtschaft besorgt über US-Protektionismus, Nr. 148, 5. August, S. 3
- Hawtrey**, Ralph, 1913, *Good and bad trade: An inquiry into the causes of trade fluctuations*, London
- Hayek**, Friedrich August von, 1932, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, New York
- Hayek**, Friedrich August von, 1973, Die Anmaßung von Wissen, in: *ORDO*, 26. Jg., S. 12–21
- Hicks**, John R., 1937, Mr. Keynes and the „Classics“: A Suggested Interpretation, in: *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, S. 147–159
- Hilpert**, Hanns-Günther, 1999, Japan: Bankenkrise behindert Konjunkturerholung, in: *ifo Schnelldienst*, Nr. 8, S. 26–32
- Holtfrerich**, Carl-Ludwig, 1984, Zu hohe Löhne in der Weimarer Republik? Bemerkung zur Borhardt-These, in: *Geschichte und Gesellschaft*, 10. Jg, Nr. 1., S. 122–141
- Hoshi**, Takeo, 2006, Economics of the Living Dead, in: *Japanese Economic Review*, Vol. 57, No. 1, S. 30–49
- Hoshi**, Takeo / **Kashyap**, Anil, 2004, Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 1, S. 3–26
- Hüther**, Michael, 2009, Ordnungspolitischer Einspruch: Optimismus im Strukturwandel, in: *Handelsblatt*, Nr. 88, 8. Mai, S. 10
- Hüther**, Michael / **Jäger**, Manfred, 2007, Stabilität durch Spekulation, in: *Handelsblatt*, Nr. 46, 6. März, S. 9
- Hüther**, Michael / **Jäger**, Manfred, 2009a, Staatliche Verantwortung im Bankensystem, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 62. Jg., Nr. 1, S. 19–22
- Hüther**, Michael / **Jäger**, Manfred, 2009b, Deleveraging bei Banken als Herausforderung der Kreditfinanzierung, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, erscheint demnächst
- HWWI** – Hamburger Weltwirtschaftsinstitut, 2009, Rohstoffpreisindex, Hamburg
- IMF**, 2003, *Japan: Financial System Stability Assessment and Supplementary Information*, Washington D.C.
- IMF**, 2009a, *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis, and Measuring Systemic Risks*, *World Economic and Financial Surveys*, April, Washington D.C.
- IMF**, 2009b, *World Economic Outlook*, April, Washington D.C.
- IW Consult**, 2009, *Deutschlands Zukunftsbranchen – Empirische Bestandsaufnahme und Ableitung eines Rankings*, Köln, URL: http://www.iwconsult.de/downloads/Bericht_Zukunftsbranchen.pdf [Stand: 2009-09-15]
- IW Köln** – Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2009, *Arbeitsweise der Bankenaufsicht*, erscheint demnächst

- Jäger**, Manfred, 2006, Finanzmarktstrukturen im Wandel, IW-Analysen, Nr. 21, Köln
- Jäger**, Manfred, 2009, Bad-Bank-Gesetz – ein nur eingeschränkt überzeugendes Konzept, in: ifo Schnelldienst, Nr. 13, S. 7–10
- James**, Harold, 1988, Deutschland in der Weltwirtschaftskrise 1924–1936, Stuttgart, S. 139–281
- James**, Harold, 1991, Reactions to the Depression and the Banking Crisis in interwar Germany, in: Schröter, Harm G. / Wurm, Clemens (Hrsg.), Politik, Wirtschaft und internationale Beziehungen. Studien zu ihrem Verhältnis in der Zeit zwischen den Weltkriegen, Mainz, S. 59–76
- Keynes**, John M., 1936, The General Theory of Employment, Interest and Money, New York
- Kindleberger**, Charles P., 1973a, Die Weltwirtschaftskrise, in: Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert, Band 4, München
- Kindleberger**, Charles P., 1973b, The World in Depression 1929–1939, Berkeley/Los Angeles
- Kindleberger**, Charles P., 1979, Die Weltwirtschaftskrise, München
- Kindleberger**, Charles P. / **Aliber**, Robert Z., 2005, Manias, Panics, and Crashes – A History of Financial Crises, 5. Auflage, Hoboken
- King**, Robert G. / **Rebelo**, Sergio, 2000, Resuscitating Real Business Cycles, NBER Working Paper, No. 7534, Cambridge (Mass.)
- Kiyotaki**, Nobuhiro / **Moore**, John, 1997, Credit Cycles, in: Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, S. 211–248
- Korineck**, Anton, 2008, Systemic risk-taking: amplification effects, externalities and regulatory responses, mimeograph
- Kydland**, Finn E. / **Prescott**, Edward C., 1982, Time to build and aggregate fluctuations, in: Econometrica, Vol. 50, No. 6, S. 1345–1370
- Lichtblau**, Karl / **Breuer**, Wilhelm, 1996a, Industriepolitik in Japan auf dem Weg zur Normalität, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln, Nr. 229, Köln
- Lichtblau**, Karl / **Breuer**, Wilhelm, 1996b, Netzwerkökonomie in Japan: Effizienz oder Markteintrittsbarriere?, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln, Nr. 233, Köln
- Lincoln**, Edward, 2001, Arthritic Japan: The Slow Pace of Economic Reforms, Washington D.C.
- Löhlöffel**, Michael von, 1974, Zeitreihen für den Arbeitsmarkt – Lohnsatz, Beschäftigungsfälle, Arbeitskosten und Arbeitsstunden (1925 bis 1938 und 1950 bis 1967), in: ifo Studien, 20. Jg., Nr. 1-2, S. 33–150

- Long**, John B. / **Plosser**, Charles I., 1983, Real Business Cycles, in: Journal of Political Economy, Vol. 91, No. 1, S. 39–69
- Lorenzoni**, Guido, 2007, Inefficient credit booms, mimeograph
- Maddison**, Angus, 1992, A Long Run Perspective on Saving, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 94, No. 2, S. 181–196
- Maddison**, Angus, 1995, Monitoring the World Economy 1820–1992, OECD Development Centre Studies, Paris
- Madsen**, Jakob B., 2001, Trade Barriers and the Collapse of World Trade During the Great Depression, in: Southern Economic Journal, Vol. 67, No. 4, S. 848–868
- Maußner**, Alfred, 1994, Konjunkturtheorie, Berlin
- Metz**, Rainer, 2004, Konjunktoren im 19. und 20. Jahrhundert, in: Schultz, Günther et al. (Hrsg.), Sozial- und Wirtschaftsgeschichte. Arbeitsgebiete – Probleme – Perspektiven, Stuttgart, S. 217–248
- Metzler**, Lloyd A., 1941, The Nature and Stability of Inventory Cycles, in: Review of Economic Statistics, Vol. 23, No. 3, S. 100–129
- Minsky**, Hyman, 1982, Debt-Deflation Processes in Today's Institutional Environment, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. 35, No. 143, S. 357–393
- Mishkin**, Frederic, 1978, The Household Balance Sheet and the Great Depression, in: Journal of Economic History, Vol. 38, No. 4, S. 918–937
- Naggl**, Walter, 1999, Konjunktur, Frankfurt am Main
- OECD**, 2003, The World Economy: Historical Statistics, Paris
- OECD**, 2009, Economic Outlook, No. 85, Paris
- Peter**, Goetz von, 2005, Debt-deflation: concepts and a stylised model, BIZ Working Paper, No. 176, Basel
- Peukert**, Detlev J. K., 1987, Die Weimarer Republik, Frankfurt am Main
- Räth**, Norbert, 2009, Rezessionen in historischer Betrachtung, in: Wirtschaft und Statistik, Nr. 3, Wiesbaden, S. 203–208
- Reichsbank**, 1932, Verwaltungsbericht der Reichsbank 1931, Berlin
- Ritschl**, Albrecht, 1990, Zu hohe Löhne in der Weimarer Republik?, Eine Auseinandersetzung mit Holtfrenrichs Berechnungen zur Lohnposition der Arbeiterschaft 1925–1932, in: Geschichte und Gesellschaft, 16. Jg., Nr. 3, S. 375–402
- Ritschl**, Albrecht, 2002, Deutschlands Krise und Konjunktur 1924–1934. Binnenkonjunktur, Auslandsverschuldung und Reparationsproblem zwischen Dawes-Plan und Transfersperre, Berlin
- Ritschl**, Albrecht, 2009, War 2008 das neue 1931?, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, Nr. 20/2009, S. 27–32

- Sachs**, Jeffrey D. / **Larrain** B., Felipe, 1995, Makroökonomik in globaler Sicht, München/Wien
- Samuelson**, Paul A., 1939, Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 21, No. 2, S. 75–78
- Schumpeter**, Joseph A., 1939, Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process, Band 1 und 2, New York/London
- Shiller**, Robert, 2005, Irrational Exuberance, Princeton
- Shiller**, Robert, 2009, Stock Market Data, updated, URL: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> [Stand: 2009-09-01]
- Shleifer**, Andrei, 2000, Inefficient Markets, Oxford
- Shleifer**, Andrei / **Vishny**, Robert, 1997, The limits of arbitrage, in: Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, S. 35–55
- Sinai**, Allen, 1976, Credit Crunches: An Analysis of the Postwar Experience, in: Eckstein, Otto (Hrsg.), Parameters and Policies of the US Economy, Amsterdam, S. 244–274
- Sinn**, Hans-Werner, 2009, Kasinokapitalismus, Berlin
- Spoerer**, Mark, 1996, Von Scheingewinnen zum Rüstungsboom. Die Eigenkapitalrentabilität der deutschen Industrieaktiengesellschaften 1925–1941, Stuttgart
- Statistisches Bundesamt**, 1972, Bevölkerung und Wirtschaft 1872–1972, herausgegeben anlässlich des 100-jährigen Bestehens der zentralen amtlichen Statistik, Stuttgart
- Statistisches Bundesamt**, 2009, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Fachserie 18, Reihe 1.4, Wiesbaden
- Stolper**, Toni, 1960, Ein Leben in Brennpunkten unserer Zeit, Gustav Stolper 1888–1947, Tübingen
- Suarez**, Javier / **Sussman**, Oren, 1999, Financial distress and the business cycle, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, No. 3, S. 39–51
- SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2002, Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum, Stuttgart
- Swanson**, Joseph / **Williamson**, Samuel, 1972, Estimates of National Product and Income for the United States Economy 1919–1941, in: Explorations in Economic History, Vol. 10, No. 1, S. 53–73
- Temin**, Peter, 1976, Did Monetary Forces Cause the Great Depression?, New York
- Temin**, Peter, 1989, Lessons from the Great Depression, Cambridge (Mass.)
- Tett**, Gillian, 2003, Saving the Sun, New York
- Tett**, Gillian, 2009, German move on flexibility opens new can of worms, in: Financial Times, 9. Juli, URL: http://www.ft.com/cms/s/0/e365c936-6c1f-11de-9320-00144feabdc0.html?nclink_check=1 [Stand: 2009-09-01]
- Tirole**, Jean, 2006, Corporate Finance, Princeton

- Tobin**, James, 1975, Keynesian Models of Recession and Depression, in: American Economic Review, Vol. 65, No. 2, S. 195–202
- Tobin**, James, 1980, Asset Accumulation and Economic Activity, Oxford
- U. S. Bureau of the Census**, 1975, Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Washington D.C.
- U. S. Department of Commerce**, 1941, Statistical Abstracts of the United States 1940, in: Bureau of the Census, Sixty-Second Number, Washington D.C., S. 166–178
- Vosgerau**, Hans-Jürgen, 1978, Konjunkturtheorie, in: Albers, Willi (Hrsg.), Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band 4, Stuttgart, S. 478–507
- Weltbank**, 2009, Financial Structure Database, URL: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> [Stand: 2009-08-27]
- Werner**, Richard, 2007, Neue Wirtschaftspolitik – Was Europa aus Japans Fehlern lernen kann, München
- Wicksell**, Knut, 1898, Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen, Jena
- Winkel**, Harald, 1985, Der Glaube an die Beherrschbarkeit von Wirtschaftskrisen (1933–1970), in: Schulze, Gerhard et al. (Hrsg.), Die Große Krise der dreißiger Jahre. Vom Niedergang der Weltwirtschaft zum Zweiten Weltkrieg, Göttingen, S. 17–43
- WTO** – World Trade Organization, 2009, Report to the TPRB from the Director-General on the financial and economic crisis and trade-related developments, 15. Juli, Washington D. C., S. 1–77
- Zarnowitz**, Victor, 1985, Recent Work on Business Cycles in Historical Perspective: A Review of Theories and Evidence, in: Journal of Economic Literature, Vol. 23, No. 2, S. 523–580
- Ziebura**, Gilbert, 1984, Weltwirtschaft und Weltpolitik 1922/24–1931, Frankfurt am Main

Kurzdarstellung

Die schwerste Rezession der Nachkriegszeit hat in der deutschen Volkswirtschaft tiefe Spuren hinterlassen. Man muss schon bis zur Großen Depression der 1930er Jahre zurückblicken, um in Deutschland einen ähnlich starken Einbruch der Wirtschaftsleistung zu finden. Im Frühjahr 2009 stoppte der rasante Absturz, seither geht es wieder langsam aufwärts. Gleichwohl bleiben viele Fragen: Ist die Krise endgültig überwunden? Wie nachhaltig ist der Aufwärtstrend? Droht uns eine längere wirtschaftliche Stagnation wie im Japan der 1990er Jahre nach dem Platzen der dortigen Immobilienblase, oder gleitet Deutschland gar in eine Deflations-Depressions-Spirale ab? Hat das „Geschäftsmodell Deutschland“, gekennzeichnet durch einen hohen Industrieanteil und eine ausgeprägte Weltmarktorientierung, ausgedient? Oder kann die deutsche Industrie problemlos an alte Erfolgsmuster anknüpfen? Die vorliegende Analyse versucht, darauf schlüssige Antworten zu geben. Ausgehend von einer Untersuchung der Großen Depression und des japanischen Deflationsjahrzehnts leitet sie Indikatoren für eine Deflations-Depressions-Checkliste ab, die anschließend für Deutschland überprüft werden. Darüber hinaus werden Megatrends identifiziert, die auch nach der Krise die Nachfrage nach deutschen Industrieprodukten begünstigen. Leitlinien für eine wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik schließen diese Analyse ab.

Abstract

The most serious recession since the Second World War has left deep traces in Germany's economy. Not since the Great Depression in the 1930s has there been a similarly dramatic collapse in economic performance. In the spring of 2009 the German economy came out of its headlong dive and has since been gradually recovering. Nevertheless, many questions remain: Has the crisis been permanently mastered? How sustained will the current upward trend prove? Is Germany facing a period of economic stagnation similar to Japan's after its real estate bubble burst in the 1990s, or is Germany even drifting into a spiral of deflation and depression? Is Germany's "business model", characterised by a large role for manufacturing industry and a strong focus on exports, now obsolete? Or can German industry simply resume and develop its traditionally successful strategies? This analysis attempts to find answers to these questions. After an investigation of the factors leading to the Great Depression and the Japanese decade of deflation, indicators for a deflation/depression checklist are developed and then applied to Germany. The study also identifies megatrends which will continue to promote demand for German industrial goods after the crisis has passed. The analysis concludes with guidelines for a growth-oriented economic policy.

Die Autoren

Prof. Dr. rer. pol. **Michael Grömling**, geboren 1965 in Würzburg; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg; seit 1996 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Referent für Makroökonomische Grundsatzfragen innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik sowie Redakteur der Zeitschrift „IW-Trends“; seit 2006 zudem Professor für Volkswirtschaftslehre an der Internationalen Fachhochschule in Bad Honnef/Bonn.

Prof. Dr. rer. pol. **Michael Hüther**, geboren 1962 in Düsseldorf; Studium der Wirtschaftswissenschaften und der mittleren und neueren Geschichte an der Justus-Liebig-Universität Gießen, währenddessen Studienaufenthalt an der University of East Anglia, Norwich; von 1987 bis 1989 Promotionsstudium der Wirtschaftswissenschaften, 1990 Abschluss des Promotionsverfahrens; von 1991 bis 1995 wissenschaftlicher Mitarbeiter im Stab des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR), Wiesbaden; von 1995 bis 1999 Generalsekretär des SVR (Leiter des wissenschaftlichen Stabs); von 1999 bis 2004 Chefvolkswirt und von 2001 bis 2004 Bereichsleiter Volkswirtschaft und Kommunikation der DekaBank, Frankfurt am Main; seit 2001 Honorarprofessor an der European Business School, Oestrich-Winkel; seit Juli 2004 Direktor und Mitglied des Präsidiums des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln.

PD Dr. habil. rer. pol. **Manfred Jäger**, geboren 1968 in Bad Wildungen; Studium der Mathematik an der Universität Paderborn; von 1993 bis 2005 wissenschaftlicher Mitarbeiter/Assistent am Lehrstuhl für Wachstum und Konjunktur der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg; seit Juni 2005 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Finanzmärkte und seit 2009 Leiter der Forschungsgruppe Markt und Staat; seit 2005 außerdem Privatdozent an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg mit Lehrveranstaltungen in Makroökonomik sowie der Theorie und Empirie der Konjunktur; seit 2008 zudem Dozent an der European Business School, Oestrich-Winkel.

Dr. rer. pol. **Rolf Kroker**, geboren 1952 in Bramsche; Studium der Volkswirtschaftslehre an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster; dort von 1977 bis 1981 wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzwissenschaft; von 1981 bis 1992 Referatsleiter im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereiche Staat und Wirtschaft, Lohn- und Tarifpolitik, Einkommensverteilung, Konjunkturprognosen; seit Juli 1992 Leiter des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik und Geschäftsführer des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln.

Positionen – Beiträge zur Ordnungspolitik

In der Reihe IW-Positionen – Beiträge zur Ordnungspolitik aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln sind erschienen:

Oliver Stettes

Effiziente Mitbestimmung:

Eine ökonomische Analyse

IW-Positionen 26, 2007, 56 Seiten, 11,80 €

Michael Voigtländer

Der öffentliche Wohnungsmarkt in Deutschland

Eine Untersuchung aus ordnungspolitischer Sicht

IW-Positionen 27, 2007, 52 Seiten, 11,80 €

Jochen Pimpertz

Wettbewerb in der gesetzlichen Krankenversicherung

Gestaltungsoptionen unter sozialpolitischen Vorgaben

IW-Positionen 28, 2007, 60 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt / Jan-Welf Selke

Klimapolitik nach 2012

Optionen für den internationalen Klimaschutz

IW-Positionen 29, 2007, 52 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

Steigerung der Energieeffizienz

Ein Beitrag für mehr Umweltschutz und Wirtschaftlichkeit

IW-Positionen 30, 2007, 40 Seiten, 11,80 €

Berthold Busch

Zur Wirtschaftsverfassung der Europäischen Union

Grundlagen, Entwicklung und Perspektiven

IW-Positionen 31, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Stefan Hardege

Freie Berufe in Deutschland

Bestandsaufnahme und Reformoptionen

IW-Positionen 32, 2008, 62 Seiten, 11,80 €

Oliver Koppel / Axel Plünnecke

Braingain – Braindrain

Die Wachstumspotenziale der Zuwanderung

IW-Positionen 33, 2008, 56 Seiten, 11,80 €

Ralph Brügelmann / Winfried Fuest

Erbchaftsteuerreform

Eine halbherzige Lösung

IW-Positionen 34, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Christina Anger / Axel Plünnecke

Frühkindliche Förderung

Ein Beitrag zu mehr Wachstum und Gerechtigkeit

IW-Positionen 35, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

Sichere Energie- und Rohstoffversorgung

Herausforderung für Politik und Wirtschaft?

IW-Positionen 36, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Holger Schäfer

Die soziale Grundsicherung in Deutschland

Status quo, Reformoptionen und Reformmodelle

IW-Positionen 37, 2008, 64 Seiten, 11,80 €

Jürgen Matthes

Die Rolle des Staates in einer neuen Weltwirtschaftsordnung

Eine ordnungspolitische Rückbesinnung

IW-Positionen 38, 2009, 44 Seiten, 11,80 €

Berthold Busch

Der EU-Binnenmarkt

Anspruch und Wirklichkeit

IW-Positionen 39, 2009, 52 Seiten, 11,80 €

Helmut E. Klein / Oliver Stettes

Reform der Lehrerbesehtigung

Effizienzpotenziale leistungsgerechter Arbeitsbedingungen

IW-Positionen 40, 2009, 68 Seiten, 11,80 €

Klaus-Heiner Röhl / Peggy von Speicher

Ostdeutschland 20 Jahre nach dem Mauerfall

Ist die Investitionsförderung Triebfeder von Industriewachstum und regionaler Entwicklung?

IW-Positionen 41, 2009, 52 Seiten, 11,80 €

Die Reihe ist im Fortsetzungsbezug zu Sonderkonditionen erhältlich.

Bestellungen über www.iwmedien.de/books

In der Reihe IW-Analysen – Forschungsberichte aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln sind erschienen:

Stefan Hardege / Edgar Schmitz
Die Kosten des Kündigungsschutzes in Deutschland
IW-Analysen 41, 2008, 72 Seiten, 16,80 €

Dominik H. Enste / Detlef Fetchenhauer / Ilona Riesen
Sozialstaatsfallen, Erwerbsanreize und soziale Mobilität
Eine ökonomische, soziologische und sozialpsychologische Analyse
IW-Analysen 42, 2008, 80 Seiten, 17,80 €

Institut der deutschen Wirtschaft Köln
Zehn Jahre Euro
Erfahrungen, Erfolge und Herausforderungen
IW-Analysen 43, 2008, 152 Seiten, 24,80 €

Dominik H. Enste / Nicola Hülskamp / Holger Schäfer
Familienunterstützende Dienstleistungen
Marktstrukturen, Potenziale und Politikoptionen
IW-Analysen 44, 2009, 84 Seiten, 17,90 €

Institut der deutschen Wirtschaft Köln
Reformpolitik und Privatisierungspolitik im europäischen Vergleich
IW-Analysen 45, 2009, 136 Seiten, 22,80 €

Oliver Koppel / Axel Plünnecke
Fachkräftemangel in Deutschland
Bildungsökonomische Analyse, politische Handlungsempfehlungen, Wachstums- und Fiskaleffekte
IW-Analysen 46, 2009, 132 Seiten, 19,90 €

Michael Grömling / Hans-Joachim Haß
Globale Megatrends und Perspektiven der deutschen Industrie
IW-Analysen 47, 2009, 88 Seiten, 16,90 €

Christiane Konegen-Grenier
Hochschulen und Wirtschaft
Formen der Kooperation und der Finanzierung
IW-Analysen 48, 2009, 106 Seiten, 18,90 €

Jochen Pimpertz / Nicole Horschel / Christoph Schröder
Soziale Umverteilung in Deutschland
Bestandsaufnahme und Ansätze zu einer rationalen Neukonzeption
IW-Analysen 49, 2009, 116 Seiten, 19,90 €

Markus Demary / Michael Voigtländer
Immobilien 2025
Auswirkungen des demografischen Wandels auf die Wohn- und Büroimmobilienmärkte
IW-Analysen 50, 2009, 62 Seiten, 16,90 €

Jörg Schmidt / Laura-Christin Diekmann / Holger Schäfer
Die Lohnungleichheit zwischen Männern und Frauen
Indikatoren, Ursachen und Lösungsansätze
IW-Analysen 51, 2009, 94 Seiten, 18,90 €

Bernd Meier
Nanotechnik
Sozioökonomische Dimensionen einer Schlüsselinnovation
IW-Analysen 52, 2009, 86 Seiten, 19,90 €

Thomas Puls
Externe Kosten am Beispiel des deutschen Straßenverkehrs
Ökonomisches Konzept, politische Relevanz, praktische Möglichkeiten und Grenzen
IW-Analysen 53, 2009, 124 Seiten, 21,90 €

Axel Plünnecke / Benjamin Scharnagel / Oliver Stettes / Jan Angenendt
Einstiegsmonitor Europa
Welche europäischen Staaten bieten die besten Perspektiven für Arbeit, Bildung und sozialen Aufstieg?
IW-Analysen 54, 2009, 100 Seiten, 19,90 €

ISBN 978-3-602-14845-5