

Marcus Scheiblecker

Zur Nachhaltigkeit des aktuellen Konjunkturaufschwunges

Zur Nachhaltigkeit des aktuellen Konjunkturaufschwunges

Seit 2015 zeigt sich in Österreich wieder eine Aufwärtsbewegung der Konjunktur. Ab 2016 verstärkten heimische fiskalische Sonderfaktoren zusätzlich die Dynamik. Heuer tragen wieder vermehrt außenwirtschaftliche Impulse die Entwicklung. Während die Arbeitslosigkeit aufgrund ihrer verzögerten Reaktion noch kaum durch die Verbesserung der Wirtschaftslage gesenkt wird, liegen einige Konjunkturindikatoren bereits nahe jenen früheren Höchstwerten, in deren Folge sich das Wachstum üblicherweise abschwächte. Anders als in vergangenen Aufschwungphasen steht diesmal bislang weder die Fiskal- noch die Geldpolitik einer Fortsetzung oder sogar weiteren Beschleunigung des Aufschwunges im Weg. Allerdings mehren sich die Hinweise auf eine Konjunkturabschwächung in den USA, welche auf die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum ausstrahlen könnte. Die Wahrscheinlichkeit einer solchen Übertragung dürfte aufgrund geringerer interner Ungleichgewichte derzeit deutlich kleiner sein als vor Ausbruch der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008.

On the Sustainability of the Current Business Cycle Upswing

Business activity in Austria has been heading up again since 2015. As from 2016, domestic one-off fiscal effects have added to the growth momentum, while in the current year external stimulus is playing a dominant role. Although, due to the usual time lag, unemployment has so far hardly started to decline, a number of cyclical indicators have meanwhile nearly reached previous highs, from where demand and output growth usually decelerates. Unlike in earlier episodes of cyclical upturn, neither fiscal nor monetary policy would inhibit the continuation or even reinforcement of the pace of growth. However, there are mounting signs of slackening business activity in the USA, which may also cloud the prospects for the euro area. However, since internal imbalances within the euro area have to some extent been corrected, the probability of "contagion" should at present be significantly lower than before the onset of the financial market crisis and the recession.

Kontakt:

Mag. Dr. Marcus Scheiblecker: WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, marcus.scheiblecker@wifo.ac.at

JEL-Codes: E32 • **Keywords:** Konjunkturzyklen

Begutachtung: Martin Schneider (OeNB), Gunther Tichy (WIFO) • **Wissenschaftliche Assistenz:** Astrid Czaloun (astrid.czaloun@wifo.ac.at)

Die weltweite Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise traf 2008/09 auch die österreichische Wirtschaft hart. Obwohl ihre Ursachen und Auslöser im Finanz- und Immobiliensektor lagen, erlitt die Wirtschaft in Ländern mit hohem Industrieanteil besonders empfindliche Produktionseinbußen (Abbildung 1, linkes Diagramm), erholte sich aber in weiterer Folge auch am raschesten (Abbildung 1, rechtes Diagramm).

Insbesondere die österreichische Wirtschaft folgte diesem Muster: Die heimische Sachgüterproduktion erreichte laut Produktionsindex rasch wieder das Hochkonjunkturniveau des Jahres 2008 und überschritt es 2011 erstmals wieder. Ähnliches war auch für die deutsche Sachgüterproduktion zu beobachten. In den USA und im Durchschnitt des Euro-Raumes hat sich diese Lücke bis heute noch nicht geschlossen. Wo sich die durch die Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 entstandene Produktionslücke rasch schloss, weist dies deutlich auf konjunkturelle Ursachen des vorangegangenen scharfen Produktionseinbruches und weniger auf Strukturschwächen der Industrie hin (Scheiblecker, 2015).

Die Folgejahre waren allerdings von einer sehr trägen Entwicklung der Sachgüterproduktion geprägt. Für den gesamten Euro-Raum war 2012 und 2013 sogar deutlich eine Folge rezession des Sektors zu erkennen, für Deutschland war dies weniger stark ausgeprägt, und in Österreich schwächte sich das Produktionswachstum in diesem Zeitraum lediglich ab.

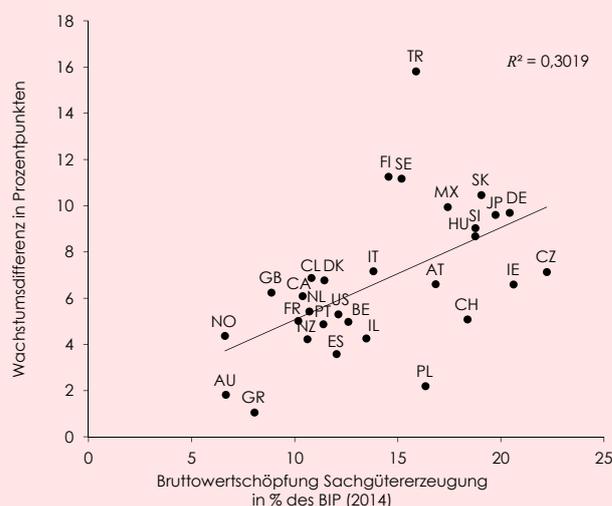
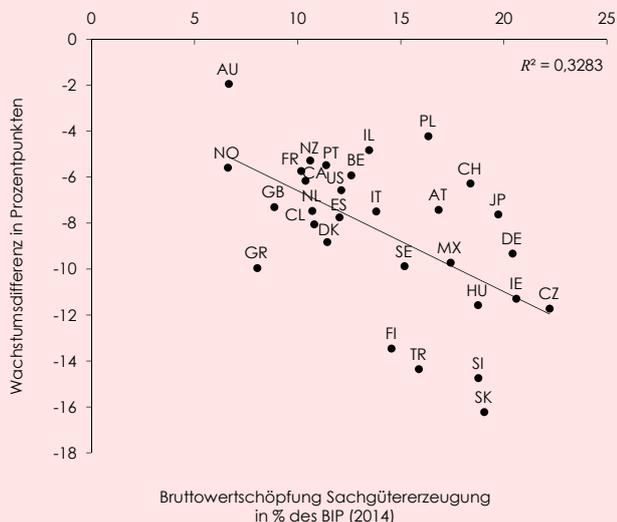
Dieser erneute Einbruch der Industriekonjunktur von 2012 schlug sich auch in der gesamtwirtschaftlichen Produktion nieder (Übersicht 1). Dies zeigt, wie empfindlich Erholungsphasen in ihrem Anfangsstadium sein können. Die Wirtschaft schrumpfte im

Euro-Raum insgesamt zwei Jahre in Folge und stagnierte in Deutschland, nachdem sie 2010 und 2011 jeweils um rund 4% gewachsen war.

Abbildung 1: BIP-Entwicklung ausgewählter OECD-Länder vor und nach der weltweiten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise abhängig vom Anteil der Sachgütererzeugung am BIP

Differenz zwischen dem höchsten Wachstum in den Jahren 2004/2007 und der Veränderungsrate im Tiefpunkt der Krise 2008/09

Differenz zwischen der Veränderungsrate im Tiefpunkt der Krise 2008/09 und dem höchsten Wachstum in den Jahren 2010/2013



Q: OECD, Macrobond, WIFO-Berechnungen.

Übersicht 1: Entwicklung von BIP und Produktionsindizes in ausgewählten Wirtschaftsräumen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Veränderung gegen das Vorjahr in %										
<i>BIP, real</i>										
USA	+ 1,8	- 0,3	- 2,8	+ 2,5	+ 1,6	+ 2,2	+ 1,7	+ 2,4	+ 2,6	+ 1,6
Euro-Raum	+ 3,0	+ 0,4	- 4,5	+ 2,1	+ 1,6	- 0,9	- 0,3	+ 1,2	+ 2,0	+ 1,7
Deutschland	+ 3,3	+ 1,1	- 5,6	+ 4,1	+ 3,7	+ 0,5	+ 0,5	+ 1,6	+ 1,7	+ 1,9
Österreich	+ 3,6	+ 1,5	- 3,8	+ 1,9	+ 2,8	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,6	+ 1,0	+ 1,5
<i>Sachgüterproduktion</i>										
USA	+ 2,7	- 4,8	-13,8	+ 5,8	+ 2,9	+ 2,6	+ 0,9	+ 1,2	+ 0,1	- 0,0
Euro-Raum	+ 4,2	- 1,9	-16,0	+ 7,6	+ 4,7	- 2,5	- 0,7	+ 1,7	+ 2,3	+ 1,5
Deutschland	+ 6,5	+ 0,8	-17,2	+11,7	+ 8,3	- 1,1	- 0,2	+ 1,9	+ 1,0	+ 1,3
Österreich	+ 6,3	+ 1,0	-12,7	+ 6,9	+ 6,7	+ 0,1	+ 0,8	+ 1,2	+ 2,4	+ 2,0

Q: OECD; WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond.

Die österreichische Wirtschaft entwickelte sich in diesem Zeitraum kaum günstiger. Obwohl die Sachgüterproduktion laut Produktionsindex in beiden Jahren besser abschnitt als in Deutschland¹⁾, stagnierte das BIP um ein Jahr verzögert zum Euro-Raum und zu Deutschland. Während in Deutschland und im Euro-Raum insgesamt 2015 aufgrund einer Belebung der Binnennachfrage eine Erholung einsetzte, verharrte Österreichs Wirtschaft – trotz der günstigeren Situation der Industrie – in einer Phase schwachen Wachstums. Der Konsum der privaten Haushalte ging in realer Rechnung ungeachtet des Bevölkerungswachstums drei Jahre in Folge zurück, ebenso schrumpfte die Nachfrage nach Bauinvestitionen in diesem Zeitraum. Die Investitionen in Ausrüstungsgegenstände ermöglichten erst ab 2015 wieder eine leichte Ausweitung der Bruttoanlageinvestitionen.

¹⁾ Laut VGR blieb die Wertschöpfung der heimischen Sachgüterproduktion jedoch merklich zurück.

An die internationale Wachstumsdynamik schloss Österreich erst 2016 mit einem BIP-Anstieg von real 1,5% und damit einem nur mehr knappen Rückstand gegenüber den USA und dem Durchschnitt des Euro-Raumes wieder an. Ähnlich wie in Deutschland zuvor trugen dazu ausschließlich binnenwirtschaftliche Nachfragekomponenten bei. Die Senkung der Einkommensteuer 2016 löste den Rückstau der privaten Konsumnachfrage auf, die Bauinvestitionen stiegen erstmals wieder leicht, und die Nachfrage nach Ausrüstungsinvestitionen erhöhte sich kräftig. Die Außenwirtschaft belastete hingegen weiterhin die Entwicklung: Der Warenexport stagnierte 2016 gemessen am Wert und belebte sich erst gegen Jahresende deutlich.

In den ersten Monaten des Jahres 2017 setzte sich der vom internationalen Konjunkturaufschwung ausgelöste außenwirtschaftliche Impuls verstärkt fort. Die Robustheit des internationalen Aufschwunges zeigte sich, neben der beständigen Verbesserung der Einschätzung der Wirtschaftslage der Unternehmen im Economic Sentiment Indicator der Europäischen Union (ESI), auch in der breiten Verteilung dieser positiven Einschätzungen über Branchen und Länder hinweg. Im April erreichte dieser Indikator im Euro-Raum den höchsten Stand seit 2007.

In diesem günstigen internationalen Umfeld beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum in Österreich weiter, das BIP stieg im I. Quartal gegenüber der Vorperiode real um 0,7%. Der Export von Waren und Dienstleistungen erhöhte sich um 2,4%, die Wertschöpfung der Sachgüterproduktion um 2,2% gegenüber der Vorperiode bzw. 5,4% gegenüber dem Vorjahr.

1. Konjunkturindikatoren steigen auf langjährige Höchstwerte

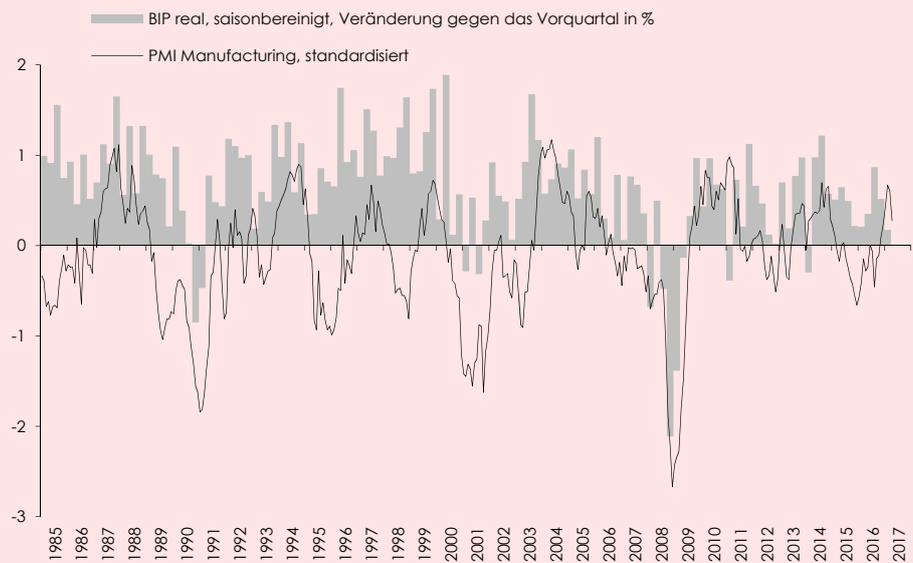
Konjunkturindikatoren, die auf qualitativen Umfragedaten basieren, gestatten generell keine Ableitung quantitativer Veränderungen wie etwa des Wirtschaftswachstums. Sie bieten jedoch den großen Vorteil, dass sie neben geringer Respondentebelastung relativ rasch verfügbar sind und recht zuverlässig tendenzielle Änderungen anzeigen. Die Indizes geben nur die Einschätzung von Unternehmen und privaten Haushalten hinsichtlich einer Verbesserung, Verschlechterung oder unveränderter Entwicklung zu den in den Erhebungen gestellten Fragen wieder. Die Antworten werden bei der Aggregation auch nicht nach Bedeutung oder Größe des befragten Unternehmens gewichtet²⁾.

Dennoch bilden solche Indikatoren recht gut Schwankungen der Wirtschaftsaktivität in Form der zu erwartenden Be- oder Entschleunigung ab. Damit sind sie auch zur Lokalisierung eines Konjunktumschwunges geeignet. Solche Umschwünge markieren Wendepunkte, die mit einer Beschleunigung oder Verringerung der Wirtschaftswachstumsdynamik zusammenfallen. So gibt der Einkaufsmanagerindex (PMI) des Institute for Supply Management für die USA die Rezessionen Ende 1990, das Ende der Dotcom-Blase Anfang 2000 und die weltweite Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 deutlich wieder (Abbildung 2). Für den Euro-Raum zeigt der Economic Sentiment Indicator die ausgeprägten Aufschwung- und Abschwungphasen des BIP recht gut an (Abbildung 4), ähnlich auch für Österreich (Abbildung 3).

Die Aufschwungphasen in Form überdurchschnittlicher Wachstumsraten dauern, wie die Abbildungen 2 bis 4 zeigen, länger als die Abschwungphasen. Zudem erreicht das BIP seine höchsten Zuwachsraten jeweils nur für kurze Zeit. Üblicherweise strebt danach die Wirtschaft in gemächlicherem Tempo dem Konjunkturmehrpunkt entgegen. Die Konjunkturumfragen zeigen ein ähnliches Muster mit einer leichten Verzögerung (in Abbildung 4 etwa 1997/98, 2000, 2006 und 2011). Dies liegt etwa für den Economic Sentiment Indicator darin begründet, dass nicht nur die Stimmung der Unternehmen, sondern auch die der privaten Haushalte abgebildet wird.

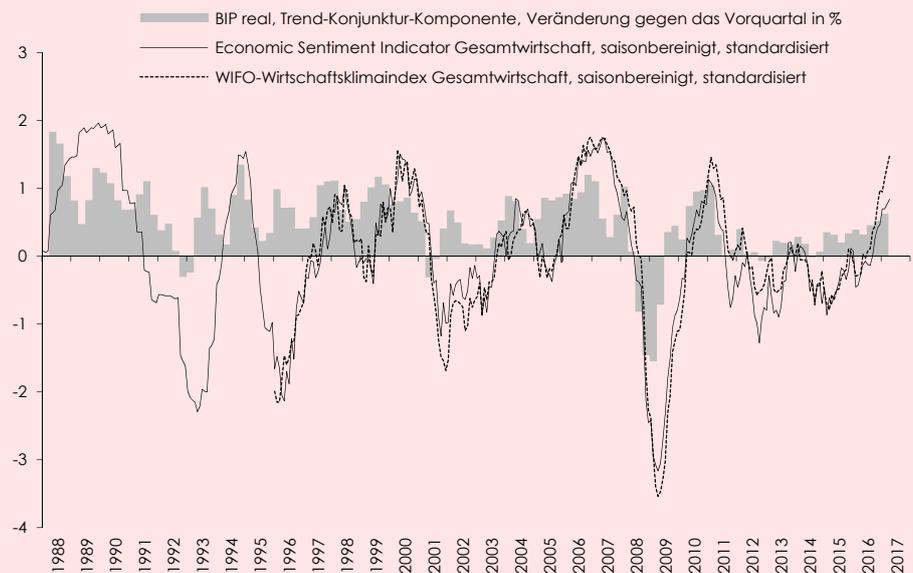
²⁾ Ein Indexstand von 0 Punkten kann sich ergeben, wenn sämtliche befragten Unternehmen keine Veränderung erwarten, ebenso wenn eine Hälfte mit einer Besserung und die andere mit einer Verschlechterung rechnet. Der Index kann auch seinen theoretischen Höchstwert erreichen, wenn alle Unternehmen kurz nach Überwindung einer Rezession bloß eine leichte Besserung ihrer Wirtschaftslage melden (zur Methodik solcher Umfragen https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/bcs_user_guide_en_0.pdf).

Abbildung 2: Einkaufsmanagerindex (PMI) und BIP-Entwicklung in den USA



Q: Institute of Supply Management, BEA, Macrobond.

Abbildung 3: Konjunkturindikatoren und BIP-Entwicklung in Österreich



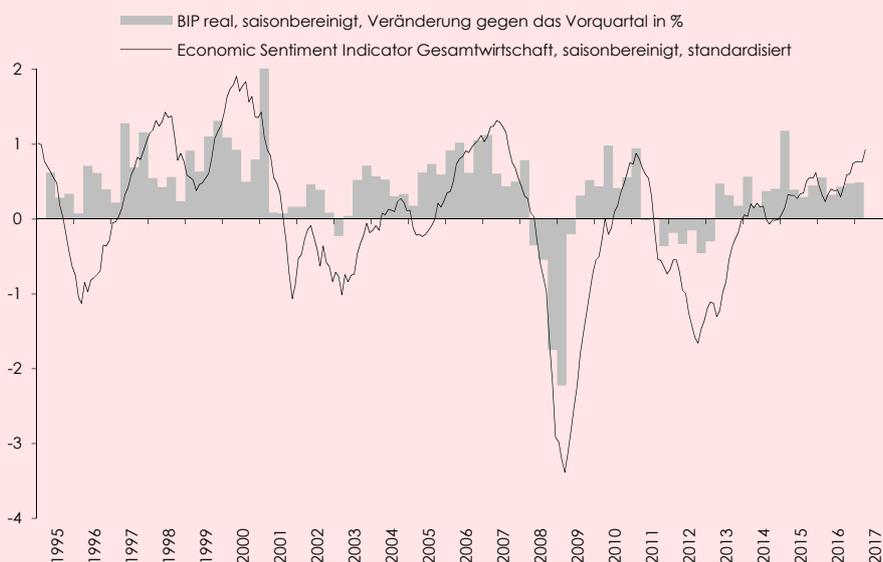
Q: Europäische Kommission; WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond.

Die Konjunkturtheorie bietet recht unterschiedliche Erklärungsansätze für das Phänomen konjunkturbedingter Schwankungen. Sie liefert zwar auch Anhaltspunkte für die Bedingungen für Konjunkturwendepunkte und in weiterer Folge Rezessionen, jedoch können diese so vielfältig sein, dass sie eine empirisch gestützte Vorhersage kaum zulassen³⁾. Generell werden Phasen der Konjunkturanspannung von geld- und fiskalpolitischen Restriktionsmaßnahmen begleitet. Dies war auch in dem 2006 ein-

³⁾ Reinhart – Rogoff (2009) verwenden in ihrem Buch "This time is different: Eight centuries of financial folly" ein Zitat aus Tolstois "Anna Karenina", wonach alle glücklichen Familien sehr ähnlich sind, aber jede unglückliche Familie ein anderes Problem hat.

setzenden Konjunkturaufschwung im Euro-Raum zu beobachten. Durch die schrittweise Anhebung des Leitzinssatzes der EZB ab 2006 stiegen sowohl der für Zwischenbankkredite relevante Euribor als auch die Renditen für Unternehmensanleihen (Abbildung 5). Ab Juni 2007 verschlechterten sich die im Economic Sentiment Indicator abgebildete Konjunktureinschätzung und die Wachstumsdynamik des BIP (Abbildung 4).

Abbildung 4: Wirtschaftsklima und BIP-Entwicklung im Euro-Raum



Q: Europäische Kommission, Eurostat, Macrobond.

Die Wirtschaft strebte in langsamerem Tempo dem Konjunkturrückgang im Jahr 2008 entgegen. Die Geldpolitik setzte ihren restriktiven Kurs – aufgrund der aktuellen Inflationsentwicklung – fort und tat dies auch noch, als die Wirtschaftsleistung im II. Quartal 2008 zu schrumpfen begann⁴⁾.

Auch die Fiskalpolitik wirkte in dieser Aufschwungphase bremsend auf die Konjunktur. Der Primärsaldo der öffentlichen Haushalte der Euro-Länder wies ab 2005 zunehmende Überschüsse auf. Dabei dürfte jedoch weniger das diskretionäre Eingreifen der Fiskalpolitik zur Dämpfung der Konjunktur als vielmehr das Wirken der automatischen Stabilisatoren eine Rolle gespielt haben. Erst ab dem I. Quartal 2008 drehte der Primärsaldo wieder in Richtung eines zunehmenden Defizits (Abbildung 5).

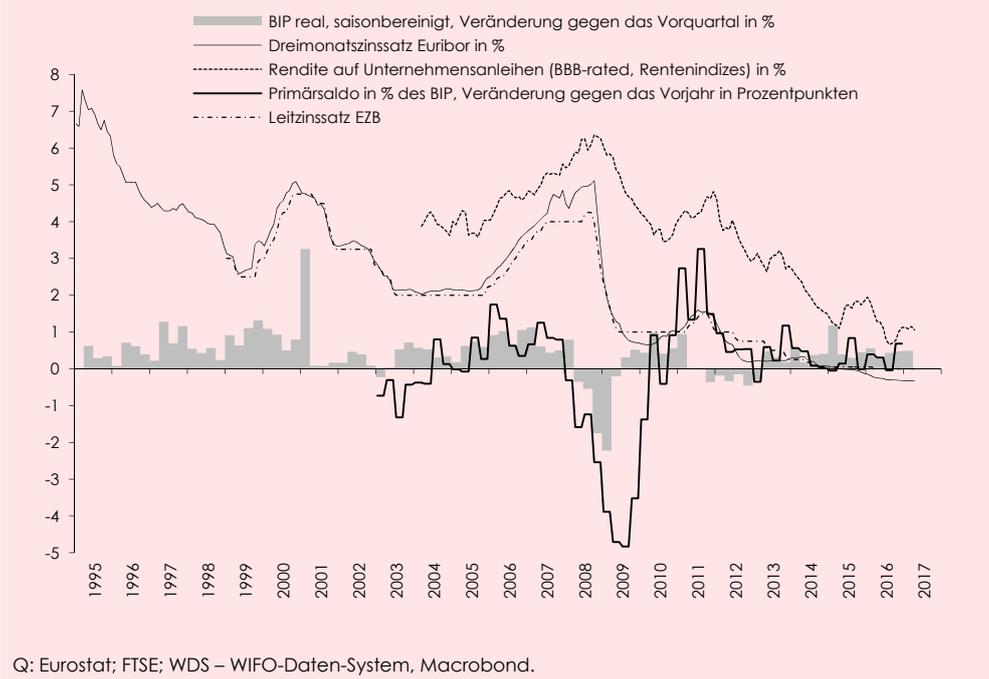
Ein ähnliches Bild ergab sich für den Mitte 2009 einsetzenden Konjunkturrückgang. Der Euribor zog aufgrund der geldpolitischen Straffung der EZB ab Mitte 2010 wieder an, und das Primärdefizit wurde aufgrund der automatischen Stabilisatoren und zusätzlichen diskretionären Maßnahmen zur Senkung der erhöhten Staatsschuld immer geringer. Damit würgten sowohl die zu frühzeitige Anhebung des Leitzinssatzes als auch die rasche diskretionäre Drosselung der Defizite der öffentlichen Haushalte die noch junge Konjunkturerholung wieder ab.

Im aktuellen Aufschwung nähert sich der Economic Sentiment Indicator erneut den jeweiligen lokalen Höchstwerten der Jahre 1988, 2000 und 2007, was einen kräftigen Konjunkturaufschwung belegt. Noch liegt der Index etwas unter diesen Werten und hat daher noch Potential nach oben. Üblicherweise bildet sich rund um diese lokalen Höchstwerte ein Plateau von mehreren Monaten aus, bevor der Index wieder zu sinken beginnt.

⁴⁾ Damals wurde die Abschwächung sowohl in der Quartalsrechnung für den Euro-Raum als auch in den verfügbaren Prognosen noch unterschätzt.

Bislang schlug sich der im Index zum Ausdruck kommende Optimismus noch zu wenig in einer Beschleunigung der BIP-Wachstumsraten im Euro-Raum nieder. Allerdings ist es aufgrund der Saisonbereinigungsmethodik durchaus plausibel, mit Aufwärtsrevisionen der publizierten Zahlen zu rechnen, was die Lücke zwischen der Entwicklung des Economic Sentiment Indicator und des BIP nachträglich verringern könnte⁵⁾. Ein weiterer Grund für das aktuelle Auseinanderklaffen beider Zeitreihen wäre eine Verringerung des Trendwachstums, die den bisherigen Zusammenhang zwischen Indexstand und BIP-Veränderungsrate lockern würde. Dafür spräche die Entwicklung des Primärsaldos der öffentlichen Haushalte, die nicht im Widerspruch zur BIP-Entwicklung verläuft, falls nicht umfangreiche Restriktionseingriffe diesen Saldo künstlich nach unten drücken.

Abbildung 5: Auswirkung von Geld- und Fiskalpolitik und BIP-Entwicklung im Euro-Raum



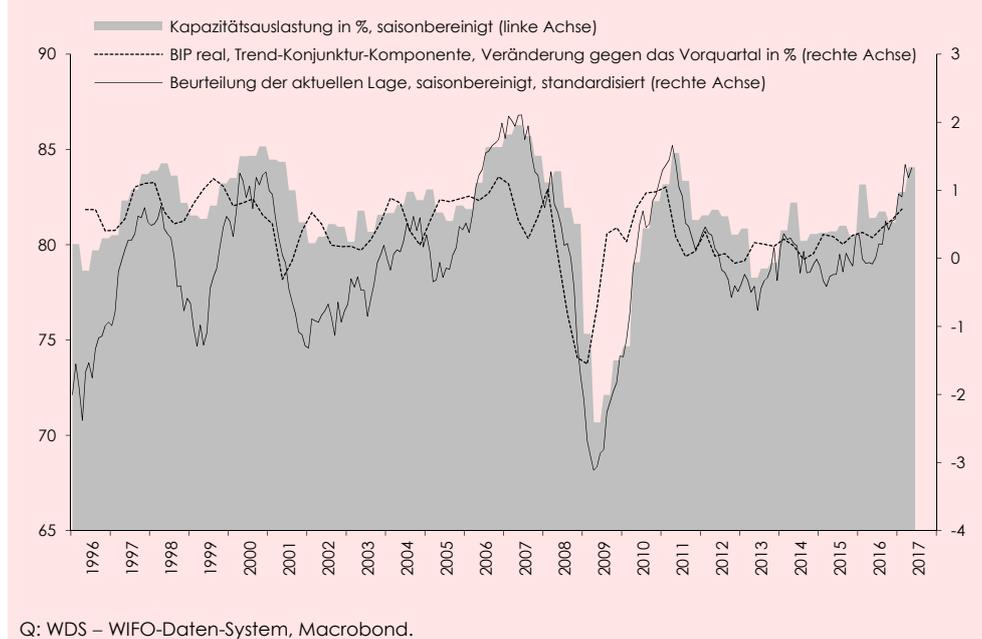
2. Bereits hoher Kapazitätsauslastungsgrad in der heimischen Sachgüterproduktion

Auch für Österreich scheint der Abstand zwischen der Stimmung der Industrieunternehmen und der BIP-Entwicklung größer als in der Vergangenheit zu sein, wenngleich in etwas geringerem Ausmaß als für den Durchschnitt des Euro-Raumes. Die befragten heimischen Sachgütererzeuger meldeten jedoch bereits in dieser Phase des Aufschwunges mit 84,1% (II. Quartal 2017, saisonbereinigt) einen sehr hohen Auslastungsgrad.

Der Grund der frühzeitig hohen Auslastung könnte in der schwachen Entwicklung der Investitionen in den letzten Jahren liegen, welche die Expansion des zur Verfügung stehenden Kapitalstockes bremste. Die österreichische Wirtschaft könnte deshalb diesmal nicht in dem in der Vergangenheit beobachteten Ausmaß von einem Aufschwung der internationalen Konjunktur profitieren. Ob die zuletzt rege Investitionstätigkeit diesen Rückstand rasch genug zu schließen vermag, wird sich in naher Zukunft zeigen.

⁵⁾ Teils ist dies auf die in der Quartalsrechnung verwendeten Verfahren selbst (Shrestha – Marini, 2013), teils auf die Probleme der Saisonbereinigung der aktuellsten Daten (Wright, 2013) zurückzuführen.

Abbildung 6: Kapazitätsauslastung und Einschätzung der aktuellen Lage in der Sachgütererzeugung laut WIFO-Konjunkturtest sowie BIP-Entwicklung in Österreich



3. Weder Geld- noch Fiskalpolitik bremst zur Zeit den Aufschwung

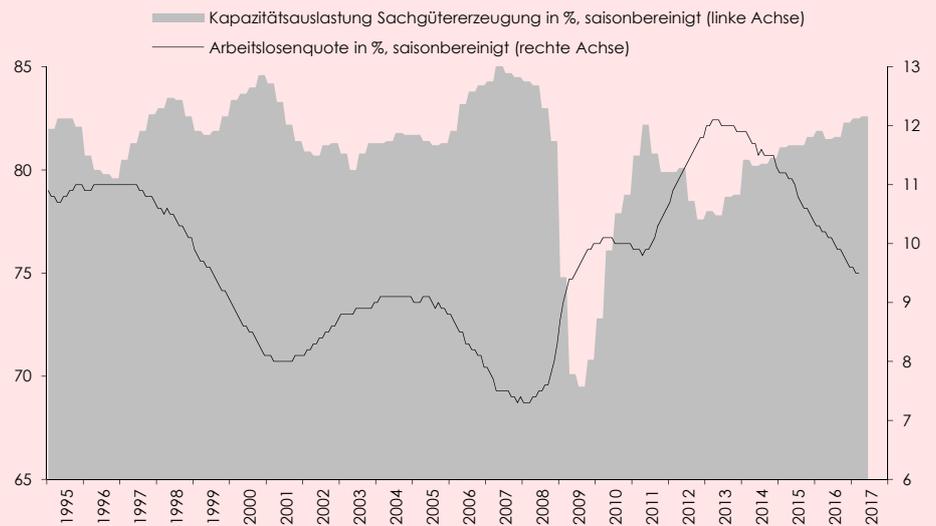
Weniger als die Intensität des derzeitigen Aufschwunges steht hier jedoch seine Dauer im Zentrum. Wie erwähnt dauert die Phase außerordentlich positiver Einschätzungen im Euro-Raum und in Österreich üblicherweise nur für kurze Zeit; das spiegelt sich auch in den Wachstumsraten des BIP. Dies und die verbleibende Lücke bis zu den bisherigen lokalen Höchstwerten sprechen für ein Anhalten des in den Umfragen zum Ausdruck kommenden Optimismus bis gegen Jahresende.

Allerdings liegen derzeit wirtschaftspolitische Bedingungen vor, weshalb der Aufschwung im Euro-Raum diesmal länger dauern könnte und die Umfragewerte noch weiteres Aufwärtspotential über ihre bisherigen Höchstwerte hinaus haben: Anders als in den bisherigen Aufschwungsphasen setzte die Geldpolitik nämlich bislang noch keine restriktiven Schritte. Üblicherweise tat sie dies bereits in sehr frühen Phasen des Aufschwunges und teilweise bis weit in die Rezessionsphase hinein (Abbildung 5). Eine solche Straffung verteuert nicht nur die Kreditaufnahme, sondern weckt darüber hinaus die Erwartung von längerfristig steigenden Realzinssätzen, was die Investitionsbereitschaft drücken würde.

Geldpolitische Maßnahmen wirken sich üblicherweise mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung (transmission lag) aus. Selbst bei einer sofortigen Straffung der Geldpolitik würden deren dämpfende Effekte wahrscheinlich erst 2018 wirksam. Bislang ist allerdings noch keinerlei Absicht der EZB für eine baldige Straffung zu erkennen. Zum einen deuten weder die weiterhin hohe Arbeitslosigkeit und die Kapazitätsauslastung der Unternehmen (Abbildung 7) noch die Preisentwicklung im Euro-Raum auf konjunkturbedingte Überspannungen hin. Zum anderen führt die EZB nach wie vor in großem Umfang ihr Programm zum Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen durch, um einen Anstieg der Sekundärmarktrendite zu verhindern. Ein solcher Anstieg könnte einige Länder mit hohem öffentlichen Schuldenstand und bereits überdurchschnittlichen Renditen wie etwa Italien oder Portugal in Bedrängnis bringen.

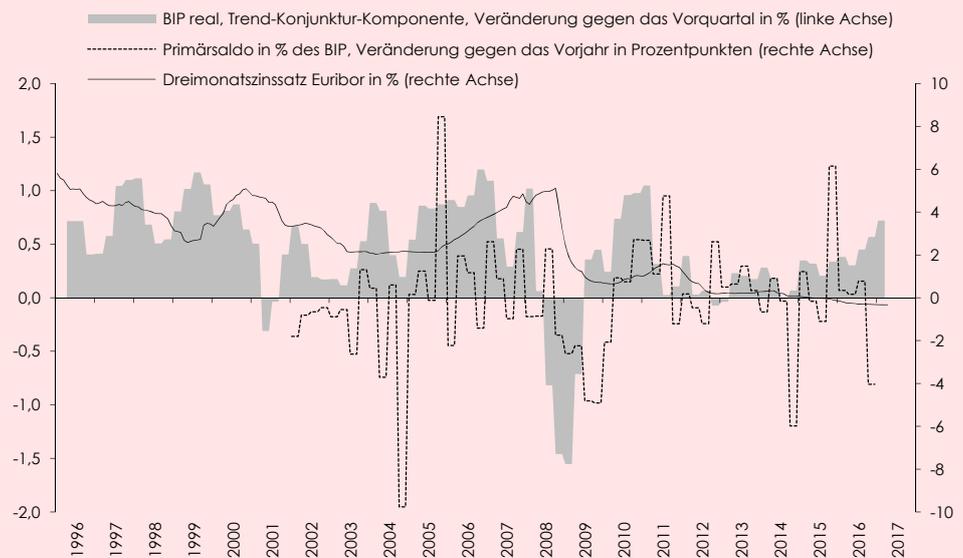
Ein weiterer Grund für ein zögerliches Vorgehen der EZB könnte in den Erfahrungen der vergangenen Konjunkturphasen liegen. So reagierte die Geldpolitik im Euro-Raum im Jahr 2008 viel zu spät auf den Konjunkturreinbruch (Abbildung 5). Nach der Rückschwungphase 2009/10 erhöhte die EZB dann zu früh den Leitzinssatz in zwei Schritten und musste dies in weiterer Folge wieder zurücknehmen. Dies könnte, neben der fiskalpolitischen Konsolidierung in dieser frühen Phase, die einsetzende Konjunkturerholung vorzeitig abgewürgt haben.

Abbildung 7: Kapazitätsauslastung und Arbeitslosenquote im Euro-Raum



Q: Europäische Kommission, Eurostat, Macrobond.

Abbildung 8: Geld- und fiskalpolitische Ausrichtung und BIP-Entwicklung in Österreich



Q: Eurostat; WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond.

Neben dieser Änderung der geldpolitischen Reaktion gegenüber früheren Zyklen zeigt auch die Fiskalpolitik noch keine Anzeichen einer bremsenden Wirkung. Der Primärsaldo der öffentlichen Haushalte weist seit 2013 tendenziell leichte Überschüsse auf und steht damit im Einklang mit der Entwicklung des BIP. Dies deutet auf eine derzeit neutrale Ausrichtung der diskretionären Komponente der Fiskalpolitik im Euro-Raum hin, womit auch die Fiskalpolitik einer weiteren Expansion nicht im Wege steht.

Auch in Österreich sind die derzeitige fiskalpolitische Ausrichtung und die monetären Bedingungen günstig (Abbildung 8). Der Primärsaldo der öffentlichen Haushalte ließ in den letzten Jahren keine steigende Tendenz erkennen. Der Euribor ist trotz wieder höherer Inflationsrate nach wie vor negativ. Die Arbeitslosigkeit ist hoch und bietet noch Reserven zur Ausweitung der Beschäftigung. Sollte die Investitionstätigkeit stark genug ausfallen, dann wäre der Kapitalstock noch nicht so hoch ausgelastet, dass dies einer weiteren Beschleunigung der Wirtschaftsaktivität im Wege stünde.

4. Wirtschaftsentwicklung in den USA und wirtschaftspolitische Unsicherheit als Überträger von Abschwüngen

Eine der stilisierten Fakten der empirischen Konjunkturforschung ist die vergleichsweise rasche Abwärtsbewegung der Wirtschaftsdynamik nach einer mehrjährigen langsamen Aufwärtsbewegung, die in inflationären Spannungen endet und oft mit der Bildung einer Preisblase im Bereich von Vermögensgütern einhergeht. Derzeit sind im Euro-Raum noch keinerlei solche Anzeichen zu beobachten. Die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor hoch (Abbildung 7), die Kerninflationsrate ist niedrig und Preisblasen sind – abgesehen von regionalen Immobilienmärkten – kaum auszumachen. Zwar befinden sich die Preise von Aktien und Staatsanleihen auf hohem Niveau, jedoch ist dies großteils auf die geldpolitischen Maßnahmen in Form einer Nullzinspolitik und das Ankaufprogramm für Anleihen zurückzuführen. Zudem spiegelt sich die bessere Konjunkturlage auch in den Aktiennotierungen. Für diese zeigt der Volatilitätsindex bislang auch keine verstärkte Unsicherheit der Investoren an; er verharrt sogar auf einem zuletzt 2005 beobachteten niedrigen Stand⁶⁾. Auch hinsichtlich der Kapazitätsauslastung der Industrie zeigen sich im Euro-Raum noch keinerlei Engpässe, die auf eine Hochkonjunkturphase hindeuten würden (Abbildung 7).

Anders ist die Situation jedoch in den USA. Dort war bald nach der Krise eine anhaltende Belebung der Wirtschaft zu beobachten. Die Arbeitslosenquote ging über die Jahre kontinuierlich zurück und lag im Mai 2017 mit 4,3% unter dem im Konjunkturoberpunkt 2007 niedrigsten beobachteten Wert von 4,4%. Allerdings verringerte sich seit der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise die Erwerbsquote um rund 3 Prozentpunkte und stieg erst seit 2016 wieder leicht. Anders als im Euro-Raum wurde bereits 2016 eine Umkehr der lockeren geldpolitischen Ausrichtung durch das Federal Reserve System eingeleitet, um aufkeimende Inflationsgefahren abzuwehren. Entscheidend für Investitionsaktivitäten ist die langfristig zu erwartende Zinssatzentwicklung, welche in den USA durch die Aussicht auf weitere Zinserhöhungsschritte der Notenbank nach oben getrieben wird.

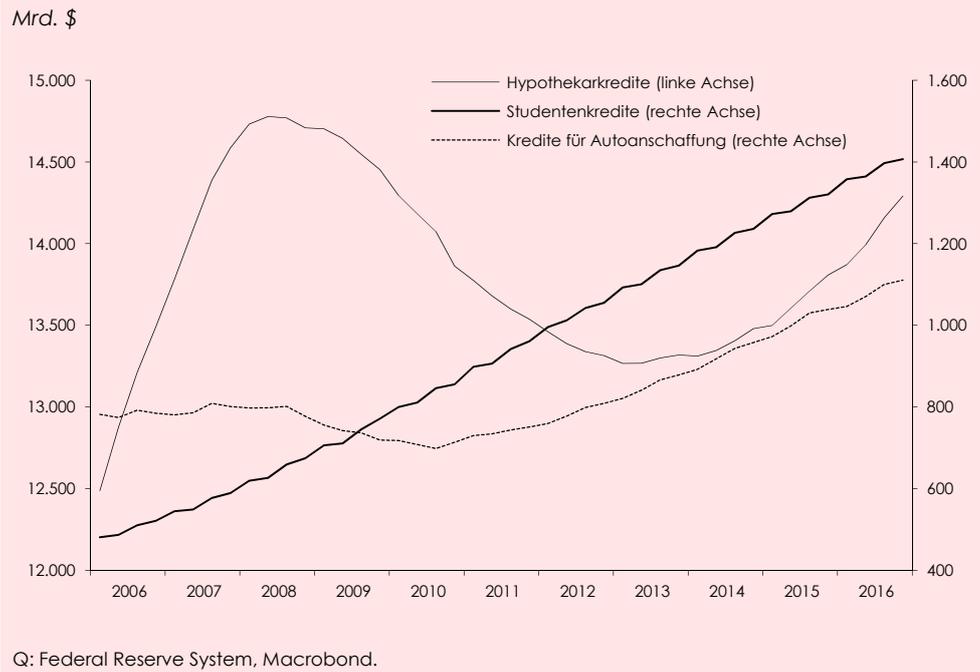
Hatte in der letzten Aufschwungphase die Zunahme der Nachfrage nach Hypothekarkrediten die Wirtschaft der USA in nicht nachhaltige Höhen getrieben, so bereiten diesmal noch mehr die Ausstände an Studentenkrediten und Ausleihungen für die Anschaffung von Autos Sorgen. Die gesamtwirtschaftliche Kreditnachfrage wurde in den vergangenen Jahren hauptsächlich durch diese beiden Komponenten angetrieben (Abbildung 9), und es stellt sich mehr und mehr die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung. Angesichts der hohen Kreditnachfrage, der bereits langen Dauer des Aufschwunges und der Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt wäre die Wirtschaft in den USA nach bisherigen Erfahrungen durchaus reif für einen Abschwung, während sie im Euro-Raum noch deutliches Potential nach oben hat.

Schwierig zu erklären sind die Reaktionen der Finanz- und Kapitalmärkte in den USA und Großbritannien auf die von der Politik klar gezeigte Absicht, die wirtschaftliche Integration zu verringern⁷⁾: Gerade diese doch am ehesten gemäß der Effizienzmarkt-Hypothese agierenden Märkte sollten darauf doch mit Kursabschlägen reagieren, da davon theoretisch eine Dämpfung der künftigen Wachstumschancen zu erwarten ist. Entgegen allen Erfahrungen konnten sich in diesem neuen und unsicheren politischen Umfeld gerade diese Märkte zu neuen Höchstwerten aufschwingen. Die Korrektur solcher Irrationalitäten war in der Vergangenheit oftmals ein Auslöser für einen Konjunkturabschwung.

⁶⁾ Eine solche Situation geringer Unsicherheit kann allerdings die Bildung von Preisblasen begünstigen, die dann in Form einer hohen Volatilität zum Platzen gebracht werden (<https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-05-15/unusually-low-volatility-can-be-dangerous-for-markets>).

⁷⁾ In jüngster Zeit treten in vielen Ländern verstärkt nationalistische Tendenzen auf, die eine Verringerung der wirtschaftlichen Integration – insbesondere des Freihandels – propagieren. Großbritannien entschied aus der EU auszutreten, und der neue Präsident der USA drohte mit der Errichtung von Handelsbarrieren gegenüber China und Mexiko.

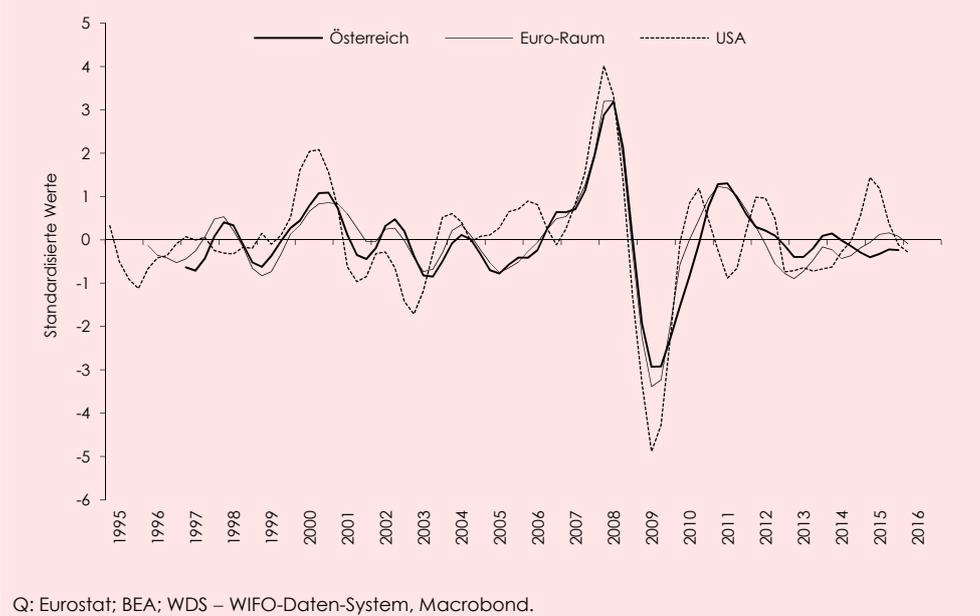
Abbildung 9: Kreditbestände in den USA



Ob ein Abschwung in den USA dann zwangsläufig auch die Dynamik in Europa dämpfen muss, ist schwierig zu beantworten. Abbildung 10 zeigt die aus den BIP-Zahlen der USA, des Euro-Raumes und Österreichs mit dem von Baxter und King vorgeschlagenen Verfahren herausgefilterten Konjunkturzyklen einer Länge von zwei bis acht Jahren, welche typischerweise Konjunkturschwankungen entsprechen.

Abbildung 10: Konjunkturzyklen in Österreich, im Euro-Raum und in den USA

BIP real, saisonbereinigt, nach Anwendung eines Baxter-King-Filters (Zykluslänge 2 bis 8 Jahre)



Auffallend ist der Gleichlauf in der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09, die dem Konjunkturröhepunkt Anfang 2008 folgte. Auch die anschließende Erholung bis 2010 vollzog sich in den drei Volkswirtschaften parallel. Der zeitgleiche Einbruch der Konjunktur war insofern erstaunlich, da die geringe realwirtschaftliche wie finanzielle Verflechtung zwischen den USA und dem Euro-Raum auf eher mäßige Auswirkungen

gen des Abschwunges in den USA auf Europa hoffen ließ. Ein Abschwung in den USA birgt auch diesmal die Gefahr der Übertragung einer Rezession von den USA auf Europa oder zumindest einer Verlangsamung des Aufschwunges im Euro-Raum. Der Spielraum der Wirtschaftspolitik im Euro-Raum für eine erfolgreiche Abwehr von negativen Übertragungseffekten aus den USA scheint diesmal jedoch außerordentlich eingeschränkt zu sein. Die Geldpolitik kann angesichts des Erreichens der unteren Zinssatzgrenze (zero lower bound) keine weiteren Lockerungsschritte setzen, und die in vielen Ländern außerordentlich hohe Staatsverschuldung gestattet auch der Fiskalpolitik keine umfangreicheren Gegensteuerungsmaßnahmen.

Der Grund der raschen Übertragung der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 aus den USA auf die EU dürfte in Ungleichgewichten innerhalb der EU (Leistungsbilanzsalden, überhöhte Kreditfinanzierung in der Peripherie der Euro-Länder und den neuen EU-Ländern) gelegen sein, welche die Wirtschaft anfällig für Erwartungseffekte machte. *Bacchetta – van Wincoop* (2013) schreiben dazu: "Even though the housing and financial shock originated in the United States, business cycles in the rest of the world were impacted to a similar extent. Given limited trade and financial integration across countries this is surprising as standard models with exogenous shocks and limited integration generate only partial transmission. It is also surprising given the much lower co-movement of business cycles during prior recessions⁸⁾."

Das theoretische Modell von *Bacchetta – van Wincoop* (2013) streicht als Bedingungen der Übertragung von Panik und der Realisierung von sich selbst erfüllenden Prognosen enge Kreditbeschränkungen, niedrige Zinssätze und eine rigide Fiskalpolitik im Euro-Raum hervor. Zurzeit treffen lediglich die niedrigen Zinssätze zu, die eine weitere monetäre Lockerung im Falle eines Abschwunges verhindern würden. Die Zinssätze waren bei Ausbruch der weltweiten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008 sehr hoch, und die Wirtschaft wurde aufgrund der zu zögerlichen Reaktion der Geldpolitik nicht stabilisiert.

Die übrigen zyklischen Bewegungen zeigen jedoch, wie auch *Bacchetta – van Wincoop* (2013) festhalten, eine durchaus gemischte Evidenz. Der Euro-Raum und Österreich wiesen in den letzten 20 Jahren phasenweise durchaus eigenständige – von den USA unabhängige – Konjunkturzyklen auf.

Aktuell scheint die Wahrscheinlichkeit, dass sowohl der Euro-Raum als auch Österreich einer Rezession in den USA folgen, somit deutlich niedriger zu sein als 2008. Dafür spricht, neben den zuvor angeführten Bedingungen für die Übertragung einer Rezession durch Panikreaktionen, dass die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzsalden zwischen den Euro-Ländern – die in weiterer Folge die Finanzmarktkrise auslösten – und auch die Kreditfinanzierung für Immobilien und Konsum deutlich niedriger sind. Dies vermindert die Möglichkeit des Platzens von erwartungsgetriebenen Preisblasen wie auch deren Übertragung auf die Realwirtschaft deutlich. Die Wahrscheinlichkeit einer Verlängerung des Aufschwunges bzw. einer Verstärkung der Dynamik durch die nicht einschränkenden geld- und fiskalpolitischen Bedingungen scheint daher deutlich höher zu sein als ein unmittelbar bevorstehender Abschwung aufgrund einer Rezession in den USA.

5. Literaturhinweise

Bacchetta, P., van Wincoop, E., "The great recession: a self-fulfilling global panic", NBER Working Paper, 2013, (19062).

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, 2009.

Scheiblecker, M., "Österreichs Wirtschaft im Rückstand?", WIFO-Monatsberichte, 2015, 88(6), S. 497-510, <http://www.wifo.ac.at/wifo/pubid/58214>.

Shrestha, M., Marini, M., "Quarterly GDP Revisions in G-20 Countries: Evidence from the 2008 Financial Crisis", IMF Working Paper, 2013, (60).

⁸⁾ Hingegen sieht *Tichy* (2013) die Finanzierung langfristiger Euro-Kredite mit auf Dollar lautenden Taggeldtransaktionen als wesentlichen Transmissionsmechanismus.

Sinclair, T. M., Stekler, H. O., "Differences in Early GDP Component Estimates Between Recession and Expansion", Institute for International Economic Policy Working Paper, 2011, (5).

Tichy, G., "Die Staatsschuldenkrise als Krise des europäischen Finanzsystems", WIFO-Monatsberichte, 2013, 86(6), S. 473-492, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/46840>.

Wright, J. H., "Unseasonal Seasonals?", Brookings Papers on Economic Activity, 2013, 44(2), S. 65-126.