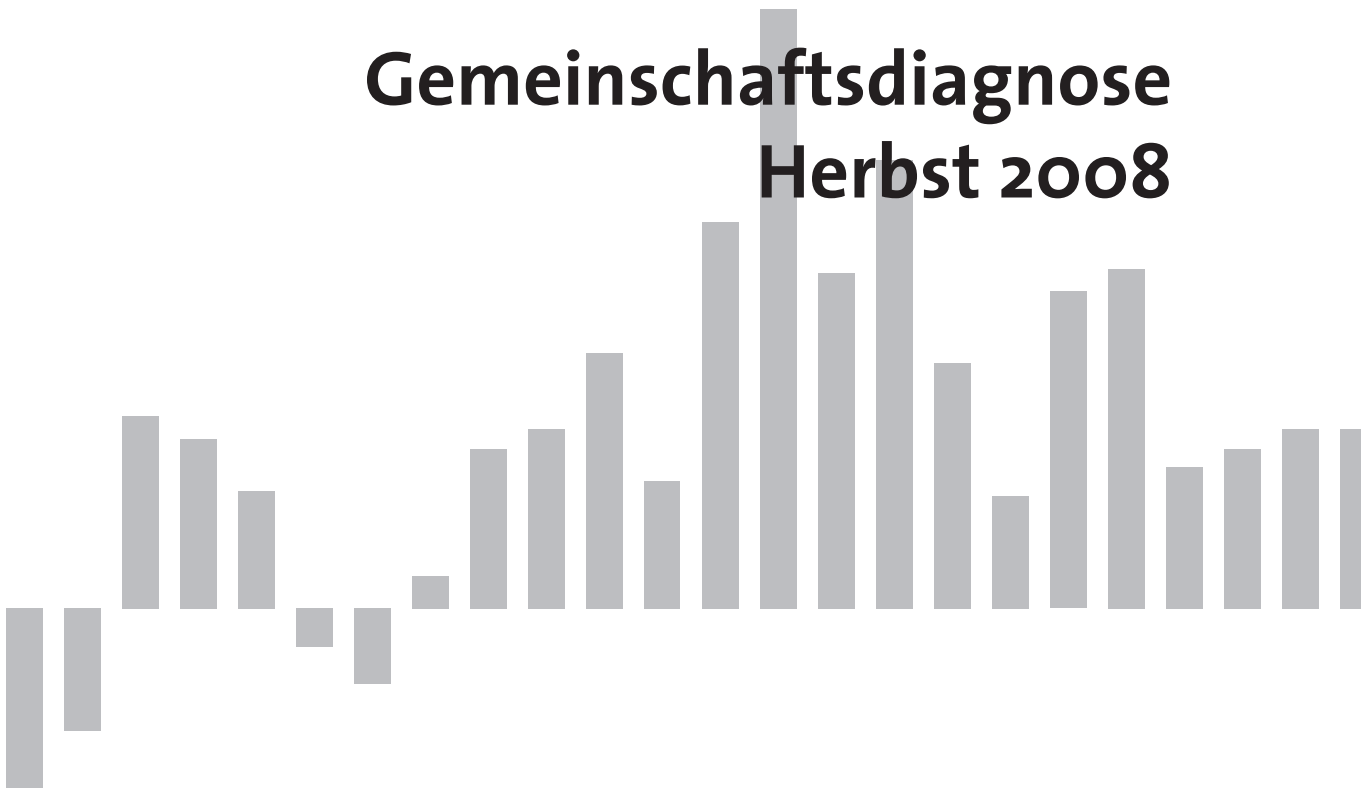


Unkorrigiert!
Sendesperrfrist: Dienstag, 14. Oktober 2008, 11 Uhr

Deutschland am Rande einer Rezession

**Gemeinschaftsdiagnose
Herbst 2008**



Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose

**Dienstleistungsauftrag des
Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie**

Der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose gehören an:

ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München

[www.ifo.de]

in Kooperation mit:

KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich

[www.kof.ethz.ch]

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

[www.ifw-kiel.de]

Institut für Wirtschaftsforschung Halle

[www.iwh-halle.de]

in Kooperation mit:

**Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung
in der Hans-Böckler-Stiftung**

[www.imk-boeckler.de]

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

[www.wifo.ac.at]

Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung

[www.rwi-essen.de]

bei der Mittelfristprognose in Kooperation mit:

Institut für Höhere Studien Wien

[www.ihs.ac.at]

Impressum

Abgeschlossen in Kiel am 10. Oktober 2008

Herausgeber: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose

Bezug: RWI Essen, Hohenzollernstr. 1–3, 45128 Essen, rwi@rwi-essen.de

Bezugspreis: 10 €

Satz: RWI Essen

Druck: Druckerei Peter Pomp GmbH, Bottrop

Alle Rechte vorbehalten

Inhalt

Kurzfassung	9
1. Die Lage der Weltwirtschaft	9
Überblick	9
Abschwungstendenzen haben sich ausgebreitet.	9
Geld- und Finanzpolitik um Konjunkturstützung bemüht	10
Ausblick: Weltwirtschaftlicher Abschwung verstärkt sich vorerst noch	10
Risiken	12
USA: Rezessionsgefahren und Stabilisierungsbemühungen	13
Japanische Konjunktur im Abschwung.	17
Nachlassende Dynamik in den asiatischen Schwellenländern	18
Robuste Expansion in Lateinamerika	19
Wirtschaftliche Expansion in Russland wird von hoher Inflation überschattet	20
2. Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Union	22
Drastische Abkühlung der Konjunktur im Euroraum	22
Allmählicher Rückgang der Inflation	22
Defizit im zusammengefassten Staatshaushalt steigt deutlich	23
Monetäre Rahmenbedingungen unter dem Einfluss der Finanzkrise verschlechtert.	24
Ausblick: Rezession im Euroraum.	25
Zur Lage der Wirtschaft in Frankreich, Italien und Spanien	29
Merkliche Abschwächung der Binnennachfrage in Frankreich	29
Italienische Wirtschaft bleibt in der Flaute	29
Immobilienkrise zieht die spanische Wirtschaft in die Rezession.	30
Wirtschaftliche Expansion in Großbritannien leidet unter Finanzmarktkrise	31
Schwächetendenzen auch in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedsländern	31
3. Zur Krise im internationalen Finanzsystem	33
Die jüngeren Entwicklungen	33
Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft	34
Maßnahmen zur Eindämmung der Bankenkrise.	38
4. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland	42
Überblick	42
Basisszenario	44
Risikoszenario.	46
Die Entwicklung im Einzelnen	47
Exporte im Abschwung	47
Investitionsboom am Ende.	49
Unternehmen und private Haushalte schränken Bauinvestitionen ein	50
Keine durchgreifende Belebung der privaten Konsumausgaben	51
Produktion sinkt vorübergehend	52
Reallöhne leicht im Plus	54
Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamt sich	54
Arbeitslosigkeit steigt im Verlauf von 2009.	55
Beschleunigter Anstieg der Staatsausgaben	58

5. Preisschocks: Globale Ursachen und lokale Wirkungen	62
Einleitung	62
Globale Ursachen der Rohstoffpreisinflation	62
Die Rolle der Fundamentalfaktoren	62
Die Rolle der Spekulation.	64
Zur Inflationswirkung von Ölpreisschocks in Deutschland.	65
Input-Output-Analyse	66
Makroökonomisches Modell	66
Inflationsprognose für Deutschland und den Euroraum	70
Ölpreisschocks – Herausforderung für die europäische Geldpolitik	72
Was sollte die Geldpolitik bei permanenten Ölpreissteigerungen tun?	72
Heterogene Transmission von Ölpreisschocks in den Ländern des Euroraums.	75
Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen	76
6. Zur Wirtschaftspolitik	78
Zur Finanzpolitik.	79
Zur Geldpolitik.	80
7. Anhang	83
Tabellenanhang	83

Verzeichnis der Kästen

1. Die Lage der Weltwirtschaft

Kasten 1.1	Das Hilfspaket des US-Kongresses für den Finanzsektor.	16
------------	--	----

2. Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Union

Kasten 2.1	Modellgestützte Abschwungs- und Rezessionsevidenzen für den Euroraum.	27
------------	---	----

3. Zur Krise im internationalen Finanzsystem

Kasten 3.1	Grundsätze und Ziele bei der Bewältigung von Finanzkrisen.	39
Kasten 3.2	Vorschläge zur Bewältigung der gegenwärtigen Bankenkrise	40

4. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

Kasten 4.1	Zur Veränderung der Prognose gegenüber dem Frühjahr 2008	43
Kasten 4.2	Annahmen für die Prognose	44

5. Preisschocks: Globale Ursachen und lokale Wirkungen

Kasten 5.1	Zur Inflationswirkung der Globalisierung.	43
Kasten 5.2	Belastet die Inflation verschiedene Haushaltstypen in Deutschland unterschiedlich stark?	68

6. Zur Wirtschaftspolitik

Kasten 6.1	Zum Zinssetzungsverhalten der Europäischen Zentralbank	81
------------	--	----

Verzeichnis der Tabellen

1. Die Lage der Weltwirtschaft

Tabelle 1.1	Anteil des Finanz- und des Bausektors an der Gesamtwirtschaft in ausgewählten Ländern	11
Tabelle 1.2	Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa	12
Tabelle 1.3	Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA	15
Tabelle 1.4	Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in Japan	18

2. Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Union

Tabelle 2.1	Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte in den EWU-Ländern	23
Tabelle 2.2	Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum	26
Tabelle 2.3	Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa	28

4. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

Tabelle 4.1	Prognosen und Prognosekorrektur für das Jahr 2008.	43
Tabelle 4.2	Eckdaten der Prognose für Deutschland	45
Tabelle 4.3	Beiträge der Nachfragekomponenten zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts . . .	45
Tabelle 4.4	Nachfrage und Produktion im Risikoszenario	46
Tabelle 4.5	Deutsche Exporte nach Regionen	47
Tabelle 4.6	Indikatoren zur Außenwirtschaft	49
Tabelle 4.7	Reale Bauinvestitionen	50
Tabelle 4.8	Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im internationalen Vergleich.	52
Tabelle 4.9	Reales Bruttoinlandsprodukt und reale Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen .	53
Tabelle 4.10	Quartalsdaten zur Entwicklung der Verwendungskomponenten des realen BIP.	54
Tabelle 4.11	Arbeitsmarktbilanz.	57
Tabelle 4.12	Änderung von Steuern, Sozialabgaben und Staatsausgaben durch diskretionäre Maßnahmen.	59
Tabelle 4.13	Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren.	60

5. Preisschocks: Globale Ursachen und lokale Wirkungen

Tabelle 5.1	Wirkungen eines temporären Anstiegs der Preise für Erdöl, Erdgas sowie Mineralölzeugnisse	67
Tabelle 5.2	Szenarien im Überblick	67
Tabelle 5.3	Wirkungen eines permanenten Anstiegs der Rohstoffpreise	69
Tabelle 5.4	Zusammenfassung Inflationsprognosen	72

7. Tabellenanhang

Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland.	83
---	----

Verzeichnis der Abbildungen

1. Die Lage der Weltwirtschaft

Abbildung 1.1	Reales Bruttoinlandsprodukt in den USA	13
Abbildung 1.2	Arbeitslosigkeit und Rezession in den USA	14
Abbildung 1.3	Anteil der von Ausfällen oder Zahlungsrückständen betroffenen Kredite in den USA	15
Abbildung 1.4	Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe der USA	15
Abbildung 1.5	Reales Bruttoinlandsprodukt in Japan	17

2. Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Union

Abbildung 2.1	Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum	22
Abbildung 2.2	Arbeitslosenquoten im Euroraum in ausgewählten Ländern des Euroraums	22
Abbildung 2.3	Harmonisierter Verbraucherpreisindex im Euroraum	23
Abbildung 2.4	Neukreditvergabe an Unternehmen im Euroraum	24
Abbildung 2.5	Zur monetären Lage im Euroraum	25
Abbildung 2.6	Stimmungsindikatoren im Euroraum	26
Abbildung 2.7	Ahrscheinlichkeit der Abschwungphase.	27
Abbildung 2.8	Rezessionswahrscheinlichkeit für den Euroraum	27

3. Zur Krise im internationalen Finanzsystem

Abbildung 3.1	Home Equity Withdrawal in den USA.	35
Abbildung 3.2	Indikatoren zur Bedeutung des Bankbilanzkanals	36
Abbildung 3.3	Indikatoren zur Bedeutung des Risikostruktureffekts	37
Abbildung 3.4	Zwangsversteigerungen von Wohnimmobilien in den USA.	37

4. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

Abbildung 4.1	Prognoseintervalle für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2008 und 2009.	46
Abbildung 4.2	Reale Exporte	47
Abbildung 4.3	Außenhandel Deutschlands nach Ländern und Regionen.	48
Abbildung 4.4	Reale Importe	49
Abbildung 4.5	Reale Investitionen in Ausrüstungen.	50
Abbildung 4.6	Reale Bruttoinlandsprodukt	51
Abbildung 4.7	Reale Konsumausgaben der privaten Haushalte	52
Abbildung 4.8	Reales Bruttoinlandsprodukt.	52
Abbildung 4.9	Verbraucherpreise in Deutschland	55
Abbildung 4.10	Erwerbstätige und Arbeitslose.	56
Abbildung 4.11	Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	56
Abbildung 4.12	Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen	58

5. Zur Wirtschaftspolitik

Abbildung 5.1	Weltweite Lagerbestände und lager-Verbrauchs-Verhältnis für Getreide und Ölsaaten	62
Abbildung 5.2	Produktion, Verbrauch und Preise auf dem Rohölmarkt	64
Abbildung 5.3	Angebotsseitige Determinanten des Ölpreises	65
Abbildung 5.4	Future-Preise von Rohstoffen und Rohstoffderivathandel auf Börsen.	66
Abbildung 5.5	Inflationsprognose für Deutschland	71
Abbildung 5.6	Inflationsprognose für den Euroraum	71
Abbildung 5.7	Effekte eines Preisschocks im Neukeynesianischen Modell mit einer Standard Taylor Regel	73

6. Zur Wirtschaftspolitik

Abbildung 6.1	Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem	80
Abbildung 6.2	Geldmarktsätze und Refinanzierungskosten der Banken beim Eurosystem	80
Abbildung 6.3	Zinsprognose auf Basis einer Reaktionsfunktion	82

Kurzfassung:

Kurzfassung folgt

Kurzfassung

Kurzfassung

Kurzfassung

Kurzfassung

Kurzfassung folgt

Kurzfassung

Kurzfassung

Kurzfassung

Kurzfassung

Kurzfassung

1. Die Lage der Weltwirtschaft

Überblick

Im Herbst 2008 befindet sich die Weltwirtschaft im Abschwung. Bereits seit dem Frühjahr hat sich das Konjunkturklima weltweit deutlich abgekühlt. Die Zunahme der Produktion verlangsamte sich nach Jahren sehr kräftiger Expansion erheblich, und der Welt-handel wurde zuletzt kaum noch ausgeweitet. Zur Verstärkung der Abwärtstendenzen haben verschiedene Faktoren beigetragen: der weltweite, rohstoffpreisbedingte Inflationsschub, das Auftreten von Korrekturen auf den Immobilienmärkten einer zunehmenden Anzahl von Ländern sowie die Auswirkungen der weltweiten Finanzmarktkrise. Die jüngste dramatische Zuspitzung der Finanzmarktkrise trübt den konjunkturellen Ausblick zusätzlich ein. Im September brachen mehrere große Banken in den USA zusammen oder wurden unter Mitwirkung staatlicher Akteure von Konkurrenten übernommen; auch in Europa mussten wichtige Institute gestützt werden. Darüber, wie stark die Bankenkrise die Weltkonjunktur belasten wird, besteht extrem hohe Unsicherheit.

In einer Reihe von Industrieländern droht die Wirtschaft in eine Rezession abzugleiten. In den USA deuten viele Indikatoren auf eine sehr schwache konjunkturelle Grundtendenz hin; in Westeuropa sind die Frühindikatoren in den vergangenen Monaten drastisch gefallen, und die gesamtwirtschaftliche Produktion expandierte nicht mehr; in Japan brach die Nachfrage ein. Einzig in den Schwellenländern wurde die Produktion bis zuletzt noch recht kräftig ausgeweitet, wiewohl das Tempo der Expansion auch dort insgesamt nachgelassen hat.

Abschwungstendenzen haben sich ausgebreitet

Noch zu Beginn dieses Jahres hatte sich die Wirtschaft in vielen Teilen der Welt angesichts der Schwäche der US-Konjunktur als bemerkenswert robust erwiesen. Dadurch geweckte Erwartungen, dass sich die übrige Welt von den konjunkturellen Problemen in den USA weitgehend abkoppeln könnte, haben sich nicht erfüllt. Dies liegt wesentlich daran, dass sich inzwischen der private Konsum in den USA deutlich abgeschwächt hat. Damit ging ein Rückgang der US-Nachfrage nach ausländischen Gütern einher, zumal auch der Dollar bis zum Sommer noch kräftig an Wert verlor. Seitdem hat die US-Währung aber aufgrund der konjunkturellen Eintrübung außerhalb der USA wieder etwas aufgewertet.

Eine starke Belastung für die weltwirtschaftliche Entwicklung stellte der Inflationsschub dar, zu dem es infolge des drastischen Anstiegs der Rohstoffpreise kam, welcher bis zur Mitte des Jahres anhielt. So er-

höhte sich der Preis für Rohöl (auf Dollarbasis) seit Jahresbeginn um bis zu 50 %, nachdem bereits im Vorjahr ein Preisanstieg in vergleichbarem Umfang zu registrieren war. Andere Industrierohstoffe, vor allem aber Nahrungsmittel, verteuerten sich ebenfalls weiter massiv. In der Folge markierten die Inflationsraten in vielen Ländern im Sommer 2008 neue langjährige Höchststände; in zahlreichen Entwicklungs- und Schwellenländern erreichten sie zweistellige Werte, auch weil aus fiskalischen Gründen die Subventionierung von Energie und Nahrungsmitteln eingeschränkt wurde. Insbesondere das Konsumentenvertrauen litt unter dem Inflationsschub und verschlechterte sich in allen Industrieländern stark. Der Rückgang der Rohstoffpreise in den vergangenen Wochen ist mit Blick auf die Konjunktur ambivalent zu beurteilen: Einerseits weisen die zuletzt deutlich rückläufigen Preise auf eingetrübte Erwartungen bezüglich des Expansionsstempos hin. Andererseits wirken sie einem stärkeren Einbruch der Konjunktur in den Rohstoffimportländern entgegen, da sie dort die Produktionskosten senken und die Realeinkommen erhöhen.

Inzwischen dämpfen in einer Anzahl von Ländern, wie Großbritannien und Spanien, Korrekturen vorangegangener Übertreibungen am Immobilienmarkt die Konjunktur. Ähnlich wie in den USA führt dabei der Hauspreisverfall zu einem deutlichen Rückgang der Bauinvestitionen; dies mindert die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Einkommensentwicklung in diesen Ländern unmittelbar. Darüber hinaus belastet die negative Entwicklung am Immobilienmarkt indirekt vor allem den Konsum der privaten Haushalte: Rückläufige Immobilienpreise stellen für Immobilienbesitzer einen Vermögensverlust dar, der die Anschaffungsneigung für andere Konsumgüter tendenziell reduziert, auch wenn die Immobilienfinanzierung in vielen Ländern solider als in den USA erfolgt.

Weltweit wird die Konjunktur zunehmend durch die Krise auf den internationalen Finanzmärkten belastet. In den vergangenen zwölf Monaten haben die Banken ihre Kreditstandards nahezu überall in den Industrieländern deutlich verschärft. Auch sind die Investoren weniger bereit, Risiken einzugehen. Ablesen lässt sich dies an den Risikoprämien, die auf Unternehmensanleihen, aber auch auf Staatsanleihen minderer Bonität, und hier insbesondere die einiger Schwellenländer, zu zahlen sind. Diese haben sich, ausgehend von den zuvor sehr niedrigen Niveaus, spürbar erhöht. Die Aktienkurse sind weltweit deutlich gesunken, in einigen Schwellenländern wie Russland sind sie regelrecht eingebrochen. In den vergangenen Wochen hat sich die Lage an den Finanzmärkten in den USA und in Westeuropa noch einmal extrem verschärft. Die Banken und manche Versicherungen leiden nicht

mehr allein unter Liquiditätsengpässen. Vielmehr wurden inzwischen mehrere Geldinstitute in verschiedenen Ländern insolvent, oder eine Insolvenz konnte nur durch staatliche Eingriffe vermieden werden. Gegenwärtig sind Regierungen und Notenbanken bemüht, die Funktionstüchtigkeit der Finanz- und insbesondere der Geldmärkte wieder herzustellen. Die Institute gehen in ihrer Prognose davon aus, dass dies in nächster Zeit gelingt. Aber auch dann werden die Finanzmärkte wohl den ganzen Prognosezeitraum über labil bleiben, und die Finanzierungsbedingungen in den USA und in Westeuropa werden schwierig sein. Auch die Verunsicherung von Investoren und Verbrauchern wird sich so schnell nicht legen. Die Zuspitzung der internationalen Finanzkrise wirkt sich also deutlich negativ auf die internationale Konjunktur aus; in welchem Umfang, lässt sich allerdings schwer abschätzen. Auf die Finanzmarktkrise und mögliche Folgen für die Realwirtschaft wird in diesem Gutachten ausführlich im Abschnitt 3 eingegangen.

Geld- und Finanzpolitik um Konjunkturstützung bemüht

In einem Versuch, die internationalen Finanzmärkte zu stabilisieren, haben wichtige Notenbanken, darunter die der USA, Großbritanniens und des Euroraums, jüngst (am 8. Oktober) in einer konzertierten Aktion ihre Leitzinsen jeweils um einen halben Prozentpunkt gesenkt. Davor hatten sie auf den Inflationsschub, der bis in den Sommer hineinreichte, reagiert, indem sie die Geldpolitik entweder strafften oder nicht weiter lockerten. Die labile Situation an den Finanzmärkten und wachsende Konjunktursorgen verhinderten aber einen ausgeprägten Schwenk in Richtung Restriktion. In den USA blieb der maßgebliche Leitzins, der im April 2008 nochmals um 25 Basispunkte auf 2 % reduziert worden war, trotz hoher Inflationsraten bis zum Herbst unverändert. Die Bank von England verzichtete im Sommer auf weitere Zinssenkungen. Andere wichtige Zentralbanken maßen vor dem Hintergrund der zu diesem Zeitpunkt noch vergleichsweise robusten Konjunkturaussichten den Inflationsrisiken eine etwas größere Bedeutung bei. So erhöhte die Europäische Zentralbank ihren Leitzins im Juli um 25 Basispunkte. In vielen Schwellenländern wurden die Zinsen deutlich stärker angehoben, weil der Inflationsdruck dort noch erheblich stärker war. Weltweit sind die Realzinsen aber infolge des Inflationsanstiegs zurückgegangen.

Mit nachgebenden Rohstoffpreisen und eingetrübten Konjunkturaussichten haben sich die Inflationserwartungen in den Industrieländern in den vergangenen Wochen wieder etwas zurückgebildet. So hat das Argument, Inflationsgefahren begegnen zu müssen, für die Geldpolitik gegenwärtig an Bedeutung verloren. In den Industrieländern dürften die Zinsen dort, wo sie noch relativ hoch sind, aufgrund der konjunkturellen Abkühlung weiter spürbar gesenkt werden. Die

Bank von England wird vermutlich trotz der aktuell ausgeprägten Verfehlung ihres Inflationsziels bereits recht bald ihren Leitzins weiter verringern. Die EZB wird ihren wichtigsten Leitzins bis zum Ende des kommenden Jahres wohl auf 3,25 % zurücknehmen. In den USA und in Japan dürften die Notenbankzinsen bis auf Weiteres auf ihrem sehr niedrigen Niveau belassen werden.

Gegenwärtig ist die Situation an den Finanzmärkten die zentrale Herausforderung für die Notenbanken. Sie werden weiterhin bemüht sein, zu einer Stabilisierung beizutragen, indem sie kurzfristig in großem Umfang zusätzliche Liquidität bereitstellen und die Maßnahmen der Regierungen zur Verhinderung von Insolvenzen im Finanzsektor unterstützen.

Die Lage der öffentlichen Haushalte in den Industrieländern dürfte sich in diesem und im kommenden Jahr spürbar verschlechtern. Bei nachlassender Konjunktur dynamik steigen die Steuereinnahmen schwächer; gleichzeitig fallen zusätzliche Ausgaben an, etwa zur Unterstützung der Arbeitslosen. Zu diesen automatischen Stabilisatoren der Konjunktur kommen in einigen Ländern umfangreiche diskretionäre expansive Maßnahmen hinzu. So ist in diesem Jahr in den USA ein Konjunkturprogramm mit beträchtlichem Volumen umgesetzt worden. Auch in Japan wurde ein Maßnahmenpaket, wenngleich von deutlich geringem Gewicht, beschlossen. In Spanien und in Irland sind Programme zur Milderung der Folgen der dortigen Immobilienkrisen aufgelegt worden. In den anderen Ländern des Euroraums ist die Finanzpolitik hingegen allenfalls leicht expansiv ausgerichtet. Dies liegt wohl zum einen daran, dass die Konjunktorentwicklung angesichts einer immer noch hohen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung bis vor kurzem in vielen Ländern nicht als bedrohlich empfunden wurde. Auch vor diesem Hintergrund war die Neigung bislang gering, die in den vergangenen Jahren erzielten Konsolidierungserfolge durch Konjunkturprogramme zu gefährden. Zum anderen ist der Handlungsspielraum in einer Reihe von Ländern (etwa in Frankreich und in Italien) dadurch eingengt, dass die Haushaltsdefizite am Ende des Aufschwungs noch so hoch waren, dass im Zuge des Abschwungs nun eine Überschreitung des im Maastrichtvertrag verankerten Referenzwerts von 3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt droht. Allerdings lässt die jüngste Zuspitzung der Finanzmarktkrise vermuten, dass die Europäische Kommission eine temporäre Überschreitung der Defizitgrenze aufgrund außergewöhnlicher Umstände akzeptieren würde.

Ausblick: Weltwirtschaftlicher Abschwung verstärkt sich vorerst noch

Die Weltkonjunktur wird wohl noch weiter an Fahrt verlieren, denn die Belastungen insbesondere vonseiten der Finanz- und der Immobilienmärkte sind ge-

Tabelle 1.1

**Anteil des Finanz- und des Bausektors
an der Gesamtwirtschaft in ausgewählten Ländern
2005; in %**

	Finanzsektor		Bausektor	
	Wertschöpfung	Erwerbstätige	Wertschöpfung	Erwerbstätige
Deutschland	5,0	3,2	3,9	5,6
Frankreich	4,9	3,1	5,8	6,4
Italien	4,7	2,5	6,0	7,6
Spanien	4,6	1,9	11,6	12,6
Großbritannien	7,8	3,7	6,1	6,9
USA	6,9	4,4	4,8	6,0
Japan	6,6	2,7	6,2	8,8

Quellen: EU Klems Datenbank; Berechnungen der Institute.
GD Herbst 2008

genwärtig beträchtlich. In einigen Ländern, insbesondere dort, wo der Finanz- oder der Bausektor eine große Bedeutung hat, droht eine Rezession. So ist in den USA und in Großbritannien der Finanzsektor für die wirtschaftliche Entwicklung besonders wichtig, in Spanien gilt dies für den Bausektor (Tabelle 1.1). Aber auch in jenen Ländern, in denen die Expansion wesentlich vom Export getragen war, fällt der Abschwung deutlich aus. Dies trifft in besonderem Maße für Deutschland zu, wo die exportorientierten Investitionsgüterindustrien von Gewicht sind.

In den USA war die Wirtschaftspolitik mit Steuerrückerstattungen zur Stützung des Konsums der privaten Haushalte und mit umfangreichen Maßnahmen zur Stabilisierung der Immobilienmärkte und des Finanzsystems besonders aktiv. Trotzdem dürften die massiven Belastungen durch die Krisen im Immobilien- und im Finanzsektor einer kräftigen Erholung der wirtschaftlichen Aktivität entgegenstehen. Die Institute erwarten, dass die US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr in etwa stagnieren und auch bis zum Ende des kommenden Jahres noch merklich langsamer expandieren wird als im mittelfristigen Trend.

Für Westeuropa zeichnet sich ab, dass die Wirtschaft in einer Reihe von Ländern im zweiten Halbjahr 2008 in eine Rezession abgeleitet, wenn auch in keine sehr ausgeprägte. Bremsende Wirkungen gehen zum einen von einer spürbar schwächeren Exportdynamik aus. Zudem dämpft die deutliche Korrektur des Immobilienbooms in einigen Ländern – insbesondere in Großbritannien, Spanien und Irland – die Konjunktur. Aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtungen innerhalb Europas wird die Abwärtsbewegung auf andere Länder übertragen. Im Unterschied zu den USA sind jedoch Immobilienkäufe in Europa grundsätzlich solider finanziert, so dass hier die Korrektur an den Immobilienmärkten für sich betrachtet wohl nicht zu einer systemischen Krise des Finanzsektors führen wird. Stützend wirkt schließlich, dass sich der Euro

seit der Jahresmitte etwas verbilligt hat – der Prognose liegt ein Wechselkurs zum US-Dollar von 1,45 zugrunde – und damit ein wichtiger konjunktureller Belastungsfaktor in Westeuropa an Einfluss verliert.

Ab Mitte 2009 dürfte sich die Weltkonjunktur allmählich erholen. Voraussetzung dafür ist freilich, dass ein Kollaps des internationalen Finanzsystems vermieden werden kann. In diesem Fall können nach und nach einige begünstigende Faktoren zum Tragen kommen.

So wird die Inflation in den kommenden Monaten durch die jüngste Preiskorrektur an den internationalen Rohstoffmärkten weltweit gemildert. Damit verliert eine der Ursachen der Stimmungsverschlechterung bei Haushalten und Unternehmen mehr und mehr an Gewicht. Da vor allem Preisrückgänge bei Energierohstoffen unmittelbar entlastend wirken, wird die Kaufkraft der Haushalte gestärkt. Zwar steht dem entgegen, dass die Exporterlöse in den rohstoff-exportierenden Ländern sinken und sich dort die hohe Nachfragedynamik verringert; dieser Faktor ist aber wohl von geringerem Gewicht. Denn die Rohstoffpreise sind in den vergangenen zwei Jahren so stark gestiegen, dass auch bei dem gegenwärtigen, wieder etwas niedrigeren Preisniveau eine fortgesetzte Ausweitung der Importnachfrage von wichtigen Produzentenländern wahrscheinlich ist.

Die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors haben im vergangenen Aufschwung – anders als in früheren Boomphasen – offenbar nur wenige Überkapazitäten aufgebaut. So besteht die Aussicht, dass die Unternehmensinvestitionen in vergleichsweise geringem Maße reduziert werden. Begünstigend wirken zudem das hohe (wenngleich sinkende) Niveau der Gewinne und die vielfach relativ robuste Verfassung der Unternehmensbilanzen, so dass Investitionen in beträchtlichem Umfang aus Eigenmitteln finanziert werden können. Auch ist noch nicht klar, in welchem Ausmaß die Krise im Bankensystem zu einer verminderten Kreditverfügbarkeit für die Unternehmen führt. Zumindest in Europa ist die Kreditausweitung trotz verschärfter Konditionen immer noch rege. Schließlich ist das Niveau der Realzinsen insgesamt niedrig, so dass die Konjunktur von dieser Seite gestützt wird.

Die Weltwirtschaft wird zudem durch die weiterhin kräftige Nachfrage aus den Schwellenländern gestützt, deren Gewicht in den letzten Jahren weiter stark zugenommen hat. Zwar geht auch dort der Produktionsanstieg zurück, doch bleibt der Nachfragezuwachs wohl alles in allem beachtlich. Zahlreiche Länder profitieren nach wie vor von der Verbesserung ihrer Terms of Trade sowie von einer wachsenden Dynamik der Binnennachfrage. Zudem ist es auf den Finanzmärkten in den Schwellenländern, trotz teilweise auch dort stark gefallener Aktienkurse, bisher nicht zum Ausbruch von Währungs- oder Banken Krisen ge-

Tabelle 1.2

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Welt										
2007 bis 2009										
	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %								
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Industrieländer										
EU 27	33,7	2,9	1,4	0,5	2,3	3,7	2,7	7,1	6,9	7,4
Schweiz	0,9	3,3	1,9	0,3	0,8	2,6	1,5	3,6	3,4	3,7
Norwegen	0,7	3,7	2,5	1,7	0,7	3,4	2,2	2,6	2,5	2,6
West- und Mitteleuropa	35,3	2,9	1,4	0,5	2,2	3,7	2,7	7,0	6,8	7,2
USA	30,8	2,0	1,6	1,0	2,9	4,5	2,9	4,6	5,6	6,6
Japan	11,3	2,1	0,8	0,8	0,0	1,7	1,4	3,9	4,1	4,3
Kanada	2,8	2,7	0,6	1,1	2,2	2,8	2,5	6,0	6,2	6,8
Industrieländer insgesamt	80,2	2,4	1,4	0,8	2,2	3,7	2,6	5,8	6,0	6,6
Schwellenländer										
Russland	1,9	8,1	7,1	6,5	.	.	.	.	.	.
China und Hongkong	6,0	11,5	10,0	9,0	.	.	.	.	.	.
Indien	1,9	9,0	7,5	6,5	.	.	.	.	.	.
Ostasien ohne China ¹	4,8	4,8	5,0	4,5	.	.	.	.	.	.
Lateinamerika ²	5,2	5,2	4,7	3,7	.	.	.	.	.	.
Schwellenländer insgesamt	19,8	7,7	6,9	6,0	.	.	.	.	.	.
Insgesamt ³	100,0	3,5	2,5	1,8	.	.	.	.	.	.
nachrichtlich:										
Exportgewicht ⁴	100,0	3,5	2,2	1,3	.	.	.	.	.	.
Welthandel, real	-	6,1	3,5	3,0	-	-	-	-	-	-

¹Gewichteter Durchschnitt aus: Südkorea, Taiwan, Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Philippinen. Gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar. – ²Gewichteter Durchschnitt aus: Brasilien, Mexiko, Argentinien, Kolumbien, Venezuela, Chile. Gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar. – ³Summe der aufgeführten Ländergruppen. Gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar. – ⁴Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr 2007.

Quellen: OECD; IMF; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute. GD Herbst 2008

kommen. Dabei profitieren diese Länder von oftmals sehr hohen Währungsreserven.

Die Weltproduktion dürfte in diesem Jahr mit 2,5 % und damit deutlich langsamer als in den vergangenen Jahren zulegen (Tabelle 1.2).¹ Im kommenden Jahr wird sich der Zuwachs – trotz der Erholung ab Mitte des Jahres – auf nur noch 1,8 % verringern. Auch die Zunahme des Welthandels schwächt sich spürbar ab; seine Expansion wird in diesem Jahr auf 3,5 % zurückgehen und im nächsten Jahr 3 % betragen. Der Prognose liegt ein Erdölpreis von 112 US-Dollar pro Barrel (Brent) im Durchschnitt dieses Jahres und 100 US-Dollar im nächsten Jahr zugrunde.

Risiken

Im aktuellen Umfeld sind die Unwägbarkeiten für die Prognose der Weltkonjunktur sehr groß, und die Risi-

ken scheinen überwiegend abwärts gerichtet zu sein. Die größten Unsicherheitsfaktoren bleiben das Ausmaß und die Dauer der Krise auf den internationalen Finanzmärkten sowie deren realwirtschaftliche Folgewirkungen. Zwar ist ein Kollaps des Bankensystems unwahrscheinlich, da die Wirtschaftspolitik aus den Fehlern der 1930er Jahre gelernt hat, dennoch ist der Finanzsektor in den USA und in Westeuropa gegenwärtig offensichtlich nicht voll funktionstüchtig. Moderne Ökonomien sind aber darauf angewiesen, dass Geldvermögen über die Finanzmärkte möglichst effizient einer realwirtschaftlichen Verwendung zugeführt wird. Die Finanzmärkte werden diese Rolle wohl nur dann in ausreichendem Maß erfüllen können, wenn es, wie in der Prognose der Institute unterstellt, in den kommenden Monaten zu einer allmählichen Stabilisierung des Bankensektors kommt, dies nicht zuletzt dank umfassender staatlicher Hilfen. An-

¹ Diese Rate bezieht sich auf den in Tabelle 1.2 enthaltenen Länderkreis, wobei die Zuwachsraten mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2007 in US-Dollar gewichtet wurden. Sie ist nicht unmittelbar vergleichbar mit anderen Angaben für das Wachstum der Weltwirtschaft, beispielsweise denen des Internationalen Währungsfonds, die Kaufkraftparitäten bei der Gewichtung zugrunde legen und auch hier nicht berücksichtigte Länder einschließen.

derfalls wäre mit einem Einbruch der realwirtschaftlichen Investitionen zu rechnen, etwa aufgrund einer Unterversorgung der Wirtschaft mit Krediten.

Eine wichtige Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung der Finanzmärkte, aber auch der Konjunktur in den USA, ist eine Stabilisierung der Situation am Immobilienmarkt. Der Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass die Preisrückgänge im Verlauf des nächsten Jahres allmählich abklingen. Allerdings haben sich zwischenzeitliche Anzeichen eines Auslaufens der Korrektur noch nicht bestätigt. Ein ungebremster Fall der Immobilienpreise stellte eine erhebliche zusätzliche Belastung dar, weil dann die Zahl der überschuldeten privaten Haushalte zunähme und sich die Liquiditätsprobleme von Finanzinstituten verschärften.

Destabilisierend könnte auch der enorme Anstieg der US-Staatsverschuldung wirken. Die beschlossenen Maßnahmen zur Unterstützung der Konjunktur und zur Rettung des Bankensystems umfassen in der Summe bislang Hilfen in der Größenordnung von 10 % des Bruttoinlandsprodukts; die zur Bewältigung der Krise notwendigen Ausgaben können aber auch noch erheblich darüber hinausgehen. Dies birgt die Gefahr, dass die Anleger an Vertrauen in die USA als Schuldner verlieren und erhöhte Risikoprämien bei US-Staatsanleihen zu einem Zinsanstieg führen, der die Konjunktur zusätzlich bremst. Damit könnte einhergehen, dass sich auf den Finanzmärkten die Erwartung bildet, die USA würden den Realwert ihrer Schuldenlast über einen kräftigen Anstieg der Inflation senken wollen. Steigende Inflationserwartungen würden dann zu einer massiven Abwertung des US-Dollars führen, und die Kosten der Immobilien- und Finanzkrise würden in größerem Ausmaß auf andere Länder, nicht zuletzt auf Europa, überwältigt.

Die Rohstoffpreise waren in den vergangenen Monaten sehr volatil. Inwieweit hierbei kurzfristige Spekulation eine Rolle spielte und welches Preisniveau der fundamentalen Angebots- und Nachfragesituation entspricht, ist schwer einzuschätzen. Ein neuerlicher Anstieg der Notierungen würde die sich abzeichnende Abschwächung des Inflationsdrucks in den Industrieländern gefährden, die ein wichtiges Element der vorliegenden Prognose darstellt. Hingegen würde ein weiteres Nachgeben der Rohstoffpreise, insbesondere der Ölnotierungen, die konjunkturelle Erholung in den Industrieländern in stärkerem Ausmaß stützen, als die Institute dies unterstellen.

Selbst wenn sich die Rahmenbedingungen wie von den Instituten erwartet verbessern, können weitere Faktoren einer Belebung der Konjunktur entgegenstehen. So ist die Verunsicherung von Haushalten und

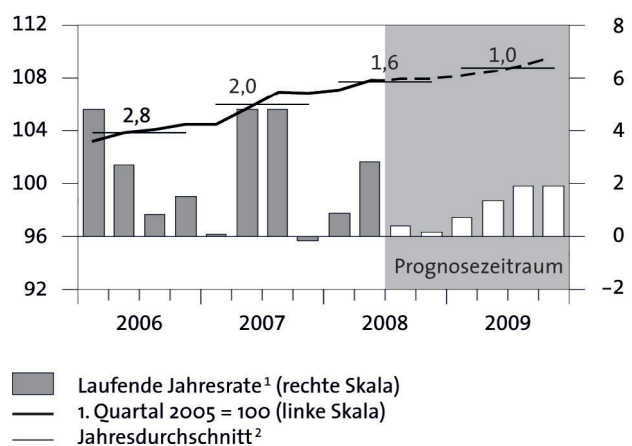
Unternehmen möglicherweise inzwischen so weit vorangeschritten, dass die Konsum- und Investitionsneigung für geraume Zeit gedrückt bleibt. Untersuchungen zeigen zum Beispiel, dass Preissteigerungen viel stärker wahrgenommen werden (und den Konsum entsprechend bremsen) als Preisrückgänge im vergleichbaren Umfang;² auch dies könnte bedeuten, dass sich die Konsumentenstimmung weniger aufhellt, als die Institute unterstellen.

USA: Rezessionsgefahren und Stabilisierungsbemühungen

Seit über einem Jahr treffen immer neue Schockwellen der Finanzkrise das Bankensystem der USA. Angesichts der Turbulenzen an den Finanzmärkten und der anhaltenden Immobilienkrise überraschte, dass das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal annualisiert um 2,8 % gestiegen ist, nach 0,9 % im ersten (Abbildung 1.1). Der deutliche Zuwachs ging vor allem auf den Außenhandel zurück, der einen Wachstumsbeitrag von 2,9 Prozentpunkten lieferte. Die realen Exporte legten um 12,3 % zu, die Importe sanken mit einer Jahresrate von 7,3 % und waren damit das dritte Quartal in Folge rückläufig. Der private Konsum wurde – gestützt von den im zweiten Quartal verteilten Steuerschecks – mit einer Jahresrate von 1,2 % wieder etwas stärker ausgeweitet als in den Vorquartalen. Dämpfend wirkten neben einem deutlichen

Abbildung 1.1

Reales Bruttoinlandsprodukt in den USA Saisonbereinigter Verlauf



¹ Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %, auf Jahresrate hochgerechnet.

² Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

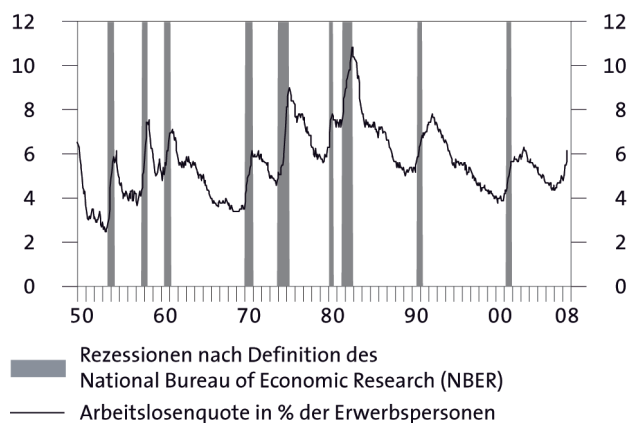
Quellen: Bureau of Economic Analysis; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

² Diese Asymmetrie in der Wahrnehmung ist eine Implikation der durch ökonomische Experimente belegten *prospect theory*. Vgl. etwa Kahneman, D. (2003), Maps of bounded rationality: psychology for behavioural economics, *American Economic Review*, 93, S. 1449–1475.

Abbildung 1.2

Arbeitslosigkeit und Rezession in den USA 1950 bis 2008; in %



Quelle: Bureau of Labor Statistics.

GD Herbst 2008

Lagerabbau erneut die Wohnungsbauinvestitionen, die bereits seit mehr als zwei Jahren mit zweistelligen Raten schrumpfen. Auch die Investitionen in Ausrüstung und Software gingen spürbar zurück.

Ein deutlich düsteres Bild der Konjunktur zeichnet der Arbeitsmarkt. Seit Beginn des Jahres gingen mehr als 600 000 Arbeitsplätze verloren, der Großteil davon im verarbeitenden Gewerbe. Gleichzeitig wurden im Dienstleistungssektor keine zusätzlichen Stellen mehr geschaffen. Die Arbeitslosenquote ist seit Jahresbeginn rasant angestiegen, was in der Vergangenheit nur in Rezessionsphasen zu beobachten war (Abbildung 1.2). Sie lag im September bei 6,1 % und ist damit bereits um 1,7 Prozentpunkte höher als noch im März 2007. Einen solch hohen Wert erreichte sie zuletzt in den Sommermonaten des Jahres 2003. Alles in allem befindet sich der Arbeitsmarkt in äußerst schwacher Verfassung. Umfragen unter Unternehmen und Verbrauchern deuten auch für die nächsten Monate auf einen weiteren Stellenabbau hin.

Die privaten Haushalte haben seit Herbst vergangenen Jahres Vermögensrückgänge zu verkraften. Schon seit zwei Jahren sinken – gemessen am Case-Shiller-Hauspreisindex (20 Städte) – die Immobilienpreise, insgesamt bisher um gut 20 %. Dazu kommen in letzter Zeit erhebliche Bewertungsverluste beim Finanzvermögen. Zudem wurde den privaten Haushalten durch den kräftigen Anstieg der Verbraucherpreise und insbesondere der Energiepreise zusätzlich Kaufkraft entzogen. Zusammen mit den erschwerten Finanzierungsbedingungen, der schlechten Lage auf dem Arbeitsmarkt und der schwachen Entwicklung der verfügbaren Einkommen schlägt sich dies mittlerweile auch in den Konsumausgaben nieder. Allerdings entwickelte sich der private Verbrauch im zweiten Quartal aufgrund der verteilten Steuerschecks noch

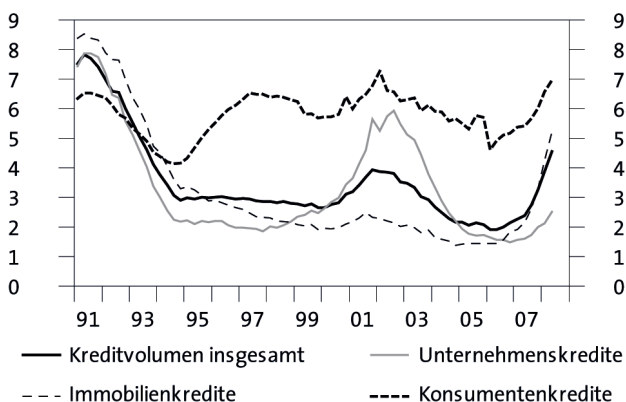
robust, gleichzeitig stieg die Sparquote an. Unter der Annahme, dass der Anstieg der Sparquote ausschließlich aus den Steuerschecks gespeist wurde, flossen 9,5 Mrd. Dollar bzw. etwa 10 % der Steuerrückerstattungen in den Konsum. Demnach dürften etwa 1,5 Prozentpunkte (laufende Jahresrate) des Zuwachses der privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal auf das Konjunkturpaket zurückgehen, es hat damit ein Schrumpfen des privaten Verbrauchs verhindert. In den Monaten Juni und Juli ging der preisbereinigte private Verbrauch zurück, im August stagnierte er. Damit dürfte der private Konsum im dritten Quartal erstmals seit 1991 wieder geschrumpft sein. Die Erwartungen der Konsumenten haben sich von ihren im Juni markierten Tiefstständen wieder etwas erholt, jedoch befinden sie sich noch immer auf niedrigem Niveau, und im August gab die Mehrheit der Befragten an, dass sich ihre finanziellen Bedingungen den dritten Monat in Folge verschlechtert hätten. Dies ist eine bis dato einmalige Konstellation in der Geschichte dieser Umfragen.

An den Finanzmärkten hat sich die Lage weiter zuge-spitzt. Eine Reihe von Banken, darunter die Investmentbank Lehman Brothers, ist bereits in Konkurs gegangen. Mehrere große Institute konnten nur durch massive Stützung der Notenbank oder dank der Übernahme durch Konkurrenten vor dem Zusammenbruch bewahrt werden. Das Finanzministerium sah sich dazu gezwungen, die beiden großen staatsnahen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac, die zusammen mehr als 40 % des gesamten Hypothekenvolumens verbrieft haben, vollständig unter staatliche Aufsicht zu stellen und ihnen einen Kreditrahmen von zusammen 200 Mrd. Dollar zur Verfügung zu stellen. Jüngst haben Kongress und Regierung ein 700 Mrd. Dollar schweres Rettungspaket für den amerikanischen Bankensektor beschlossen (Kasten 1.1). Dieses wird für notwendig gehalten, da hinter den Refinanzierungsschwierigkeiten der Banken zunehmend Solvenzprobleme stehen. So leihen Banken einander nur gegen Zahlung erheblicher Risikoaufschläge Geld. Viele Banken sind weiterhin auf die von der Notenbank kurzfristig bereitgestellten Refinanzierungsmöglichkeiten angewiesen. Zudem sind Zahlungsrückstände und Ausfälle bei Krediten bereits höher als in der Rezession im Jahr 2001, insbesondere bei Immobilienkrediten (Abbildung 1.3). Im Unternehmenssektor ist der Anteil der Problemkredite zwar noch deutlich geringer, er stieg in den letzten Quartalen jedoch ebenfalls kräftig. Dies alles hat dazu geführt, dass die Banken ihre Kreditstandards sowohl für Konsumenten als auch für Unternehmen im ersten Halbjahr nochmals deutlich verschärft haben, was die Kreditvergabe in den kommenden Monaten weiter verlangsamten dürfte.

Die Situation auf dem Häusermarkt, von dem die Finanzkrise ihren Ausgang nahm, ist nach wie vor ange-

Abbildung 1.3

Anteil der von Ausfällen oder Zahlungsrückständen betroffenen Kredite in den USA 1991 bis 2008; in %



Quellen: Federal Reserve Board; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

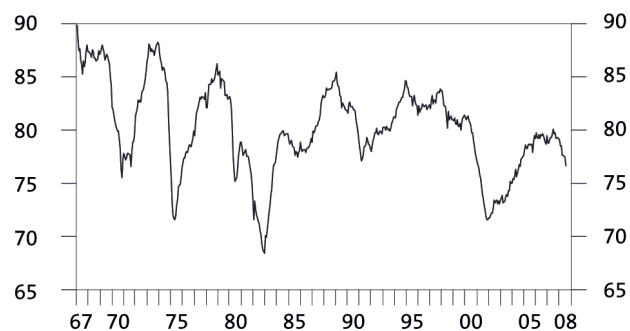
spannt. Die Zahl der Baubeginne bei Einfamilienhäusern setzte im August ihren Abwärtstrend fort und lag damit auf dem tiefsten Stand seit 1991. Sie unterschritt ihren Höchststand vom Januar 2006 um 65 %. Auch die Zahl der Baugenehmigungen fiel im August weiter und lag noch immer deutlich unter der der Baubeginne. Auch im dritten Quartal dürfte der private Wohnungsbau wiederum stark geschrumpft sein.

Bei den Unternehmensinvestitionen stellt sich die Situation hingegen noch recht günstig dar. Die Auftrags-eingänge für zivile Investitionsgüter ohne Flugzeuge entwickelten sich in den Sommermonaten stabil, auch wenn sie zuletzt etwas fielen. Zwar dürften die zu erwartende Verlangsamung der Exportdynamik, die anhaltend schwache Binnennachfrage und die erschwerten Kreditvergabebedingungen die Investitionen in Ausrüstungen und Software dämpfen. Die Auftrags-eingänge signalisieren jedoch eine leichte Ausweitung dieser Investitionen, wobei auch das – trotz der Anhebung der Risikozuschläge durch die Banken – gesunkene Zinsniveau stützend wirken sollte. Die im Rahmen des Konjunkturpaketes verbesserten Abschreibungsmöglichkeiten für in diesem Jahr getätigte Investitionen dürften zu Vorzieheffekten führen. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe liegt seit August um 3,1 Prozentpunkte unter ihrem langfristigen Durchschnittswert, allerdings war im Abschwung des Jahres 2001 ein noch wesentlich ausgeprägter Rückgang zu beobachten (Abbildung 1.4).

Die Preisentwicklung wurde im laufenden Jahr sehr stark von den Bewegungen der Rohstoffpreise beherrscht. Nachdem sich die Inflationsrate bis zum Juli aufgrund des rasanten Ölpreisanstiegs auf 5,5 % erhöht hatte, ging sie dank fallender Energiepreise im

Abbildung 1.4

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe der USA 1967 bis 2008; in %



Quelle: Federal Reserve Board.

GD Herbst 2008

August zurück. Diese Tendenz dürfte sich in den kommenden Monaten fortsetzen. Die amerikanische Notenbank änderte in Anbetracht der konjunkturellen Probleme ihre expansiv ausgerichtete Geldpolitik bis zum Herbst nicht und beließ das Leitzinsniveau seit der letzten Senkung im April dieses Jahres bei 2 %.

Tabelle 1.3

Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA 2006 bis 2009

	2006	2007	2008	2009
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	2,0	1,6	1,0
Privater Konsum	3,0	2,8	0,7	0,4
Staatskonsum	1,6	1,9	2,3	1,6
Bruttoanlageinvestitionen	2,0	-2,0	-2,3	-0,2
Private Ausrüstungen	7,2	1,7	-0,5	-0,3
Private Bauten	-2,4	-7,1	-6,3	-1,6
Öffentliche Investitionen	2,1	3,0	3,4	3,2
Inländische Endnachfrage	2,6	1,8	0,4	0,5
Exporte	9,1	8,4	8,6	4,9
Importe	6,0	2,2	-1,6	1,9
Außenbeitrag ¹	-0,0	0,6	1,3	0,3
Verbraucherpreise	3,2	2,9	4,5	2,9
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts				
Budgetsaldo ²	-1,9	-1,2	-3,0	-3,6
Leistungsbilanzsaldo	-6,0	-5,3	-5,0	-4,8
in % der Erwerbspersonen				
Arbeitslosenquote	4,6	4,6	5,6	6,6

¹Wachstumsbeitrag. – ²Bundesstaat inkl. Sozialversicherungen. Ohne belastende Wirkungen des TARP-Programms.

Quellen: U.S. Department of Commerce; Bureau of Economic Analysis; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Das Hilfspaket des US-Kongresses für den Finanzsektor

Der *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* soll es dem US-Finanzminister ermöglichen, folgende Ziele zu erreichen:

- Wiederherstellung der Liquidität und Stabilität des US-Finanzsystems,
- Erhalt der Werte von Eigenheimen, *college funds* (für die Hochschulausbildung der Kinder), Finanzvermögen zur Altersvorsorge und Lebensversicherungen,
- Bewahrung des Besitzes von Eigenheimen und Förderung von Beschäftigung und Wirtschaftswachstum,
- Maximierung der Rückflüsse an die Steuerzahler.

Diese – sehr allgemein gehaltenen – Ziele sollen durch das im Gesetz enthaltene *Troubled Asset Relief Program* (TARP) erreicht werden. Das Programm konzentriert sich auf zwei Arten von Maßnahmen, auf den Kauf von *troubled assets* und auf die Gewährung von Bürgschaften für *troubled assets*.

Die extrem weite Definition von *troubled assets* gibt dem Finanzminister einen breiten Interventionsspielraum. Denn nicht nur alle Hypothekarkredite und auf solchen basierende Wertpapiere (*mortgage backed securities*) werden dazu gezählt, sondern sämtliche Finanzinstrumente können in den Genuss von Rettungsmaßnahmen kommen, sofern der US-Finanzminister – nach Rücksprache mit dem Notenbankchef – bestimmt, dass ihr Erwerb durch den Staat die Stabilität der Finanzmärkte fördert.

Das Management von Kauf, Verwaltung und (späterem) Verkauf der *troubled assets* wird von einem noch zu schaffenden *Office of Financial Stability* wahrgenommen. Dieses untersteht direkt dem Finanzminister.

Auch bei Ausgestaltung der Haftungsgarantien hat der Finanzminister weitgehend freie Hand. Auf Antrag einer *financial institution* kann er für Kapital und Zinsendienst eines *troubled assets* garantieren. Dafür muss die Institution eine Prämie leisten, welche dem Ausfallrisiko entspricht. Diese Prämien fließen in den *Troubled Assets Insurance Financing Fund*, welcher die Zahlungen im Fall eines Ausfalls eines garantierten Kredits leistet.

Zusätzlich sollen staatliche Institutionen Direkthilfen an Besitzer von Eigenheimen leisten, welche bei Bedienung ihrer Hypothekarschuld in Schwierigkeiten geraten sind. Die *Federal Housing Finance Agency* soll einen Plan entwickeln, durch den die verschuldeten Eigenheimbesitzer bestmöglich unterstützt werden, insbesondere durch eine Reduktion der Zinsbelastung und/oder der Schuldensumme.

Das gesamte Entlastungsprogramm (TARP) hat einen Finanzrahmen von 700 Mrd. Dollar und soll bis Ende 2009 realisiert werden; es kann allerdings verlängert werden, und zwar bis 2 Jahre nach Inkrafttreten des Gesetzes.

Zusätzlich wird die Höchstgrenze der im Rahmen der staatlichen Einlagensicherung versicherten Einlagen drastisch heraufgesetzt, nämlich von 100 000 Dollar auf 250 000 Dollar.

Anfang Oktober hat aber die Zuspitzung der Finanzkrise wichtige Notenbanken, darunter die der USA, zu einem konzertierten Zinssenkungsschritt um einen halben Prozentpunkt veranlasst. Der Rückgang der Energiepreise, die unverändert positive Produktivitätsentwicklung, geringe Lohnsteigerungen und die konjunkturelle Schwächephase werden die Inflationsrisiken weiter im Zaum halten, so dass mit einer Anhebung des Leitzinses erst dann zu rechnen ist, wenn Anzeichen einer konjunkturellen Erholung erkennbar sein werden. Die Institute gehen davon aus, dass die US-Notenbank im zweiten Halbjahr 2009 das Niveau der Federal Funds Rate wieder um 50 Basispunkte anheben wird. Unter der Annahme eines konstanten Ölpreises von 100 Dollar ist mit einem kontinuierlichen Rückgang der Inflationsrate von 4,5 % im Jahr 2008 auf 2,9 % im Jahr 2009 zu rechnen.

Die Finanzpolitik wirkt im Prognosezeitraum expansiv, die Lage der öffentlichen Haushalte verschlechtert sich deutlich. Das Defizit in Relation zum nominalen

Bruttoinlandsprodukt steigt vor allem wegen des Konjunkturpakets vom Frühjahr von 1,2 % im Jahr 2007 auf rund 3 % in diesem Jahr. Im nächsten Jahr führen vor allem sinkende Steuereinnahmen dazu, dass das Defizit auf 3,6 % zunimmt. In dieser Prognose sind Kosten, die sich aus den Maßnahmen zur Eindämmung der Finanzkrise ergeben, nicht berücksichtigt.

In der zweiten Jahreshälfte 2008 dürfte die US-Wirtschaft nur noch stagnieren. Die Vermögenseinbußen als Folge der Immobilienkrise und die dämpfenden Einflüsse vonseiten des Arbeitsmarktes belasten den privaten Verbrauch. Die Exporte dürften in den nächsten Monaten an Dynamik einbüßen, da sich die Konjunktur auf den Absatzmärkten abschwächt und nicht mit neuerlichen stimulierenden Effekten durch den Wechselkurs gerechnet wird. Da jedoch die Importe aufgrund der in der Grundtendenz schwachen Binnenkonjunktur kaum ausgeweitet werden dürften, sind vom Außenhandel insgesamt nach wie vor stüt-

zende Effekte für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts zu erwarten. Die Unternehmen leiden weiter unter den erschwerten Finanzierungsbedingungen und der schwachen Binnennachfrage. Zusammen mit einer sich abschwächenden Exportdynamik dürften von den Unternehmensinvestitionen keine größeren Konjunkturimpulse ausgehen. Zudem deuten verschiedene Indikatoren und Umfragen darauf hin, dass sich der Wirtschaftsbau, der in den vergangenen Quartalen noch eine Stütze der Konjunktur gewesen ist, in den nächsten Quartalen abschwächt oder sogar schrumpft. Die fallenden Baubeginne und Baugenehmigungen sind ein Indiz dafür, dass auch die privaten Wohnungsbauminvestitionen weiter zurückgehen, jedoch nicht mehr so stark wie zuvor. Die konjunkturelle Schwächephase der US-Wirtschaft wird bis in das Jahr 2009 hinein anhalten. Zwar bleibt die Geldpolitik zunächst expansiv ausgerichtet, doch bevor sich die schwierigen finanziellen Bedingungen für die privaten Haushalte nicht verbessern, ist keine Belebung der Inlandsnachfrage in Sicht. In der zweiten Jahreshälfte 2009 dürften die negativen Einflüsse vonseiten der Finanz- und Immobilienmärkte abklingen, so dass die US-Wirtschaft wieder allmählich Tritt fasst, ohne jedoch den Potentialpfad bereits wieder zu erreichen. Die Institute erwarten für das laufende Jahr einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,6 % (Tabelle 1.3). Im nächsten Jahr dürfte eine Zuwachsrate von 1 % erreicht werden.

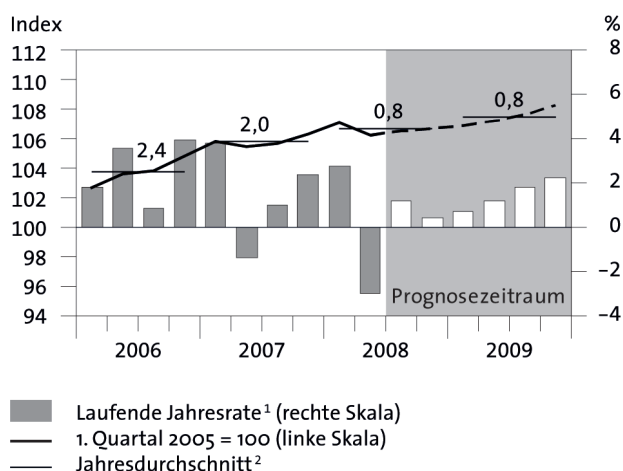
Japanische Konjunktur im Abschwung

In Japan wird die konjunkturelle Abschwächung zusehends deutlicher. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist im bisherigen Jahresverlauf – unter starken Schwankungen – nicht mehr gestiegen (Abbildung 1.5). Die Zuwachsrate im Vergleich zum Vorjahr, die weniger volatil ist, sank seit dem zyklischen Höhepunkt im ersten Quartal 2007 (3,1 %) kontinuierlich auf zuletzt nur noch 0,7 %. Begleitet wurde die konjunkturelle Verlangsamung im Verlauf dieses Jahres von einer markanten Stimmungseintrübung.

Zum Rückgang im zweiten Quartal trugen alle Nachfragekomponenten bei. Bemerkenswert ist, dass die Exporte, die den seit 2002 währenden Aufschwung maßgeblich getragen hatten, erstmals seit drei Jahren gesunken sind. Grund dafür war die stark rückläufige Nachfrage in den USA und in Europa, welche auch durch Exportzuwächse nach China – mittlerweile das wichtigste Zielland japanischer Ausfuhren – nicht kompensiert werden konnte. Durch die fehlenden Impulse aus dem Ausland hat sich die Binnennachfrage, die bereits in den vorherigen Quartalen wenig dynamisch war, weiter abgeschwächt. Die Ausrüstungsinvestitionen litten dabei unter sinkenden Margen infol-

Abbildung 1.5

Reales Bruttoinlandsprodukt in Japan Saisonbereinigter Verlauf



¹ Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %, auf Jahresrate hochgerechnet. – ² Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Cabinet Office; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

ge einer deutlichen Verschlechterung der Terms of Trade. Der private Konsum wurde auch in Japan durch drastisch gestiegene Preise für Energie und Nahrungsmittel belastet. Außerdem kam der Beschäftigungsaufbau zum Stillstand. Die Arbeitslosenquote ist seit Jahresbeginn leicht auf 4 % im Juli gestiegen.

Der Anstieg der Nominallöhne blieb im ersten Halbjahr alles in allem schwach. Dagegen hat sich der Preisaufrtrieb in den vergangenen Monaten deutlich erhöht. Die Inflationsrate ist im Juli auf 2,3 % gestiegen. Damit setzte sich der Anstieg der Reallöhne vom Jahresbeginn nicht weiter fort; im Sommer kam es sogar zu einem Rückgang um 2,5 %. Da die Inflation wesentlich von den Energieträgern herrührte, bei denen sich der Preistrend inzwischen umgekehrt hat, ist für die kommenden Monate mit einer schwächeren Teuerung zu rechnen; die Verbraucherpreise ohne Energie und frische Nahrungsmittel steigen nach wie vor nicht. Die japanische Notenbank hat ihre Zinsen angesichts einer sich abschwächenden Konjunktur auf dem niedrigen Niveau von 0,5 % belassen. Damit bleibt die Geldpolitik leicht expansiv ausgerichtet.

Für die Finanzpolitik wird es zunehmend schwierig, das Ziel zu erreichen, im Fiskaljahr 2011 einen Überschuss im Primärhaushalt³ auszuweisen. Nach dem Regierungswechsel ist die künftige Ausrichtung der Politik unklar. Zwar erscheint die Fortsetzung der Konsolidierung angesichts der hohen Staatsverschuldung unausweichlich. Die vielfach geforderte Erhö-

³ Einnahmen minus Ausgaben der öffentlichen Haushalte ohne Zinsausgaben.

hung der Einnahmen durch eine Anhebung der Mehrwertsteuer wird sich allerdings nur bei klaren Mehrheitsverhältnissen in Ober- und Unterhaus durchsetzen lassen. Das von der alten Regierung beschlossene Konjunkturprogramm besteht im Wesentlichen aus staatlichen Kreditlinien, insbesondere für die kleinen und mittleren Unternehmen. Die zusätzlichen Ausgaben, etwa für die Verbesserung des Gesundheitssystems, belaufen sich allerdings nur auf rund 0,3 % des Bruttoinlandsprodukts. Davon wird kein nennenswerter Impuls für die Konjunktur ausgehen.

Für den Prognosezeitraum ist zu erwarten, dass die konjunkturelle Schwäche in Japan anhalten wird, die Wirtschaft aber wohl nicht in eine ausgeprägte Rezession abgeleitet. Der Rückgang der Industrieproduktion hat sich im Juli nicht fortgesetzt, und auch der Bausektor hat sich wieder stabilisiert. Zudem ist die finanzielle Situation der größeren Unternehmen trotz sinkender Gewinne nach wie vor gesund. Die Exporte dürften allerdings angesichts des schwächeren Welthandels weiterhin nur mäßig expandieren, auch wenn die robuste Wachstumsdynamik in den asiatischen Schwellenländern den Rückgang der Zuwachsraten wohl begrenzen wird.

Das Abklingen der Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln wird die Binnennachfrage allmählich stützen. Dennoch dürfte die ausgeprägte Verunsicherung der Konsumenten – der Vertrauensindex ist zuletzt auf den tiefsten jemals gemessenen Stand ge-

fallen – dafür sorgen, dass der Konsum sich nur sehr langsam erholt. Die Institute erwarten einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 0,8 % in diesem und im nächsten Jahr (Tabelle 1.4). Er wird damit deutlich schwächer ausfallen als in den vergangenen Jahren.

Nachlassende Dynamik in den asiatischen Schwellenländern

In den asiatischen Schwellenländern blieb die wirtschaftliche Expansion im ersten Halbjahr 2008 kräftig. Die konjunkturelle Abschwächung auf den wichtigen Exportmärkten USA und Westeuropa und die Krise auf den Finanzmärkten werden jedoch Spuren hinterlassen. Zudem mehren sich die Anzeichen, dass die gestiegenen Preise für Nahrungsmittel und Treibstoffe die Inflationserwartungen beeinflusst und Zweit-rundeneffekte ausgelöst haben. Dies stellt ein wesentliches Konjunkturrisiko dar.

In *China* erreichte der Aufschwung seinen Höhepunkt Mitte 2007. Seitdem zeigt sich eine moderate, aber stetige Abschwächung; der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts betrug im zweiten Quartal 2008 real gleichwohl immer noch 10,1 %. Die konjunkturelle Verlangsamung reflektiert die schwächere Nachfrage auf den Hauptabsatzmärkten und die kontinuierliche Aufwertung des Renminbi; die Ausweitung der Exporte schwächte sich ab – von 18 % im Jahr 2007 auf rund 12 % in den ersten fünf Monaten 2008. Gleichzeitig wurde die Importnachfrage weiter kräftig ausgeweitet. Der Überschuss in der Handelsbilanz verringerte sich – von hohem Niveau ausgehend – in der ersten Jahreshälfte 2008 merklich. Der Beitrag des Außenhandels zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts fiel damit deutlich niedriger aus als in den vergangenen Jahren. Dennoch erhöhten sich die Devisenreserven auf etwa 1.800 Mrd. US-Dollar. Die chinesische Notenbank steht vor dem Problem, die mit den hohen Devisenzuflüssen verbundene Ausweitung der Liquidität zu kontrollieren. Bis zum Sommer setzte sie den Kurs der graduellen Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen fort, im September senkte sie angesichts zunehmender Turbulenzen am Aktienmarkt und vermehrter Anzeichen für ein Abflauen der Konjunktur den Leitzins leicht auf 7,2 %. Die kurzfristigen Zinsen liegen in China seit geraumer Zeit über jenen in den USA, was die Sterilisierung der Devisenzuflüsse zu einem kostspieligen Unterfangen macht – die Notenbank verdient weniger an ihren US-Dollar-Anleihen, als sie auf inländische Schuldpapiere bezahlt.

Die Unternehmen, und darunter besonders die exportorientierten, weiteten die Investitionen nicht mehr so stark aus wie zuvor. Dazu dürfte auch der rasche Anstieg der Preise von Investitionsgütern beigetragen haben. Die Verbraucherpreis-inflation erreich-

Tabelle 1.4

Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in Japan 2006 bis 2009				
	2006	2007	2008	2009
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,4	2,0	0,8	0,8
Privater Konsum	2,0	1,5	0,8	0,3
Staatskonsum und -investitionen	-2,0	0,1	-0,5	0,5
Private Bruttoanlageinvestitionen	3,7	-0,2	-1,7	1,3
Inländische Verwendung	1,4	0,9	0,0	0,5
Exporte	9,7	8,6	5,7	2,4
Importe	4,2	1,7	0,0	1,3
Außenbeitrag ¹	0,9	1,1	0,9	0,3
Verbraucherpreise	0,2	0,0	1,7	1,4
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts				
Budgetsaldo ²	-1,4	-2,4	-2,0	-3,0
Leistungsbilanzsaldo	3,9	4,8	4,6	4,7
in % der Erwerbspersonen				
Arbeitslosenquote	4,1	3,9	4,1	4,3

¹Wachstumsbeitrag. – ²Gesamtstaatlich.
Quellen: Cabinet Office; OECD; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute. **GD Herbst 2008**

te im Februar ihren Höchstwert mit 8,7 %, seither ist sie auf 4,9 % (August) gesunken. Dazu hat insbesondere ein Rückgang bei den Nahrungsmittelpreisen beigetragen. Die Einzelhandelsumsätze entwickelten sich bis zuletzt lebhaft; der private Konsum dürfte angesichts steigender Lohnzuwächse auch weiterhin deutlich zunehmen. Die Infrastrukturinvestitionen werden auch nach dem Ende der Olympischen Spiele kräftig ausgeweitet.

So bleibt die Binnennachfrage deutlich aufwärtsgerichtet. Die damit verbundene starke Expansion der Importe und eine anhaltende Verlangsamung der Exportzunahme werden den Wachstumsbeitrag des Außenhandels nochmals verringern. Die Regierung scheint zudem gewillt, die Subvention der Rohstoffpreise weiter abzubauen. Dies dürfte die Konjunktur zusätzlich bremsen. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte im kommenden Jahr um 9 % und damit mit der niedrigsten Rate seit 2001 zunehmen.

In *Indien* wird sich nach vier Jahren kräftiger wirtschaftlicher Expansion die Konjunktur spürbar abschwächen. Noch im Frühjahr wies das Land die geringste Inflationsrate unter den großen Schwellenländern aus, seither hat sich jedoch der Anstieg der Konsumentenpreise auf etwa 9 % verdoppelt, jener der Großhandelspreise sogar auf 12 % verdreifacht. Preistreibend wirkten – zusätzlich zu den hohen Weltmarktpreisen – vor allem Ernteausfälle infolge schlechter Witterung, welche die Nahrungsmittel verteuerten. Die kräftige Abwertung der Rupie – seit Jahresbeginn um rund 13 % gegenüber dem US-Dollar – ließ zudem die Importpreise kräftig steigen. Im Gegenzug profitierten die Exporte, welche mit 15 % Zuwachs gegenüber dem ersten Halbjahr 2007 rund doppelt so schnell expandierten wie noch im Halbjahr zuvor. Dank kräftiger Lohnzuwächse und gestiegener Auslandsüberweisungen von emigrierten Indern wurde die Konsumnachfrage weiterhin stark ausgeweitet. Infolge der restriktiv ausgerichteten Geldpolitik expandierten die Investitionen trotz großer Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und solider Unternehmensgewinne zuletzt nur noch wenig. Per saldo wiesen die Industrie, die Bauwirtschaft und der Dienstleistungssektor seit Jahresbeginn 2007 schwächere Zuwachsraten auf. Die Einkommen im bedeutenden Landwirtschaftssektor – er hat einen Anteil von 18 % am Bruttoinlandsprodukt – wurden von den hohen Agrarpreisen begünstigt.

In Indien stehen im Frühjahr 2009 Parlamentswahlen an. Dies lässt eine expansivere Finanzpolitik erwarten. Aufgrund erheblicher Inflationsrisiken wird die Geldpolitik hingegen eher restriktiv ausgerichtet bleiben, was die Investitionstätigkeit und die Konsumausgaben dämpft. Die Zunahme der Binnennachfrage dürfte sich deshalb weiter abschwächen. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird wohl mit real 7,5 %

im Jahr 2008 um 1,5 Prozentpunkte tiefer ausfallen als in den beiden vorangegangenen Jahren. Für das kommende Jahr ist mit einer nochmals etwas niedrigeren Rate von 6,5 % zu rechnen.

Auch in den *übrigen ostasiatischen Schwellenländern* setzte sich der Aufschwung zu Jahresbeginn 2008 fort. Seitdem mehren sich in den meisten Ländern jedoch die Anzeichen für eine Abschwächung des Expansionstempos. So verlangsamte sich der Anstieg der Konsumausgaben in der Region – mit Ausnahme Südkoreas – vor dem Hintergrund steigender Inflationsraten und ungünstigerer Terms of Trade. Die Ausfuhren blieben bislang robust; Währungsabwertungen in einigen Ländern und ein intensiverer innerasiatischer Handel konnten die Auswirkungen der schwächeren Nachfrage in den westlichen Industrieländern mildern. Der Überschuss in der Handelsbilanz und der Wachstumsbeitrag des Außenhandels gingen dennoch merklich zurück, weil der Anstieg der Importe recht kräftig blieb. Dies war vor allem die Folge einer anhaltend kräftigen Expansion der Ausrüstungsinvestitionen. Die weitere Eintrübung der Konjunktur in den wichtigen Exportmärkten wird im Prognosezeitraum die wirtschaftliche Entwicklung in Asien belasten. Besonders betroffen sind bereits jetzt jene Länder, wie etwa die Philippinen, die auf die Produktion von elektronischen Gütern spezialisiert sind. Der hohe Überschuss in der Leistungsbilanz der Region wird sich im kommenden Jahr weiter merklich reduzieren.

Die Inflation weist zumeist eine steigende Tendenz auf. Dazu beigetragen hat auch der Abbau von Energiesubventionen, die zuvor den Preisauftrieb minderten. Die Entspannung an den Rohstoffmärkten dürfte den Anstieg der Konsumentenpreise zwar dämpfen, seit Jahresbeginn zeichnet sich aber eine starke Beschleunigung der Kerninflationsraten ab – ein Anzeichen für breiter abgestützte Zweitrundeneffekte. Entsprechend wurden die geldpolitischen Rahmenbedingungen in den meisten Ländern deutlich restriktiver ausgestaltet. Insgesamt wird sich die konjunkturelle Dynamik auch in den ostasiatischen Schwellenländern im Prognosezeitraum weiter abschwächen. Das Bruttoinlandsprodukt der Region wird 2008 und 2009 um 5 % bzw. 4,5 % zunehmen.

Robuste Expansion in Lateinamerika

Die wirtschaftliche Expansion in Lateinamerika hat sich im ersten Halbjahr 2008 insgesamt nur leicht abgeschwächt. Dabei war die konjunkturelle Dynamik in den einzelnen Ländern sehr uneinheitlich. Während die Dynamik in Brasilien, Chile und auch in Argentinien hoch blieb, legte das reale Bruttoinlandsprodukt in Mexiko nur verhalten zu. Die meisten Länder der Region profitieren als Rohstoffexporteure auch weiterhin von den hohen Preisen an den interna-

tionalen Rohstoffmärkten. Allerdings zog die Inflation infolge des starken Anstiegs der Preise für Nahrungsmittel und Energie deutlich an. Die Zentralbanken strafften daraufhin die geldpolitischen Zügel merklich. Ungünstigere Finanzierungsbedingungen werden zu einer moderaten Abschwächung der konjunkturellen Dynamik führen. Die Institute erwarten für das reale Bruttoinlandsprodukt der Region in diesem Jahr einen Zuwachs von 4,7 % und für 2009 einen Anstieg von 3,7 %; damit bleibt die Produktion in Lateinamerika relativ deutlich aufwärts gerichtet.

In *Brasilien* ist das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr 2008 mit hoher Dynamik expandiert. Verantwortlich hierfür war eine weiterhin sehr kräftige Binnennachfrage. So weiteten die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben im Zuge einer günstigen Entwicklung des Arbeitsmarktes zügig aus, und die Unternehmen investierten insbesondere im zweiten Quartal sehr kräftig. Trotz hoher Zuwachsraten der Exporte trug der Außenhandel nur in geringem Maße zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei, da auch die Einfuhren kräftig zunahmen. Die Notenbank hat wegen des Anstiegs der Inflation auf 6,4 % die Leitzinsen seit April um 250 Basispunkte auf 13,75 % erhöht, und sie wird im Prognosezeitraum, auch aufgrund gestiegener Inflationserwartungen, die restriktivere Geldpolitik fortsetzen. Die gesamtwirtschaftliche Expansion dürfte im Prognosezeitraum trotz einer moderaten Abschwächung kräftig bleiben.

In *Argentinien* wird die Konjunktur von Auseinandersetzungen zwischen Regierung und Landwirten um Exportbeschränkungen für landwirtschaftliche Produkte belastet.⁴ Infolge des verschlechterten innenpolitischen Klimas und der damit einhergehenden Verunsicherung an den Finanzmärkten stiegen die Zinsen spürbar an, wodurch die Investitionstätigkeit gebremst wird. Ein Problem ist nach wie vor die Inflation, die deutlich höher sein dürfte als von der nationalen Statistik ausgewiesen.⁵

In *Mexiko* hat sich die konjunkturelle Dynamik aufgrund eines Rückgangs der Nachfrage aus den USA seit Jahresbeginn spürbar abgeschwächt. Zudem fallen die Auslandsüberweisungen der in den USA lebenden Mexikaner, die in den vergangenen Jahren den Konsum der privaten Haushalte gestützt haben, zunehmend geringer aus. Die Notenbank hat im Zuge des starken Anstiegs des gesamtwirtschaftlichen Preisauftriebs den Leitzins schrittweise um insgesamt 75 Basispunkte auf 8,25 % angehoben. Angesichts der gestiegenen Preise für Lebensmittel blieb die Infla-

tionsrate aber weiterhin hoch und liegt mit 5,6 % deutlich über dem Inflationsziel von 2 % bis 4 %. Die schwache konjunkturelle Entwicklung in den USA sowie die restriktivere Geldpolitik der Notenbank werden die Konjunktur in Mexiko auch im Prognosezeitraum dämpfen.

Wirtschaftliche Expansion in Russland wird von hoher Inflation überschattet

In Russland nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr getragen von der Binnennachfrage weiterhin sehr kräftig zu. Allerdings hat sich die Expansion der Investitionen und des privaten Konsums, die bislang mit zweistelligen Raten zunahmen, zuletzt leicht verlangsamt. Wesentlich war auch hier die gestiegene Inflation. Zum anderen ist es im Zuge der weltweiten Finanzmarkturbulenzen zu einer allmählichen Kreditverknappung gekommen. In den vergangenen Jahren wurde die Aufnahme von Fremdkapital durch Unternehmen sprunghaft ausgeweitet. Sie spielt inzwischen für deren Finanzierungsstruktur eine größere Rolle als Eigenmittel. Dabei sind Anleihen in ausländischer Währung von großer Bedeutung. Diese Finanzierungsform hat sich im ersten Halbjahr 2008 deutlich verteuert. Auch die Kreditbedingungen auf dem heimischen Markt haben sich verschlechtert. Der reale Außenbeitrag verringerte sich deutlich, da die Exporte unter der schwächeren Nachfrage vor allem der europäischen Handelspartner sowie einer sich weiter verschlechternden Wettbewerbsfähigkeit litten und die Importe weiter expandierten.

Die Inflationsrate hat sich zuletzt deutlich erhöht und im August 15 % erreicht. Hartnäckige Inflationstendenzen halten sich vor allem wegen der kräftigen Expansion der Geldmenge, die durch die hohen Deviseneinnahmen aus den Ölexporten und eine damit verbundene expansive Finanzpolitik bedingt ist. Die starke Beschleunigung des Preisauftriebs während der letzten zwölf Monate geht allerdings vor allem auf die steigenden Nahrungsmittelpreise zurück. Die russische Zentralbank hat darauf seit Februar mit einer Anhebung der Leitzinsen um insgesamt 100 Basispunkte reagiert. Damit hat sie der Inflationsbekämpfung den Vorrang vor der Wechselkursstabilisierung gegeben.

Eine weitere Erhöhung der Zinsen ist allerdings vorerst nicht zu erwarten, da auch der russische Bankensektor von den Auswirkungen der Finanzmarkturbu-

⁴ Die argentinische Regierung versucht mit Exportbeschränkungen, Preiskontrollen und anderen Interventionen die inländischen Preise von Nahrungsmitteln unter Weltmarktniveau zu halten. So hat die Regierung im März 2008 die Steuern auf Sojaexporte von 35 % auf 44 % der Brutto-Exporterlöse erhöht. Gleichzeitig wurden die Exportsteuern mit progressiv steigenden Sätzen an die Höhe der jeweiligen Weltmarktpreise gekoppelt. Landwirte fordern seitdem eine Rücknahme der Steuererhöhungen und weitere Änderungen in der Agrarpolitik.

⁵ Während das nationale statistische Amt Indec für 2007 eine Inflationsrate von 8,5 % ausweist, lag sie nach unabhängigen Schätzungen bei 20 % bis 25 %.

lenzen erfasst wurde; die Notenbank intervenierte am Geldmarkt, und der Aktienhandel wurde zeitweilig ausgesetzt. Im September sah sich die Zentralbank sogar, aufgrund eines kurzzeitigen abrupten Kapitalabflusses im Zusammenhang mit dem Georgien-Konflikt, genötigt, mit einer massiven Senkung der Mindestreservesätze wieder für mehr Liquidität am Markt zu sorgen. Erhebliche Probleme im russischen Finanzsektor sind für die Prognose nicht unterstellt; sie bedeuten aber ein Risiko.

Die Institute gehen vor diesem Hintergrund von einer moderaten Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Dynamik in diesem und dem kommenden Jahr aus, weil die hohe Inflation und die ungünstigeren monetären Rahmenbedingungen dämpfend wirken. Allerdings dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt angesichts der weiterhin hohen Einnahmen aus dem Öl- und Gasgeschäft mit etwa 7 % in diesem und rund 6,5 % im kommenden Jahr immer noch kräftig expandieren.

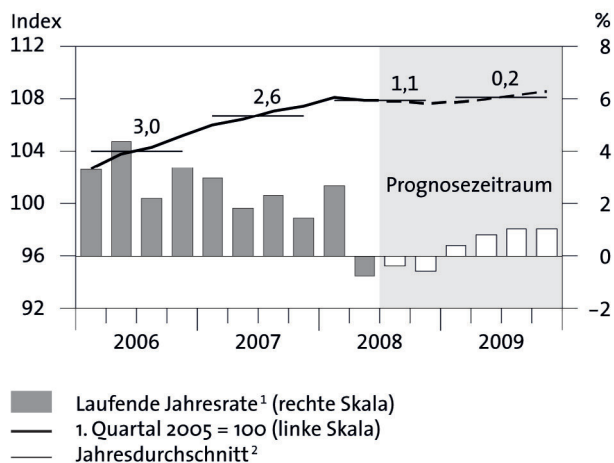
2. Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Union

Drastische Abkühlung der Konjunktur im Euroraum

Nach einer kräftigen Ausweitung zu Beginn des Jahres ist die Produktion im Euroraum im zweiten Quartal leicht zurückgegangen (Abbildung 2.1). Zwar ist die Abschwächung zum Teil auch dadurch bedingt, dass wegen des ungewöhnlich milden Winters Bauinvestitionen vom Frühjahr in die ersten Monate des Jahres vorgezogen wurden; dennoch hat sich die Konjunktur im Euroraum stark abgekühlt. So haben die Anlageinvestitionen im ersten Halbjahr kaum mehr zugelegt; hier hat nicht zuletzt die Immobilienkrise in Spanien und Irland ihre Spuren hinterlassen. Die Exporte waren im zweiten Quartal sogar rückläufig, wohl auch infolge der starken Euroaufwertung. Die privaten Haushalte haben ihren Konsum im ersten Halbjahr leicht eingeschränkt. Hauptgrund hierfür dürfte eine Stagnation der real verfügbaren Einkommen aufgrund der starken Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln gewesen sein.

Abbildung 2.1

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum Saisonbereinigter Verlauf



¹ Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %, auf Jahresrate hochgerechnet. – ² Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

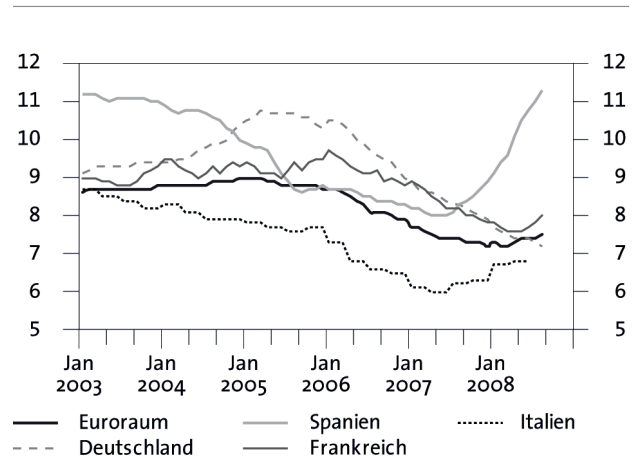
Quellen: Eurostat; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Die konjunkturelle Dynamik hat sich im gesamten Euroraum deutlich abgeschwächt, außerhalb Deutschlands aber wohl noch etwas ausgeprägter als hierzulande. Dies zeigt sich zum einen an den Vertrauensindikatoren, die im übrigen Euroraum stärker gesunken sind. Zum anderen spricht hierfür die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Der leichte Anstieg der Arbeitslosigkeit im ersten Halbjahr im Euroraum

Abbildung 2.2

Arbeitslosenquoten im Euroraum und in ausgewählten Ländern des Euroraums in %



Quelle: Eurostat.

GD Herbst 2008

ist auf eine Zunahme außerhalb Deutschlands zurückzuführen (Abbildung 2.2).

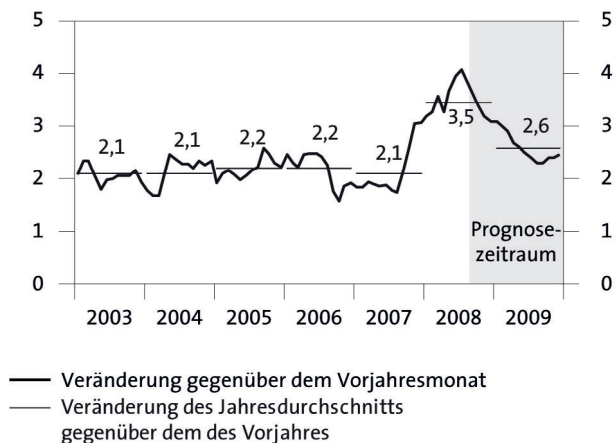
Allmählicher Rückgang der Inflation

Als Folge hochschießender Energie- und Nahrungsmittelpreise stieg das gesamtwirtschaftliche Preisniveau so stark wie noch nie seit Bestehen der Gemeinschaftswährung: Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex liegt gegenwärtig um knapp 4 % über dem Vorjahresniveau. Allerdings scheinen für den Preisauftrieb inzwischen auch binnenwirtschaftliche Faktoren an Bedeutung zu gewinnen. Die Löhne sind im ersten Halbjahr 2008 mit etwa 3 % etwas stärker als zuvor gestiegen. Dabei spielten wohl auch Indexierungsregeln eine Rolle, die in einigen Ländern des Euroraums die vergangene Verbraucherpreis-inflation in aktuelle Tariflohnsteigerungen einfließen lassen. Der Anstieg der Lohnstückkosten beschleunigte sich noch stärker, auf eine Rate von knapp 2 ½ %. Hintergrund ist die schwache Produktivitätsentwicklung: Während die Produktion im zweiten Quartal in etwa stagnierte, expandierte die Zahl der Beschäftigten weiter, wenn auch verlangsamt.

Für die letzten Monate dieses Jahres und für 2009 kann jedoch wieder mit sinkenden Inflationsraten gerechnet werden, denn seit Juli sind die Energie- und die Nahrungsmittelpreise auf den Weltmärkten wieder zurückgegangen. Der Erdölpreis (in Euro) war Ende September etwa so hoch wie im März, und in dieser Prognose ist unterstellt, dass er im Schnitt auf

Abbildung 2.3

Harmonisierter Verbraucherpreisindex im Euroraum Veränderung in %



Quellen: Eurostat; Berechnungen der Institute;
ab 4. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

diesem Niveau bleibt. Allerdings dürfte die Überwälzung vergangener Preisanstiege noch nicht abgeschlossen sein. Da Energie und Rohstoffe in vielen Produktionsprozessen wichtige Kostenfaktoren sind, schlägt sich die vergangene Teuerung nach und nach in den Preisen anderer Gütergruppen nieder. Dadurch wird sich der Anstieg der Kernrate der Inflation⁶ noch eine Weile fortsetzen. Auch ist – schon wegen der Indexierungsregeln – mit Zweitrundeneffekten über Tariflohnsteigerungen in allerdings begrenztem Ausmaß zu rechnen. Hier spielt eine Rolle, dass die Kapazitätsauslastung in vielen Ländern noch recht hoch ist. Die Abkühlung der Konjunktur begrenzt zwar Lohn- und Preissetzungsspielräume, aber nur mit beträchtlicher Verzögerung. So war es etwa während des Abschwungs zu Beginn des Jahrzehnts, als die Kernrate ihren Höhepunkt erst im Frühsommer 2002 und damit ein Dreivierteljahr nach Beginn der Stagnationsphase erreichte. Aus diesen Gründen wird der Anstieg der Verbraucherpreise wohl im gesamten Jahr 2009 oberhalb der 2 %-Marke liegen. Im Durchschnitt des Jahres 2008 dürfte er 3,5 % und im nächsten Jahr 2,6 % betragen (Abbildung 2.3).

Defizit im zusammengefassten Staatshaushalt steigt deutlich

Nachdem das zusammengefasste Defizit in den öffentlichen Haushalten im Euroraum im vergangenen Jahr nochmals kräftig – von 1,3 % auf 0,6 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und damit auf den niedrigsten Stand seit 1973 – sank, wird es sich im laufenden Jahr wohl wieder spürbar erhöhen (Tabelle 2.1).

Tabelle 2.1

Finanzierungssalden¹ der öffentlichen Haushalte in den EWU-Ländern

2003 bis 2009

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Deutschland	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	0,1	0,2	0,0
Frankreich	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,0	-3,4
Italien	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9	-2,5	-3,2
Spanien	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2	-1,6	-2,5
Niederlande	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4	0,3	-0,5
Belgien	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2	-0,6	-0,9
Österreich	-0,6	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5	-0,6	-1,1
Griechenland	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8	-2,7	-2,9
Finnland	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3	4,5	2,3
Irland	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3	-2,7	-3,0
Portugal	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	-2,6	-3,4
Slowenien	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1	-0,5	-1,0
Luxemburg	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9	1,2	0,2
Zypern	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	3,3	1,5	0,4
Malta	-9,9	-4,6	-3,0	-2,6	-1,8	-2,0	-2,4
Euroraum ²	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,3	-1,8

¹In % des nominalen BIP; gemäß Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht. – ²Summe der Länder; gewichtet mit dem BIP von 2007 in Euro.

Quellen: Eurostat; Europäische Kommission; 2008 und 2009: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Hierzu trägt zum einen der einsetzende konjunkturelle Abschwung bei, der vor allem in Spanien, Italien und Irland auch im Staatshaushalt bereits deutlich sichtbar ist. Er führt zu geringeren Einnahmen bei Steuern und Sozialbeiträgen sowie zu Mehrausgaben, etwa für Arbeitslosengeld. Zum anderen wurden in einer Reihe von Ländern auch expansive finanzpolitische Maßnahmen wirksam, etwa Steuer- und Abgabensenkungen in Deutschland, Frankreich, Italien und Irland.

In den vergangenen Monaten sind angesichts der um sich greifenden Konjunkturschwäche, teilweise aber auch im Zusammenhang mit Wahlen oder als wachstumsorientierte Politik, weitere expansive Maßnahmen beschlossen worden, die zum Teil noch in diesem, vor allem aber im kommenden Jahr in Kraft treten werden. Besonders umfangreich ist das Paket, das in Spanien angesichts der dramatischen konjunkturellen Talfahrt im Frühjahr/Sommer zur Stimulierung der Wirtschaft verabschiedet worden ist. Neben Maßnahmen zur Stützung der Bautätigkeit sind vor allem Pauschalzahlungen an Arbeitnehmer und Rentner – ähnlich den Steuerschecks, die im Frühjahr in den USA eingesetzt wurden – vorgesehen. Deutliche Steuersenkungen bzw. Ausgabenerhöhungen sind zudem in Finnland und Österreich beschlossen worden. In den

⁶ Kernrate bezeichnet hier den Anstieg des Verbraucherpreisindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Niederlande wird auf eine Mehrwertsteueranhebung verzichtet, mit der die beschlossene Absenkung der Arbeitgeberbeiträge zur Arbeitslosenversicherung finanziert werden sollte. In Frankreich wurde kürzlich eine veränderte Anrechnung von Sozialleistungen auf Arbeitseinkommen verabschiedet, welche die Arbeitsanreize für Geringverdiener verbessert und zu erheblichen Mehrausgaben führen wird, die nur teilweise durch die Anhebung von Steuern gegenfinanziert werden.

Eine expansive Politik stößt in einigen Ländern allerdings recht bald an die Grenzen, die den Regierungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt gesetzt worden sind. So bestehen in Italien, Portugal und vor allem Frankreich bereits am Beginn der konjunkturellen Abschwächung Haushaltsdefizite, die in Relation zum Bruttoinlandsprodukt recht nahe am im Maastrichtvertrag verankerten Referenzwert von 3 % liegen. Hingegen wiesen die Staatshaushalte in Spanien und Finnland im vergangenen Jahr beträchtliche Überschüsse auf, die den Regierungen dort einen größeren Spielraum für expansive Maßnahmen geben. Zwischen diesen beiden Extremen befinden sich Länder wie Deutschland, die Niederlande und Belgien, in denen die öffentlichen Haushalte in etwa ausgeglichen sind. Eine starke Neigung zu Konjunkturprogrammen ist in diesen Ländern derzeit nicht erkennbar.

Insgesamt wird die Finanzpolitik im Euroraum in diesem und im nächsten Jahr wohl moderat expansiv ausgerichtet sein. Das zusammengefasste Defizit wird sich jedoch vor allem konjunkturbedingt deutlich erhöhen. Im kommenden Jahr dürfte es in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 1,8 % steigen, nach 1,3 % in diesem Jahr. Dabei wird die Obergrenze von 3 % wohl von mehreren Ländern – darunter Frankreich und Italien – überschritten. Allerdings lässt die jüngste Zuspitzung der Finanzmarktkrise vermuten, dass die Europäische Kommission eine temporäre Überschreitung der Defizitgrenze aufgrund außergewöhnlicher Umstände akzeptieren würde.

Monetäre Rahmenbedingungen unter dem Einfluss der Finanzkrise verschlechtert

Die Bedingungen auf den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten haben sich in den vergangenen sechs Monaten abermals verschlechtert. Die EZB hat die Refinanzierungssätze Anfang Juli um einen viertel Prozentpunkt angehoben. Darüber hinaus haben sich infolge der Verschärfung der internationalen Finanzkrise die Risikoprämien erhöht. Dies zeigt sich auch am Interbankengeldmarkt. Der Satz für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) lag Anfang Oktober bei 5 ¼ %. Er war damit um mehr als einen halben Prozentpunkt höher als im März dieses Jahres und lag um einen Prozentpunkt über dem Hauptrefinanzierungs-

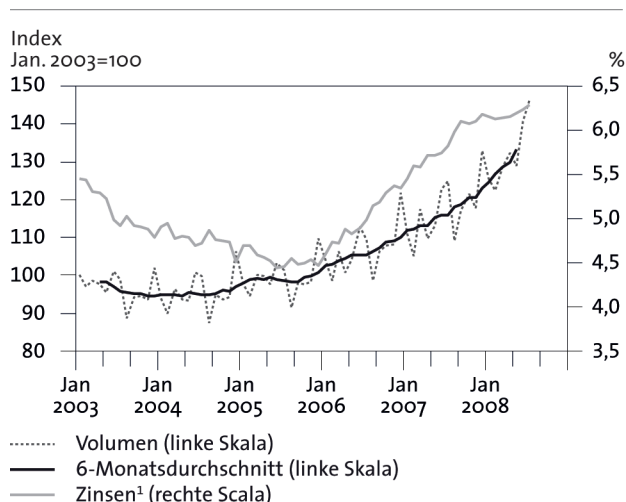
satz (Abbildung 2.5). Gegenwärtig findet offenbar aufgrund der erneuten Zuspitzung der Finanzkrise kaum Handel mit Dreimonatsgeld statt; dafür spricht auch die aktivere Rolle der EZB bei der Bereitstellung von Zentralbankgeld. Seit August 2007 führte die EZB vermehrt außerplanmäßige lang- und kurzfristige Tendergeschäfte durch, die allerdings insgesamt nur zu einem geringen Anstieg des gesamten Refinanzierungsvolumens führten. Von besonderer Bedeutung für die Refinanzierung der Banken ist momentan daher der durchschnittliche Zuteilungssatz bei den Tendergeschäften, der nach der Zinserhöhung bei etwa 4,6 % und damit um 0,35 Prozentpunkte über dem Hauptrefinanzierungssatz lag; Ende September stieg er auf rund 5 % an.

Die Verzinsung von 10-jährigen Unternehmensanleihen (AAA und BBB) erhöhte sich von März bis September um 0,6 Prozentpunkte, während jene der Staatsanleihen gleicher Laufzeit im Euroraum nur um 0,4 Prozentpunkte stieg. Die Banken im Euroraum haben die Kreditvergabebedingungen vier Quartale in Folge verschärft. Neben der angespannten Liquiditätssituation geben sie vermehrt die sich verschlechternden Konjunkturaussichten als Grund für die Verschärfung an. Trotzdem stiegen die durchschnittlichen Kreditzinsen zwischen März und Juli nur um knapp 0,2 Prozentpunkte.

Das Geldmengenwachstum hat sich in den vergangenen Monaten verringert. Während die Geldmenge M1 zuletzt kaum noch zulegte, expandierte M3 mit einer Rate von 8,8 % im Vergleich zum Vorjahr im August

Abbildung 2.4

Neukreditvergabe an Unternehmen im Euroraum

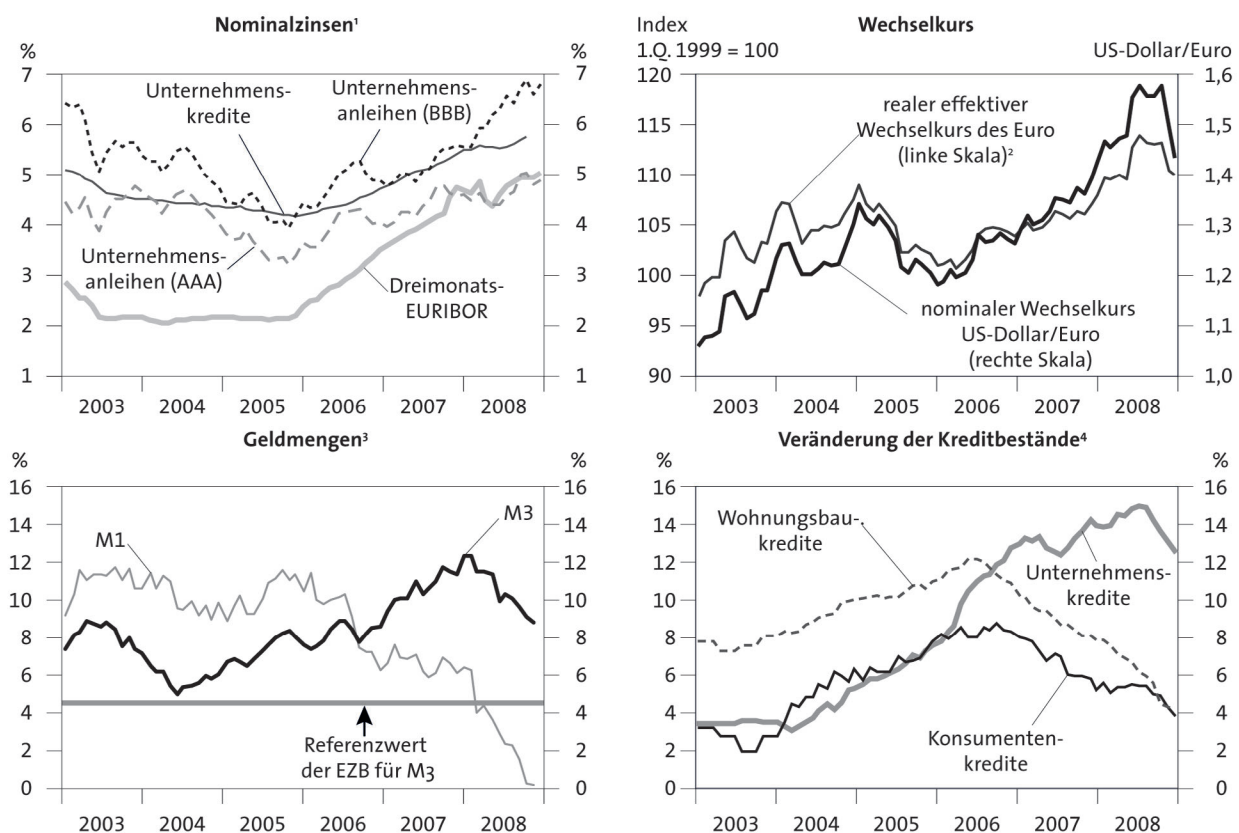


¹Der Zins wurde berechnet als volumengewichteter Durchschnitt der Zinsen über alle Kreditlaufzeiten inklusive Überziehungskredite.

Quellen: Europäische Zentralbank; Reuters; Berechnungen der Institute.

Abbildung 2.5

Zur monetären Lage im Euroraum



¹ Unternehmenskredite = Zinssatz für bestehende Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; Unternehmensanleihen = Zinsen für Corporate Bonds höchster (AAA) und mittlerer (BBB) Güte mit einer Laufzeit von 10 Jahren. – ² Weiter Länderkreis. – ³ Veränderung gegenüber Vorjahr, Index, saisonbereinigt; M1 = Bargeldumlauf, täglich fällige Einlagen; M3 = M1 + Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und -papiere, Schuldverschreibungen bis zu zwei Jahren – ⁴Veränderung gegenüber Vorjahr; Unternehmenskredite = Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; Wohnungsbaukredite = Wohnungsbaukredite der privaten Haushalte.

Quellen: Europäische Zentralbank; Reuters; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

immer noch zügig. Die Kreditausweitung ist trotz einer gewissen Verlangsamung weiterhin lebhaft. Mit 12,6 % stiegen die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zwar in abgeschwächtem Tempo, aber weiterhin kräftig, während die Kredite an private Haushalte mit 3,9 % nur mäßig zunahmen. Bei den Kreditneugeschäften an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist eine Abschwächung am aktuellen Rand noch nicht auszumachen (Abbildung 2.4).

Dagegen haben sich die von der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen Jahren ausgehenden dämpfenden Effekte nach der Abwertung um knapp 9 % seit April merklich abgeschwächt. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Euroraum hat sich im gleichen Zeitraum um etwas mehr als 3 % verbessert.

Die internationale Finanzkrise wird die Liquiditäts- und Eigenkapitalsituation der Banken und ihr Kreditvergabeverhalten bis weit in das kommende Jahr hin-

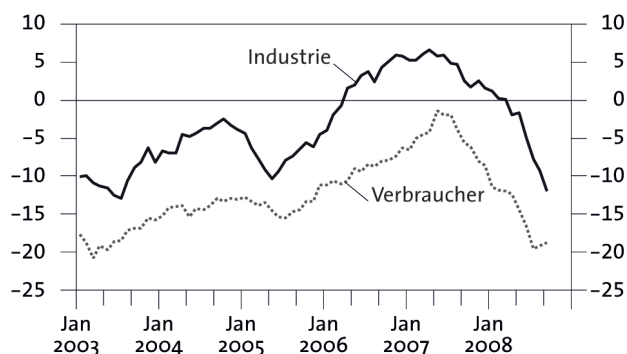
ein beeinflussen. Angesichts wieder sinkender Inflationsraten im Euroraum hat die EZB Anfang Oktober auf die wirtschaftliche Schwäche im Euroraum und die verschärften Refinanzierungsbedingungen der Banken unter anderem mit einer Senkung des entscheidenden Refinanzierungssatzes um 0,5 Prozentpunkte reagiert (vgl. Abschnitt zur Geldpolitik). Die Institute erwarten, dass der Hauptrefinanzierungssatz Ende 2009 bei 3,25 % liegen wird, der Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld infolge weiterhin erhöhter Risikoprämien bei 3,7 %. Die Kapitalmarktzinsen werden vorerst auf niedrigem Niveau verharren und im kommenden Jahr nur leicht anziehen. Alles in allem dürften sich die monetären Rahmenbedingungen wieder verbessern.

Ausblick: Rezession im Euroraum

In der zweiten Hälfte dieses Jahres wird die Produktion im Euroraum wohl leicht zurückgehen. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass der Euroraum

Abbildung 2.6

Stimmungsindikatoren im Euroraum Saldo



Quelle: Europäische Kommission.

GD Herbst 2008

in eine Rezession rutscht (Kasten 2.1). So geht die Industrieproduktion seit Mai in der Tendenz leicht zurück, und die Erwartungen von privaten Haushalten und Unternehmen verschlechtern sich laut den Business and Consumer Surveys der Europäischen Kommission seit über einem Jahr (Abbildung 2.6).

Allerdings ist es seit Juli – nicht zuletzt wegen der verschlechterten Aussichten – zu zwei Entwicklungen gekommen, welche die Rahmenbedingungen für die Wirtschaft im Euroraum wieder etwas verbessern: Der Rückgang der Ölpreise (auf etwa 100 US-Dollar Ende September und damit in Euro ungefähr auf ihr Niveau vom März) erhöht wieder etwas die Kaufkraft der privaten Haushalte und verbessert tendenziell die Absatz- und Ertragsaussichten der Unternehmen. Die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar stützt die Wettbewerbsposition von Anbietern aus dem Euroraum. Zwar steht zu erwarten, dass die Auslandsnachfrage aufgrund der weltwirtschaftlichen Flaute gedrückt bleibt. Aber auch weiterhin werden die Exporteure von den engen wirtschaftlichen Beziehungen zu Mittel- und Osteuropa, Russland und wichtigen OPEC-Ländern profitieren, also zu Regionen mit einer auch im nächsten Jahr vergleichsweise hohen Wachstumsdynamik. Eine zögerliche Belebung der Nachfrage aus dem Ausland und die mit der Zunahme der real verfügbaren Einkommen wieder etwas steigenden Konsumausgaben werden deshalb im nächsten Jahr dafür sorgen, dass sich die Produktion im Euroraum allmählich belebt. Dabei wird unterstellt, dass die Belastungen vonseiten der internationalen Finanzkrise sowie der Immobilienkrisen in einigen Mitgliedsländern begrenzt bleiben. Bisher waren die Effekte der Finanzkrise auf die Finanzierungskosten von Unternehmen und Haushalten im Euroraum jedenfalls eher gering. Freilich wird die hohe Verunsicherung der Akteure auf den Finanzmärkten die Finan-

Tabelle 2.2

Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum 2006 bis 2009

	2006	2007	2008	2009
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	2,6	1,1	0,2
Privater Konsum	1,9	1,5	0,3	0,2
Öffentlicher Konsum	1,9	2,4	1,5	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	5,6	4,3	1,6	-0,7
Inländische Verwendung	2,7	2,4	0,8	0,2
Exporte ¹	7,9	6,1	3,4	1,3
Importe ¹	7,8	5,5	2,6	1,3
Außenbeitrag ²	0,1	0,2	0,4	0,0
Verbraucherpreise ³	2,2	2,1	3,5	2,6
Lohnstückkosten	1,0	1,5	2,7	2,9
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts				
Budgetsaldo ⁴	-1,3	-0,6	-1,3	-1,8
Leistungsbilanzsaldo	0,0	0,3	-0,4	-0,4
in % der Erwerbspersonen				
Arbeitslosenquote ⁵	8,3	7,4	7,4	8,0

¹Einschließlich Intrahandel. – ²Wachstumsbeitrag. – ³Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – ⁴Gesamtstaatlich. – ⁵Standardisiert. Quellen: Eurostat; Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute. **GD Herbst 2008**

zierungskosten von Investitionen erhöhen: Viele Banken werden die Kreditvergabebedingungen weiter verschärfen, und die Kapitalbeschaffung auf den Anleihe- und Aktienmärkten ist schon jetzt deutlich schwieriger geworden. Eine „Kreditklemme“ zeichnet sich aber nicht ab. Obwohl es jüngst angesichts der Schiefagen der Hypo Real Estate sowie der Finanzkonzerne Fortis und Dexia auch erste Anzeichen einer Solvenzkrise europäischer Banken gibt, gehen die Institute nicht davon aus, dass es zu einem Übergreifen der systemischen Krise von den USA auf den Euroraum kommt. Diese Annahme wird nicht zuletzt durch das konsequente Eingreifen der öffentlichen Hand in den angesprochenen Beispielen gestützt.

Ein Konjunkturrisiko besteht darin, dass es über Spanien und Irland hinaus auch in anderen Ländern wie Frankreich, Belgien oder Finnland zu Immobilienkrisen kommt. Denn auch dort flachen sich die Wertzuwächse von Wohneigentum stark ab oder die Preise sind bereits rückläufig. Allerdings war die Hypothekenfinanzierung im Euroraum und gerade in Spanien solider als in den USA. Auch hat die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am verfügbaren Einkommen in den vergangenen Jahren zwar zugenommen und ist in einigen Ländern recht hoch,⁷ sie ist aber im Schnitt des Euroraums deutlich geringer als in den USA oder in Großbritannien; geringer ist deshalb

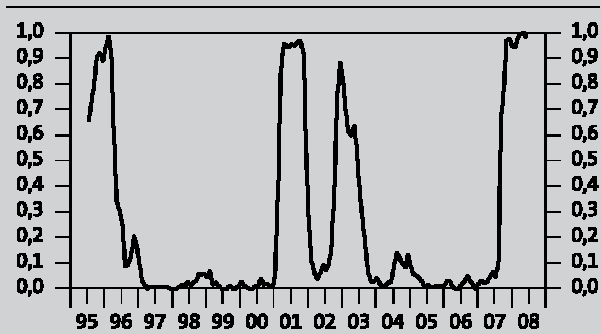
⁷ Zu nennen sind wiederum Spanien und Irland sowie die Niederlande.

Modellgestützte Abschwungs- und Rezessionsevidenzen für den Euroraum

Im Euroraum ist die Produktion im zweiten Quartal geschrumpft. Die Indikatoren haben im Zeitraum im abgelaufenen Quartal ähnlich schlechte Werte erreicht wie im Tiefpunkt der jüngsten Abschwungphase im Jahr 2003 oder zu Beginn der Rezession im Frühjahr 1992. Zwei wichtige Aktivitätsindikatoren – der Einzelhandelsumsatz und die Industrieproduktion – werden hier in ein Markov-Switching-Modell einbezogen, das Auf- und Abschwung als zwei latente Zustände identifiziert. Es zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Abschwung im gesamten Jahr 2008 ähnlich hoch lag wie in den Schwächephasen Mitte der 1990er Jahre und zu Beginn des aktuellen Jahrzehnts (Abbildung 2.7).

Abbildung 2.7

Wahrscheinlichkeit einer Abschwungphase im Euroraum 1995 bis 2008¹



¹Basierend auf einem Markov-Switching-Modell für Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze.

Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

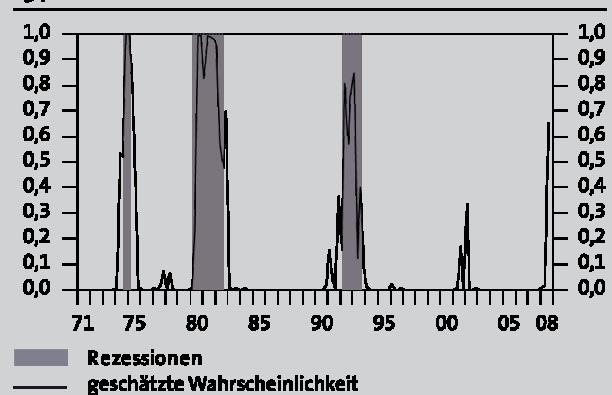
Offen ist freilich, ob dieser Abschwung auch in eine Rezession führt. Um dies zu klären, wurden so genannte Bridge-Modelle geschätzt, die aus den Frühindikatoren – darunter Geschäftsklima, Konsumentenvertrauen, Euro-COIN-Indikator, Zinsdifferenz – eine Prognose für das dritte Quartal ableiten. Dabei wurde eine Vielzahl von Modellen geschätzt, in denen für jeden Frühindikator unterschiedliche Lag-Strukturen verwendet wurden. Als Durchschnitt aus den Modellen erhält man für das laufende Quartal einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs liegt – gemessen an der Zahl der Modelle, die Minusraten liefern – bei 87 %.

Damit würde das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum zwei Quartale in Folge schrumpfen, was man häufig als „technische Rezession“ bezeichnet. Diese Rezessionsdefinition ist freilich nicht sehr befriedigend. Das Center for Economic Policy Research (CEPR) hat eine theoretisch fundiertere Datierung von Rezessionen im heutigen Euroraum für den Zeitraum seit Ende der 80er Jahre vorgenommen. Es zeigt sich, dass monetäre Indikatoren das Risiko des Eintretens von so definierten Rezessionen mit einem beträchtlichen Vorlauf anzeigen können. So hat laut Duarte et al. (2005)¹ die Inversion der Zinsstrukturkurve alle bisherigen Rezessionen in der Gesamtheit der Länder, die heute den Euroraum bilden, mit etwa drei Quartalen Vorlauf angezeigt. Da seit Ende 2007 die Differenz zwischen den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen und dreimonatigen Geldmarktzinsen negativ ist, besteht gegenwärtig ein hohes Rezessionsrisiko.

Einen weiteren Hinweis auf Rezessionsgefahren liefert der reale Rückgang der Geldmenge M1 seit dem zweiten Quartal. Die Frühindikatorfunktion der Geldmenge M1 ergibt sich daraus, dass die Wirtschaftssubjekte in Antizipation einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation ihre Geldhaltung für Konsum- und Investitionszwecke reduzieren. Bezieht man diese Größe in ein Probit-Modell ein, das außerdem den Leading Indicator der OECD erhält, so lässt sich die aktuelle Rezessionswahrscheinlichkeit prognostizieren. Als abhängige Variable wurde hier ebenfalls die Rezessionsdatierung des CEPR verwendet. Für frühere Rezessionsphasen zeigt das Modell stets hohe Wahrscheinlichkeiten an, während diese außerhalb einer Rezession stets deutlich unter 50 % liegen (Abbildung 2.8). Für das dritte Quartal 2008 liegt die geschätzte Wahrscheinlichkeit einer Rezession über 65 %. Einen solchen Wert hat das Modell zuvor nur dann angenommen, wenn auch tatsächlich eine Rezession eingetreten ist. In Zeiten einer Finanzmarktkrise sind monetäre Indikatoren allerdings mit Vorsicht zu bewerten.

Abbildung 2.8

Rezessionswahrscheinlichkeiten für den Euroraum 1971 bis 2008¹



¹Basierend auf einem Probit-Modell für die Rezessionsdatierung des CEPR.

Quellen: CEPR (2003); Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Alles in allem zeichnet sich vor dem Hintergrund der verschiedenen Konjunkturindikatoren ab, dass die Wirtschaft im Euroraum in einem Abschwung ist, der voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte in eine Rezession mündet. Dies wäre die erste Rezession seit der Einführung der gemeinsamen Währung im Jahr 1999.

¹Duarte, A.; Venetis, I. A.; Paya, I. (2005), Predicting Real Growth and the Probability of Recession in the Euro area Using the Yield Spread, *International Journal of Forecasting* 21, S. 261–277.

auch das Risiko massiver Ausfälle von Krediten an private Haushalte. Vor diesem Hintergrund erwarten die Institute, dass der Finanzsektor im Euroraum die Probleme auf den Immobilienmärkten besser bewältigt. Freilich wird eine schwache Bauwirtschaft die Konjunktur im gesamten Prognosezeitraum belasten; in zahlreichen Ländern sind Baugenehmigungen und Baubeginne im Wohnungsbau stark rückläufig.

Alles in allem wird die Wirtschaft im Euroraum in diesem Jahr um gut 1 % expandieren und im nächsten Jahr in etwa stagnieren (Tabelle 2.2). In Spanien dürfte die Produktion sogar schrumpfen (Tabelle 2.3). Die Institute rechnen erst für die zweite Hälfte 2009 mit einer Belebung der Konjunktur. Die Arbeitslosenquote wird merklich von 7,4 % auf 8 % steigen.

Tabelle 2.3

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa										
2007 bis 2009										
	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt ¹			Verbraucherpreise ²			Arbeitslosenquote ³		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Deutschland	19,7	2,5	1,7	0,2	2,3	2,9	2,3	8,4	7,4	7,6
Frankreich	15,2	2,2	0,9	0,4	1,6	3,4	2,4	8,3	7,8	8,4
Italien	12,5	1,5	0,1	0,0	2,0	3,8	2,7	6,1	6,8	7,2
Spanien	8,5	3,7	0,9	-0,4	2,8	4,5	3,2	8,3	10,8	12,5
Niederlande	4,6	3,5	1,9	0,5	1,6	2,6	2,3	3,2	2,8	3,3
Belgien	2,7	2,8	1,5	0,3	1,8	4,8	3,4	7,5	6,7	7,2
Österreich	2,2	3,1	2,0	0,6	2,2	3,4	2,6	4,4	3,7	4,1
Griechenland	1,9	4,0	3,0	1,8	3,0	4,3	3,4	8,3	7,8	8,0
Irland	1,5	5,3	-0,3	0,5	2,9	3,4	2,7	4,6	5,7	6,5
Finnland	1,5	4,5	2,1	1,5	1,6	3,9	2,8	6,9	6,3	6,5
Portugal	1,3	1,9	1,0	0,2	2,4	2,9	2,3	8,1	7,6	8,2
Luxemburg	0,3	4,5	3,0	2,3	2,7	4,4	3,0	4,1	4,1	4,4
Slowenien	0,3	6,8	4,7	3,5	3,8	6,3	4,0	4,9	4,4	4,6
Zypern	0,1	4,4	3,5	3,0	2,2	4,7	3,5	3,9	3,7	3,8
Malta	0,0	3,7	2,8	2,5	0,7	4,3	2,9	6,4	5,8	6,0
Euroraum ^{4,5}	72,4	2,6	1,1	0,2	2,1	3,5	2,6	7,4	7,4	8,0
Großbritannien	16,5	3,1	1,1	0,4	2,3	3,6	2,5	5,3	5,5	6,3
Schweden	2,7	2,7	1,3	1,2	1,7	3,5	2,6	6,1	5,8	6,0
Polen	2,5	6,6	5,4	4,2	2,6	4,3	3,5	9,6	7,3	7,3
Dänemark	1,9	1,8	0,3	0,4	1,7	3,6	2,3	3,8	3,1	3,3
Tschechien	1,0	6,5	4,5	3,9	3,0	6,6	3,6	5,3	4,4	4,5
Rumänien	1,0	6,0	7,5	4,9	4,9	8,2	6,5	6,4	6,0	6,0
Ungarn	0,8	1,3	2,0	2,5	7,9	6,6	4,0	7,4	7,8	7,8
Slowakei	0,4	10,4	7,5	5,3	1,9	4,0	3,3	11,1	10,0	9,8
Bulgarien	0,2	6,2	5,8	4,6	7,6	12,9	9,0	6,9	5,8	5,6
Lettland	0,2	10,3	1,5	1,1	10,1	15,8	10,0	6,0	6,4	6,8
Litauen	0,2	8,8	5,0	3,7	5,8	11,0	8,5	4,3	4,8	5,0
Estland	0,1	6,3	-0,2	1,0	6,7	10,6	7,7	4,7	4,3	5,0
EU 15	93,0	2,7	1,1	0,3	2,1	3,5	2,6	7,0	7,0	7,6
Beitrittsländer	7,0	6,2	5,0	3,9	4,2	6,5	4,6	7,6	6,5	6,6
Europäische Union	100,0	2,9	1,4	0,5	2,3	3,7	2,7	7,1	6,9	7,4

¹Die Zuwachsraten sind untereinander nicht voll vergleichbar, da sie für einige Länder um Arbeitstageeffekte bereinigt sind, für andere – wie für Deutschland – nicht. – ²Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – ³Standardisiert. – ⁴Summe der aufgeführten Länder. BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar, Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbspersonen von 2006. – ⁵2007: Euroraum plus Malta, Zypern und Slowakei; 2009: Euroraum ohne Slowakei.
Quellen: Eurostat; IMF; OECD; Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute.

Zur Lage der Wirtschaft in Frankreich, Italien und Spanien

Merkliche Abschwächung der Binnennachfrage in Frankreich

In Frankreich expandierte die gesamtwirtschaftliche Aktivität im ersten Halbjahr 2008 deutlich langsamer als im Euroraum insgesamt. Dies lag vor allem an der Binnennachfrage: Sowohl die Konsumausgaben der privaten Haushalte als auch die Bruttoinvestitionen stagnierten im ersten Halbjahr nahezu. Die Expansion der Exporte ging – wie im übrigen Euroraum – zurück. Aufgrund der schwachen Binnennachfrage war jedoch auch der Anstieg der Importe geringer als in der Vorperiode; der Außenbeitrag veränderte sich kaum.

Infolge der Konjunkturschwäche verlangsamte sich der Beschäftigungsaufbau: Laut Eurostat nahm die Zahl der Erwerbstätigen zuletzt nur noch wenig zu, nationale Quellen deuten bereits auf einen Rückgang der Beschäftigung hin. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich von 7,6 % im Mai auf 8 % im August. Die Inflation beschleunigte sich im Verlauf des zweiten Quartals, ging jedoch im August dieses Jahres erstmals wieder zurück (3,5 % nach 4,0 % im Juli).

Die Industrieproduktion ist seit Jahresbeginn stark gefallen, wobei sich der Rückgang zuletzt allerdings abgeschwächt hat. Obwohl die Auftragsbestände und der Vertrauensindikator in der Industrie in den ersten acht Monaten 2008 kontinuierlich abnahmen, sind die Produktionserwartungen in den vergangenen Monaten wieder gestiegen. Im Baugewerbe gingen Produktion und Auftragsbestände sowie die Kapazitätsauslastung zurück. Die realen Umsätze im Einzelhandel waren ebenfalls rückläufig, besonders im Handel mit Lebensmitteln.

Die real verfügbaren Einkommen nahmen aufgrund der hohen Inflation trotz des Steuerentlastungspaketes kaum zu. Zudem verschlechterte sich die Konsumentenstimmung weiter. An diesen Rahmenbedingungen wird sich in der zweiten Jahreshälfte kaum etwas ändern. Daher ist mit einer weiterhin schwachen Konsumnachfrage zu rechnen. Auch von den privaten Investitionen ist angesichts der sinkenden Kapazitätsauslastung in Industrie und Baugewerbe kein Impuls für die Konjunktur zu erwarten. Die Binnennachfrage wird somit im Prognosezeitraum kaum ausgeweitet werden. Weil die weltwirtschaftliche Dynamik erst Mitte 2009 wieder allmählich anzieht, ist vorerst nicht mit einer Belebung der Exporte zu rechnen. Die Importe werden allerdings aufgrund der schwachen Binnennachfrage ebenfalls nur wenig zunehmen.

Die Institute erwarten eine Stagnation des Bruttoinlandsprodukts bis ins nächste Jahr hinein, so dass sich

für das Jahr 2008 eine Zuwachsrate von 0,9 % und für das Jahr 2009 von 0,4 % ergibt. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich weiter verschlechtern. Die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2008 bei 7,8 % liegen und im Zuge des Abschwungs im Jahr 2009 auf 8,4 % steigen. Der Anstieg der Verbraucherpreise wird sich im zweiten Halbjahr 2008 beruhigen; für das Jahr 2008 ergibt sich ein Durchschnitt von 3,4 %. Für 2009 wird eine Inflationsrate von nur mehr 2,4 % erwartet.

Das im August 2007 beschlossene Steuerentlastungspaket, der markante Konjunkturabschwung und der merkliche Anstieg der Arbeitslosigkeit belasten den Staatshaushalt. Das Budgetdefizit lag bereits im Jahr 2007 bei 2,7 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Es dürfte im laufenden Jahr erstmals seit 2004 wieder die Maastricht-Obergrenze von 3 % überschreiten. Im Mai gab die Europäische Kommission Frankreich die Empfehlung, den Budgetkonsolidierungskurs der vergangenen Jahre fortzusetzen. Vor diesem Hintergrund wird unterstellt, dass keine neuen Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur beschlossen werden. Konjunkturbedingt steigt die Defizitquote im nächsten Jahr auf 3,4 %.

Italienische Wirtschaft bleibt in der Flaute

Die italienische Wirtschaft bewegt sich am Rande einer Rezession. Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist im zweiten Quartal um 0,3 % – ähnlich stark wie im Euroraum – gefallen, nach einem Anstieg um 0,5 % in den ersten drei Monaten des Jahres. Zu dem Rückgang trugen die Konsumausgaben der privaten Haushalte, die Bruttoanlageinvestitionen sowie die Exporte bei. Der private Konsum litt dabei unter der schwachen Zunahme der verfügbaren Realeinkommen. Zwar stiegen die Nominaleinkommen angesichts der weiterhin relativ robusten Beschäftigung und deutlicher Nominallohnerhöhungen – insbesondere in Form von Einmalzahlungen. Der beschleunigte Preisauftrieb zehrte diese Zuwächse jedoch weitgehend auf. Zudem verschärften die Geschäftsbanken die Kreditbedingungen, und als Folge steigender Zinssätze erhöhte sich der Schuldendienst der privaten Haushalte.

Die steigenden Einkommen in Verbindung mit nur geringen Produktivitätsfortschritten resultierten in einer spürbaren Zunahme der Lohnstückkosten. Damit verschlechterte sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit weiter. Die Exporte litten zudem unter der markanten Aufwertung des Euro und der sich abschwächenden Nachfrage aus dem Ausland. Darüber hinaus ist die italienische Wirtschaft mit einem hohen Gewicht traditioneller Industriezweige wie Textilien und Bekleidung einem starken Wettbewerbsdruck aus ostasiatischen Ländern mit niedrigen Produktionskosten ausgesetzt. Die schwache Binnennachfrage bewirkte jedoch einen deutlichen Rückgang der

Importe, so dass der Außenhandel einen positiven Wachstumsbeitrag lieferte.

Die nachlassende Nachfrage aus dem In- und Ausland ließ die Kapazitätsauslastung sinken. Zugleich schwächten die steigenden Lohnstückkosten die Ertragskraft der Unternehmen. Damit verringerten sich die Möglichkeiten der Eigenfinanzierung von Investitionsprojekten. Zudem gestaltete sich die Außenfinanzierung schwieriger, weil die Kreditkonditionen verschärft wurden und die Aktienkurse sanken. Im Ergebnis stagnierten im ersten Halbjahr die Anlageinvestitionen.

Mit 4,2 % erreichte der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex im August seinen bisherigen Höhepunkt. Die Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln griffen inzwischen auf andere Bereiche, etwa den Transportsektor, über, so dass sich die Kernrate zuletzt auf mehr als 3 % belief.

Die Zunahme der Beschäftigung setzte sich im ersten Halbjahr fort. Dahinter steht vor allem eine Ausweitung der Zahl der befristeten Arbeitsverhältnisse und der Teilzeitbeschäftigung. Aufgrund der steigenden Erwerbsbeteiligung erhöhte sich die Arbeitslosenquote seit Beginn des Jahres spürbar. Sie lag im Juni bei 6,8 % und damit um 0,8 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor.

Die Sanierung der Staatsfinanzen machte im vergangenen Jahr Fortschritte. Das Budgetdefizit belief sich auf 1,9 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Im Wahlkampf hatten die heutigen Regierungsparteien umfangreiche Steuersenkungen in Aussicht gestellt, unmittelbar nach der Wahl wurden moderate Steuererleichterungen beschlossen. Die Regierung ist gleichwohl bestrebt, im Jahr 2011 einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen. So ist eine umfangreiche Reform der öffentlichen Verwaltung mit einer Stärkung der Einnahmenhoheit auf regionaler Ebene geplant. Angesichts gegensätzlicher Interessen der Koalitionspartner bleibt jedoch abzuwarten, ob die Reformen tatsächlich verabschiedet werden. Im kommenden Jahr wird das Budget durch die schwache Konjunktur belastet. Risiken für das Budget resultieren daraus, dass die angekündigten Privatisierungen am Widerstand gegenüber einem steigenden Einfluss ausländischer Investoren scheitern, sowie weitere Beihilfen für die nationale Fluggesellschaft Alitalia erforderlich werden.

Die Teuerung wird im Prognosezeitraum nur allmählich nachlassen und sich im Jahresdurchschnitt 2008 auf 3,8 % und im kommenden Jahr auf 2,7 % belaufen. Die steigende Arbeitslosigkeit und die Realeinkommenseinbußen infolge der hohen Preissteigerungen lassen keine nennenswerten Impulse vom Konsum der privaten Haushalte erwarten. Angesichts der eingetübten Absatz- und Ertragsperspektiven sowie der

verschlechterten Finanzierungsbedingungen wird auch die Investitionstätigkeit nur wenig Schwung entfalten. Die Ausfuhren leiden unter der schleppenden Auslandsnachfrage und der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Das reale Bruttoinlandsprodukt in Italien wird sowohl in diesem als auch im kommenden Jahr stagnieren.

Immobilienkrise zieht die spanische Wirtschaft in die Rezession

In Spanien endete im ersten Halbjahr 2008 ein langjähriger, kräftiger Aufschwung. Das reale Bruttoinlandsprodukt expandierte schwach, mit der geringsten Rate seit 13 Jahren. Die negativen Impulse gingen vorwiegend vom Immobilienmarkt aus. Sinkende Hauspreise und steigende Finanzierungskosten ließen den Wohnungsbau einbrechen. Auch die privaten Konsumausgaben büßten aufgrund des Verfalls der Vermögenswerte und der hohen Inflationsrate deutlich an Dynamik ein. Sie expandierten – anders als in den Vorjahren – nicht mehr schneller als das Bruttoinlandsprodukt. Aufgrund der nachlassenden internationalen Konjunktur und der geringen Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft stagnierten die Exporte. Das Defizit in der Leistungsbilanz ist mit etwa 10 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nach wie vor sehr hoch.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt hat sich inzwischen erheblich verschlechtert. Die Arbeitslosenquote, die schon seit Mitte 2007 eine steigende Tendenz aufwies, stieg von 9,1 % im Januar 2008 auf 11,3 % im August. Darin spiegelt sich insbesondere der Beschäftigungsabbau in der Bauwirtschaft wider, die in Spanien ein überdurchschnittlich hohes Gewicht hat (Tabelle 1.1).

Gleichzeitig wird die Wirtschaft durch die Beschleunigung der Inflation belastet. Die Teuerungsrate erreichte im Juli 2008 mit 5,3 % den höchsten Wert seit mehr als 15 Jahren, seitdem ging sie wieder etwas zurück. Der Preisauftrieb war stärker als in den anderen Ländern des Euroraums und dämpfte die Kaufkraft spürbar.

Angesichts des Konjunktüreinbruchs ist die Finanzpolitik zu einem expansiven Kurs übergegangen. Die Regierung beschloss im Frühjahr ein Maßnahmenpaket im Umfang von 10 Mrd. Euro, das entspricht etwa 1 % des Bruttoinlandsprodukts, um der wirtschaftlichen Krise entgegenzuwirken. Davon entfallen 6 Mrd. Euro auf Steuererleichterungen. Im August hat die Regierung ein weiteres Programm für den sozialen Wohnungsbau und die Unterstützung kleiner und mittlerer Unternehmen angekündigt. Sie will dafür in den beiden kommenden Jahren insgesamt 20 Mrd. Euro ausgeben.

Aufgrund der Belastungen, die insbesondere vom Immobilienmarkt ausgehen, wird die spanische Wirtschaft bereits im zweiten Halbjahr 2008 schrumpfen. Für 2009 ist im Jahresdurchschnitt ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,4 % zu erwarten. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich weiter verschlechtern. Im Jahresdurchschnitt 2009 dürfte die Arbeitslosenquote die 12%-Marke überschreiten und damit um mehr als vier Prozentpunkte über dem Niveau im Jahr 2007 liegen. Der zu erwartende Rückgang der internationalen Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise sowie die schwache Konjunktur werden die Inflationsrate 2009 auf 3,2 % zurückgehen lassen.

Wirtschaftliche Expansion in Großbritannien leidet unter Finanzmarktkrise

Der langjährige Aufschwung in Großbritannien ist zu Ende; die Wirtschaft steht am Rande der Rezession. Im zweiten Quartal 2008 legte das reale Bruttoinlandsprodukt zum ersten Mal seit 1992 nicht mehr zu, und viele Indikatoren deuten darauf hin, dass es im dritten Quartal sogar geschrumpft ist. Aufgrund der Position Londons als Weltfinanzzentrum ist das Land von der Krise im Finanzsektor, deren Ende nicht absehbar ist, besonders stark betroffen. Zudem hat die Wirtschaft mit einer Immobilienkrise zu kämpfen. Infolgedessen ging die Produktion im Bausektor zurück. Auch in der Industrie war sie rückläufig. Von größerer Bedeutung ist aber wohl, dass sich die Dynamik im Dienstleistungssektor, der die Expansion der britischen Wirtschaft in den vergangenen Jahren getragen hatte, stark verlangsamt hat. Hier wirkt sich offenbar die Finanzkrise negativ aus. Die inländische Endnachfrage ist im zweiten Quartal deutlich zurückgegangen. Die Investitionen brachen regelrecht ein, und der Konsum der privaten Haushalte, der Hauptmotor des zurückliegenden Aufschwungs, ging leicht zurück. Lediglich ein kräftiger Lageraufbau sowie ein Anstieg des realen Außenbeitrags, der allerdings nicht auf eine Zunahme der Exporte, sondern auf deutlich niedrigere Importe zurückzuführen ist, verhinderte, dass das Bruttoinlandsprodukt bereits im zweiten Quartal sank. Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage in den vergangenen Monaten eingetrübt: Der Beschäftigungsanstieg kam zum Erliegen, und die Arbeitslosenquote hat sich auf zuletzt 5,5 % bis Juli erhöht.

Die Bank von England lockerte ihren geldpolitischen Kurs bis zum April 2008 und reduzierte den Leitzins auf 5 %. Danach sah sie zunächst von weiteren Schritten angesichts des starken Anstiegs der Inflation ab. Angesichts der Zuspitzung der internationalen Finanzkrise hat sie aber Anfang Oktober – gemeinsam mit anderen wichtigen Notenbanken – ihren Leitzins um einen halben Prozentpunkt gesenkt. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex erhöhte sich die Teuerung von 2,2 % im Januar auf 4,4 % im

Juli, so dass das Inflationsziel von 2 % deutlich verfehlt wurde. Auch die Kernrate zog spürbar an und lag zuletzt bei 2,6 %. Die Institute erwarten, dass die britische Notenbank den Leitzins angesichts der ausgeprägten Konjunkturschwäche und nachlassender Inflationsimpulse vonseiten der Rohstoffmärkte in den kommenden Monaten spürbar senken wird.

Der Konjunkturabschwung trifft die öffentlichen Haushalte in einer nach wie vor angespannten Situation. Im vergangenen Jahr erhöhte sich das Defizit im Staatshaushalt trotz noch kräftig sprudelnder Steuereinnahmen leicht und belief sich in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf knapp 3 %. In diesem und vor allem im nächsten Jahr werden die Einnahmen konjunkturell bedingt deutlich schwächer zunehmen. Eine restriktive Finanzpolitik, um der absehbaren, konjunkturell bedingten Ausweitung der Neuverschuldung entgegenzuwirken, ist nicht zu erwarten, zumal sich die Regierung spätestens im kommenden Jahr dem Wähler stellen muss. Maßnahmen zur Konjunkturstützung sind in dieser Situation aber wohl ebenfalls enge Grenzen gesetzt, soll ein Ausufern des Budgetdefizits verhindert werden.

Alles in allem sind die Konjunkturaussichten für Großbritannien stark getrübt. Die Frühindikatoren weisen nach unten: Sowohl der Einkaufsmanagerindex als auch die Produktionserwartungen sind merklich gefallen. Zudem haben sich die Umfragen zum Konsumentenvertrauen deutlich verschlechtert. Für die Unternehmen bleiben die Finanzierungsbedingungen angespannt, was sich in der Entwicklung der Zinsen für Unternehmensanleihen widerspiegelt, die sich weiterhin auf dem höchsten Niveau seit zehn Jahren befinden. Der anhaltende Rückgang der Hauspreise dämpft den privaten Konsum aufgrund der damit verbundenen Vermögensverluste. Auch ist damit zu rechnen, dass die Kreditkonditionen für die privaten Haushalte weiterhin angespannt bleiben, da die als Sicherheiten gestellten Immobilien in einer Situation fallender Hauspreise vorsichtiger bewertet werden. Die Institute erwarten, dass die wirtschaftliche Leistung Großbritanniens nach 15 Jahren nahezu ununterbrochener, kräftiger Expansion im Prognosezeitraum nur noch schwach zulegen wird. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird im kommenden Jahr wohl nur noch um 0,4 % steigen, nach 1,1 % in diesem Jahr.

Schwächetendenzen auch in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedsländern

Die wirtschaftliche Dynamik in den neuen Mitgliedsländern hat sich in der ersten Jahreshälfte 2008 insgesamt abgeschwächt. Das Bruttoinlandsprodukt in Polen und Tschechien expandierte verhaltener. In Lettland kam die wirtschaftliche Entwicklung nahezu zum Erliegen, Estland rutschte aufgrund des Einbruchs am

Immobilienmarkt zur Jahresmitte sogar in eine Rezession. Im Unterschied dazu legte die Wirtschaftsleistung in Rumänien und Bulgarien nochmals beschleunigt zu. In Ungarn scheint der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Expansion beendet zu sein; hier stieg das Bruttoinlandsprodukt wieder etwas stärker an.

Dämpfende Wirkungen gingen insbesondere vom privaten Konsum aus, da die Realeinkommen aufgrund der hohen Inflation schwächer stiegen. Auch nahm die Auslandsnachfrage weniger stark zu, während die Importtätigkeit rege blieb oder sich noch verstärkte. Die Anlageinvestitionen wurden in den meisten Ländern weiter kräftig ausgeweitet, wenn auch nicht mit dem hohen Tempo vom Vorjahr.

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich in allen Ländern erheblich beschleunigt und erreichte teilweise zweistellige Raten. Die Ursachen hierfür lagen sowohl im In- als auch im Ausland. Zum einen wurde die Preisentwicklung durch die kräftige Inlandsnachfrage, anhaltend hohe Lohnsteigerungen infolge der angespannten Arbeitsmärkte sowie durch eine Anhebung administrierter Preise und indirekter Steuern getrieben. Zum anderen wirkte sich der weltweite Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise in den Ländern der Region besonders stark aus, da diese Komponenten dort ein hohes Gewicht im Warenkorb haben. Teilweise wurden diese Effekte jedoch durch Aufwertungen der Währungen gedämpft, was zu geringeren Importpreisanstiegen führte. In einigen Ländern haben die Zentralbanken als Reaktion auf die steigenden Inflationsraten die Geldpolitik zum Teil deutlich gestrafft.

Die wirtschaftliche Expansion in der Region ist im Prognosezeitraum einer Reihe von Belastungen ausgesetzt. So wird die Inlandsnachfrage, die bis zuletzt die Hauptantriebskraft der konjunkturellen Dynamik bildete, durch die restriktivere Geldpolitik gedämpft. Zudem dürften die anhaltend hohe Inflation und die Verschärfung der Kreditkonditionen infolge der Finanzmarkturbulenzen bremsend wirken. Es besteht das Risiko, dass sich die gestiegenen Inflationserwartungen auf die Lohnverhandlungen auswirken und über Zweitrundeneffekte zu länger anhaltenden Preissteigerungen führen. Vom Außenhandel werden angesichts der nachlassenden Auslandsnachfrage nur schwache Impulse ausgehen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt in der Region in diesem Jahr um 5 % und im nächsten Jahr um 3,9 % ausgeweitet werden.

Im Jahr 2009 wird die Slowakei als nächstes der neuen EU-Mitgliedsländer in den Euroraum aufgenommen werden, wenn auch die EZB Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Inflationskonvergenz geäußert hat.⁸ Von den übrigen Kandidaten für die Euroeinfüh-

rung hat derzeit nur Polen mit dem Jahr 2011 einen festen Termin angekündigt. Dazu müsste das Land im Laufe des kommenden Jahres dem Wechselkursmechanismus II beitreten.

⁸ Vgl. EZB-Konvergenzbericht, Mai 2008, S. 56 ff.

3. Zur Krise im internationalen Finanzsystem

Die Zuspitzung der Finanzkrise seit Mitte September 2008 hat die konjunkturellen Aussichten noch einmal deutlich eingetrübt. Zum jetzigen Zeitpunkt ist unklar, wie tiefgreifend das Finanzsystem gestört ist und wie rasch es seine volle Funktionsfähigkeit wieder erlangen kann. Daraus resultiert auch eine große Unsicherheit für die vorliegende Konjunkturprognose. In diesem Kapitel werden zunächst die jüngsten Entwicklungen im internationalen Finanzsystem dargestellt, und es wird aufgezeigt, welche Bedeutung diese für die vorliegende Prognose haben. Schließlich werden verschiedene staatliche Maßnahmen zur Eindämmung der Krise diskutiert; Vorschläge, durch welche Maßnahmen Finanzkrisen künftig vermieden werden, können nicht Gegenstand eines Konjunkturgutachtens sein.

Die jüngeren Entwicklungen

Seit Mitte 2007 gab es im Gefolge des Preisverfalls an den US-Immobilienmärkten beträchtliche Wertverluste sowohl bei mit Kreditforderungen unterlegten Wertpapieren als auch bei Aktien finanzieller Unternehmen. Da unklar war, in welchem Umfang die einzelnen Kreditinstitute von Wertverlusten betroffen waren, kam es zu einem Vertrauensverlust der Banken untereinander, und die Refinanzierungskosten stiegen an. Wegen der ausgeprägten, für Banken charakteristischen, Fristentransformation geriet eine Vielzahl von Banken in den USA und in Europa in Liquiditätsschwierigkeiten, da die kurzfristige Refinanzierung zunehmend schwieriger wurde. Die Zentralbanken reagierten darauf, indem sie mit Sonderrefinanzierungsgeschäften aktiver in die Liquiditätsfeinstellung eingriffen; somit gewannen die Zentralbankoperationen für den Liquiditätsallokationsmechanismus erheblich an Bedeutung.⁹ Die US-Notenbank (Fed) senkte zunächst zusätzlich das Ziel für die Federal Funds Rate in mehreren Schritten von 5,25 % auf 2 % im April 2008.¹⁰

Im März 2008 stand in den USA mit Bear Stearns eine erste große Investmentbank aufgrund von Liquiditätsproblemen vor dem Aus. Unter Führung der Fed wurde eine Übernahme durch JP Morgan Chase arrangiert, um eine Ansteckung des übrigen Finanzsystems zu vermeiden. Dabei gewährte die amerikanische Regierung über die Fed zum ersten Mal seit Ausbruch der Krise Kreditgarantien in nennenswertem Umfang (rund 29 Mrd. US-Dollar).

Während nach diesem Schritt im Euroraum und in Großbritannien die Risikoaufschläge am Geldmarkt sanken und eine leichte Entspannung im Finanzsystem anzeigten, stieg im US-Dollarraum die Risikoprämie für unbesichertes Dreimonatsgeld ab Ende Mai bereits wieder. Da der Interbankengeldmarkt austrocknete, kam es im Juli zum Kollaps einer weiteren US-amerikanischen Großbank. Die Hypothekenbank IndyMac meldete Insolvenz an und wurde unter die Aufsicht des Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) gestellt. Anfang September wurden zudem die Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac, die ohnehin über eine implizite staatliche Garantie verfügten, unter die Kontrolle ihrer Aufsichtsbehörde (Federal Housing Finance Agency, FHFA) gestellt.

Weitere, vor allem kleine Banken wurden geschlossen, wodurch sich die verfügbaren Reserven der FDIC stetig verringerten, und es verbreitete sich allmählich die Ansicht, dass sich die (konsolidierte) Bilanz des US-Bankensystems so weit verschlechtert habe, dass das System aus eigener Kraft den Zusammenbruch größerer Finanzinstitute nicht mehr auffangen könnte. Tatsächlich gelang es im September 2008 bei der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers nicht, eine Übernahme durch ein anderes Kreditinstitut zu arrangieren, und die Regulierungsbehörden entschieden, die Bank nicht mit staatlichen Mitteln zu retten. Demgegenüber wurde für die Investmentbank Merrill Lynch mit der Übernahme durch die Bank of America eine privatwirtschaftliche Lösung gefunden. Durch die Insolvenz von Lehman Brothers geriet der größte Versicherer der USA, die American International Group (AIG), in eine Schieflage. Daraufhin stellte die Fed der AIG eine Kreditlinie zur Verfügung und erwarb im Gegenzug knapp 80 % der Anteile am Unternehmen, da ein Konkurs des Versicherers aufgrund seiner starken Vernetzung und seiner großen Bedeutung als Investor, Versicherer und Rückversicherer wohl unübersehbare Folgen für das Finanzsystem insgesamt gehabt hätte. Das bisher letzte Glied in dieser Kette von Ereignissen in den USA war das Aus der Sparkasse Washington Mutual, die in Teilen an die Geschäftsbank JP Morgan Chase verkauft wurde.

Die zunehmende Zahl von Zusammenbrüchen auch großer Finanzinstitute, die steigenden Belastungen durch Wertverluste und Kreditausfälle, die einbrechende Marktkapitalisierung der Banken, Versicherungen und Investmentfonds sowie nicht zuletzt das Ausbleiben privatwirtschaftlicher Lösungen zur Ret-

⁹ Vgl. Abschnitt „Zur Geldpolitik“ in Kapitel 6.

¹⁰ Zum detaillierten Ablauf der Ereignisse bis zum Frühjahr 2008 vgl. Brunnermeier, M. (2008), Deciphering the 2007-08 liquidity and credit crunch, *Journal of Economic Perspectives* (im Erscheinen).

tung angeschlagener Unternehmen deuten darauf hin, dass es sich nicht mehr um eine bloße Liquiditätskrise handelt und eine systemische Solvenzkrise des amerikanischen Bankensektors derzeit nicht mehr ausgeschlossen werden kann. Vor diesem Hintergrund reagierte die amerikanische Regierung mit einem Hilfsprogramm im Umfang von 700 Mrd. Dollar, das Anfang Oktober durch den Kongress beschlossen wurde. Darin wird das Finanzministerium ermächtigt, notleidende Kredite und Kreditderivate von Banken zu kaufen bzw. zu garantieren, um diesen die Restrukturierung ihrer Bilanzen zu erleichtern.¹¹

Zuvor hatte die amerikanische Regierung schon eine Reihe von anderen Maßnahmen ergriffen, um den Finanzsektor zu stabilisieren. So hatte sie am 19. September – kurz nach Bekanntwerden der Schieflage bei AIG – für vorerst drei Monate eine Garantie für Geldmarktfonds abgegeben, um ein Übergreifen der Krise auf bislang nicht betroffene Segmente zu verhindern. Am 22. September änderte sich der Status der noch verbliebenen Investmentbanken, Goldman Sachs und Morgan Stanley, die nunmehr als Geschäftsbanken der Bankenaufsicht unterstellt sind und dem Einlagensicherungssystem der FDIC angehören, wodurch deren Refinanzierungsmöglichkeiten gestärkt werden sollen. Jüngst hat sich die Fed bereit erklärt, Geldmarktpapiere von nicht-finanziellen Unternehmen aufzukaufen.

In Europa mehren sich seit Mitte September 2008 die Zeichen, dass der Finanzsektor deutlicher von der Krise betroffen ist als bislang angenommen. In Deutschland waren bereits 2007 einige Banken, darunter die IKB und mehrere Landesbanken, in Schieflage geraten. Im September konnte die Hypo Real Estate die Finanzierung des Kreditportfolios ihrer Tochter Depfa Bank nicht mehr sicherstellen; Anfang Oktober wurde eine Insolvenz durch Kredite von rund 50 Mrd. Euro verhindert, die zu einem großen Teil von einem Konsortium deutscher Banken und durch die Bundesregierung verbürgt wurden. In den Benelux-Staaten konnte der Finanzkonzern Fortis in einer konzertierten Aktion der drei Regierungen durch eine staatliche Übernahme von Unternehmensanteilen vor einer Insolvenz bewahrt werden. In Großbritannien, wo bereits zu Beginn der Finanzmarktkrise die Hypothekenbank Northern Rock zusammengebrochen war, wurde im September 2008 der größte Baufinanzierer, die Halifax Bank of Scotland (HBOS), von Lloyds übernommen, um eine Insolvenz des Unternehmens zu verhindern. Zuletzt bot die britische Regierung an, sich mit bis zu 50 Mrd. Pfund an

acht Großbanken zu beteiligen. Darüber hinaus übernahmen die Regierungen mehrerer Staaten der Europäischen Union in unterschiedlichem Umfang Staatsgarantien für Einlagen bei Banken, allen voran die irische Regierung und die deutsche Bundesregierung. Am 8. Oktober senkten wichtige Notenbanken, darunter die Fed, die EZB und die Bank von England, die Leitzinsen um 50 Basispunkte.

In Japan sind die Risikoprämien auf dem Interbankengeldmarkt in den vergangenen Monaten nicht so stark gestiegen wie in den USA und in Europa. Außerdem waren japanische Banken zuletzt in der Lage, dem amerikanischen Bankensystem Kapital zuzuführen; so erwarb die Mitsubishi USJ Financial Group Ende September für 9 Mrd. US-Dollar 21 % der Anteile an Morgan Stanley im Zuge einer Kapitalerhöhung. Dies lässt darauf schließen, dass die Solvenz des japanischen Bankensystems bislang nicht in nennenswertem Umfang beeinträchtigt worden ist.

Die zugespitzte Lage in den Bankensystemen der USA und Europas kann sich jedoch über den internationalen Konjunkturverbund auf andere Volkswirtschaften mit bislang stabilen Finanzsystemen auswirken, wenn von der Krise eine tiefe Rezession in den USA und in Europa ausgelöst würde.

Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft

Bankenkrisen hatten in der Vergangenheit häufig negative Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Aktivität in den betroffenen Ländern, insbesondere über die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen.¹² Der Internationale Währungsfonds zählte für den Zeitraum ab 1980 in den Industrieländern 60 Bankenkrisen, auf die in 18 Fällen ein Abschwung und in 17 weiteren Fällen eine Rezession folgte.¹³

Die Institute haben im Frühjahrsgutachten 2008 fünf Transmissionsmechanismen dargestellt, über die sich die Finanzkrise auf die Realwirtschaft übertragen kann:¹⁴ Vermögenseffekt, Nettovermögenskanal, Bankbilanzkanal, Risikostruktureffekt und Restrukturierungseffekt. Eine Quantifizierung dieser Effekte erscheint derzeit zwar nicht möglich, jedoch lassen sich einige Wirkungen beobachten, die Rückschlüsse auf die konjunkturellen Folgen erlauben. Vor allem in den USA wirkt sich die Krise bereits auf die Konjunktur aus, insbesondere über eine Dämpfung des priva-

¹¹ Vgl. Kasten 1.1 in Kapitel 1, S. 16.

¹² Vgl. Dell’Ariccia, G., E. Detragiache und R. G. Rajan (2008), The real effect of banking crisis, *Journal of Financial Intermediation* 17, S. 89–112.

¹³ International Monetary Fund (2008), Financial distress and economic downturns, *World Economic Outlook*, Oktober, Kapitel 4.

¹⁴ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), Folgen der Immobilienkrise belasten Konjunktur. Essen, S. 10–11.

ten Konsums und eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für nicht-finanzielle Unternehmen.¹⁵

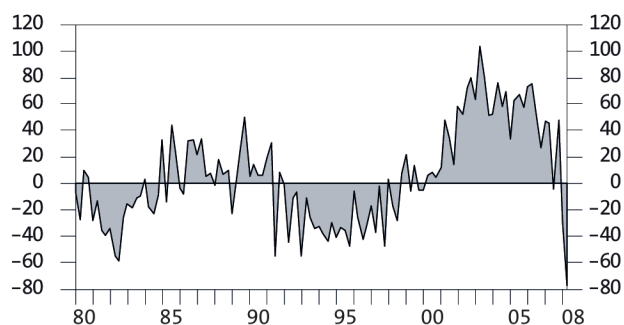
Über den *Vermögenseffekt* wirkt sich das Abschmelzen der Werte des Immobilien- und Finanzvermögens auf die Konjunktur aus. Hierdurch dürfte die Konsumneigung der privaten Haushalte in den USA bereits gedämpft worden sein. Jedenfalls haben sich die Konsumausgaben kraftlos entwickelt, und daran dürfte sich in den kommenden Quartalen wenig ändern.

Über den *Nettovermögenskanal* verstärken sich diese dämpfenden Effekte, da mit einem bewertungsbedingten Rückgang des Nettovermögens die Fähigkeit der Privaten geschwächt wird, ihre Konsum- und Investitionsausgaben durch Kredite zu finanzieren. So werden seit dem Beginn der Finanzmarktkrise Konsumausgaben in abnehmendem Maße durch die Beleihung von Wohneigentum finanziert. Zuletzt wurden insgesamt keine „home equity withdrawals“ mehr beobachtet (Abbildung 3.1). Damit haben sich die zur Finanzierung verfügbaren Ressourcen stark verringert, nachdem über diesen Kanal die Konsumausgaben in den Jahren von 2002 bis 2007 enorm stimuliert worden waren.

Über den *Bankbilanzkanal* ist das Kreditangebot der Banken von der Krise betroffen. Der Preisverfall von Wertpapieren, insbesondere von Derivaten, sowie die zunehmende Zahl der Ausfälle von Hypothekenkrediten haben viele Finanzinstitute zu hohen Abschreibungen gezwungen. Dies schlägt sich in einem Rückgang der Eigenkapitalrendite nieder (Abbildung 3.2). Zugleich ist die Eigenkapitaldecke der Banken bereits deutlich zurückgegangen, was sich ebenfalls in

Abbildung 3.1

**Home Equity Withdrawal¹ in den USA
1980 bis 2008; in %**



¹Hypothekenaufnahme, die die Wohnungsbauinvestitionen übersteigt, in Relation zu den Wohnungsbauinvestitionen.

Quellen: Federal Reserve Board; Berechnungen der Institute.
GD Herbst 2008

der gesunkenen Marktkapitalisierung der Banken zeigt. Da auch dadurch die Möglichkeit zur Aufnahme von Kapital an den Finanzmärkten insbesondere für Finanzinstitute in den USA derzeit stark eingeschränkt ist, sind die Banken gezwungen, ihr Aktivgeschäft und damit insbesondere die Kreditvergabe einzuschränken, um eine bessere Risikovorsorge zu erreichen. Dabei ging die Verlangsamung der Kreditexpansion bisher vor allem auf einen Einbruch der Immobilienkredite zurück. Umfragen unter Banken zeigen jedoch, dass diese ihre Kreditvergabestandards auch für Unternehmen und private Haushalte deutlich verschärft haben, was mit Verzögerung zu einer geringeren Kreditvergabe führen dürfte.

Über den *Risikostruktureffekt* steigen die Risikoprämien auch auf Märkten, die nicht direkt von der Krise betroffen sind, da eine Reihe von Instrumenten, die der Risikostreuung dienen, den Finanzmarktakteuren derzeit nicht zur Verfügung steht. Die Märkte für verbriefte Kreditforderungen sind zuletzt zusammengebrochen, insbesondere der für Collateralized Debt Obligations (Abbildung 3.3). Kurzfristig wird der Anstieg der Risikoprämien dabei durch die generell gesunkene Bereitschaft, Risiken zu übernehmen, verstärkt.

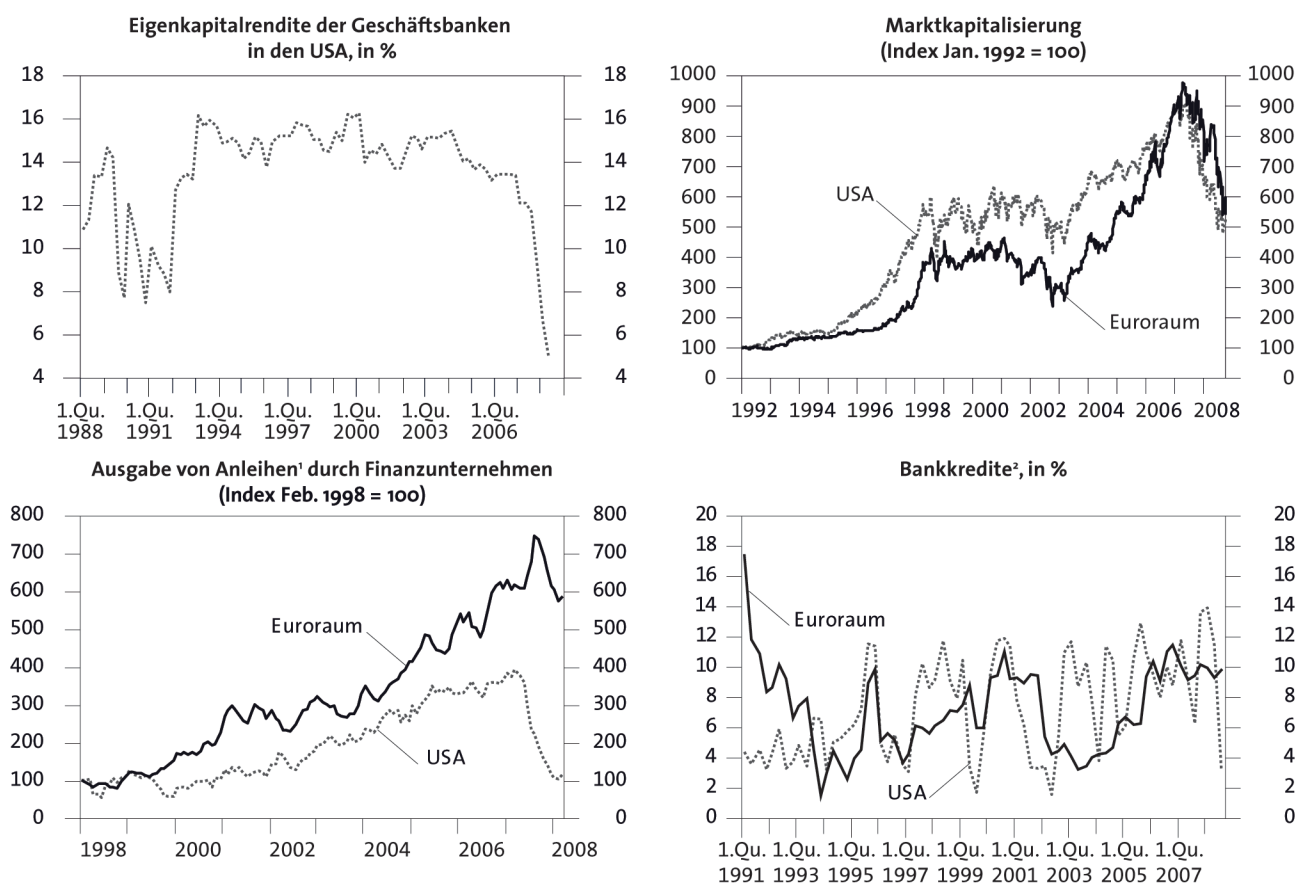
Über den *Restrukturierungseffekt* könnten sich die Banken aufgrund von Liquiditäts- und Solvenzproblemen schließlich gezwungen sehen, Kredite im Falle von Unregelmäßigkeiten zu kündigen und die beliebigen Sicherheiten umgehend zu veräußern, selbst wenn sie so auf Erträge verzichten müssen, die bei geduldiger Kreditpolitik durch Kreditrestrukturierungen und Nachverhandlungen hätten erzielt werden können. Am Hypothekenmarkt der USA ist bereits eine wachsende Zahl von Zwangsversteigerungen zu beobachten (Abbildung 3.4).

Alles in allem waren für die Konjunktur in den USA bisher überwiegend der Vermögenseffekt und der Nettovermögenskanal bedeutsam. Mittlerweile dürfte der Bankbilanzkanal an Bedeutung gewinnen, da die Kreditvergabe deutlich eingeschränkt wird. Dann dürfte die Finanzmarktkrise die Investitionstätigkeit der Unternehmen zusätzlich bremsen. Die anderen Transmissionskanäle sind derzeit wohl von geringerer Bedeutung. Sie könnten aber die längerfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen. So dürfte der Anstieg der Risikoprämien bislang eher auf den geringen Risikoappetit der Anleger zurückzuführen sein als auf den Ausfall von Instrumenten zur Risikostreuung. Sollten jedoch diese Instrumente längerfristig ausfallen, könnte dies aufgrund der eingeschränkten Möglichkeit zur Risikodiversifikation dazu führen, dass die Risikoprämien auf Dauer überhöht blei-

¹⁵ Vgl. Tong, H. und S.-J. Wei (2008), Real effects of the subprime mortgage crisis: Is it a demand or a finance shock?, *IMF Working Paper* WP/08/186.

Abbildung 3.2

Indikatoren zur Bedeutung des Bankbilanzkanals



¹ Dreimonatsdurchschnitte. – ² Sechsmonatsveränderung (annualisiert); für Euroraum aggregiert aus Unternehmens- und Konsumentenkrediten.

Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis; Federal Reserve Board; Thomson Financial Datastream; Dow Jones; EZB; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

ben, was die Effizienz der Kapitalverwendung einschränkt.

In Europa sind die bisherigen Auswirkungen der Krise auf die Konjunktur als deutlich schwächer einzuschätzen. Die Immobilienmärkte sind nicht in allen Ländern betroffen und wenn, dann zumeist in geringerem Ausmaß als in den USA. Gleichwohl ist in einigen europäischen Ländern mit weiteren Wertverlusten zu rechnen. Die Finanzmärkte sind zwar in den meisten Ländern Europas betroffen, so dass von dieser Seite dämpfende Vermögenseffekte auf die Güternachfrage ausgehen. Tiefe Bremsspuren bei den Volumina auf den Anleihe- und Kreditmärkten sind indes noch nicht zu beobachten. Auch weiterhin dürfte die im Vergleich zu den USA noch immer höhere Bedeutung langfristiger Finanzierungsbeziehungen (Haus-

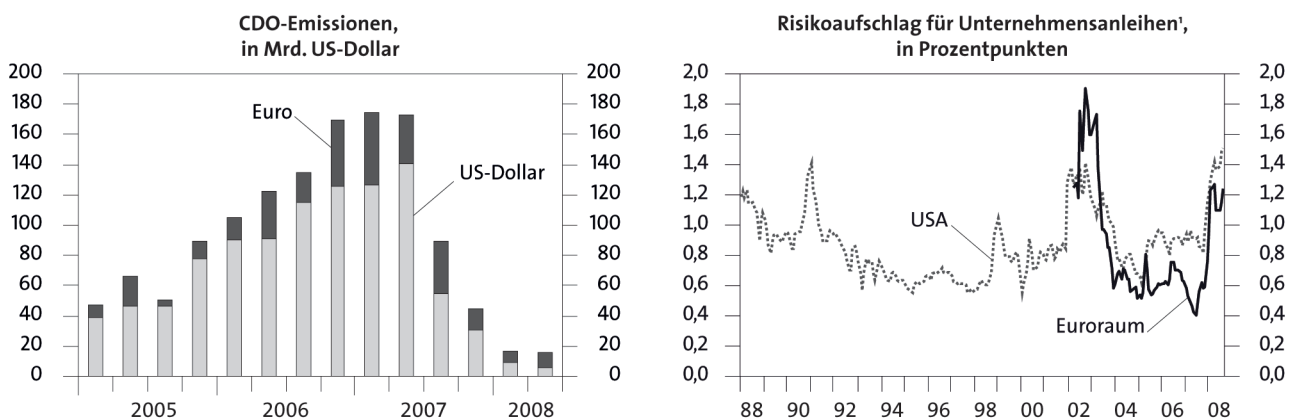
bankenprinzip) die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nicht-finanzieller Unternehmen geringer halten als in den USA.¹⁶ Trotzdem ist auch in Europa eine deutliche Einschränkung des Kreditvolumens wahrscheinlich. Eine Analyse auf Basis eines vektorautoregressiven (VAR) Modells für Deutschland, das neben den üblichen makroökonomischen Variablen auch das Kreditvolumen und die aggregierte Abschreibungsquote des deutschen Bankensektors umfasst, zeigt, dass der *Bankbilanzkanal* signifikante Auswirkungen auf die Konjunktur hat.¹⁷ Unter der Annahme eines nochmaligen Anstiegs der Abschreibungsquote von knapp 0,7 % im Jahr 2007 auf 1 % (entsprechend der Quote nach dem Platzen der Aktienmarktblase im Jahr 2002) im Jahr 2008 wäre der Produktionszuwachs über die folgenden zwei Jahre um insgesamt rund 1½ Prozentpunkte niedriger.

¹⁶ Zur theoretischen Rechtfertigung dieses Arguments vgl. Allen, F. und D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge (Mass), Kapitel 16.

¹⁷ Für eine ausführliche Beschreibung ähnlicher Modelle vgl. Dovern, J., C.-P. Meier und J. Vilsmeier (2008), *How resilient is the German banking system to macroeconomic shocks?*, *Kiel Working Papers* 1419.

Abbildung 3.3

Indikatoren zur Bedeutung des Risikostruktureffekts



¹ Für die USA mit Restlaufzeit von 30 Jahren, BAA-Rating gegenüber AAA-Rating. Für den Euroraum mit Restlaufzeit von 9 Jahren, BBB-Rating gegenüber AAA-Rating.

Quellen: Securities Industry and Financial Markets Association; Reuters; Moody's.

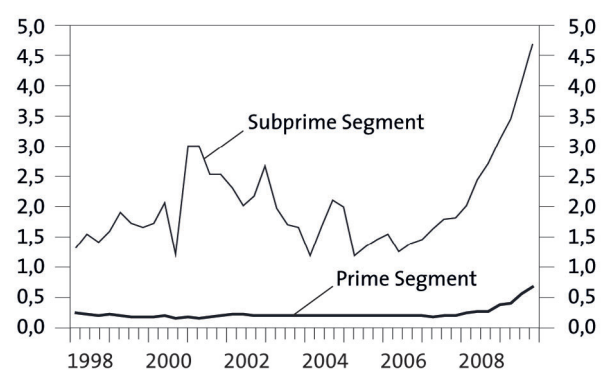
GD Herbst 2008

Wie hoch der Gesamteffekt auf eine Volkswirtschaft ausfällt, hängt nicht nur von der unterschiedlichen Struktur der Finanzsysteme, sondern auch von den wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen ab. Dies zeigt ein Blick zurück auf vergangene Banken Krisen in entwickelten Volkswirtschaften. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte fielen nämlich sehr unterschiedlich aus, je nach dem wie zügig die Regierungen der betroffenen Länder eingriffen und ob sie dabei ein fallweises Krisenmanagement betrieben oder eine umfassende Lösung der zugrunde liegenden Probleme im Bankensektor anstrebten. Rasch und mit einem umfassenden Programm reagierte die Regierung in Schweden auf die dortige Bankenkrise zu Beginn der neunziger Jahre. Die fiskalischen Kosten, die bei den Maßnahmen zur Eindämmung der Krise anfielen, beliefen sich nach jüngsten Schätzungen¹⁸ auf insgesamt etwa 3,6 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, und die Produktion hat binnen vier Jahren zum alten Trendwachstumspfad aufgeschlossen; allerdings erreichte die Wirtschaft zwei Jahre nach Ausbruch der Krise eine vorübergehende Unterauslastung von knapp 5%. In Japan, wo der Bankensektor ebenfalls zu Beginn der neunziger Jahre in eine Krise geriet, lagen zwischen den ersten großen Bankenpleiten mit nachfolgenden bankspezifischen Rettungsaktionen (Dezember 1994) und dem Inkraftsetzen einer systemischen Rettungsaktion (Februar 1998) mehr als drei Jahre. Hier zog sich die Krise bis in das Jahr 2002 hin. Sie war mit fiskalischen Kosten in Höhe von 24 % in

Relation zum Bruttoinlandsprodukt um ein Vielfaches höher als in Schweden; nach vier Jahren lag die Produktion in Japan 17,6 % unterhalb des Niveaus, welches sich bei Fortschreibung des Trendwachstums ergeben hätte.¹⁹

Abbildung 3.4

Zwangsversteigerungen von Wohnimmobilien¹ in den USA 1998 bis 2009; in %



¹ Anteil der Wohnimmobilien im Zwangsversteigerungsverfahren am gesamten Hypothekenbestand.

Quelle: Mortgage Bankers' Association of America.

GD Herbst 2008

¹⁸ Vgl. Laeven, L. und F. Valencia (2008), Systemic banking crisis: A new database, *IMF Working Paper* WP/08/224.

¹⁹ Zur Bankenkrise in Schweden vgl. Englund, P. (1999), The Swedish banking crisis: Roots and consequences, *Oxford Review of Economic Policy* 15, S. 80–97; und zur japanischen Bankenkrise vgl. Bebenroth, R., D. Dietrich und U. Vollmer (2007), Bank regulation and supervision in Japan and Germany: A comparison, *RIEB Discussion Paper Series* No. 211, Kobe University.

Maßnahmen zur Eindämmung der Bankenkrise

Um die Optionen der Wirtschaftspolitik im Fall einer Finanzkrise beurteilen zu können, müssen deren Ursachen identifiziert werden. Grundsätzlich ist es dabei wichtig, zwischen einer Liquiditäts- und einer Solvenzkrise des Bankensystems zu unterscheiden, weil die Wahl der wirtschaftspolitischen Mittel entscheidend vom Charakter der Krise abhängt. Bei einer Liquiditätskrise deckt der Nettobarwert der Forderungen zwar den der Verbindlichkeiten des gesamten Bankensystems. Allerdings klaffen zwischen den Ertragsströmen und den fälligen Verbindlichkeiten erhebliche zeitliche Lücken, d.h. die zu einem bestimmten Zeitpunkt im Bankensektor mobilisierbaren Mittel genügen nicht, um die ebenfalls zu diesem Zeitpunkt fälligen Verbindlichkeiten zu befriedigen. Bei einer Solvenzkrise hingegen droht der Nettobarwert der Forderungen, den das Bankensystem per saldo hält, unter den seiner Verbindlichkeiten zu sinken.

Zu Beginn stellten sich die Probleme im internationalen Finanzsystem noch als Liquiditätskrise dar, die im Wesentlichen durch eine Vertrauenskrise im Bankensektor ausgelöst wurde. Zwischen den Handelspartnern am Geldmarkt gab es beträchtliche Informationsasymmetrien bezüglich der von ihnen gehaltenen Risiken. Diese schränkten die Möglichkeiten der Banken sehr stark ein, einzelne Finanztitel vor Fälligkeit zu veräußern (Marktliquidität) oder zu beleihen (Finanzierungsliquidität).²⁰ Dieses mangelnde Vertrauen erfasste in zunehmendem Maße auch Forderungen, die nicht unmittelbar von den Verwerfungen an den Immobilienmärkten betroffen waren, insbesondere von institutionellen Investoren verwaltete Anlagen.

Der Schlüssel zur Lösung einer Liquiditätskrise liegt zunächst bei den Zentralbanken. Sie haben ihr liquiditätspolitisches Instrumentarium eingesetzt. In den USA wurde es um neue Instrumente ergänzt; das Eurosystem konnte seine durch die Gestaltung des geldpolitischen Rahmens gegebene Flexibilität ausschöpfen.

Da die Vertrauenskrise nicht aufgelöst werden konnte, droht zu der Liquiditätskrise eine Solvenzkrise hinzukommen. Eine Ursache für diese neue Qualität liegt darin, dass die Illiquidität bestimmter Finanzprodukte bei den bestehenden Rechnungslegungsvorschriften erhebliche Abschreibungen erforderte, die das Eigenkapital der Banken schmälerten. Hinzu

kommt, dass der Wettbewerb um die noch verfügbaren liquiden Finanzmittel die Refinanzierungskosten der Banken auf dem Geldmarkt in die Höhe trieb, während gleichzeitig die Renditen für sichere Staatspapiere vor allem mit kurzer Restlaufzeit aufgrund der krisenbedingten Flucht in Sicherheiten niedrig sind. Schließlich konnten es sich schwach kapitalisierte Banken immer weniger leisten, vom Ausfall bedrohte Kreditforderungen in langwierigen Prozessen einzufordern, da der Wert der hinterlegten Kreditsicherheiten (z.B. Immobilien) weiter zu sinken droht.²¹ Dies alles hat zum Abschmelzen der Eigenkapitalbasis der Banken beigetragen.

Systemische Banken Krisen folgten in der Vergangenheit häufig einem ähnlichen Muster. Eine wichtige Lehre aus früheren Krisen ist, dass während einer Bankenkrise die Aufnahme von Eigenkapital an den Märkten üblicherweise behindert ist. Hierfür kann es mehrere Gründe geben. Ein wichtiger Grund ist, dass Banken befürchten, durch eine Kapitalerhöhung als „schwache“ Institute ausgewiesen zu werden; dieses Stigma-Problem war beispielsweise 1998 in Japan zu beobachten, wo viele Banken sogar die in Aussicht gestellte Nothilfe der Regierung nicht annahmten.²² Ein weiterer Grund ist der bestehende Schuldenüberhang, der die Attraktivität einer Kapitaleinlage erheblich einschränkt, da frisches Kapital auch zur Haftung für bereits bestehende Verbindlichkeiten herangezogen würde. Zudem haben Bankaktionäre und das Management einen Anreiz, auf einen staatlichen „Bail out“ zu spekulieren, weshalb sie die Rekapitalisierung mit privatem Kapital hinauszögern wollen.

Eine drohende systemweite Bankeninsolvenz erfordert staatliches Eingreifen, da die Rekapitalisierung durch Marktkräfte nicht funktioniert und eine solche Krise mit beträchtlichen Externalitäten verbunden wäre. Dabei muss im Vordergrund stehen, das gesamte Bankensystem rasch zu rekapitalisieren, um die realwirtschaftlich bedeutsame Intermediationsfunktion des Bankensektors wieder herzustellen.²³ Allerdings sollte eine solche staatlich initiierte Rekapitalisierung so gestaltet werden, dass die Fehlanreize und die Ineffizienzen, die damit verbunden sind, möglichst gering sind (Kasten 3.1).

In früheren Banken Krisen wurden bereits einige Lösungsansätze angewendet, und in der wirtschaftspolitischen Diskussion findet man eine Reihe weiterer Vorschläge. Derzeit bestimmen den Diskurs vier Ansätze: ein Dividendenmoratorium in Verbindung mit

²⁰ Zu den Interdependenzen zwischen Finanzierungs- und Marktliquidität und den damit verbundenen Folgen für die Finanzstabilität vgl. Brunnermeier, M. K. und L. H. Pedersen (2008), Market liquidity and funding liquidity, *Review of Financial Studies* (im Erscheinen).

²¹ Vgl. Dietrich, D. und U. Vollmer (2007), Why do banks hold capital in excess of regulatory requirements? A functional approach, *DBW – Die Betriebswirtschaft* 67 (2), S. 153–166.

²² Dort wurden damals nur etwas mehr als 6 % der gesamten vom Staat zur Verfügung gestellten Finanzmittel abgerufen.

²³ Vgl. Diamond, D. W. und R. G. Rajan (2005), Liquidity shortages and banking crisis, *Journal of Finance* 60, S. 615–647.

Grundsätze und Ziele bei der Bewältigung von Finanzkrisen

Zur Beurteilung wirtschaftspolitischer Handlungsoptionen zur Abwendung einer Solvenzkrise des Bankensektors werden hier Kriterien herangezogen, die sich an anerkannten wirtschaftspolitischen Grundsätzen und Zielen orientieren:

- *Wiederherstellung der Intermediationsfunktion des Finanzsystems.* Die Rekapitalisierung des Bankensystems muss geeignet sein, das Neugeschäft von Banken und anderen Finanzdienstleistern zu fördern, damit die Ersparnisse wieder in ihre produktivste Verwendung fließen.
- *Keine Vergesellschaftung der Verantwortung.* Die Maßnahmen sollten vermeiden, dass die Fehler honoriert werden, die von den Anteilseignern und dem Management der Kreditinstitute zu verantworten sind und zu der Krise beigetragen haben.
- *Wettbewerbsneutralität.* Aus Wettbewerbsgesichtspunkten sollte die Rekapitalisierung nicht fallweise (also nicht für jeweils einzelne Banken, die gerade vor dem Aus stehen), sondern systemweit (also für alle Banken) nach einheitlichen Standards durchgeführt werden.
- *Keine Behinderung der notwendigen Marktberreinigung.* Eine Rekapitalisierung darf nicht den erforderlichen Konsolidierungs- und Restrukturierungsprozess im Finanzsystem behindern. So sollten schwache Kreditinstitute mit stark unterdurchschnittlichen Ertragsaussichten keine Nutznießer des staatlichen Eingreifens werden.
- *Minimierung der erwarteten Belastung für die Steuerzahler.* Der Einsatz der Instrumente muss so gewählt werden, dass die Belastungen für die Steuerzahler minimiert werden. Um dies zu erreichen, sollte der Staat auch an den Gewinnen partizipieren, die sich aus einer Entspannung der Lage ergeben.
- *Förderung privater Initiativen zur Stabilisierung.* Nach den Grundsätzen der Marktwirtschaft sollten private Anleger so weit wie möglich bei der Lösung einer Krise mit einbezogen werden.
- *Umsetzbarkeit.* Ein Verfahren der Rekapitalisierung sollte praktikabel und rasch implementierbar sein sowie möglichst keine Anreize zur Manipulation durch Marktteilnehmer bieten.

einem „Debt for Equity Swap“, die Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat, die Schaffung einer staatlichen Überbrückungsbank („Bridge Bank“) sowie die Gewährung von staatlichen Garantien für Banken (Kasten 3.2). Dabei können einzelne Programme verschiedene Ansätze kombinieren; so enthält das Rettungspaket der US-Regierung Elemente einer Überbrückungsbank, der Ausgabe von Aktien an den Staat und einer Übernahme staatlicher Garantien.

Diese Ansätze sollen hier vorrangig unter den im Kasten 3.1 beschriebenen ökonomischen Aspekten bewertet werden. Eine – zweifellos wichtige – Abschätzung der rechtlichen Probleme bei der Umsetzung einzelner Maßnahmen kann von den Instituten nicht geleistet werden. Allerdings sollten ökonomische Argumente in der Diskussion der Vorschläge Vorrang haben, da es sich bei der Krise in erster Linie um ein ökonomisches Problem handelt. Zudem ist festzustellen, dass jede der vorgeschlagenen Maßnahmen in modernen Rechtsstaaten schon einmal auf die eine oder andere Weise implementiert wurde.

Ein Vergleich der Vorschläge erfordert eine Gewichtung der verschiedenen Ziele, da kein Ansatz im Hinblick auf alle Kriterien dominiert. Dabei kann sich in konkreten Einzelfällen die Gewichtung durchaus in Abhängigkeit vom Ausmaß der Krise und der Dringlichkeit einer Lösung unterscheiden. So kann es beispielsweise geboten sein, wie anfänglich in den USA und zuletzt auch in Europa, zunächst die Insolvenz

einzelner Banken durch Einzelmaßnahmen zu verhindern, weil die Zeit zur Ausarbeitung einer breiter angelegten Lösung des eigentlichen Problems im konkreten Fall nicht ausreicht. Allerdings wird die Wiedererlangung der vollen Funktionsfähigkeit des Finanzsystems hinausgezögert, wenn nur die jeweils schwächsten Banken unterstützt, aber keine Maßnahmen zur Gesundung des gesamten Bankensystems ergriffen werden. Es besteht dann die Gefahr, dass die gestützten Banken in die Lage versetzt werden, im Wettbewerb um Refinanzierungsmittel höhere Zinsen auf Einlagen zu bieten und dadurch die Refinanzierung anderer Banken zu verteuern. Dies belegen besonders deutlich die Erfahrungen bei der Bewältigung der japanischen Bankenkrise in den neunziger Jahren.²⁴ Auch deshalb ist für den Fall, dass sich die Eigenkapitalsituation des Bankensystems weiter verschärfen sollte, ein auf die Rekapitalisierung des Gesamtsystems zielender Ansatz erforderlich.

Aus ökonomischen Gesichtspunkten spricht einiges für die Zufuhr von Eigenkapital mittels „Debt for Equity Swaps“. Sie ist dann am effektivsten, wenn dies bei allen Banken gleichzeitig erfolgen würde, unabhängig von ihrer jeweiligen Kapitalstärke. Allerdings besteht hier ein Koordinationsproblem („free riding“), da Altgläubiger „guter“ Banken stets die Option haben abzuwarten, ob der Staat vor Ausbruch einer systemischen Krise den „schlechten“ Banken mit einem „Bail out“ hilft. Durch dieses Verhalten besteht die Gefahr, dass bei einer drohenden systemi-

²⁴ Zu den Folgen dieser Politik für die Restrukturierung des japanischen Bankensystems vgl. Caballero, R. J., T. Hoshi und A. K. Kashyap (2006), *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, *NBER Working Paper No. 12129*.

Vorschläge zur Bewältigung der gegenwärtigen Bankenkrise

Gegenwärtig werden in der wirtschaftswissenschaftlichen und -politischen Diskussion verschiedene Vorschläge zur Rekapitalisierung des Bankensystems vor allem in den USA gemacht. Diese gründen, in unterschiedlicher Stärke, einerseits auf Überlegungen zur systemischen Anwendung von Regeln, die sich bei einzelwirtschaftlichen Konkursverfahren bereits bewährt haben; andererseits tragen sie der Notwendigkeit Rechnung, dass das Bankensystem ohne Kapitalzuführung von außen eine Solvenzkrise nicht überstehen würde. Die folgende Aufstellung fasst wichtige Vorschläge zusammen:

- *Dividendenmoratorium und „Debt for Equity Swaps“.* Ein Weg, die Eigenkapitalbasis des Bankensystems zu stärken, besteht darin, dass zum einen die bisherigen Gläubiger der Banken auf ihre Forderungen verzichten und stattdessen Anteilseigner der Banken werden und zum anderen die Dividendenauszahlung an die bisherigen Aktionäre bis zur Wiedererlangung der Ertragskraft und Stabilität der Finanzinstitute ausgesetzt wird. Ziel ist es, die im Bankensystem bereits verfügbaren Ressourcen, insbesondere die internen Finanzierungsmittel, in größtmöglichem Umfang zur Stärkung der Kapitalisierung einzusetzen. Dieses Instrument ähnelt dem Insolvenzverfahren nach Chapter 11 in den USA und wurde dort im Grundsatz schon während der Großen Depression angewendet¹.
- *Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat.* Dieser Vorschlag zielt darauf ab, dem Bankensektor im Zuge einer Außenfinanzierung frisches Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Da die Banken in der gegenwärtigen Lage aus verschiedenen Gründen nicht in der Lage sind, genügend Eigenkapital durch Neuemissionen aufzunehmen, legt der Staat Kapital bei den Banken ein. Als Gegenleistung erhält er Vorzugsaktien, wodurch er an den wirtschaftlichen Erfolgen nach Überwindung der Krise partizipieren wird. Dies entspricht in den Grundzügen der Vorgehensweise der Reconstruction Finance Corporation in den USA in den 1930er Jahren².
- *Schaffung einer Überbrückungsbank („Bridge Bank“).* Der Staat gründet bei diesem Konzept eine Holding, die komplett in Staatsbesitz ist und Banken, die vor einer Insolvenz stehen, übernimmt. Dabei werden sowohl die verbleibenden Forderungen als auch die Verbindlichkeiten an die Holding übertragen; Altaktionäre haften dabei üblicherweise vorrangig für Ausfälle. Ziel der Holding ist es, die verbleibenden Vermögenswerte in einem geordneten und zeitlich begrenzten Verfahren zu veräußern. Diese Vorgehensweise wurde beispielsweise 1992-1997 in Schweden und seit 1994 in Japan zur Lösung systemischer Banken Krisen eingesetzt.
- *Staatsgarantien.* Bei dieser Vorgehensweise übernimmt der Staat bestimmte Ausfallbürgschaften. Hierbei kann eine Minderung des Risikos für den Fiskus dadurch sichergestellt werden, dass private Banken ebenfalls Haftungszusagen machen, die denen des Staates gegenüber am besten vorrangig sind. Ein Mittelzufluss in den Bankensektor findet nicht statt. Ein aktuelles Beispiel ist das Vorgehen der Bundesregierung im Fall der Hypo Real Estate.

¹Siehe Zingales, L., Why Paulson is wrong, in: FT.com – The Economists' Forum, <http://blogs.ft.com/wolfforum/2008/09/why-paulson-is-wrong/>. Download am 24.09.2008.

²Siehe Calomiris, C. W., A Matched Preferred Stock plan for government assistance, in: FT.com – The Economists' Forum, <http://blogs.ft.com/wolfforum/2008/09/a-matched-preferred-stock-plan-for-government-assistance/>. Download am 19.09.2008.

schen Krise ohne wirtschaftspolitische Gegenmaßnahmen auch gut aufgestellte Banken insolvent werden können. Es wäre daher aus Gründen der Anreizeffizienz von Vorteil, wenn die Wirtschaftspolitik einen „Debt for Equity Swap“ für alle Banken durchsetzen könnte und so das Koordinationsproblem auflöste. Insbesondere die vergleichsweise gut kapitalisierten Banken würden aus einer solchen koordinierenden Maßnahme Vorteile ziehen. Denn die über eine Zunahme von Vertrauen in die Solvenz von Geschäftspartnern entstehende Beruhigung auf den Geldmärkten würde dazu führen, dass sich die Marktliquidität und damit schließlich auch die Finanzierungsliquidität verbessern würden, wodurch der Druck auf die Eigenkapitalbasis vor allem der gut kapitalisierten Banken nachlasse und damit der Wert der von den Altgläubigern gehaltenen Anteile stiege.²⁵ Neben dem Koordinationsproblem besteht gerade bei extremer Unterkapitalisierung des Bankensystems jedoch auch die Sorge, dass mittels „Debt for

Equity Swap“ die Eigenkapitaldecke der Banken quantitativ nicht ausreichend gefestigt wird.

In diesem Fall müsste der Finanzsektor von außen frisches Kapital zur Verbesserung der Eigenkapitalquote erhalten. Wenn aufgrund der bereits angeführten Gründe eine Rekapitalisierung durch Marktkräfte nicht ausreicht, dann sollte der Staat über den Erwerb von Vorzugsaktien dem Bankensektor Beteiligungskapital bereitstellen. Hierbei wäre es von Vorteil, wenn mit der Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat eine Emission neuer Anteile am Kapitalmarkt kombiniert wird. Beispielsweise könnte der Staat öffentliche Mittel proportional zu den privaten Kapitaleinlagen investieren.²⁶ Zum einen wird dadurch die Bereitschaft der Privaten stimuliert, dem gestressten Bankensektor ebenfalls neues Kapital zur Verfügung zu stellen. Zum anderen können auf diese Weise auch angemessene Emissionskurse festgestellt werden, denn erstens dürften die Marktteilnehmer die Vermö-

²⁵ Sowohl ein obligatorisches Aussetzen der Dividendenzahlungen, verbunden mit „Debt for Equity Swaps“, als auch die Anordnung einer Kapitalerhöhung stellen erhebliche Eingriffe in die Rechte der Alteigentümer oder -gläubiger dar, wohl aber keine größeren als beispielsweise bei der Schaffung einer staatlichen Überbrückungsbank.

gen der Banken tendenziell besser beurteilen können als der Staat, der einen Vergleich der Stärke der verschiedenen Banken allein nicht leisten kann. Zweitens wird verhindert, dass der Staat bei den Rekapitalisierungsverhandlungen mit den betroffenen Banken aufgrund der Informationsvorsprünge des Bankmanagements einen Aufschlag auf die tatsächlichen Anteils- werte bezahlen müsste.²⁷

Vor allem wegen unerwünschter Stigmatisierung besteht aber das Problem, dass Banken weder beim Staat noch am Kapitalmarkt Mittel aufnehmen wollen. Auch in diesem Fall kann (ungeachtet der damit verbundenen rechtlichen Schwierigkeiten) eine staatliche Anordnung zur Rekapitalisierung zumindest bei den systemwichtigen Banken helfen, die Negativeinlese infolge asymmetrischer Informationsverteilungen auf den Finanzmärkten zu mildern. Wenn dies gelingt, dann werden vor allem die ohnehin finanziell besser aufgestellten Banken in die Lage versetzt, schwächere Institute zu übernehmen oder Vermögenstitel zu kaufen, die nach langfristigen Renditegesichtspunkten unterbewertet sind.

In der gegenwärtigen Lage sollte die Wirtschaftspolitik nicht der Versuchung erliegen, ausschließlich bereits angeschlagene Banken mit dem Ziel zu unterstützen, ein Übergreifen auf andere Banken zu vermeiden. Diese Maßnahmen dürften zwar zur Beruhigung der Märkte beitragen. Bei der Lösung der gegenwärtigen Probleme sollte indes auch dafür gesorgt werden, die bislang noch gesunden Banken in einem hinreichend stabilen Zustand zu halten. Als eine effektive vorausschauende Lösung bietet sich an, über ein Dividendenmoratorium und einen „Debt for Equity Swaps“ die im Bankensektor verfügbaren Mittel zu halten. Diese Maßnahmen sollten ergänzt werden durch eine Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat, verbunden mit einer Neuemission von Aktien an Private.

Die Schaffung einer Überbrückungsbank ist hingegen nicht zu empfehlen, da hierdurch die Märkte in zu geringem Umfang an der Lösung der Probleme beteiligt werden. Auch sollte der Staat vermeiden, durch Staatsgarantien Verlustrisiken aus dem Bankensektor herauszunehmen, ohne an einer angestrebten Erholung in angemessenem Ausmaß zu partizipieren; dadurch würden deutliche Fehlanreize gesetzt. Eine staatliche Garantie der Einlagensicherung trägt zur Beruhigung der Märkte bei, zur Lösung des Problems

muss dem Bankensektor jedoch neues Kapital zugeführt werden.

In der Europäischen Union ist angesichts der engen Verflechtung der nationalen Finanzsysteme das Risiko besonders hoch, dass die Insolvenz von systemwichtigen Banken in einem Land auch die Stabilität der Bankensysteme anderer Länder gefährdet. Nationale Alleingänge zum Schutz des eigenen Bankensystems haben ebenfalls grenzüberschreitende Implikationen, sowohl in Bezug auf die Stabilität der Bankensysteme als auch hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Handlungsspielräume der Partnerländer. Daher ist es sinnvoll, dass den einzelstaatlichen Maßnahmen Konsultationen mit anderen Staaten vorangehen.

²⁶ Zu Details eines solchen Maßnahmenpakets vgl. Calomiris, C. W. (2008), The subprime turmoil: What's old, what's new, what's next, http://www.aei.org/publications/pubID.28720/pub_detail.asp. Download am 3.10.2008. Vorschläge zu einer staatlich verordneten Rekapitalisierung finden sich bei Rajan, R. G. (2008), Desperate times need the right measures, in: FT.com – The Economists' Forum, <http://www.ft.com/cms/s/0/13a60574-862b-11dd-959e-0000779fd18c.html>. Download am 19. September 2008.

²⁷ Einen Hinweis darauf, dass solche Ineffizienzen gegenwärtig sind, bietet der jüngste Fall der Hypo Real Estate (HRE). Hier kam es unmittelbar nach der Verkündung des ersten Rettungspakets zu einem sehr kräftigen Anstieg der Aktienkurse für die HRE, d.h. die Anteilseigner der Bank konnten von dem Rettungspaket Vorteile erwarten.

4. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

Überblick

Im Herbst des Jahres 2008 befindet sich die deutsche Wirtschaft am Rande einer Rezession. Nachfrage und Produktion sind im Verlauf des Jahres gesunken, und die Stimmungsindikatoren sind in den vergangenen Monaten regelrecht eingebrochen. Zahlreiche negative Schocks aus dem Ausland hatten bereits eine Eintrübung des Konjunkturklimas bewirkt, und mit der Zuspitzung der Lage auf den Finanzmärkten haben sich die Aussichten deutlich verschlechtert. Auf Basis der vorliegenden Indikatoren erwarten die Institute, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion vorerst sinkt. Im Basisszenario wird sich die Konjunktur nach der Jahreswende wieder fangen.

Allerdings hat sich in den beiden Wochen, in denen die vorliegende Diagnose und Prognose erstellt wurde, die Lage an den Finanzmärkten weiter zugespitzt. Damit hat sich die Wahrscheinlichkeit einer ungünstigeren wirtschaftlichen Entwicklung deutlich vergrößert. Die Institute haben daher zusätzlich zu der vorgestellten Prognose ein Risikoszenario durchgerechnet, das sie unten diskutieren.

Im ersten Halbjahr war die gesamtwirtschaftliche Produktion um 2,4 % (laufende Jahresrate) höher als in der zweiten Hälfte des Jahres 2007. Dies ist aber in erster Linie darauf zurückzuführen, dass das Ausgangsniveau zum Jahreswechsel außerordentlich hoch und die Expansion im ersten Quartal sehr kräftig war. Letztere dürfte allerdings aufgrund des ungewöhnlich milden Winters und des frühen Termins des Osterfestes durch die Verfahren zur saison- und arbeitstäglichen Bereinigung überhöht ausgewiesen sein, so dass auch der Verlust an Wachstumsdynamik im zweiten Quartal überzeichnet sein dürfte.²⁸ Gleichwohl war die konjunkturelle Grundtendenz abwärts gerichtet. Die Ursachen hierfür liegen primär im weltwirtschaftlichen Umfeld.

Zum einen setzte sich der Anstieg der Weltmarktpreise für Energieträger, Rohstoffe und Nahrungsmittel bis Juli fort. Da die Unternehmen die höheren Kosten zu großen Teilen weiterreichten, traf die Verschlechterung der Terms of Trade in erster Linie die Konsumenten. Die Teuerung beschleunigte sich spürbar – die Inflationsrate betrug in der ersten Jahreshälfte 2,9 % – und damit gingen die Realeinkommen zurück, obwohl die Nominaleinkommen recht deutlich stiegen; die privaten Konsumausgaben sanken (Kasten 4.1).

Zum anderen gerieten die Ausfuhren, der Motor des vergangenen Aufschwungs, in schwieriges Fahrwasser.

Die Konjunktur schwächte sich weltweit ab. Die Abkühlung traf auf eine deutsche Wirtschaft, deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit sich fast zwei Jahre lang aufgrund der Aufwertung des Euro verschlechtert hatte. Im Euroraum, dem wichtigsten Handelspartner Deutschlands, wurde die Expansion u. a. durch das Platzen der Immobilienmarktblasen in Spanien und in Irland spürbar gedämpft. Deutschland ist von der Abschwächung der internationalen Konjunktur im besonderen Maße betroffen, weil vor allem die Nachfrage nach Investitionsgütern zurückging, die im deutschen Exportsortiment eine überragende Rolle spielen.

Die Ausrüstungsinvestitionen sind im ersten Halbjahr zwar nochmals kräftig gestiegen. Dabei hat aber der Auftragsschub zum Jahresende 2007, der im Zusammenhang mit der Verschlechterung der Abschreibungsbedingungen stand, noch gewirkt. In jüngster Zeit zeigen sich mehr und mehr die Belastungen durch die Finanzmarktkrise. So sind die Finanzierungskosten der Unternehmen gestiegen. Auch drückt die Finanzmarktkrise zunehmend die Erwartungen der Unternehmen. Im Jahresverlauf 2008 gingen die Aufträge für Investitionsgüter aus dem Inland zurück.

Bisher zeigte sich der Arbeitsmarkt wenig beeindruckt von der Produktionsabschwächung. Die Zahl der Erwerbstätigen hat im Verlauf von 2008 um 360 000 zugenommen, und die Zahl der Arbeitslosen ist um 325 000 gesunken. Sogar die Zahl der Offenen Stellen, in der sich ungünstigere Beschäftigungsaussichten häufig zuerst zeigen, ist bisher vergleichsweise wenig zurückgegangen. Möglicherweise werden die konjunkturellen Tendenzen von strukturellen Anpassungen überlagert. Die Reformen am Arbeitsmarkt dürften dazu geführt haben, dass das strukturelle Beschäftigungsniveau in Deutschland zugenommen hat; die Bewegung dorthin ist wohl noch nicht abgeschlossen. Zudem ist in einigen Bereichen ein Fachkräftemangel zu beobachten, so dass sich manche Unternehmen vermutlich auch bei verschlechterter Auftragslage mit Entlassungen zurückhalten.

Eine wachsende Zahl von Indikatoren deutet darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten Quartal stagniert hat. So dürfte die Industrieproduktion leicht rückläufig gewesen sein und die Wertschöpfung der Unternehmensdienstleister expandierte wohl weiterhin, aber schwächer als zuvor.

²⁸ Legt man das Saisonbereinigungsverfahren BV4.1 zugrunde, so ergeben sich für die beiden ersten Quartale Zuwächse des saison- und arbeitstäglich bereinigten Bruttoinlandsprodukts von 0,8 % bzw. 0,4 % gegenüber dem Vorquartal.

Die vorlaufenden Indikatoren lassen für die kommenden Monate einen Produktionsrückgang erwarten. Die Auftragseingänge aus dem In- und dem Ausland sind in der Tendenz deutlich abwärts gerichtet, und die Auftragsbestände, die gegen Ende 2007 außerordent-

lich hoch waren und die bislang die Konjunktur stützten, sind inzwischen abgeschmolzen. Vor allem aber haben sich die Erwartungen der Unternehmen in nahezu allen Sektoren der Wirtschaft in einem Maß verschlechtert, das in der Vergangenheit nur in Rezessio-

Kasten 4.1

Zur Veränderung der Prognose gegenüber dem Frühjahr 2008

Die Prognose vom Frühjahrsgutachten für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahresdurchschnitt 2008 in Höhe von 1,8 % wurde beibehalten. Zwar fiel die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion in der ersten Jahreshälfte kräftiger aus als damals erwartet, im zweiten Halbjahr dürfte sie aber aufgrund der starken Abkühlung der Weltkonjunktur und der Verschärfung der Finanzmarktkrise merklich schwächer sein.

Korrekturen ergeben sich bei den Komponenten des realen BIP (Tabelle 4.10). Besonders deutlich sind sie beim privaten Konsum, dessen Veränderungsrate von 0,8 % auf -0,4 % zurückgenommen wurde. Hierbei schlagen zum einen die geringere Dynamik der nominal verfügbaren Haushaltseinkommen – und hier insbesondere der Gewinnentnahmen – zu Buche, zum anderen der kräftige Anstieg der Preise für Kraftstoffe und Haushaltsenergie sowie für viele Lebensmittel. Zudem erhöhte sich die Sparquote. Die Prognose für die Investitionen in Ausrüstungen ist nunmehr etwas höher, bei einer deutlich abweichenden Entwicklung im Jahresverlauf. Im ersten Quartal waren die Investitionen überraschend stark gestiegen, wohl weil Investitionsgüter, die 2007 wegen der damals noch günstigeren Abschreibungsregelungen bestellt worden waren, teilweise erst nach der Jahreswende produziert und ausgeliefert worden sind. In den Folgequartalen dürften sich die Investitionen deutlich ungünstiger entwickelt haben als im Frühjahr erwartet. Auch die Prognose der Investitionen in Bauten wurde angehoben. Diese sind am Jahresanfang – begünstigt durch mildes Winterwetter – noch kräftiger gestiegen als die Institute im Frühjahrsgutachten erwartet hatten. Alles in allem wird der Wachstumsbeitrag der Inlandsnachfrage (unter Berücksichtigung der Vorratsinvestitionen) zum realen BIP jetzt um 0,2 Prozentpunkte niedriger veranschlagt.

Die Exportprognose wird im Vergleich zum Frühjahr um einen Prozentpunkt gesenkt, weil der Welthandel im Verlauf von 2008 im Vergleich zur damaligen Schätzung merklich schwächer expandiert haben dürfte. Da die Einfuhrschätzung aufgrund des geringeren Expansionstempos der Inlandsverwendung sogar um 1,5 Prozentpunkte zurückgenommen wird, steuert der Außenbeitrag nunmehr ein um 0,1 Prozentpunkte höheres Plus zum BIP-Anstieg bei.

Tabelle 4.1

Prognose und Prognosekorrektur für das Jahr 2008

Verwendung des realen Bruttoinlandsprodukts

	Frühjahrgutachten		Herbstgutachten		Prognosekorrektur für 2008	
	Prognosewerte für 2008		Prognosewerte für 2008		Differenz der Wachstumsraten bzw. -beiträge	
	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten ¹	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten ¹	Spalte (3) abzüglich Spalte (1)	Spalte (4) abzüglich Spalte (2)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inlandsnachfrage	1,3	1,2	1,1	1,0	-0,2	-0,2
Privater Konsum	0,8	0,4	-0,4	-0,2	-1,2	-0,6
Staatlicher Konsum	2,2	0,4	2,0	0,4	-0,2	0,0
Ausrüstungen	4,0	0,3	4,8	0,4	0,8	0,1
Bauten	1,1	0,1	2,9	0,3	1,8	0,2
Sonstige Anlageinvestitionen	6,5	0,1	5,2	0,1	-1,3	0,0
Vorratsveränderungen	-	-0,2	-	0,2	-	0,4
Außenbeitrag	-	0,6	-	0,7	-	0,1
Ausfuhr	5,4	2,5	4,4	2,1	-1,0	-0,4
Einfuhr	4,9	-1,9	3,4	-1,3	-1,5	0,6
Bruttoinlandsprodukt	1,8	1,8	1,8	1,8	0,0	0,0
nachrichtlich:						
Bruttoinlandsprodukt USA	1,5	-	1,6	-	0,1	-
Bruttoinlandsprodukt Euroraum	1,7	-	1,1	-	-0,6	-
Welthandel	5,0	-	3,5	-	-1,5	-
Verbraucherpreise	2,6	-	2,8	-	0,2	-

¹Beiträge der Nachfragekomponenten zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (Lundberg-Komponenten). Der Wachstumsbeitrag einer Nachfragekomponente ergibt sich aus der Wachstumsrate gewichtet mit dem nominalen Anteil des Aggregats am Bruttoinlandsprodukt aus dem Vorjahr. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. Angaben für das Bruttoinlandsprodukt: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quelle: Berechnungen der Institute.

Annahmen für die Prognose

Die Prognose beruht auf folgenden Annahmen:

- Der Rohölpreis (Brent) beträgt in diesem Jahr im Durchschnitt 112 US-Dollar je Barrel und im nächsten Jahr 100 US-Dollar.
- Der Welthandel nimmt in diesem Jahr um 3,5 % und im kommenden Jahr um 3,0 % zu.
- Der Wechselkurs des Euro liegt im Prognosezeitraum bei 1,45 US-Dollar.
- Die Europäische Zentralbank wird den maßgeblichen Leitzins bis Ende 2009 auf 3,25 % senken. Die Kapitalmarktzinsen werden vorerst bei 4,2 % verharren und im Verlauf des kommenden Jahres leicht anziehen.
- Die Tarifverdienste je Stunde steigen im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt in diesem Jahr um 2,3 % und im nächsten Jahr um 2,7 %.
- Die Finanzpolitik wird in diesem Jahr merklich expansiv und im kommenden Jahr, legt man die beschlossenen Maßnahmen zugrunde, neutral ausgerichtet sein.

nen zu beobachten war. In der zweiten Jahreshälfte geht das Bruttoinlandsprodukt nach Einschätzung der Institute voraussichtlich mit einer laufenden Jahresrate von 0,7 % gegenüber dem vorhergehenden Halbjahr zurück. Für das Jahr 2008 insgesamt ergibt sich dennoch eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,8 %.²⁹

Basisszenario

In ihrem Basisszenario prognostizieren die Institute, dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktion nach dem Jahreswechsel allmählich belebt (Kasten 4.2). Dafür spricht die im Vergleich zu früheren Abschwüngen deutlich günstigere Ausgangslage der nicht-finanziellen Unternehmen, die ihre Bilanzen in den vergangenen Jahre konsolidiert und an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen haben, auch aufgrund der Reformen am Arbeitsmarkt. Stützend dürfte zudem die bislang robuste Beschäftigungslage wirken, die gegen einen Einbruch bei den verfügbaren Einkommen spricht. Schließlich dürfte die Struktur des Finanzsektors in Deutschland, mit ihrer relativ hohen Bedeutung traditioneller Banken, dafür sorgen, dass die internationale Bankenkrise weniger stark auf die Konjunktur durchschlägt als in anderen Ländern.³⁰

Stützend wirken im Prognosezeitraum zunächst die privaten Konsumausgaben. Die verfügbaren Einkommen werden selbst bei der schlechter werdenden Lage am Arbeitsmarkt noch recht kräftig expandieren, da die Beschäftigung nur wenig verringert wird, die Löhne teilweise spürbar angehoben werden und die

Transfereinkommen stärker steigen, insbesondere weil die Renten der Lohnentwicklung mit Verzögerung folgen. Da sich zugleich die Teuerung allmählich zurückbildet, dürften die Realeinkommen wieder, wenn auch nur leicht zunehmen. Die Investitionstätigkeit bleibt hingegen zunächst gedrückt, da die Kapazitätsauslastung sinkt, die Finanzierungskosten steigen und vor allem die Absatz- und Ertragserwartungen schlecht sind. Die Ausrüstungsinvestitionen werden erst im Verlauf von 2009 leicht steigen. Dabei spielt eine Rolle, dass die Geldpolitik gelockert wird. Mit allmählicher Stabilisierung der Weltwirtschaft, die die Institute für die zweite Hälfte des kommenden Jahres erwarten, ziehen dann auch die Exporte an, zumal sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit insbesondere aufgrund der Abwertung des Euro seit dem Sommer 2008 wieder etwas verbessert hat. Alles in allem ist für das Jahr 2009 ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,2 % zu erwarten. Wesentlich bestimmt wird diese Rate durch den Unterhang am Ende dieses Jahres. Im vierten Quartal 2009 dürfte die Wirtschaftsleistung kalenderbereinigt den Stand vor Jahresfrist um 0,9 % übertreffen (Tabelle 4.2; Tabelle 4.3). Damit läge die Expansion weiterhin unter der von den Instituten geschätzten Trendrate von 1,6 %.³¹

Die Teuerung wird sich im Prognosezeitraum verringern. Maßgeblich dafür ist, dass sich die Energie- und Rohstoffpreise zurückgebildet haben und die schwache Konjunktur die Überwälzungsspielräume einschränkt. Allerdings wurden die bisherigen Kostensteigerungen wohl noch nicht vollständig an die Verbraucher weitergegeben. Auch folgen einige Preise, etwa die für Erdgas, dem Anstieg des Rohölpreises

²⁹ Die vergleichsweise hohe Jahresrate resultiert dabei allein aus dem Überhang und der kräftigen Expansion im ersten Quartal.

³⁰ In einer aktuellen Studie zeigt der IWF, dass Abschwünge nach Finanzmarktkrisen weniger schwer sind in Ländern, in denen die Finanzierung von Unternehmen stärker auf traditionellen Bankbeziehungen beruht als auf Finanzmarktinstrumenten („arm's-length financial relations“). Vgl. IWF, Financial distress and economic downturns, *World Economic Outlook*, Oktober 2008, Kapitel 4. Der IWF misst die Bedeutung der Finanzmärkte am „arm's length index“, der zwischen 0 und 1 liegt und hohe Werte annimmt, wenn traditionelle Banken eine geringe Rolle auf den Finanzmärkten spielen. Der Index lag in Deutschland 2004 bei 0,38, in den USA bei 0,74, dem höchsten Wert unter den Industrieländern. Vgl. IWF, How do financial systems affect economic cycles, *World Economic Outlook*, Oktober 2006, Kapitel 4.

³¹ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), Folgen der US-Immobilienmarktkrise belasten Konjunktur. Essen, S. 57–62.

Tabelle 4.2

Eckdaten der Prognose für Deutschland						
2004 bis 2009						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Reales Bruttoinlandsprodukt (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	1,2	0,8	3,0	2,5	1,8	0,2
Westdeutschland ¹	1,0	0,9	3,0	2,5	1,8	0,2
Ostdeutschland ²	1,3	0,2	2,2	2,2	1,3	0,0
Erwerbstätige ³ (1 000 Personen)	38 880	38 851	39 097	39 768	40 303	40 223
Arbeitslose (1 000 Personen)	4 381	4 861	4 487	3 776	3 263	3 263
Arbeitslosenquote ⁴ (in %)	10,1	11,1	10,3	8,7	7,5	7,5
Verbraucherpreise ⁵ (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	1,7	1,6	1,6	2,3	2,8	2,3
Lohnstückkosten ⁶ (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	-0,4	-0,9	-1,3	0,4	1,6	2,3
Finanzierungssaldo des Staates ⁷						
in Mrd. Euro	-83,5	-74,3	-35,9	3,1	3,8	0,4
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	-3,8	-3,3	-1,5	0,1	0,2	0,0
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. Euro)	102,9	116,6	141,5	184,0	188,4	190,2

¹ Einschließlich Berlin. – ² Ohne Berlin. – ³ Im Inland. – ⁴ Arbeitslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Wohnortkonzept). – ⁵ Verbraucherpreisindex (2005 = 100). – ⁶ Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer bezogen auf das reale Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen. – ⁷ In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95).
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Arbeitskreis VGR der Länder; Deutsche Bundesbank; 2008 und 2009: Prognose der Institute. GD Herbst 2008

mit Verzögerung. Hinzu kommt, dass die Lohnstückkosten beschleunigt zunehmen. Daher werden die Teuerungsraten erst nach und nach sinken. Für 2009 wird ein Anstieg des Verbraucherpreisindex um 2,3 % erwartet, nach 2,8 % in diesem Jahr.

Die rückläufige Kapazitätsauslastung dürfte in den kommenden Monaten zunehmend auf den Arbeitsmarkt durchschlagen. Die Erwerbstätigkeit wird wohl bis zur Jahreswende leicht steigen und im Jahresverlauf 2009 zurückgehen, am Jahresende werden rund 350 000 Menschen weniger beschäftigt sein als zu Jahresbeginn. Im Jahresdurchschnitt dürfte der Rückgang jedoch nur 0,2 % betragen, da das Ausgangsniveau außerordentlich hoch ist. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen steigt nicht ganz spiegelbildlich dazu, da das Erwerbspersonenpotential aus demographischen Gründen leicht sinkt und ein Teil derer, die den Arbeitsplatz verlieren, wahrscheinlich in die Stille Reserve abwandern. Die Arbeitslosenquote dürfte im Verlauf von 2009 steigen, im Jahresdurchschnitt wird aber wohl der gleiche Wert wie in diesem Jahr (7,5 %) erreicht.

Die öffentlichen Haushalte dürften in diesem und im kommenden Jahr annähernd ausgeglichen sein. Im Verlauf von 2009 werden zwar konjunkturbedingt Mindereinnahmen und Mehrausgaben entstehen. Indes werden die „abgabenergiebigen“ Bruttolöhne und -gehälter noch kräftig zulegen, und die Steuerprogression greift. Auch wird das Budget in diesem Jahr durch Vermögensübertragungen an mehrere Banken

belastet. Für das Jahr 2009 sind in dieser Prognose hingegen keine entsprechenden Zahlungen eingestellt. Jedoch resultieren aus den gewährten Garantien und Risikoabschirmungen für einzelne Banken beträchtliche Haushaltsrisiken.

Tabelle 4.3

Beiträge der Nachfragekomponenten zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts¹			
2007 bis 2009; in Prozentpunkten			
	2007	2008	2009
Konsumausgaben	0,2	0,1	0,6
Private Haushalte ²	-0,2	-0,2	0,2
Staat	0,4	0,4	0,4
Anlageinvestitionen	0,8	0,7	-0,3
Ausrüstungen	0,5	0,4	-0,2
Bauten	0,2	0,3	-0,1
Sonstige Anlagen	0,1	0,1	0,0
Vorratsveränderungen	0,1	0,2	-0,1
Inlandsnachfrage	1,1	1,0	0,2
Außenbeitrag	1,4	0,7	0,0
Exporte	3,4	2,1	0,1
Importe	-2,0	-1,3	-0,2
Bruttoinlandsprodukt ³	2,5	1,8	0,2

¹ Zur Definition vgl. Tabelle 4.1. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. – ² Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. – ³ Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.
Quellen: Statistisches Bundesamt; 2008 und 2009: Prognose der Institute. GD Herbst 2008

Risikoszenario

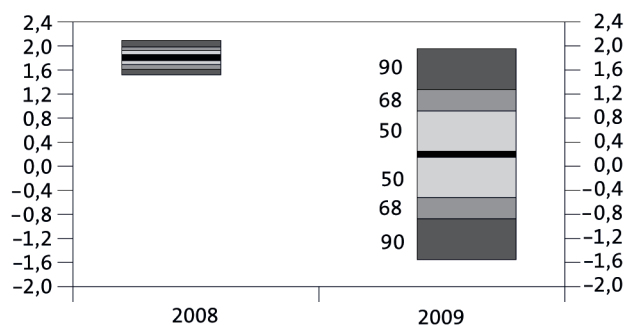
Prognosen sind stets mit Unsicherheit behaftet, und die Unsicherheitsmarge für das kommende Jahr ist stets weit. Gemessen an früheren Prognosefehlern beträgt die Spanne für ein Prognoseintervall, das die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2009 mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa zwei Dritteln überdeckt, $\pm 1,1$ Prozentpunkte. Bei der vorliegenden Punktschätzung für die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts von 0,2 % reicht das Intervall von -0,9 % bis 1,3 % (Abbildung 4.1). Dieses allgemeine Prognoserisiko wird derzeit überlagert von speziellen Risiken, die sich aus der gegenwärtigen Situation an den Finanzmärkten ergeben.

Um die konjunkturellen Auswirkungen der Risiken abzuschätzen, haben die Institute – gestützt auf Simulationen mit dem IWH-Deutschlandmodell und dem RWI-Konjunkturmodell – ein alternatives Szenario durchgerechnet. Dabei ist zum einen unterstellt, dass die Weltwirtschaft in eine Rezession gleitet, die sich darin äußert, dass der Welthandel 2009 nur noch mit einer Rate von 1 % expandiert statt um 3 % im Basis-szenario. Ferner ist angenommen, dass sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte deutlich verschlechtern. Schließlich wird einer wachsenden Verunsicherung der privaten Haushalte dadurch Rechnung getragen, dass die Sparquote um einen halben Prozentpunkt steigt. Für Rohöl und andere Rohstoffe wird angesichts der schwächeren globalen Nachfrage angenommen, dass deren Preise um 10 % niedriger sein werden als in der Basisprognose.

Unter diesen Annahmen würde sich die Konjunktur im kommenden Jahr deutlich stärker abschwächen als in diesem Gutachten prognostiziert. Damit geriete

Abbildung 4.1

Prognoseintervalle¹ für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2008 und 2009 in %



¹ Angegeben sind die Werte für die Wahrscheinlichkeit für das Prognoseergebnis von 90 %, 68 % und 50 %.

Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Tabelle 4.4

Nachfrage und Produktion im Risikoszenario

2008 und 2009; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2008	2009	
		Basis-szenario	Risiko-szenario
Konsumausgaben	0,2	0,8	0,0
Private Konsumausgaben	-0,4	0,4	-0,5
Konsumausgaben des Staates	2,0	2,0	1,8
Bruttoanlageinvestitionen	3,8	-1,4	-4,0
Ausrüstungen	4,8	-3,0	-6,5
Bauten	2,9	-0,6	-2,4
Sonstige Anlagen	5,2	2,9	0,0
Vorratsveränderungen ¹	0,2	-0,1	0,2
Inländische Verwendung	1,1	0,2	-0,6
Außenbeitrag ¹	0,7	0,0	-0,2
Exporte	4,4	0,3	-0,7
Importe	3,4	0,4	-0,3
Bruttoinlandsprodukt	1,8	0,2	-0,8
Nachrichtlich:			
Erwerbstätige (1 000 Personen) ²	40 304	40 223	39 813
Arbeitslose (1 000 Personen)	3 263	3 263	3 600
Arbeitslosenquote in %	7,5	7,5	8,3

¹Wachstumsbeiträge zum realen BIP in Prozentpunkten. - ²Im Inland.

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2008 und 2009: Prognose der Institute. **GD Herbst 2008**

Deutschland in eine ausgeprägte Rezession, wie sie beispielsweise nach den Ölpreisschocks in den siebziger Jahren und zu Beginn der achtziger Jahre zu beobachten war. Das Bruttoinlandsprodukt würde um 0,8 % im Jahresdurchschnitt zurückgehen, und mit ihm alle Verwendungskomponenten außer dem staatlichen Konsum (Tabelle 4.4). Besonders stark würden die Ausrüstungsinvestitionen fallen, was ähnlich auch in früheren Rezessionen zu beobachten war. Trotz der schwächeren Weltkonjunktur wäre ein nur leicht negativer Wachstumsbeitrag der Außenwirtschaft zu erwarten, da aufgrund der um 0,6 % schrumpfenden Inlandsnachfrage die Einfuhren ebenfalls rückläufig wären. Die Lage am Arbeitsmarkt würde sich deutlich verschlechtern. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahr 2009 auf 8,3 % steigen, und es gingen fast 400 000 Arbeitsplätze verloren.

Die Institute halten ein solches Szenario zwar nach wie vor für weniger wahrscheinlich als ihre Basisprognose. Das Risiko, dass die geschilderte ungünstigere Entwicklung eintritt, hat sich in den vergangenen Wochen aber vergrößert.

Die Entwicklung im Einzelnen

Exporte im Abschwung

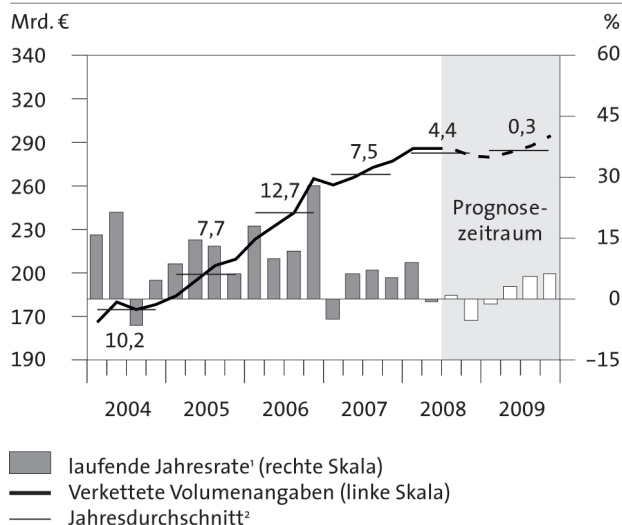
Die Exportdynamik hat sich in der ersten Hälfte dieses Jahres abgeschwächt. Die Ausfuhr nahm insgesamt mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 5,5 % zu, nach 6,3 % im zweiten Halbjahr 2007. Die Ausfuhr von Waren hat sich nach kräftigen Zuwächsen zu Jahresbeginn zuletzt kaum noch erhöht. Steigerungen wurden in erster Linie bei Lieferungen in die neuen EU-Mitgliedsländer, nach Russland, China und in die OPEC-Staaten realisiert (Abbildung 4.3; Tabelle 4.5); die Ausfuhren in die USA waren rückläufig, und jüngst sind auch die Exporte in den Euroraum gesunken.

Im Prognosezeitraum wird sich der Export zunächst deutlich abschwächen. Die Auftragseingänge aus dem Ausland gehen tendenziell bereits seit Dezember 2007 zurück. Allerdings dürfte die Abarbeitung der sehr hohen Auftragsbestände den Export bisher gestützt haben. Im Winterhalbjahr werden die Ausfuhren aber ganz im Zeichen der sich merklich abkühlenden Weltkonjunktur stehen. Besonders eingetrübt haben sich die Absatzaussichten für die Länder des übrigen Euroraums. In Großbritannien und in den USA droht eine Rezession. Dies alles wird die Ausfuhr stark belasten. Stützend wirkt hingegen, dass sich die preisliche Wettbewerbsposition der deutschen Exporteure insbesondere gegenüber den Handelspartnern in der EWU verbessert, da die Lohnstückkosten hierzulande schwächer steigen als im übrigen Euroraum. Erst im weiteren Verlauf des kommenden Jahres werden sich die Exporte im Zuge der leicht anziehenden Konjunktur in den Industrieländern etwas erholen. Im ge-

Abbildung 4.2

Reale Exporte

Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



¹ Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet.

² Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

samten Prognosezeitraum stützt der nach wie vor schwungvolle Handel mit den neuen EU-Mitgliedsländern in Mittel- und Osteuropa die deutsche Ausfuhr. Auch profitiert Deutschland aufgrund seiner Güterangebotsstruktur deutlich stärker als andere Länder vom Rückfluss der Einnahmen aus Öl- und Gaslieferungen, da die Investitionsnachfrage insbe-

Tabelle 4.5

Deutsche Exporte nach Regionen

2006 bis 1. Hj. 2008; Spezialhandel in jeweiligen Preisen

Ländergruppe	2006			2007			1. Hj. 2008		
	Mrd. Euro	Anteile in %	in % des BIP ¹	Mrd. Euro	Anteile in %	in % des BIP ¹	Mrd. Euro	Anteile in %	in % des BIP ¹
Insgesamt	893,0	100,0	38,5	967,5	100,0	39,9	510,2	100,0	41,5
EU 27	564,9	63,3	24,3	627,5	64,9	25,9	330,1	64,7	26,9
darunter:									
Euroraum	373,1	41,8	16,1	410,8	42,5	17,0	215,7	42,3	17,6
Neue EU-Länder ²	93,9	10,5	4,0	108,7	11,2	4,5	59,9	11,7	4,9
NAFTA ³	90,9	10,2	3,9	86,3	8,9	3,6	43,4	8,5	3,5
Ostasien ⁴	72,9	8,2	3,1	75,3	7,8	3,1	40,2	7,9	3,3
darunter:									
China	27,5	3,1	1,2	29,9	3,1	1,2	16,8	3,3	1,4
Übrige Länder	164,4	18,4	7,1	178,4	18,4	7,4	96,5	18,9	7,8

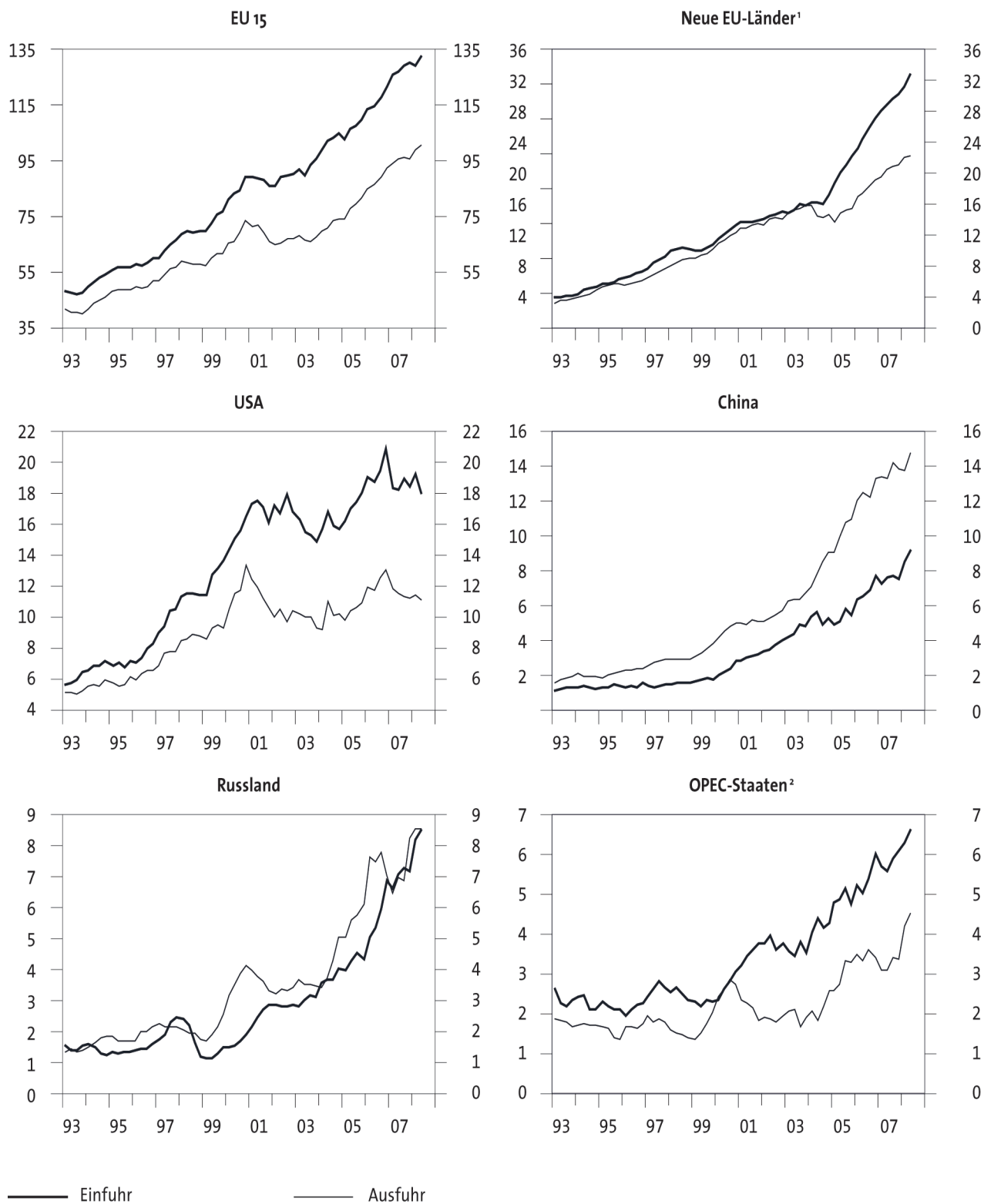
¹Nominales Bruttoinlandsprodukt. – ²Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Slowenien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Zypern, Rumänien, Bulgarien. – ³USA, Kanada, Mexiko. – ⁴Japan, China, Hongkong, Taiwan, Singapur, Thailand, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Abbildung 4.3

Außenhandel Deutschlands nach Ländern und Regionen
 Spezialhandel; saisonbereinigte Quartalswerte in Mrd. Euro



¹Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Lettland, Litauen, Estland, Slowenien, Malta, Zypern.

²Algerien, Libyen, Nigeria, Venezuela, Irak, Iran, Saudi-Arabien, Kuwait, Katar, Vereinigte Arabische Emirate, Indonesien.

Quellen: Europäische Zentralbank; Reuters; Berechnungen der Institute.

sondere in Russland und in den OPEC-Staaten immer noch hoch ist. Die Ausfuhren nach Ostasien werden in Folge der dort nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik etwas schwächer expandieren als zuletzt. Die Ausfuhren von Waren und Diensten nehmen im Verlauf dieses Jahres um 0,8 % und des kommenden um 3,2 % zu. Dies entspricht einer jahresdurchschnittlichen Zuwachsrate von 4,4 % im Jahr 2008 und 0,3 % im Jahr 2009 (Abbildung 4.2).

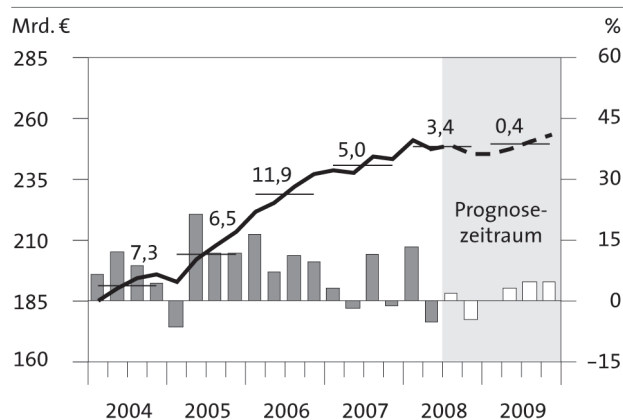
Die Importe sind im ersten Halbjahr 2008 mit einer laufenden Jahresrate von 4,6 % gegenüber dem zweiten Halbjahr 2007 gestiegen. Sie wurden begünstigt durch die in den ersten Monaten des Jahres noch kräftige Export- und Investitionsnachfrage. In der zweiten Jahreshälfte werden die Importe im Sog der rückläufigen Warenausfuhren und Unternehmensinvestitionen sinken. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums regen dann der Export sowie eine leichte Belebung der Inlandsnachfrage die Importe an. Die Einfuhr von Waren und Diensten nimmt im Verlauf des Jahres 2008 um 1 % und des kommenden um 3 % zu. Im Jahresdurchschnitt liegt die Zuwachsrate bei 3,4 % in diesem und bei 0,4 % im nächsten Jahr (Abbildung 4.4).

Die kräftige Verteuerung der Einfuhr in der ersten Hälfte dieses Jahres war wesentlich auf den weltweiten Preisauftrieb sowohl bei Rohöl und anderen Industrierohstoffen als auch bei Nahrungsmitteln und Agrarprodukten zurückzuführen. Inzwischen fallen die Preise für Rohstoffe, Energie und Nahrungsmittel.

Abbildung 4.4

Reale Importe

Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



■ laufende Jahresrate¹ (rechte Skala)
 — Verkettete Volumenangaben (linke Skala)
 — Jahresdurchschnitt²

¹ Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet.

² Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Tabelle 4.6

Indikatoren zur Außenwirtschaft¹

2004 bis 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						
Exporte, real ²	10,3	7,7	12,7	7,5	4,4	0,3
Waren	10,6	7,6	12,7	7,7	5,0	0,3
Dienstleistungen	8,0	7,9	12,5	6,3	0,7	0,6
Importe, real	7,3	6,5	11,9	5,0	3,4	0,4
Waren	8,6	6,8	13,5	5,1	4,1	0,2
Dienstleistungen	2,6	5,5	5,7	4,8	0,2	1,5
Terms of Trade	-0,3	-1,4	-1,3	0,7	-1,6	0,1
in Mrd. Euro						
Außenbeitrag, nominal	112,9	119,6	131,5	171,0	174,7	176,0
Leistungsbilanzsaldo ³	102,9	116,6	141,5	184,0	188,4	190,2

¹In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. – ²In Preisen des Vorjahres. – ³In der Abgrenzung der Zahlungsbilanzstatistik.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Allerdings wirkt die jüngste Abwertung des Euro dem Rückgang der Importpreise entgegen. In den folgenden Monaten dürften die Einfuhrpreise aufgrund der sich weiter abschwächenden Weltkonjunktur zunächst leicht sinken und im kommenden Jahr bei der hier unterstellten Konstanz der Rohstoffpreise und des Eurokurses sowie der sich langsam erholenden Weltkonjunktur nahezu stagnieren. Auch die Ausfuhrpreise erhöhten sich in der ersten Hälfte dieses Jahres deutlich. Sie legen in den kommenden Monaten trotz schwächerer Absatzerwartungen nochmals etwas zu, da die Produzenten die gestiegenen Energie- und Rohstoffkosten mit einer gewissen Verzögerung auf die Endprodukte überwälzen dürften. Zudem wird die jüngste Abwertung des Euro die Ausfuhrpreise stützen. Im kommenden Jahr werden die Ausfuhrpreise mit der Erholung der Weltkonjunktur in der zweiten Jahreshälfte geringfügig steigen. Alles in allem werden sich die Terms of Trade 2008 zunächst deutlich verschlechtern und im kommenden Jahr leicht verbessern (Tabelle 4.6).

Investitionsboom am Ende

Die Ausrüstungsinvestitionen sind im ersten Halbjahr 2008 noch deutlich gestiegen, im Vergleich zu den vorangegangenen sechs Monaten nahmen sie mit einer laufenden Jahresrate von 6,6 % zu. Zu einem Gutteil wurde dieser Anstieg von einem Sondereffekt getrieben: Die Unternehmen wollten sich die bis zum Jahresende 2007 befristete, höhere degressive Abschreibung sichern. Aufgrund der vollen Auftragsbücher bei

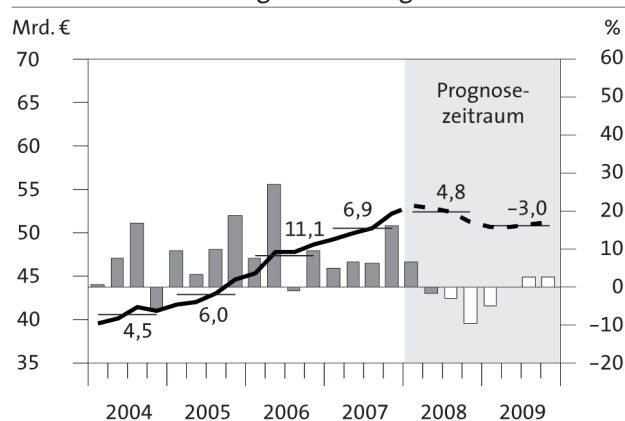
den Herstellern von Investitionsgütern wurden Produktion und Auslieferung aber vielfach noch in das erste Vierteljahr dieses Jahres verlagert. In den Folgemonaten investierten die Unternehmen weniger.

Im Winterhalbjahr wird die Investitionstätigkeit weiter nachlassen. Hierauf deuten die Auftragseingänge für Investitionsgüter aus dem Inland hin, die seit Jahresbeginn in der Tendenz sinken. Einer Ausweitung der Investitionsbudgets steht die konjunkturelle Abkühlung auf den internationalen Märkten entgegen, und auch die Absatzperspektiven der Unternehmen im Inland haben sich erheblich eingetrübt. Zwar ist der Auslastungsgrad der Produktionsanlagen noch immer sehr hoch, aber er hat sich seit dem Frühjahr leicht verringert und wird wohl angesichts der verschlechterten Auftragslage deutlich sinken.

Insgesamt haben sich die Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen in Deutschland verschlechtert. So zeigt der ifo Kreditklimaindikator, dass sich die Unternehmen im zweiten Quartal einer leicht restriktiveren Vergabepolitik der Banken gegenübersehen. Gemäß den Ergebnissen des Bank Lending Survey der EZB für das dritte Quartal erwarten die Banken eine weitere Verschärfung der Standards für die Unternehmenskreditvergabe, nicht zuletzt aufgrund der sich zuspitzenden Probleme im Bankensektor. Außerdem erhöhten sich die Risikoprämien für Unternehmensanleihen seit dem Frühjahr deutlich; und auch der massive Einbruch der Aktienkurse erschwert die Unternehmensfinanzierung. Allerdings sind die Unterneh-

Abbildung 4.5

Reale Investitionen in Ausrüstungen Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



- Laufende Jahresrate¹ (rechte Skala)
- Verkettete Volumenangaben (linke Skala)
- Jahresdurchschnitt²

¹Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet.

²Ursprungswerte: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

men aufgrund der in den vergangenen Jahren gestiegenen Gewinne in der Lage, Investitionen zu einem Gutteil aus Eigenmitteln zu finanzieren.

Mit der Stabilisierung des internationalen Umfelds und einer in der Folge leicht steigenden Nachfrage und Produktion dürfte sich im weiteren Verlauf des kommenden Jahres auch die Investitionstätigkeit wieder beleben; stützend wirken hier die Zinssenkungen der EZB. Insgesamt werden die Ausrüstungsinvestitionen im Jahresdurchschnitt 2008 um 4,8 % zunehmen, im kommenden Jahr jedoch um 3,0 % sinken (Abbildung 4.5).

Unternehmen und private Haushalte schränken Bauinvestitionen ein

Die Investitionen in Bauten wurden zu Beginn dieses Jahres von der milden Witterung begünstigt. Eine Vielzahl von Aufträgen konnte bereits im ersten Vierteljahr abgearbeitet werden und ein schwaches zweites Quartal folgte. Aussagekräftiger sind die Halbjahreswerte. Gemessen daran wurde in den Monaten Januar bis Juni dieses Jahres saison- und arbeitstäglich bereinigt 8,1 % (laufende Jahresrate) mehr in Bauten investiert als im zweiten Halbjahr 2007. Dahinter stehen aber deutliche Unterschiede zwischen den Baupartnern.

Im Wohnungsbau stiegen die Investitionen im ersten Halbjahr annualisiert um 6,6 % gegenüber dem vorangegangenen Halbjahr. Auftragseingänge und Baugenehmigungen lassen allerdings nicht erwarten, dass sich diese dynamische Entwicklung im weiteren Verlauf dieses Jahres fortsetzt. Die Hypothekenzinsen sind im ersten Halbjahr 2008 leicht gestiegen. Die privaten Haushalte werden aufgrund der eingetrübten Einkommensperspektiven zunächst weniger für den Erwerb von Wohneigentum ausgeben. Erst im Verlauf der zweiten Hälfte des kommenden Jahres werden die Wohnungsbauinvestitionen leicht anziehen. Stützend wirken die Anreize zur Erhöhung der Energieeffizienz der Gebäude. Insgesamt werden die Wohnungs-

Tabelle 4.7

	Reale Bauinvestitionen					
	2007	2005	2006	2007	2008	2009
	Anteil in %	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Wohnbauten	57,4	-3,8	5,6	0,3	1,5	-0,9
Nichtwohnbauten	42,6	-1,9	4,1	3,8	4,9	-0,1
Gewerblicher Bau	30,5	-1,1	4,3	3,4	5,2	-1,3
Öffentlicher Bau	12,1	-4,1	3,7	4,7	4,0	2,8
Bauinvestitionen	100,0	-3,0	5,0	1,8	2,9	-0,6

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute.

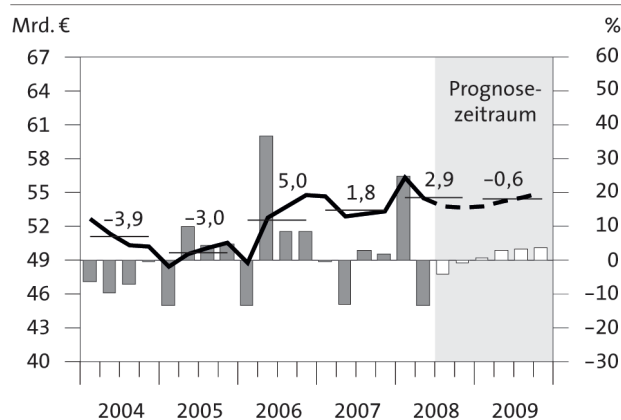
GD Herbst 2008

bauinvestitionen in diesem Jahr im Durchschnitt um 1,5 % steigen. Trotz der leichten Besserung im Jahresverlauf ergibt sich für das nächste Jahr aufgrund der Schwäche in diesem Winterhalbjahr ein Rückgang um 0,9 % (Tabelle 4.7).

Im Wirtschaftsbau nahmen die Investitionen im ersten Halbjahr um 8,4 % zu. Die noch hohen Ausrüstungsinvestitionen im produzierenden Gewerbe zogen vielfach Investitionen in Firmengebäude nach sich. Hinzu kam eine anziehende Nachfrage nach Büroflächen aufgrund der günstigen Entwicklung in vielen Bereichen des Dienstleistungssektors. Zwar sind inzwischen weniger Aufträge bei den Bauunternehmen eingegangen, die Bestände sind aber immer noch hoch. Zudem sind die Baugenehmigungen gestiegen, doch dürfte manches genehmigte Projekt aufgrund der Finanzmarktkrise zunächst zurückgestellt werden. Erst mit der Verbesserung der Absatzperspektiven wird es im späteren Verlauf des Jahres 2009 zu einer Umsetzung der geplanten Baumaßnahmen kommen. Insgesamt erwarten die Institute für das kommende Jahr - auch aufgrund des niedrigen Niveaus zu Jahresbeginn - einen Rückgang der Investitionen in gewerbliche Bauten um 1,3 %, nach einem Zuwachs um 5,2 % in diesem Jahr.

Die Bauinvestitionen des Staates stiegen im ersten Halbjahr kräftig. Im Prognosezeitraum dürfte die öffentliche Hand ihre Auftragsvergabe nochmals erhöhen, da die Finanzlage der Kommunen, des größten

Abbildung 4.6
Reale Bauinvestitionen
Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



■ laufende Jahresrate¹ (rechte Skala)
— verkettete Volumenangaben (linke Skala)
— Jahresdurchschnitt²

¹Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet.

²Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

öffentlichen Investors, weiter günstig ist. Außerdem werden die Mehreinnahmen aus der Anhebung der LKW-Maut zum Teil in Baumaßnahmen fließen. Vor diesem Hintergrund prognostizieren die Institute einen Zuwachs der Bauinvestitionen des Staates um 4,0 % für dieses Jahr und um 2,8 % für das nächste. Alles in allem rechnen sie mit einer Steigerung der Bauinvestitionen insgesamt um 2,9 % in diesem, aber mit einem Rückgang um 0,6 % im kommenden Jahr (Abbildung 4.6).

Keine durchgreifende Belebung der privaten Konsumausgaben

Die privaten Konsumausgaben waren im bisherigen Jahresverlauf rückläufig. Sie sanken infolge deutlich anziehender Preise für Energie und Nahrungsmittel und einer weiteren Erhöhung der Sparquote im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von 1,6 %.

Im Prognosezeitraum werden die privaten Konsumausgaben nur moderat ausgeweitet werden. Mit dem Nachlassen des Verbraucherpreisanstiegs wird es wohl in der zweiten Hälfte des Jahres 2008 zu einem geringfügigen Plus kommen. Insgesamt wird der Vorjahresstand aber um 0,4 % verfehlt. Im kommenden Jahr dürften sich die Konsumausgaben beleben; der Zuwachs bleibt aber gering, da die verfügbaren Einkommen nur verhalten zunehmen. Zwar steigen die Stundenlöhne rascher als in diesem Jahr; da die Beschäftigung jedoch sinkt, erhöhen sich die Löhne und Gehälter brutto mit 2,5 % gleichwohl deutlich langsamer als im Vorjahr (4,0 %). Netto ergibt sich unter Berücksichtigung der Steuerprogression und steigender Sozialabgaben nur eine Zunahme um 1,7 %. Die Gewinneinkommen werden ebenfalls verhaltener expandieren als im Vorjahr. Dagegen werden die monetären Sozialleistungen im Jahr 2009 wohl mit einer Rate von 2,2 % deutlich schneller ausgeweitet werden als im laufenden Jahr, insbesondere weil die Renten – der Lohnentwicklung folgend – stärker angehoben werden. Zudem wird das Kindergeld zu Jahresbeginn 2009 aufgestockt. Alles in allem steigen die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte nominal um 2,1 %, real trotz des rückläufigen Kaufkraftentzugs infolge des nachlassenden Preisanstiegs jedoch nur um 0,3 %.

Schwierig einzuschätzen ist das Sparverhalten der privaten Haushalte in der gegenwärtigen Situation. In der gesamtwirtschaftlichen Schwächephase in den Jahren 2001 bis 2003 erhöhten die privaten Haushalte ihre Sparquote um mehr als einen Prozentpunkt und verringerten ihren Konsum entsprechend. Eine solche Reaktion ist derzeit in Deutschland nicht zu erwarten. Zwar ist wie damals das Geldvermögen der privaten Haushalte aufgrund der Kursverluste am Aktienmarkt gesunken. Anders als im übrigen Euroraum, wo die Verschuldung der privaten Haushalte in den ver-

Tabelle 4.8

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im internationalen Vergleich

in % des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte

Länder	1995	2000	2007
Deutschland	97	114	101
Euroraum ohne Deutschland	55	75	106
darunter:			
Frankreich	66	77	92
Italien	29	42	64
Spanien	57	81	140
Vereinigtes Königreich	106	114	172
Vereinigte Staaten ¹	94	103	140

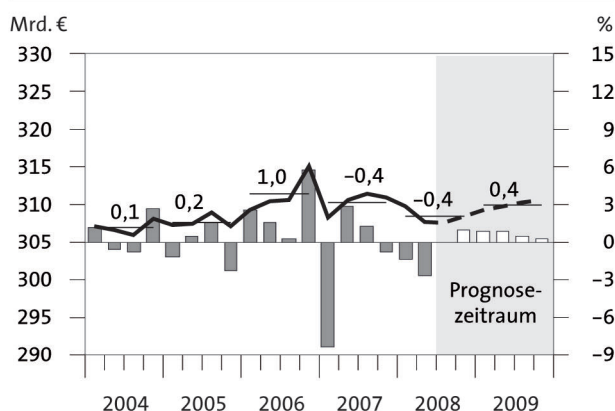
¹Sektorabgrenzung gemäß „house-holds“, d.h. ohne Verschuldung von Einzelunternehmen.

Quellen: OECD (2008b); nationale Zentralbanken; Berechnungen der Institute. **GD Herbst 2008**

gangenen Jahren gestiegen ist, haben die privaten Haushalte in Deutschland ihre Verbindlichkeiten seit dem Jahr 2000 verringert (Tabelle 4.8). Zudem deutet der verlangsamte Anstieg der Gewinneinkommen, aus denen relativ viel gespart wird, darauf hin, dass von dieser Seite kein Impuls für einen Anstieg der Sparquote ausgeht. Sie wird im kommenden Jahr unverändert bleiben. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte werden im Jahr 2009 voraussichtlich um 0,4 % zunehmen (Abbildung 4.7).

Abbildung 4.7

Reale Konsumausgaben der privaten Haushalte¹ Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



■ laufende Jahresrate² (rechte Skala)
— Verkettete Volumenangaben (linke Skala)
— Jahresdurchschnitt³

¹Einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck.

²Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet.

³Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Produktion sinkt vorübergehend

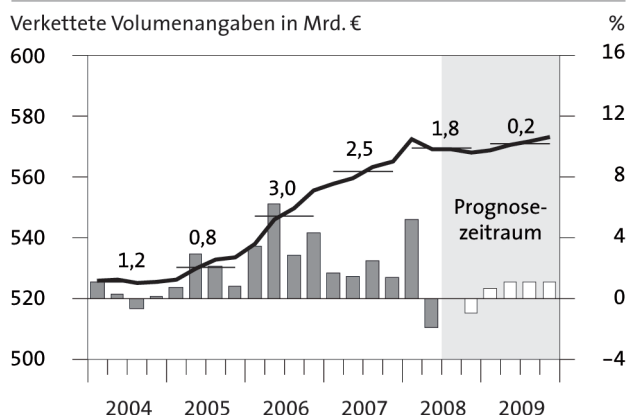
In der ersten Hälfte dieses Jahres ist das Bruttoinlandsprodukt gegenüber den vorangegangenen sechs Monaten mit einer laufenden Jahresrate von 2,4 % gestiegen. Dabei nahm es aufgrund von Sonderfaktoren im ersten Quartal überaus kräftig zu, während es im zweiten Quartal – auch als Reaktion darauf – schrumpfte (Abbildung 4.8). Gesunken ist die Produktion insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe.

Die gesamtwirtschaftliche Aktivität dürfte im dritten Quartal stagniert haben (Tabelle 4.9). Die Industrieproduktion ist leicht gesunken, insbesondere die Herstellung von Investitionsgütern. Die Bauproduktion ist ebenfalls rückläufig. Die Schwäche im Produzierenden Gewerbe dürfte sich auf den Verkehrssektor und die unternehmensnahen Dienstleister übertragen haben. Für die verbleibenden Monate des Jahres deutet sich ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion an.

Alles in allem erwarten die Institute, dass das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal seinen Stand vor Jahresfrist um 0,5 % übertrifft. Wegen des kräftigen Zuwachses zu Beginn dieses Jahres bedeutet dies für den Jahresdurchschnitt eine Zunahme um 1,8 % (Tabelle 4.10). Kalenderbereinigt ergibt sich wegen der im Vergleich zum Vorjahr deutlich höheren Anzahl von Arbeitstagen ein Zuwachs um 1,5 %. Im kommenden Jahr wird die Industrieproduktion infolge der

Abbildung 4.8

Reales Bruttoinlandsprodukt Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



■ laufende Jahresrate¹ (rechte Skala)
— Verkettete Volumenangaben (linke Skala)
— Jahresdurchschnitt²

¹Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet.

²Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Tabelle 4.9

Reales Bruttoinlandsprodukt und reale Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen ¹						
2007 und 2008						
	2007		2008			
	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Ursprungswerte Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in %					
Bruttoinlandsprodukt	2,4	1,6	1,8	3,1	1,4	0,5
darunter:						
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	2,7	2,3	2,0	3,4	1,5	0,4
Produzierendes Gewerbe	4,4	3,9	2,6	6,0	1,7	-0,2
darunter:						
Verarbeitendes Gewerbe	6,0	5,0	2,7	6,2	1,1	-0,4
Baugewerbe	-1,4	-1,7	2,5	7,3	4,2	1,3
Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	0,6	-1,1	2,5	3,4	1,1	-0,4
Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleistungen	3,2	3,0	2,1	2,5	1,9	1,0
Öffentliche und private Dienstleister	1,3	1,7	0,6	1,2	0,8	0,4
	Saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %					
Bruttoinlandsprodukt	0,6	0,3	1,3	-0,5	0,0	-0,3
darunter:						
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	0,5	0,6	1,0	-0,2	0,1	-0,3
Produzierendes Gewerbe	1,1	1,0	1,6	-1,0	-0,2	-0,4
darunter:						
Verarbeitendes Gewerbe	1,4	1,0	1,1	-0,9	-0,1	-0,4
Baugewerbe	-1,1	2,4	6,8	-3,9	-0,8	-0,5
Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	0,5	0,5	1,3	-0,7	-0,1	-0,9
Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleistungen	0,1	0,4	0,8	0,6	0,3	0,3
Öffentliche und private Dienstleister	0,2	0,3	-0,1	0,3	-0,1	-0,3

¹In Preisen des Vorjahres.

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Belegung bei Exporten und Investitionen nicht weiter zurückgehen. Die Bauproduktion wird dagegen leicht anziehen. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahresverlauf um 0,9 % steigen; im Jahresdurchschnitt bedeutet dies einen Zuwachs um nur 0,2 %.

In Ostdeutschland blieb der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im ersten Halbjahr erneut hinter dem im früheren Bundesgebiet zurück. Zwar entwickelte sich der Unternehmenssektor in etwa im Gleichschritt mit dem in Westdeutschland, die notwendige Rückführung des Staatssektors dämpfte jedoch erneut den gesamtwirtschaftlichen Produktionszuwachs. Die Industrieproduktion expandierte zum wiederholten Male kräftiger als in den alten Ländern. Demgegenüber stand jedoch ein weiterer Rückgang der Produktion im Baugewerbe. Im Handel und bei den perso-

nennahen Dienstleistern nahm die Wertschöpfung aufgrund der demographisch bedingt sinkenden Zahl an Konsumenten ab. Dieses Entwicklungsmuster setzt sich im Prognosezeitraum fort. Zwar leidet auch die ostdeutsche Wirtschaft unter der Finanzmarktkrise und ihren Folgen für die Realwirtschaft. Diese sind aber relativ gering wegen ihrer schwächeren Abhängigkeit von der internationalen Konjunktur und wegen der stärkeren Ausrichtung der Exporte auf Länder in Mittel- und Osteuropa, die weniger von der Finanzmarktkrise betroffen sind. Zudem stiegen die Lohnstückkosten im ostdeutschen Verarbeitenden Gewerbe schwächer als im westdeutschen. Dennoch wird das Bruttoinlandsprodukt in Ostdeutschland in diesem Jahr nur um 1,3 % zunehmen. Im kommenden Jahr wird die gesamtwirtschaftliche Produktion stagnieren.

Tabelle 4.10

Quartalsdaten zur Entwicklung der Verwendungskomponenten des realen BIP¹

Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %, auf Jahresrate hochgerechnet

	2007				2008				2009			
	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.	1. Qu.	2. Qu.	3. Qu.	4. Qu.
Private Konsumausgaben	-8,3	2,9	1,3	-0,8	-1,4	-2,6	0,0	1,0	0,9	0,9	0,5	0,3
Öffentlicher Konsum	6,1	0,0	1,7	0,3	4,6	1,2	1,7	2,0	2,2	2,2	1,7	1,7
Ausrüstungen	4,8	6,7	6,0	16,0	6,7	-2,0	-3,2	-9,6	-5,1	0	2,4	2,4
Bauten	-0,7	-13,2	2,5	1,6	24,6	-13,4	-4,2	-0,5	0,6	2,7	3,1	3,3
Sonstige Anlagen	-3,5	25,2	9,4	7,2	-4,5	12,8	0,8	0,8	1,2	3,2	4,9	4,9
Vorratsinvestitionen ²	8,8	-3,2	1,6	-2,8	3,2	-0,8	0,7	-0,4	0,6	-0,4	-0,8	-0,9
Inländische Verwendung	5,9	-2,2	3,8	-1,7	6,7	-4,1	0,3	-0,3	1,2	0,8	0,4	0,1
Außenbeitrag ²	-3,6	3,6	-1,2	2,8	-1,0	1,9	-0,3	-0,7	-0,5	0,3	0,6	0,9
Exporte	-5,0	5,9	7,1	5,2	8,9	-0,6	0,8	-5,4	-1,3	3,1	5,2	6,0
Importe	3,1	-1,8	11,3	-1,2	13,2	-5,3	1,6	-4,5	-0,2	3,1	4,6	4,6
Bruttoinlandsprodukt	1,7	1,4	2,4	1,4	5,2	-2,0	0,0	-1,0	0,6	1,0	1,0	1,0

¹Saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte; in Vorjahrespreisen. – ²Beitrag zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten (Lundberg-Komponenten).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Reallöhne leicht im Plus

Nach sehr moderaten Abschlüssen in den vergangenen Jahren vereinbarten die Tarifparteien in diesem Jahr in vielen Branchen deutlich höhere Lohnzuwächse. Insbesondere in der Stahlindustrie und in der chemischen Industrie, aber auch im öffentlichen Dienst (Bund, Gemeinden) gab es kräftige Lohnsteigerungen. Nach Angaben des Tarifarchivs des WSI betrug die Abschlussrate der im ersten Halbjahr ausgehandelten Verträge 4,6 %.³² Allerdings betreffen die Lohnrunden des Jahres 2008 nur bestimmte Branchen, für andere gelten noch die Abschlüsse vergangener Jahre. Wirksam wird laut WSI in diesem Jahr unter Berücksichtigung unterschiedlicher Laufzeiten und der Verhandlungsergebnisse vergangener Jahre ein Anstieg von 3,3 %, nach 2,2 % im Jahr 2007.³³ Unter Berücksichtigung von tarifvertraglich vereinbarten Einmal- und Sonderzahlungen war der Anstieg der tariflichen Stundenverdienste gegenüber dem Vorjahr mit 2,1 % im ersten Halbjahr geringer, aber rund doppelt so hoch wie im Jahr 2007. Die Lohnkosten je Arbeitnehmerstunde stiegen um 1,5 %.

Die vorliegenden Lohnabschlüsse und die aktuellen Forderungen in der Metall- und Elektroindustrie signalisieren eine Zunahme des Tariflohnanstiegs. Die Institute erwarten für die zweite Hälfte dieses Jahres eine Erhöhung der tariflichen Stundenlöhne gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 2,5 %, womit im Jahresdurchschnitt 2008 ein Anstieg von 2,3 % zu Buche schlagen würde. Für das kommende Jahr ist mit einem Anziehen der Stundenlöhne um 2,7 % zu rechnen. Für

die Effektivlöhne ist bei sinkender Kapazitätsauslastung ein etwas geringerer Anstieg veranschlagt. Damit wird der Verteilungsspielraum im Prognosezeitraum nahezu ausgeschöpft.

Auch die Arbeitskosten je Stunde dürften im laufenden Jahr mit 1,9 % und vor allem 2009 mit 2,7 % stärker zulegen als zuletzt. Berücksichtigt man den gesamtwirtschaftlichen Preisanstieg, gemessen am Deflator des Bruttoinlandsprodukts, dürfte sich die Arbeitsstunde real um 0,7 % im laufenden Jahr und um 1,0 % im kommenden Jahr verteuern. Die Lohnstückkosten auf Stundenbasis dürften im Durchschnitt dieses Jahres um 1,8 % zulegen; im kommenden Jahr um 2,0 %. Auf Basis der Beschäftigtenzahl gerechnet ergibt sich für 2009 eine Rate von 2,3 %, nach 1,6 % für 2008.

Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamt sich

Die Verbraucherpreise sind bis zuletzt vergleichsweise kräftig gestiegen; im dritten Quartal 2008 war die Lebenshaltung um 3,1 % teurer als ein Jahr zuvor. Schon seit dem Jahreswechsel liegt die Inflationsrate in einer Größenordnung, die in Deutschland zuletzt Anfang 1994 registriert wurde. Zurückzuführen ist die Zunahme der Inflation in erster Linie auf einen deutlichen Anstieg der Weltmarktpreise für Rohstoffe und Agrarprodukte.³⁴ Nachdem die Preise an den Weltrohstoffmärkten zuletzt sogar gesunken sind, zeichnet

³² Vgl. WSI – Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut in der Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (2008), Tarifpolitischer Halbjahresbericht. Eine Zwischenbilanz der Lohn- und Gehaltsrunde 2008. Düsseldorf, S. 18.

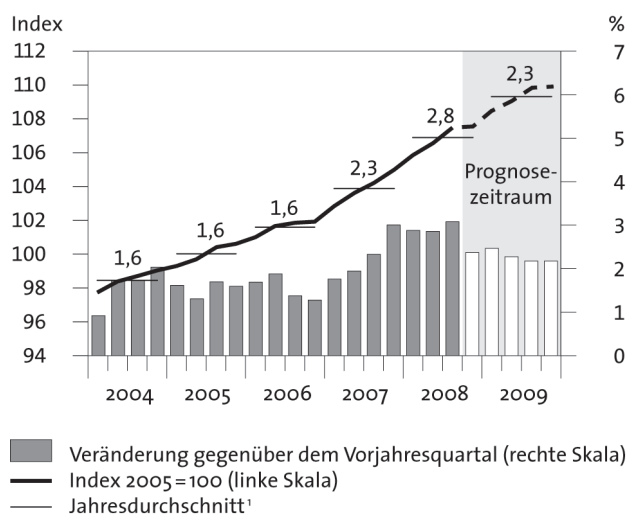
³³ Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangt die Deutsche Bundesbank, die für die erste Jahreshälfte 2008 einen Anstieg der Grundvergütungen um 3,2 % gegenüber dem Vorjahr errechnet.

³⁴ Vgl. Kapitel 5.

Abbildung 4.9

Verbraucherpreise in Deutschland

Ursprungswerte



¹ Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 4. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

sich nun eine deutliche Verlangsamung des Preisauftriebs in Deutschland ab. Im Vergleich zum Vorquartal zogen die Verbraucherpreise im dritten Quartal 2008 bereits mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 2,5 % an.

Im Prognosezeitraum wird der Preisauftrieb weiter nachlassen. Der kräftige Anstieg der Energiekosten bis Mitte dieses Jahres dürfte sich zwar bis zum Jahresende weiter preiserhöhend auswirken. Vor allem dürften die Verbraucherpreise für Gas, die erfahrungsgemäß mit einiger Verzögerung den Ölpreisen folgen, kräftig anziehen. Unter den von den Instituten gemachten Annahmen eines bis zum Ende des Prognosezeitraums unveränderten Rohölpreises von 100 US-Dollar je Barrel und eines konstanten Dollar-Euro-Kurses von 1,45 dürfte der Energiepreisauftrieb dann aber deutlich abklingen. Darüber hinaus erwarten die Institute, dass von außenwirtschaftlicher Seite bei einer insgesamt schwachen Weltkonjunktur im Prognosezeitraum keine preisteigernden Effekte ausgehen werden, zumal sich der Auftrieb der Weltmarktpreise für Agrarrohstoffe wohl deutlich abschwächen wird.

Durch den erhöhten Anstieg der Arbeitskosten wird der Inflationsdruck von der binnenwirtschaftlichen

Seite allerdings größer werden. Alles in allem erwarten die Institute, dass die Verbraucherpreise im laufenden Jahr um 2,8 % über ihrem Vorjahresniveau liegen. Im Jahr 2009 beträgt der Preisauftrieb dann im Jahresdurchschnitt wohl nur noch 2,3 %; dabei wird die Inflationsrate im Jahresverlauf sinken, jedoch nicht unter 2 % (Abbildung 4.9).

Arbeitslosigkeit steigt im Verlauf von 2009

Am Arbeitsmarkt hielt der mittlerweile zwei Jahre währende Beschäftigungsaufbau bis zuletzt an. Im Verlauf dieses Jahres stieg die Erwerbstätigkeit bis August um ca. 350 000 Personen auf 40,3 Mill. Personen. Insbesondere die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung wurde deutlich ausgeweitet, bis Juli um knapp 310 000 Personen. Den größten Zuwachs meldete mit 5,6 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum erneut der Bereich Vermietung und Unternehmensdienstleister. Darin dürfte sich zu einem großen Teil die Zunahme der Arbeitnehmerüberlassungen im Verarbeitenden Gewerbe widerspiegeln. Im Baugewerbe ging die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten hingegen um 0,4 % zurück.

An Bedeutung verloren hat die ausschließlich geringfügige Beschäftigung. Sie sank in diesem Jahr bis Juli um 26 000 Personen. Die Beschäftigung in Arbeitsgelegenheiten (Ein-Euro-Jobs) war in der ersten Jahreshälfte ebenfalls rückläufig; danach stabilisierte sie sich etwa auf Vorjahresniveau. Die Zahl der Selbständigen ist nahezu unverändert geblieben, obwohl die Förderung in den ersten beiden Quartalen deutlich zurückging. Zugleich setzte sich der Trend steigender durchschnittlicher Arbeitszeiten insbesondere bei den Teilzeitbeschäftigten fort.³⁵ Insgesamt erhöhte sich das Arbeitsvolumen in der ersten Jahreshälfte mit einer annualisierten Rate von rund 2 %.

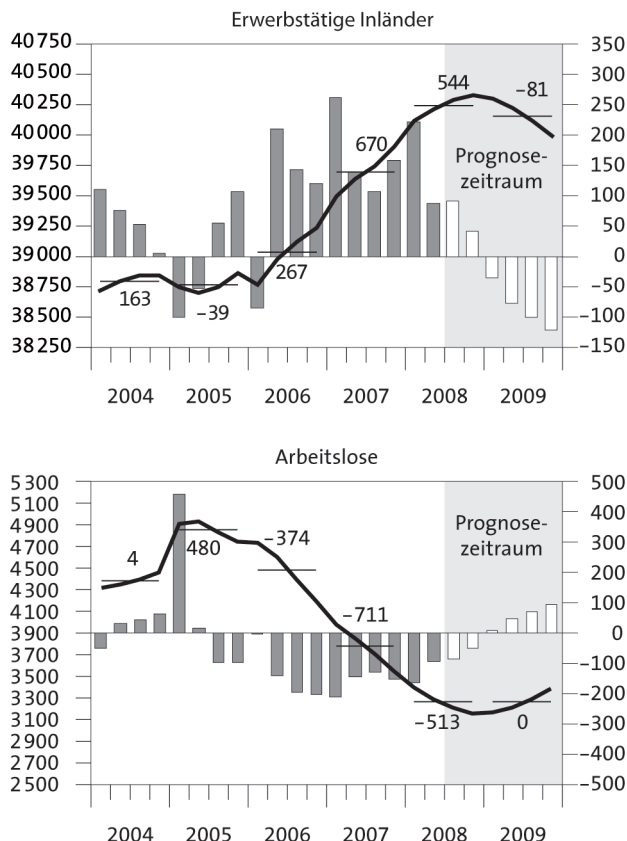
Die Zunahme der Beschäftigung ging mit einem deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit einher. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen sank in diesem Jahr bis September um 324 000 Personen und damit auf den niedrigsten Stand seit 16 Jahren. Diese Entwicklung ist umso bemerkenswerter, als der Wegfall des erleichterten Bezugs von Arbeitslosengeld für Personen, die nach Vollendung des 58. Lebensjahres arbeitslos werden, die Arbeitslosigkeit erhöht hat.³⁶ Dieser Tendenz wirkte jedoch die demographisch bedingte deutliche Abnahme des Erwerbspersonenpotentials entgegen, die das IAB für 2008 auf rund 80 000 Personen schätzt³⁷. Überdurchschnittlich stark, um rund 260 000 Personen, ging die Langzeitarbeitslosigkeit zurück,

³⁵ Vgl. Bach, H.-U. et al. (2008), Der Arbeitsmarkt tritt auf der Stelle, *IAB Kurzbericht* 13/2008, S. 11.

³⁶ Die BA rechnet damit, dass sich durch die geänderte Regelung die Zahl der Arbeitslosen im bisherigen Jahresverlauf monatlich um rund 10 000 erhöht hat.

³⁷ Vgl. Bach, H.-U. et al. (2008), a. a. O.

Abbildung 4.10
Erwerbstätige und Arbeitslose
 Saisonbereinigter Verlauf in 1000 Personen



■ Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala)
 — Saisonbereinigter Verlauf (linke Skala)
 — Jahresdurchschnitt' (linke Skala)

'Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in 1000 Personen.

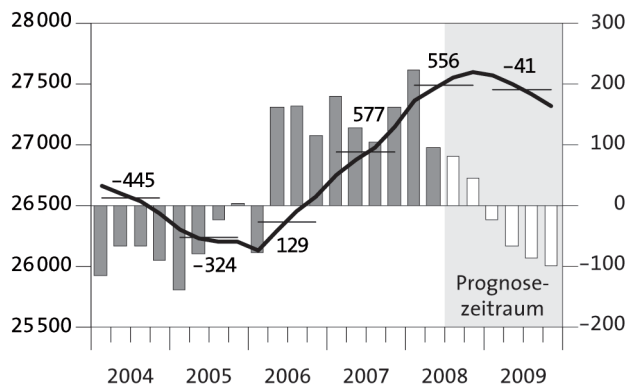
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute; ab 3. bzw. 4. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

womit der Anteil an allen Arbeitslosen auf 36,4 % und damit um 3,3 Prozentpunkte unter das Vorjahresniveau gesunken ist. Die Zahl der nicht als arbeitslos registrierten Arbeitssuchenden hat sich um 87 000 Personen verringert. Hierzu zählen insbesondere die Teilnehmer an arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen, geringfügig Beschäftigte, die eine reguläre Beschäftigung suchen, sowie von Arbeitslosigkeit bedrohte Arbeitnehmer, die nach einer Kündigung vorübergehend noch beschäftigt sind.

Bis zum Ende dieses Jahres dürfte sich der Beschäftigungsaufbau fortsetzen, wenngleich verlangsamt (Abbildung 4.10). Insgesamt erhöht sich die Erwerbstätigkeit im Verlauf des Jahres 2008 um 437 000 Personen, im Jahresdurchschnitt entspricht dies einem Zuwachs um 544 000 Personen (1,4 %) (Tabelle 4.11). Vor allem

Abbildung 4.11
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte
 Saisonbereinigter Verlauf in 1000 Personen



■ Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala)
 — Saisonbereinigter Verlauf (linke Skala)
 — Jahresdurchschnitt' (linke Skala)

'Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in 1000 Personen.

Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung legt mit 451 000 Personen im Jahresverlauf deutlich zu (Abbildung 4.11). Die geförderte Selbständigkeit nimmt infolge der verringerten Förderdauer weiter ab. Durch die nachlassende konjunkturelle Dynamik werden weniger Personen, die aus der Förderung herausfallen, ihr Gewerbe aufrechterhalten können. Damit ergibt sich nur noch ein leichter Zuwachs der Selbständigen insgesamt. Vor diesem Hintergrund steigt das Arbeitsvolumen mit 1,5 % (arbeitsstäglich bereinigt 1,2 %) nicht mehr so stark wie zuvor, auch weil die auf Arbeitszeitkonten angesammelten Stunden abgebaut werden dürften.

Infolge des schwächer werdenden Beschäftigungsaufbaus wird die Arbeitslosigkeit in den verbleibenden Monaten dieses Jahres nur noch geringfügig sinken. Im Jahresdurchschnitt ergibt sich ein Rückgang um 513 000 Personen, was im Verlauf einer Abnahme von 398 000 entspricht.

Im nächsten Jahr werden die Unternehmen auf die spürbar nachlassende Kapazitätsauslastung mit deutlich weniger Neueinstellungen reagieren, zumal von Seiten der Arbeitskosten kaum noch positive Impulse auf die Beschäftigung ausgehen. Auf Grund des Fachkräftemangels werden viele Unternehmen jedoch versuchen, ihr qualifiziertes Personal zu halten. Sie werden daher auf den Produktionsrückgang zunächst mit dem Abbau von Überstunden sowie der Kündigung von Zeitarbeitsverträgen und geringfügig Beschäftigter reagieren. Da die Zeitarbeiter jedoch in der Regel

Tabelle 4.11

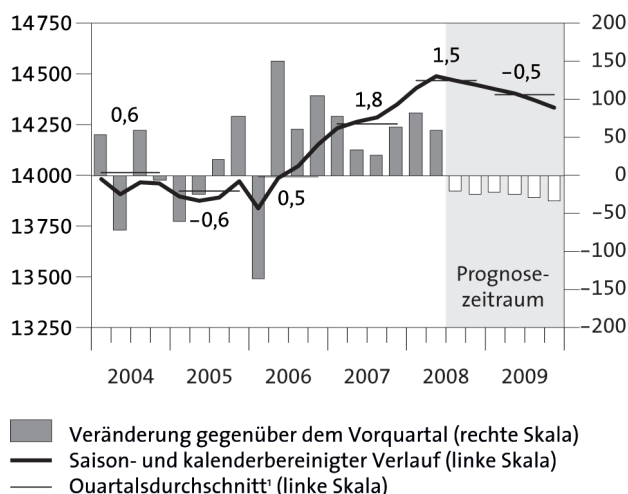
Arbeitsmarktbilanz						
2004 bis 2009; Jahresdurchschnitte in 1 000 Personen						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Deutschland						
Erwerbstätige Inländer	38 796	38 757	39 024	39 694	40 238	40 157
Arbeitnehmer	34 574	34 397	34 630	35 243	35 779	35 689
darunter:						
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ¹	26 561	26 237	26 366	26 942	27 498	27 457
Marginal Beschäftigte ²	5 607	5 798	5 887	5 923	5 973	5 965
darunter:						
Ausschließlich geringfügig Beschäftigte ¹	4 742	4 771	4 819	4 861	4 851	4 816
Zusatzjobs	12	218	306	300	289	295
Selbständige	4 222	4 360	4 394	4 451	4 459	4 468
darunter:						
Förderung der Selbständigkeit ³	234	322	299	237	181	150
Pendlersaldo	84	94	73	74	65	65
Erwerbstätige Inland	38 880	38 851	39 097	39 768	40 303	40 223
Personen zwischen 15 und 64 Jahren ⁴	55 359	55 063	54 746	54 520	54 260	53 945
Erwerbstätigenquote ⁵	70,1	70,4	71,3	72,8	74,2	74,4
Arbeitslose ¹	4 381	4 861	4 487	3 776	3 263	3 263
Arbeitslosenquote ⁶	10,1	11,1	10,3	8,7	7,5	7,5
Arbeitslosenquote gemäß BA-Definition ⁷	11,7	13,0	12,0	10,1	8,9	8,9
Erwerbslose ⁸	4 160	4 573	4 250	3 602	3 147	3 145
Erwerbslosenquote ⁹	9,7	10,6	9,8	8,3	7,3	7,3
Westdeutschland ¹⁰						
Erwerbstätige Inländer ¹¹	32 745	32 760	32 989	33 569	34 058	33 997
Erwerbstätige Inland ¹¹	33 224	33 245	33 461	34 044	34 523	34 462
Personen zwischen 15 und 64 Jahren ⁴	46 007	45 840	45 679	45 620	45 538	45 380
Erwerbstätigenquote ⁵	71,2	71,5	72,2	73,6	74,8	74,9
Arbeitslose ¹	3 081	3 566	3 300	2 747	2 333	2 328
Arbeitslosenquote ⁶	8,6	9,8	9,1	7,6	6,4	6,4
Arbeitslosenquote gemäß BA-Definition ⁷	9,9	11,5	10,6	8,8	7,6	7,6
Ostdeutschland ¹⁰						
Erwerbstätige Inländer ¹¹	6 051	5 997	6 035	6 125	6 180	6 160
Erwerbstätige Inland ¹¹	5 656	5 606	5 636	5 724	5 780	5 760
Personen zwischen 15 und 64 Jahren ⁴	9 352	9 223	9 063	8 886	8 722	8 565
Erwerbstätigenquote ⁵	64,7	65,0	66,6	68,8	70,9	71,9
Arbeitslose ¹	1 300	1 295	1 187	1 030	930	935
Arbeitslosenquote ⁶	17,7	17,8	16,4	14,4	13,1	13,2
Arbeitslosenquote gemäß BA-Definition ⁷	20,1	20,3	19,0	16,5	15,2	15,2

¹Berechnet als Durchschnitt der Monatswerte. – ²Personen, die keine voll sozialversicherungspflichtige Beschäftigung ausüben, jedoch nach dem Labour-Force-Konzept als Erwerbstätige gelten, wenn sie in einem einwöchigen Berichtszeitraum wenigstens eine Stunde gegen Entgelt gearbeitet haben. – ³Gründungszuschüsse, Existenzgründungszuschüsse, Überbrückungsgeld und Einstiegsgeld. – ⁴Der geschätzte Wert für das Jahr 2006 aus der 11. Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamts (mittlere untere Variante) wurde an den von der amtlichen Statistik für dieses Jahr veröffentlichten Wert angepasst. – ⁵Erwerbstätige Inländer in % der Erwerbsfähigen. – ⁶Arbeitslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Erwerbstätige Inländer einschließlich Arbeitsloser). – ⁷Arbeitslose in % aller abhängigen zivilen Erwerbspersonen. – ⁸Definition der ILO. – ⁹Erwerbslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Erwerbstätige Inländer einschließlich Arbeitsloser). – ¹⁰Westdeutschland: Alte Bundesländer einschließlich Berlin, Ostdeutschland: Neue Bundesländer ohne Berlin. – ¹¹Ab 2008: Schätzung der Institute auf Basis der Länderergebnisse der Erwerbstätigenrechnung von Februar/März 2008.
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Arbeitskreis Erwerbstätigenrechnung des Bundes und der Länder (Rechenstand: Februar/März 2008); Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesagentur für Arbeit; 2008 und 2009: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

Abbildung 4.12

Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen Saison- und kalenderbereinigter Verlauf in Mio. Stunden



¹ Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2008: Prognose der Institute.

GD Herbst 2008

sozialversicherungspflichtig beschäftigt sind, wird sich der Beschäftigungsrückgang vor allem in der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung niederschlagen. Die Zahl der Selbständigen wird weiter abnehmen, weil sich auch die Erfolgsaussichten nicht geförderter Selbständiger deutlich verschlechtern. Alles in allem wird die Zahl der Erwerbstätigen im Verlauf des Jahres 2009 um 340 000 Personen sinken, was im Jahresdurchschnitt aufgrund des Überhangs jedoch einer Abnahme von lediglich 81 000 Personen entspricht. Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden verringert sich im Jahresdurchschnitt um 0,5 % (Abbildung 4.12).

Der seit Mitte 2005 anhaltende Rückgang der Arbeitslosigkeit läuft 2009 aus. Für den Jahresverlauf rechnen die Institute mit einer Zunahme der Arbeitslosenzahl um 223 000 Personen, was im Jahresdurchschnitt Stagnation bedeutet. Dabei ist berücksichtigt, dass das Erwerbspotential im nächsten Jahr nach Einschätzung des IAB um rund 130 000 Personen und damit etwas rascher zurückgehen wird als im laufenden Jahr.

Beschleunigter Anstieg der Staatsausgaben

Die Ausgabenpolitik wurde im Jahr 2008 deutlich gelockert (Tabelle 4.12). Gleichzeitig wurden die Abgaben per saldo gesenkt. Im Jahr 2009 wird die Finanzpolitik vermutlich neutral ausgerichtet sein.

Im laufenden Jahr verstärkt sich der Anstieg der Staatsausgaben spürbar. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass die Personalausgaben kräftig zulegen; die Löhne im öffentlichen Dienst je Stunde wurden um rund 3 % und damit deutlich stärker angehoben als in den Vorjahren. Ferner wird der Sachaufwand merklich erhöht; dies betrifft insbesondere die Bereiche Verteidigung, Bildung und Forschung sowie die gesetzliche Krankenversicherung und die soziale Pflegeversicherung. Zudem werden die öffentlichen Investitionen abermals kräftig, nämlich um 5,2 %, ausgeweitet; hier schlägt auch der Ausbau der Infrastruktur zur Ganztagsbetreuung von Kindern zu Buche.

Die monetären Sozialleistungen insgesamt werden in diesem Jahr wohl um 0,6 % zunehmen. Zwar sinken mit dem Rückgang der Arbeitslosigkeit die arbeitsmarktbedingten Ausgaben, doch wurden verschiedene Sozialleistungen aufgestockt. So steigen die Ausgaben für das Eltern- bzw. Erziehungsgeld, und der Kreis derer wurde erweitert, die einen sogenannten Kinderzuschlag (anstatt des Sozialgeldes bei Bezug des Arbeitslosengeldes II) beanspruchen können. Ferner wird älteren Arbeitslosen mit einem Anspruch auf Arbeitslosengeld dieses über einen längeren Zeitraum gewährt. Auch setzen der Bund und die Bundesagentur für Arbeit zusätzliche Mittel für arbeitsmarktpolitische Maßnahmen ein.³⁸ Darüber hinaus wurden die Renten und – daran gekoppelt – der Regelsatz des Arbeitslosengeldes II und der Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung am 1. Juli um 1,1 % statt um 0,46 % erhöht.³⁹

Daneben wird die Entwicklungshilfe aufgestockt. Ferner erhält die Deutsche Post vom Bund eine Überweisung in Höhe von schätzungsweise 1,1 Mrd. Euro.⁴⁰ Auch wendeten der Bund und einzelne Länder (z.B. Nordrhein-Westfalen und Sachsen) Mittel auf, um Banken zu unterstützen, nachdem diese infolge von Fehlspekulationen erhebliche Verluste erlitten hatten.⁴¹ Alles in allem dürften die Ausgaben des Staates im Jahr 2008 um 2,6 % zunehmen, nachdem sie im Zeitraum von 2004 bis 2007 um jahresdurchschnittlich lediglich 0,6 % ausgeweitet worden waren. Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt werden sie wohl 43,7 % betragen (Tabelle 4.13).

³⁸ Zu den Maßnahmen vgl. die Konjunkturpolitische Chronik des RWI: www.rwi-essen.de/kchronik.

³⁹ Bei der Rentenanpassung wurde der (dämpfende) Einfluss des so genannten Riester-Faktors für zwei Jahre ausgesetzt. Vgl. hierzu im Einzelnen Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Folgen der Immobilienkrise belasten Konjunktur. Essen 2008, S. 68f.

⁴⁰ Die Deutsche Post hatte vor einigen Jahren einen Transfer in Höhe von rund 0,9 Mrd. Euro (einschließlich Zinsen) an den Bund leisten müssen, weil sie nach Einschätzung der EU in den Jahren 1994–1998 eine Beihilfe in Form einer vom Bund erlaubten „Quersubventionierung“ erhalten hatte. Nach einem Urteil des Europäischen Gerichtshofs muss dieser Betrag (einschließlich Zinsen) zurückgezahlt werden.

Tabelle 4.12

Änderung von Steuern, Sozialabgaben und Staatsausgaben durch diskretionäre Maßnahmen^{1,2}

Haushaltsentlastungen (+) und Haushaltsbelastungen (-), in Mrd. Euro gegenüber 2007

	2008	2009
Abgabenänderungen	-6,1	-0,7
Gesetz zur steuerlichen Förderung von Wachstum und Beschäftigung	-0,8	1,0
Haushaltsbegleitgesetz 2006	3,2	3,8
Steueränderungsgesetz 2007	2,2	3,5
Jahressteuergesetz 2007	-0,5	-0,5
Reform der Unternehmensbesteuerung 2008	-6,6	-7,1
Einnahmen aus dem Verkauf von CO ₂ -Emissionen	1,0	1,0
Weitere Steuerrechtsänderungen ³	0,3	-0,7
Steuerliche Änderungen infolge des Existenzminimumberichts		-1,1
Mehreinnahmen aus der Erhöhung der Autobahnenmaut (per Saldo)		1,0
Reduktion des Beitragsatzes zur Arbeitslosenversicherung zum 1. Januar 2008 um 0,9 Prozentpunkte und um weitere 0,5 Prozentpunkte zum 1. Januar 2009	-7,2	-11,5
Erhöhung des Beitragsatzes zur Pflegeversicherung zum 1. Juli 2008 um 0,25 Prozentpunkte ⁴	1,3	2,8
Anhebung des durchschnittlichen Krankenkassenbeitragsatzes um 0,1 Prozentpunkte in 2008 und um weitere 0,6 Prozentpunkte in 2009 ⁴	1,0	7,1
Ausgabenänderungen	-12,4	-17,7
Abschaffung der Eigenheimzulage	0,7	1,5
Erhöhung von Transferleistungen infolge des Existenzminimumberichts, u.a. von Kindergeld		-3,0
Aussetzung des Riesterfaktors (Rentenversicherung, Arbeitslosengeld II und Grundsicherung im Alter)	-0,9	-2,7
Änderung sozialer Leistungen (ohne arbeitsmarktpolitische Maßnahmen) ⁵	-0,4	-0,9
Reformen am Arbeitsmarkt ⁶	-2,3	-3,6
Investitionen und Betriebsausgaben zur Schaffung von "Krippenplätzen"	-1,1	-1,2
Investitionen in Verkehrsinfrastruktur	-0,4	-0,9
Aufstockung der Ausgaben für Verteidigung	-0,7	-1,4
Aufstockung der Ausgaben für Klimaschutz, u.a. Förderprogramm für Klimaschutz und Energieeffizienz	-1,3	-1,5
Aufstockung der Entwicklungshilfe	-0,8	-0,8
GKV-Wettbewerbsverstärkungsgesetz	0,4	0,8
Aufstockung der Leistungen der Pflegeversicherung	-0,5	-1,0
Einführung einer Euro-Gebührenordnung für Ärzte, Änderung der Ärztevergütung zum 1. Januar 2008 sowie Erhöhung von Zahlungen an Krankenhäuser	-	-1,0
Vermögensübertragungen an Banken	-4,0	-
Laufende Übertragungen an die Post	-1,1	-
Insgesamt	-18,5	-18,4

¹Ohne makroökonomische Rückwirkungen. - ²Ohne Maßnahmen, die schon früher in Kraft getreten sind, wie z.B. die Kürzung der Bezugsdauer von Arbeitslosengeld, die Verringerung der Eigenheimzulage, die Wirkung des Altersvorsorgeanteils (Riester-Treppe) und des Nachhaltigkeitsfaktors bei der Rentenberechnung sowie ohne „heimliche“ Steuererhöhungen. - ³Jahressteuergesetz 2008, Gesetz zur Förderung der betrieblichen Altersvorsorge, Drittes Gesetz zur Änderung von Verbrauchsteuergesetzen, Jahressteuergesetz 2009, u.a. - ⁴Nach Abzug der Mehrausgaben des Staates für Beiträge von Empfängern sozialer Leistungen an den jeweiligen Sozialversicherungszweig. - ⁵Z.B. Schulbedarfspaket für Hartz-IV-Haushalte, Verkürzung der Zahlung von Kindergeld, Aufstockung der BAföG-Leistungen, Erhöhung des Wohngelds, Verlängerung der Zahlung des ALG I für über 50-jährige Arbeitslose und Aufstockung des Kinderzuschlags für Geringverdienende. - ⁶Gesetz zur Verbesserung der Beschäftigungschancen älterer Menschen, Gesetz zur Verbesserung der Beschäftigungschancen Langzeitarbeitsloser mit Vermittlungshemmnissen, Gesetz zur Verbesserung der Beschäftigungschancen von jüngeren Menschen mit Vermittlungshemmnissen, Einführung von Eingliederungsscheinen, für über 50-jährige Arbeitslose, Bundesprogramm „Kommunal-Kombi“.

GD Herbst 2008

Im kommenden Jahr werden die Sachleistungen der Sozialversicherung sehr stark ausgeweitet. Hier wirkt sich unter anderem aus, dass die Honorare für ärztliche Leistungen kräftig angehoben und die Ausgaben für Leistungen der Krankenhäuser stark erhöht werden. Auch werden die Leistungen der sozialen Pflegeversicherung aufgestockt. Die öffentlichen Investitionen werden nicht mehr ganz so stark ausgeweitet wie

in den Jahren zuvor. Maßgeblich hierfür ist, dass die den Gemeinden für Investitionen verfügbaren „freien Mittel“, die infolge eines sehr starken Anstiegs des Gewerbesteueraufkommens beträchtlich zugenommen hatten, vor allem infolge kräftig steigender Personalausgaben sinken dürften. Anregend auf die Investitionstätigkeit wirkt indes, dass die Mehreinnahmen, die aus der Erhöhung der LKW-Maut resultie-

⁴¹ Der Bund und einige Länder haben den öffentlich-rechtlichen Banken (WestLB, SachsenLB und anderen) Garantien und Risikoabschirmungen gewährt. Die hieraus resultierenden Ausgaben der öffentlichen Hand im Jahr 2008 werden auf rund 4 Mrd. Euro veranschlagt. Zudem ist zu erwarten, dass der Staat noch in einem nennenswerten Ausmaß in Anspruch genommen wird. Offen ist, ob infolge der Bürgschaft des Bundes für einen Kredit an die Hypo Real Estate (26,6 Mrd. Euro) Ausgaben anfallen werden.

Tabelle 4.13

Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren ¹								
1991 bis 2009, in % des nominalen BIP								
	Staatseinnahmen			Staatsausgaben			Finanzierungs-saldo	Nachrichtlich: Zinssteuer-quote ²
	Insgesamt	darunter:		Insgesamt	darunter:			
		Steuern	Sozial-beiträge		Zins-ausgaben	Brutto-investitionen		
1991	43,4	22,0	16,8	46,3	2,7	2,6	-2,9	12,2
1992	44,8	22,4	17,2	47,2	3,1	2,8	-2,5	14,1
1993	45,2	22,4	17,7	48,2	3,2	2,7	-3,0	14,3
1994	45,6	22,3	18,2	47,9	3,2	2,5	-2,3	14,2
1995 ³	44,9	21,9	18,3	48,1	3,5	2,2	-3,2	15,9
1996	46,0	22,4	19,0	49,3	3,5	2,1	-3,3	15,5
1997	45,7	22,2	19,2	48,4	3,4	1,8	-2,6	15,3
1998	45,9	22,7	18,9	48,0	3,4	1,8	-2,2	14,8
1999	46,6	23,8	18,7	48,1	3,1	1,9	-1,5	13,2
2000 ⁴	46,4	24,2	18,3	47,6	3,2	1,8	-1,2	13,0
2001	44,7	22,6	18,2	47,6	3,1	1,7	-2,8	13,5
2002	44,4	22,3	18,2	48,1	2,9	1,7	-3,7	13,1
2003	44,5	22,3	18,3	48,5	3,0	1,6	-4,0	13,3
2004	43,2	21,7	17,9	47,0	2,8	1,4	-3,8	13,0
2005	43,5	22,0	17,7	46,8	2,8	1,4	-3,3	12,6
2006	43,8	22,9	17,2	45,3	2,8	1,4	-1,5	12,3
2007	43,9	23,8	16,5	43,8	2,8	1,5	0,1	11,7
2008	43,9	23,9	16,4	43,7	2,8	1,5	0,2	11,8
2009	44,2	24,0	16,5	44,2	2,8	1,5	0,0	11,7

¹In der Abgrenzung der VGR. – ²Zinsausgaben des Staates in Relation zum Steueraufkommen. – ³Ohne Vermögenstransfers im Zusammenhang mit der Übernahme der Schulden der Treuhandanstalt und der Wohnungswirtschaft der ehemaligen DDR (per saldo 119,6 Mrd. Euro). – ⁴Ohne Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen (50,8 Mrd. Euro).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute. GD Herbst 2008

ren, wohl zu einem großen Teil für den Ausbau der Verkehrsinfrastruktur verwendet werden.

Die monetären Sozialleistungen insgesamt werden im kommenden Jahr wohl um 2,3 % zunehmen. Dabei dürften die Renten im Juli 2009 wegen des im Jahr 2008 beschleunigten Lohnanstiegs, aber auch wegen des beschlossenen Eingriffs in die Rentenformel um rund 2 ½ % und damit wesentlich stärker als im Vorjahr angehoben werden. Ferner wird das Kindergeld – als Folge einer Neuberechnung des soziokulturellen Existenzminimums – angehoben. In dieser Prognose ist unterstellt, dass hierfür zusätzliche Ausgaben in Höhe von 3 Mrd. Euro getätigt werden. Für das Arbeitslosengeld und andere arbeitsmarktabhängige Ausgaben werden voraussichtlich nur wenig höhere Aufwendungen nötig werden. Zwar wird die Arbeitslosenzahl im Verlauf des kommenden Jahres spürbar zunehmen, im Durchschnitt des Jahres dürfte sie aber

nicht höher sein als im Jahr 2008. Die Ausgaben des Staates insgesamt werden im Jahr 2009 voraussichtlich um 2,9 % expandieren.⁴²

Die Einnahmen des Staates werden im Jahr 2008 wohl um 2,7 % steigen. Überproportional expandiert das Steueraufkommen (3,2 %). Das Lohnsteueraufkommen wird angesichts eines deutlich beschleunigten Lohnanstiegs progressionsbedingt stark zunehmen, und auch die zu Jahresbeginn eingeführte Versteigerung der Lizenzen für CO₂-Emissionen bringt zusätzliche Einnahmen; diese werden in der VGR den Steuern als sonstige Produktionsabgaben zugerechnet. Bedeutliche Steuermindereinnahmen (6 ½ Mrd. Euro gemäß der Schätzung des Bundesministeriums der Finanzen) sind hingegen infolge der Reform der Unternehmens- und Kapitaleinkommensbesteuerung zu erwarten. Die Belastung durch Sozialversicherungsbeiträge insgesamt wird deutlich niedriger sein als im

⁴² Ein Teil des Anstiegs (0,1 Prozentpunkte) resultiert aus einer Änderung der Struktur der Zahlungen Deutschlands an die EU. Die Mehrwertsteuer-Eigenmittel werden – bei einem auf das Jahr 2009 begrenzten Rückgang der Summe aus beiden Quellen um 2 Mrd. Euro infolge einer rückwirkenden Umstellung der Finanzierung der Ausgaben der EU – gesenkt, die bruttonationaleinkommensbezogenen Eigenmittel erhöht. In der VGR hat dies zur Folge, dass die Steuereinnahmen, die die Mehrwertsteuer-Eigenmittel nicht umfassen, zunehmen und die Staatsausgaben, zu denen die einkommensbezogenen Eigenmittel zählen, steigen.

Jahr 2007. Zwar wird der durchschnittliche Beitragsatz in der gesetzlichen Krankenversicherung etwas höher ausfallen, und der in der sozialen Pflegeversicherung wurde zum 1. Juli 2008 um 0,25 Prozentpunkte erhöht, aber der Beitragsatz in der Arbeitslosenversicherung wurde am 1. Januar 2008 um 0,9 Prozentpunkte gesenkt. Das Beitragsaufkommen insgesamt wird trotz des deutlichen Anstiegs der Lohnsumme, der wichtigsten Bemessungsgrundlage der Beitragseinnahmen, um nur 1,9 % steigen.

Im Jahr 2009 dürften die Einnahmen des Staates um 2,6 % und damit nur wenig langsamer als im Jahr 2008 expandieren. Die Belastung der Beitragszahler durch die Sozialversicherungsbeiträge dürfte insgesamt etwas steigen. So wird der Beitragsatz in der Krankenversicherung zu Jahresbeginn deutlich – nämlich um 0,6 Prozentpunkte – auf 15,5 % angehoben. Hingegen wird der Beitragsatz in der Arbeitslosenversicherung wohl um 0,5 Prozentpunkte auf 2,8 % gesenkt. Für die Besteuerung im Jahr 2009 werden nur geringfügige Änderungen unterstellt. Zwar ist absehbar, dass das Aufkommen der Einkommensteuer, vor allem das Lohnsteueraufkommen bei einem Anstieg des Lohns je Beschäftigten um 2,7 %, progressionsbedingt wiederum kräftig steigen wird. Voraussichtlich wird aber der Wert für das vom Staat garantierte Mindesteinkommen – als Folge einer Neuberechnung des sozio-kulturellen Existenzminimums – angehoben. Insgesamt wird die Steuerbelastung wohl etwas sinken, wenn man den buchungstechnisch bedingten Anstieg außer Betracht lässt. Die sonstigen Einnahmen des Staates werden wenig zunehmen. Zwar wird die LKW-Maut zu Jahresbeginn 2009 angehoben. Allerdings werden die Kapitalerträge des Staates aus der Beteiligung an öffentlich-rechtlichen Banken infolge der Gewinneinbußen oder der Verluste dieser Banken wohl deutlich sinken.

Das Budget des Staates dürfte im Jahr 2008 einen Überschuss in Höhe von knapp 4 Mrd. Euro aufweisen. Durch diskretionäre Maßnahmen wird der Budgetsaldo im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt um 0,7 Prozentpunkte reduziert. Im Jahr 2009 dürfte unter den skizzierten Annahmen der Haushalt des Staates ausgeglichen sein. Der Rückgang des Budgetsaldos beträgt zwar nur 3 Mrd. Euro. Bedenkt man aber, dass der Saldo im Jahr 2008 bei Ausklammerung von Sondereffekten⁴³ rund 9 Mrd. Euro (statt der ausgewiesenen 4 Mrd. Euro) beträgt und dass sich im Jahr 2009 – bei Ausklammerung eines Sondereinflusses – ein Defizit in Höhe von 2 Mrd. Euro ergibt, so beläuft sich die Verschlechterung der Staatsfinanzen auf 10,5 Mrd. Euro. Sie ist im Wesentlichen konjunkturbedingt.

Die Prognose der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben ist mit erheblicher Unsicherheit belastet. Es könnte sein, dass die gesetzliche Regelung zur Entfernungspauschale – in Reaktion auf eine anstehende Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts – so korrigiert werden, dass Mindereinnahmen des Staates resultieren. Auch ist nicht auszuschließen, dass angesichts der Bundestagswahl – über die unterstellten Maßnahmen hinaus – zusätzliche Ausgaben beschlossen werden. Vor allem aber könnten der Bund und – mit Einschränkungen – die Länder infolge der Finanzkrise in erheblichem Maße zu Mehrausgaben gezwungen sein.

⁴³ Zu berücksichtigen sind 4 Mrd. Euro Vermögensübertragungen im Zusammenhang mit den Fehlspekulationen von Banken sowie eine Übertragung an die Deutsche Post in Höhe von 1,1 Mrd. Euro im Jahr 2008. Im Jahr 2009 werden einmalig 2 Mrd. Euro weniger an die EU überwiesen.

5. Preisschocks: Globale Ursachen und lokale Wirkungen⁴⁴

Einleitung

Deutschland wird im Jahr 2008 mit voraussichtlich 2,8 % die höchste jährliche Inflationsrate seit der Einführung des Euro erleben. Im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2007 waren die Verbraucherpreise um lediglich 1,5 % gestiegen. Das derzeit verschärfte Tempo der Geldentwertung hat nicht nur zu einem ungewohnt hohen Kaufkraftentzug geführt, sondern auch eine Verunsicherung der Konsumenten nach sich gezogen. Beides hat sich in einem rückläufigen realen privaten Verbrauch niedergeschlagen.

Ausgelöst wurde die gegenwärtige Inflationswelle durch die massive Verteuerung von Rohstoffen, von Gütern also, deren Preise an den internationalen Märkten gebildet werden und damit weitgehend unabhängig sind von der lokalen Angebots- und Nachfragesituation und den Politikmaßnahmen in Deutschland oder Europa (Kasten 5.1). Für die Wirkung der Preisschocks und für die Wirtschaftspolitik ist von Bedeutung, ob diese Schocks vorübergehend oder dauerhaft das Rohstoffpreinsniveau verändern oder ob die relativen Preise der Rohstoffe in Zukunft einen Aufwärtstrend aufweisen werden. Daher soll im Folgenden untersucht werden, welche globale Faktoren zu dem Preisschub an den Weltmärkten geführt haben. Anschließend werden die Inflationswirkungen der Preisschübe in Deutschland und im Euroraum analysiert. Sodann wird gefragt, wie die europäische Geldpolitik darauf reagieren sollte.

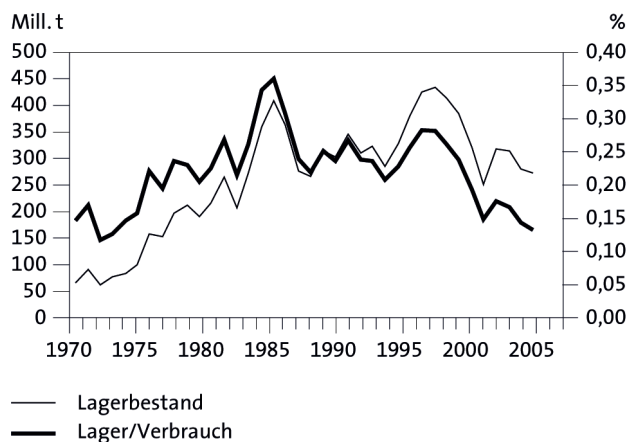
Globale Ursachen der Rohstoffpreisinflation

Die Rolle der Fundamentalfaktoren

Energieträger und Metallrohstoffe haben sich zwischen 2003 und 2007 um mehr als 25 Prozent je Jahr verteuert. Dafür dürfte vor allem die boomende Weltproduktion verantwortlich sein. Insbesondere wird häufig auf den enormen „Rohstoffhunger“ Chinas verwiesen.⁴⁵ Zudem haben viele Länder die Energiepreise zeitweise durch Subventionen stabilisiert, weshalb die internationalen Preissignale dort zunächst nicht an den heimischen Markt weitergegeben wurden und notwendige Anpassungsreaktionen unter-

Abbildung 5.1

Weltweite Lagerbestände und Lager-Verbrauchs-Verhältnis für Getreide und Ölsaaten 1970 bis 2007



Quelle: USDA PS&D Database.

GD Herbst 2008

blieben.⁴⁶ Darüber hinaus werden aber auch die starke Ausweitung der weltweiten Geldmenge und die Abwertung des US-Dollars als wichtige Gründe angeführt.⁴⁷ Hinzu kommt, dass das Rohstoffangebot nur zögerlich reagierte.

Speziell der Preis von Rohöl hat sich in den vergangenen Jahren drastisch erhöht. Eine erhöhte Energieeffizienz der Produktion und ein rückläufiger Ölanteil am Primärenergieverbrauch in Nordamerika und Europa konnten den stark steigenden Verbrauch insbesondere der asiatischen Länder nicht mehr kompensieren. Daher stieg der weltweite Ölverbrauch kontinuierlich an (Abbildung 5.1). Da Schwellenländer wie Indien und China pro Kopf noch weitaus weniger Primärenergie verbrauchen als die Industriestaaten, dürfte sich die Nachfrageausweitung auch in den kommenden Jahren fortsetzen.

Dennoch ist der enorme Preisanstieg für Rohöl insofern bemerkenswert, als die Ölproduktion den Verbrauch in den vergangenen 10 Jahren überstiegen hat.⁴⁸ Entsprechend haben sich die Lagerbestände kontinuierlich ausgeweitet (Abbildung 5.2). Dabei hat sich das Lager-Verbrauch-Verhältnis bis Mitte der

⁴⁴ Ausführliche Abhandlungen einzelner Aspekte haben die Institute in einer Sammlung von Hintergrundpapieren zusammengestellt; die Sammlung ist zugänglich unter <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008>.

⁴⁵ Vgl. Francis, M. (2007), The Effect of China on Global Prices, *Bank of Canada Review* (Autumn), S. 13–25.

⁴⁶ Vgl. IMF (International Monetary Fund) (2008), Food and Fuel Prices – Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses, S. 23–26.

⁴⁷ Vgl. Brown, F. und D. Cronin (2007), Commodity prices, money and inflation, *European Central Bank Working Paper Series* 738, Frankfurt. – Lipsky, J. P. (2008), Commodity Prices and Global Inflation, *Council on Foreign Relations*, New York City, 8. Mai. – Buiters, W. (2008), Inflation here, there and everywhere, *Mavercon Blog, Financial Times*, 14. Mai 2008. – Amano, R. A. und S. van Norden (1998), Exchange Rates and Oil Prices, *Review of International Economics* 6, S. 683–694.

Zur Inflationswirkung der Globalisierung

Die zunehmende Verflechtung der Weltwirtschaft und der Eintritt vormals planwirtschaftlich organisierter Länder in die internationale Arbeitsteilung haben in den vergangenen rund 20 Jahren einen Globalisierungsschub ausgelöst. Parallel dazu hat sich der Gleichlauf der nationalen Inflationsraten verstärkt. Dafür wird eine Reihe von Gründen angeführt.

Erstens wird die Inflationsrate einer Volkswirtschaft langfristig von der Geldpolitik determiniert. Die langfristige Konvergenz der Inflationsraten ist also das Ergebnis der Konvergenz der Geldpolitiken; immer mehr Zentralbanken orientieren sich an einem Inflationsziel. Dies hat maßgeblich dazu beigetragen, dass in den meisten Industrieländern niedrigere und stabilere Inflationsraten zu beobachten sind als in den Jahrzehnten zuvor.¹

Zweitens wirken globale Preisschocks, insbesondere bei wichtigen Gütern wie Rohöl und Nahrungsmitteln, auf alle Länder gleichzeitig. Ihre Effekte dürften stärker ausfallen als früher, da die Integration in den Welthandel den Anteil von Importen an der Produktion und der Konsumnachfrage erhöht hat, so dass die Entwicklung der Importpreise immer wichtiger für die Inflationsdynamik geworden ist.

Drittens dürfte der durch die Globalisierung verschärfte Wettbewerbsdruck die Preissetzungsmacht einzelner Unternehmen auch im nationalen Rahmen verringert haben, so dass die nationale Kapazitätsauslastung weniger wichtig für die Inflationsdynamik geworden ist. Dafür hat der Einfluss der globalen Kapazitätsauslastung zugenommen.²

Viertens führt die zunehmende internationale Arbeitsteilung zu einem stärkeren Wettbewerbsdruck auf den Arbeitsmärkten und damit indirekt zu einem verringerten heimischen Inflationsdruck. Zudem hat die zunehmende Verfügbarkeit gering entlohnter Arbeitskräfte – insbesondere durch den Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation – über die Importpreise für Industriegüter in den Industrieländern einen dämpfenden Effekt auf die Preisdynamik gehabt.³

Während in früheren Jahren die angebotsseitigen Effekte der Globalisierung, wie ein verschärfter Wettbewerb oder die Steigerung des Arbeitsangebots, dominiert und die Inflationsraten speziell in den Industrieländern gedämpft haben dürften, ist der aktuelle Rohstoffpreisschub wohl zumindest teilweise auf die weltweit stark gestiegene Nachfrage zurückzuführen. Schätzungen ergeben nämlich, dass sich die globale Produktionslücke nach Jahren raschen Produktionswachstums erheblich ausgeweitet hat. Auch das weltweite Geldmengenwachstum hat sich beträchtlich beschleunigt. Insofern sind inflationäre Tendenzen wenig überraschend.

¹Vgl. Svensson, L. E. O. (2008), What have economists learned about monetary policy over the past 50 years?, *Sveriges Riksbank*, Januar 2008. - Ferguson, R. W. (2005), Monetary Credibility, Inflation, and Economic Growth, *Rede auf der Cato Institute 23rd Annual Monetary Conference on Monetary Institutions & Economic Development*, 3. November, Washington, D.C.

²Vgl. Borio, C. und A. Filardo (2007), Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation, *Bank of International Settlements Working Paper 227*. - BIS (Bank for International Settlements) (2006), Globalisation and Monetary Policy, in: Bank for International Settlements (Hrsg.), *76th Annual Report*, Basel.

³Vgl. Hunt, Ch. (2007), Emerging Asia and global inflation, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 70, S. 34-44. - Francis, M. (2007), a. a. O.

achtziger Jahre verbessert und blieb seitdem in etwa konstant. Auch die Kapazität der weltweiten Tankerflotte ist gestiegen. Dagegen haben andere angebotsseitige Faktoren eher preistreibend gewirkt. So wurden die Investitionen in Förderanlagen in den Jahren vor 2002 zurückgefahren, und die seitdem erfolgten Investitionen haben den Nachholbedarf bei den Förderkapazitäten, der seit Mitte der achtziger Jahre entstanden ist, bisher nicht gedeckt. Auch die weltweite Raffineriekapazität war nach 1980 zunächst rückläufig und erreichte erst Ende der neunziger Jahre wieder den Stand von 1979 – bei deutlich gestiegenem Welt-Ölverbrauch. Die Produktion nähert sich der Kapazitätsgrenze mehr und mehr an und dies hat zum Preisauftrieb beigetragen.

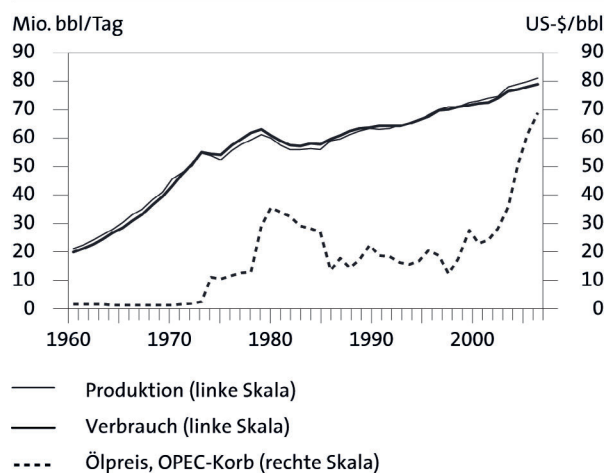
Öl ist eine endliche Ressource. Da dies den Marktteilnehmern bekannt ist, wirken Nachfrageausweitungen, selbst wenn die Versorgung aufgrund neu entdeckter Ölvorkommen auf absehbare Zeit gesichert ist, bereits heute preissteigernd. Und daran ändert auch nichts, dass sich die Reichweite der Ölreserven in den vergangenen 20 Jahren trotz kontinuierlich gestiegenem Verbrauch kaum verringert hat.⁴⁹

Im Laufe des Jahres 2007 und in der ersten Hälfte des Jahres 2008 haben sich auch verschiedene Nahrungsmittelrohstoffe erheblich verteuert. So waren die Weltmarktpreise für Weizen, Mais und Reis in den jüngsten Spitzen mehr als doppelt so hoch wie im Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2006. Eine, wenn auch untergeordnete, Rolle spielten die Einkommensstei-

⁴⁸ Vgl. Scheufele, R. und G. Zeddies (2008), Zur Preisentwicklung auf dem Rohölmarkt, <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008/aufsatz>.

⁴⁹ Die gesicherte Ölversorgung in Tagen errechnet sich in jeder Periode als die weltweit bekannte Ölreserven in Relation zum Welt-Ölverbrauch pro Periode.

Abbildung 5.2
**Produktion, Verbrauch und Preise
auf dem Rohölmarkt
1960 bis 2007**



Quellen: OPEC Annual Statistical Bulletin, diverse Ausgaben.

GD Herbst 2008

gerungen in den Schwellenländern, die die Nachfrage nach höherwertigen Nahrungsmitteln wie Fleisch anziehen ließ.⁵⁰ Damit nahm auch der Bedarf an Futtermitteln zu. Sie werden entweder aus Nahrungsmittelrohstoffen produziert, oder ihre Produktion steht in Konkurrenz zu der von Nahrungsmitteln. Außerdem hat das Aufkommen von Biokraftstoffen, zum Teil durch politische Maßnahmen flankiert, zu einer erhöhten Nachfrage nach Nahrungsmittelrohstoffen geführt.

Diesem Nachfrageanstieg standen nur geringe Angebotsausweitungen gegenüber, wozu in den Jahren 2006 und 2007 auch schlechte Ernten in verschiedenen Ländern beigetragen haben, insbesondere in Australien. Die bereits seit Beginn des Jahrzehnts zurückgehenden Lagerbestände wurden somit weiter reduziert, so dass das Verhältnis zwischen Lagerbestand und Verbrauch bei diversen Nahrungsmittelrohstoffen den niedrigsten Stand seit fast 30 Jahren erreicht hat (Abbildung 5.3). Preistreibend wirkte zudem, dass sich verschiedene Inputfaktoren, wie Energie und Dünger, erheblich verteuert haben.

Kurzfristig dürften die Nahrungsmittelpreise sinken, da die Ernteaussichten für das laufende Jahr günstig sind.⁵¹ Mittelfristig wird es angesichts des höheren Preisniveaus bei Nahrungsmittelrohstoffen wohl zu Produktionsausweitungen kommen, wobei eine gängige Faustregel besagt, dass ein Preisanstieg von 10 % einen Produktionsanstieg von 1 bis 2 % auslöst.⁵² Zudem dürften sich die preistreibenden Effekte des Einsatzes von Biokraftstoffen erheblich abschwächen, wenn vermehrt Biokraftstoffe der zweiten oder dritten Generation verwendet werden, die aus Abfallprodukten der Nahrungsmittelherstellung gewonnen werden. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Volatilität der Preise für Nahrungsmittelrohstoffe in den nächsten Jahren infolge geringer Lagerhaltung zunehmen wird.

Die Rolle der Spekulation

Die Verteuerung der wichtigen Nahrungsmittel Mais, Weizen und Reis lässt sich durch die Fundamentalfaktoren nicht hinreichend erklären. So sind die Lagerbestände im Verhältnis zum Verbrauch zwischen 1999 und 2004 erheblich gesunken, ohne dass die Preise in diesem Zeitraum und in den beiden folgenden Jahren nennenswert stiegen. Ferner haben sich die Nahrungsmittelrohstoffe zwischen 2005 und Mitte 2008 deutlich mehr verteuert als aufgrund des Einsatzes von Biokraftstoffen langfristig zu erwarten gewesen wäre.⁵³

Beim Rohöl können die Fundamentaldaten das Ausmaß und den zeitlichen Verlauf des Preisbooms ebenfalls nicht vollständig erklären. Die Verdoppelung des Erdölpreises zwischen Juli 2007 und Juli 2008 fiel in eine Phase, in der sich die Aussichten für die Weltkonjunktur verschlechterten. In diesem Zeitraum sind die Lagerbestände darüber hinaus gestiegen.

Diese Beobachtungen deuten darauf hin, dass sich die Händler an den Rohstoffderivatmärkten, insbesondere an den Futures-Märkten, nicht ausschließlich an den Fundamentalfaktoren orientierten.⁵⁴ Dies gilt insbesondere für die „Intensivphase“ der Rohstoffverteuerung. Vielmehr dürften Handelsstrategien, wie sie auf Finanzmärkten verwendet werden, zum Preisboom beigetragen haben, insbesondere solche auf Basis von Verfahren der technischen Analyse („trend-following technical trading systems“).⁵⁵ Diese

⁵⁰ Vgl. Mitchell, D. (2008), A Note on Rising Food Prices, *Policy Research Working Paper* 4682, The World Bank.

⁵¹ Vgl. Bank for USDA (2008), World Agricultural Production. United States Department of Agriculture, WAP 07-08, Juli 2008.

⁵² IFPRI (International Food Policy Research Institute) (2008), Hohe Nahrungsmittelpreise – Konzept für die Wege aus der Krise, *Policy Paper*, Mai 2008, Washington.

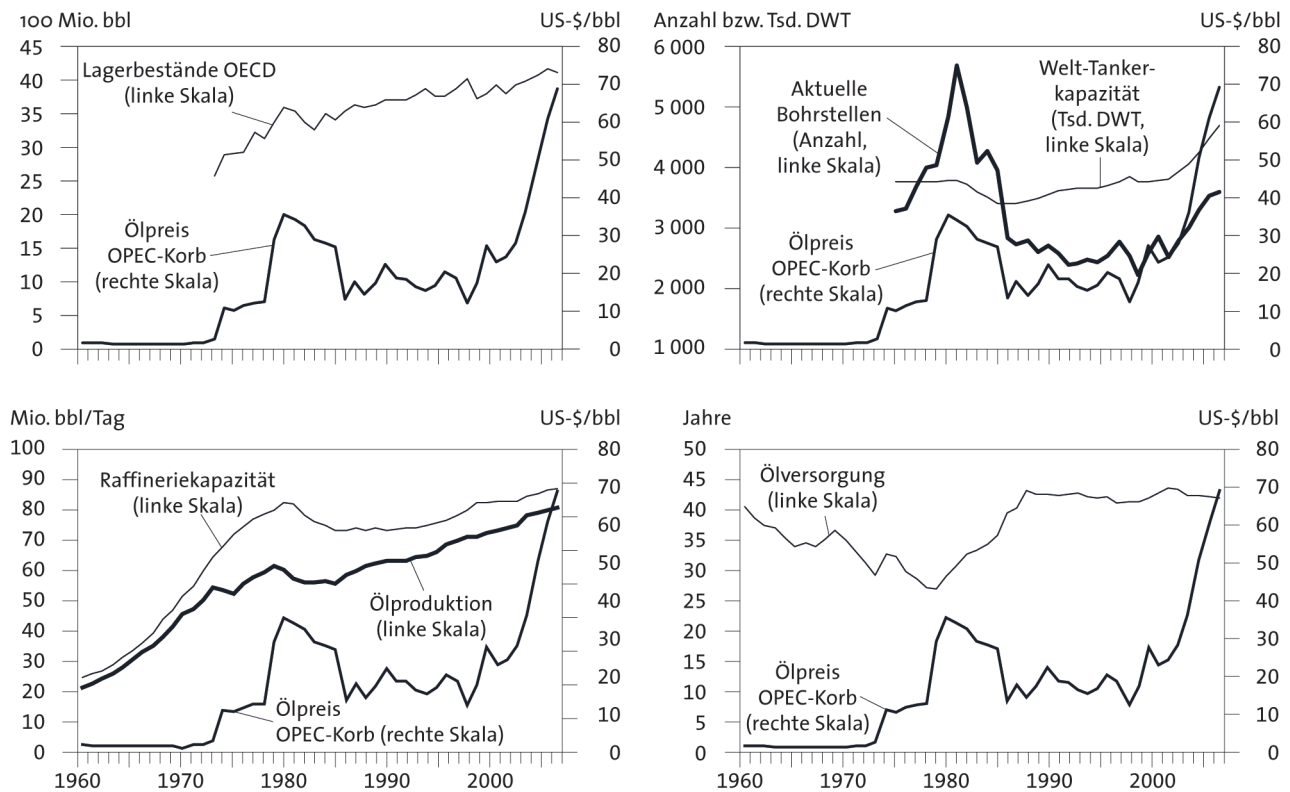
⁵³ Vgl. Hofgreffe, J. (2008), Nahrungsmittelpreisanstieg und Biokraftstoffe, <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008/aufsatz>, sowie die darin angegebene Literatur.

⁵⁴ Vgl. Schulmeister, S. (2008), Trading Practices and Price Dynamics in Commodity Markets, <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008/aufsatz>.

⁵⁵ Für den Devisenmarkt dokumentiert dies eine umfangreiche Literatur, zusammengefasst in Menkhoff, L. und M. P. Taylor (2007), The obstinate passion of foreign exchange professionals: Technical analysis, *Journal of Economic Literature* 45, S. 936–972.

Abbildung 5.3

**Angebotsseitige Determinanten des Ölpreises
1960 bis 2007**



Quellen: OPEC Annual Statistical Bulletin, diverse Ausgaben; <http://www.bakerhughes.com>; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Verfahren verstärken kurzfristige Preisschübe und mittelfristige Preistrends, da sie fast alle zu einem Zeitpunkt die gleiche Handelsanweisung liefern.

Unterstützt wird diese These dadurch, dass der Handel mit Rohstoffderivaten seit 2005 enorm ausgeweitet wurde. Am stärksten nahm die Anzahl der Transaktionen zwischen dem 2. Quartal 2007 und dem 1. Quartal 2008 zu (Abbildung 5.4). Nach Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2007 haben sich wichtige Finanzinvestoren verstärkt dem Handel mit Rohstoffderivaten zugewendet und ihren Personalstand entsprechend ausgeweitet.⁵⁶

Aufgrund dieser Beobachtungen ist anzunehmen, dass die Aufwärtsbewegung der Rohstoffpreise der vergangenen Jahre überzeichnet war. Das Ausmaß dieser Überzeichnung ist aber kaum zu identifizieren, da die Abschätzung „fundamental gerechtfertigter“ Preise kaum möglich scheint. Zumindest lässt aber die starke Korrektur der Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten darauf schließen, dass die in diesem Jahr

erreichten Preisspitzen als Übertreibungen zu werten sind.

Insgesamt zeigt die Analyse der Rohstoffpreisentwicklung, dass weder bei den Nahrungsmittel- noch bei den Rohölpreisen in kurz- bis mittelfristiger Sicht zu einer Entspannung kommen dürfte, wobei allerdings die Volatilität hoch bleiben dürfte.

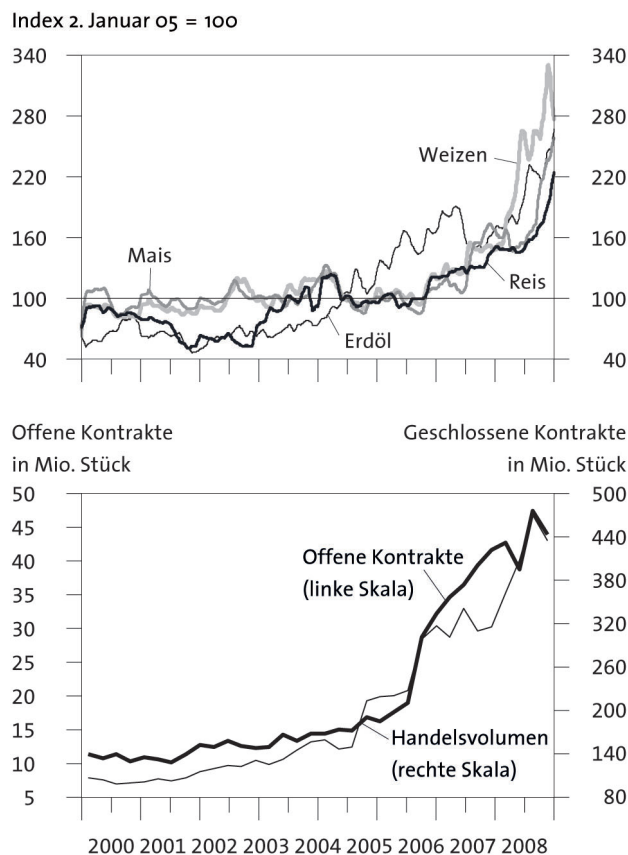
Zur Inflationswirkung von Ölpreisschocks in Deutschland

Die Institute haben die Auswirkungen von Rohstoffpreisschocks auf Deutschland anhand von zwei unterschiedlichen Methoden untersucht und quantifiziert. Die Input-Output-Analyse quantifiziert die Kosten- und Preiseffekte, während das makroökonomische Modell des IWH neben der Inflationswirkung auch die Wirkung auf Löhne, Produktion und deren Verwendung analysiert. Insgesamt zeigt sich, dass Öl-

⁵⁶ Vgl. Kishan, S. (2008), Commodity Traders Drive Hiring Amid Credit Shakeout, *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=atKzfe69gP1E>.

Abbildung 5.4

**Future-Preise von Rohstoffen
und Rohstoffderivathandel auf Börsen
2000 bis 2008**



Quellen: New York Mercantile Exchange (NYMEX); Chicago Board of Trade (CBOT); BIZ; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

preisschocks einen nennenswerten Einfluss auf Inflation und Produktion haben.

Input-Output-Analyse

Die direkten Kosten- und Preiseffekte von Preisänderungen bei Importgütern und anderen Primärressourcen sowie die indirekten Wirkungen auf die Produktionskosten in den vor- und nachgelagerten Produktionsbereichen wurden mit Hilfe eines statischen Input-Output-Preismodells berechnet.⁵⁷ Es wird unterstellt, dass die durch die Verteuerung der Importe erhöhten Kosten in den Produktionsbereichen vollständig auf die Preise überwälzt werden können. Dies dürfte eine Art Obergrenze für die tatsächliche Überwälzung darstellen, da die Verbraucher ihr Verhalten

⁵⁷ Vgl. Ludwig, U. und H.-U. Brautzsch (2008), Potenzielle Auswirkungen eines Preisschubs bei Roh- und Brennstoffen auf Erzeuger- und Verbraucherpreise in Deutschland, in: IWH, Wirtschaft im Wandel, in Vorbereitung.

⁵⁸ Vgl. Scheufele, R. (2008), Preis- und Produktionseffekte steigender Rohstoffpreise für Deutschland, <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008/aufsatz>. Für eine ausführlichere Beschreibung der Modellstruktur vgl. Scheufele, R. (2008), Das makroökonomische Modell des IWH: Eine angebotsseitige Betrachtung, *IWH Diskussionspapiere* 9/2008.

an Preisschübe durch Einsparungen und Substitutionsreaktionen anpassen dürften. Das verwendete Modell beruht auf der aktuellen Input-Output-Tabelle für das Jahr 2005.

Im Einzelnen wurde berechnet, welche Preisveränderungen sich bei einem Anstieg der Preise für Erdöl und Erdgas bzw. Mineralölzeugnisse um 50 % in den einzelnen Produktionsbereichen ergeben würden. Dabei wird zunächst davon ausgegangen, dass die Preise der anderen Faktoren unverändert bleiben.

Durch die angenommenen Preiserhöhungen im Öl- und Gassektor sind infolge der Produktionsverflechtungen Kostensteigerungen in allen Bereichen zu erwarten. Die Mineralölwirtschaft ist naturgemäß am stärksten von einer Erhöhung der Importpreise für Erdöl und -gas sowie Mineralerzeugnisse betroffen (Tabelle 5.1). Die weitere Staffelung der Belastungen ergibt sich aus den unterschiedlichen Graden der energetischen oder stoffwirtschaftlichen Nutzung der genannten Energieträger in den einzelnen Produktionsprozessen. So steigen die Preise für Luftfahrtleistungen besonders deutlich.

Bei vollständiger Überwälzung des Preisanstiegs im Öl- und Gassektor würden sich auf aggregierter Ebene insbesondere die Exporterzeugnisse und die privaten Konsumgüter verteuern. Der vor einigen Monaten beobachtete starke Anstieg der Mineralölpreise hätte beispielsweise einen Anstieg der Verbraucherpreise um 1,4 % verursachen können. Insgesamt ist das Preissteigerungspotential, das durch die Erhöhung der Importpreise für diese beiden Gütergruppen ausgelöst wird, erheblich. In diesem Zusammenhang lässt sich feststellen, dass von der aktuellen Inflationwirkung an sich keine nennenswerten Verteilungswirkungen ausgehen (Kasten 5.2). Sie wird noch vergrößert, wenn die Arbeitnehmer einen Inflationausgleich in Höhe von 1,4 % beanspruchen könnten. Ein solcher Zweitrundeneffekt würde die Verbraucherpreis-inflation um fast einen Prozentpunkt auf 1,9 % steigen lassen.

Makroökonomisches Modell

Anders als in der Input-Output-Analyse sind Rohstoffpreise im makroökonomischen Modell des IWH sowohl mit Angebots- wie Nachfragewirkungen verbunden.⁵⁸ Zudem werden Zweitrundeneffekte bei der Lohnsetzung modellendogen beschrieben. Auf der Angebotsseite verteuern sich die importierten Vorleistungen der Güterproduktion. Die davon be-

Tabelle 5.1

Wirkungen eines temporären Anstiegs der Preise für Erdöl, Erdgas sowie Mineralölerzeugnisse		
in %		
	Erhöhung der Importpreise von Erdöl/Erdgas sowie Mineralölerzeugnissen um	
	50 %	50 % sowie „Inflationsausgleich“ um 1,4 %
Mineralölerzeugnisse ¹	39,5	39,6
Luftfahrtleistungen	12,6	13,1
Roheisen, Stahl, Rohre und Halbzeuge daraus	4,1	4,6
Chemische Erzeugnisse (ohne pharmazeutische Erzeugnisse)	4,0	4,5
Elektrizität, Fernwärme	3,5	4,0
Gase	2,7	3,3
Glas und Glaswaren	2,3	3,0
Kunststoffwaren	2,2	2,7
Schifffahrtsleistungen	2,2	2,4
Holzstoff, Zellstoff, Papier, Karton und Pappe	2,0	2,4
Konsumausgaben privater Haushalte einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck	1,4	1,9
Konsumausgaben des Staates	0,3	1,2
Ausrüstungsinvestitionen	0,3	1,0
Bauinvestitionen	0,5	1,2
Exporte	2,4	3,0
Endverwendung insgesamt	1,4	2,0

¹Einschließlich Kokereierzeugnisse.
 Quellen: Statistisches Bundesamt (Input-Output-Tabelle 2005); Berechnungen der Institute. GD Herbst 2008

troffenen Unternehmen müssen Gewinneinbußen hinnehmen, was deren Investitionsbereitschaft dämpft. Auf der Nachfrageseite führen Preissteigerungen zu sinkenden Realeinkommen und bewirken einen Kaufkraftentzug, der sich in einer sinkenden Konsumnachfrage manifestiert. Auf den Anstieg der Verbraucherpreise reagiert die Zentralbank mit einer Erhöhung des Zinssatzes; dies dämpft die Nachfrage. Insgesamt ist bei einer Erhöhung der Rohstoffpreise mit Produktionseinbußen zu rechnen.

Das Ausmaß der hier untersuchten Schocks orientiert sich an den Erfahrungen im Jahr 2008. Als Basisszenario wird der Status Quo unterstellt, d. h. der Ölpreis, die Rohstoffpreise ohne Energieträger und der Euro-Dollar-Wechselkurs werden konstant gehalten. In den Alternativszenarien wird ein permanenter Anstieg der Rohstoffpreise simuliert. Dabei werden 3 Szenarien gerechnet (Tabelle 5.2). Im ersten Szenario wird nur ein Anstieg des Ölpreises unterstellt. Dieser wird vom Ausgangsniveau (100 US-Dollar je Barrel) um 50 % erhöht. Die Annahmen dieses Szenarios entsprechen somit in etwa denen der Input-Output-Rechnung. Das zweite Szenario unterstellt zudem einen Anstieg der Nichtenergierohstoffe im selben Zeitraum um 25 %. Da in den vergangenen Jahren ein steigender Ölpreis auch mit einer Aufwertung des Euros gegenüber dem Dollar zu beobachten war, wird in

Szenario 3 eine solche Gegenreaktion des Wechselkurses unterstellt.

Die Importpreise erhöhen sich fast doppelt so stark, wenn neben den Ölpreisen auch andere Rohstoffpreise steigen (Tabelle 5.3). Bei den Effektivlöhnen kann

Tabelle 5.2

Szenarien im Überblick					
4. Quartal 2008 bis 2011					
	2008 4. Qu.	2009	2010	2011	
Basislösung	Ölpreis	100	100	100	100
	Rohstoffpreise (ohne Energie)	171	171	171	171
	Dollarkurs	1,46	1,46	1,46	1,46
Szenario 1	Ölpreis	100	150	150	150
Szenario 2	Ölpreis	100	150	150	150
Szenario 3	Rohstoffpreise (ohne Energie)	171	214	214	214
	Ölpreis	100	150	150	150
	Rohstoffpreise (ohne Energie)	171	214	214	214
	Dollarkurs	1,46	1,62	1,62	1,62

Quelle: Berechnungen der Institute. GD Herbst 2008

Belastet die Inflation verschiedene Haushaltstypen in Deutschland unterschiedlich stark?¹

Die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) misst, wie stark sich ein repräsentativer Warenkorb verteuert hat. Unterschiedliche Haushaltstypen werden vom Preisanstieg verschieden getroffen, weil sich die Struktur ihrer Konsumausgaben unterscheidet. Die Frage, ob es starke Abweichungen bei der Inflationsbelastung zwischen verschiedenen Bevölkerungsgruppen gibt, stellt sich dann, wenn sich hohe Preissteigerungsraten auf einzelne Warengruppen konzentrieren, wie dies derzeit bei Nahrungsmitteln und Energie der Fall ist. Eine Untersuchung der Ausgabenstruktur zeigt, dass es zu keinen deutlichen Unterschieden bei den für verschiedene Haushaltstypen berechneten Inflationsraten infolge der jüngsten Steigerung der Nahrungsmittel- und Energiepreise gekommen ist. Eine unterschiedliche Belastung gab es jedoch in dem Sinne, dass Bezieher niedriger Einkommen infolge ihres geringen Vermögens und der hohen Konsumquote ihren Konsum als Reaktion auf eine hohe Teuerungsrate tatsächlich einschränken müssen.

Die Ausgabenstruktur der privaten Haushalte nach Einkommensklassen und Haushaltstypen kann man den Daten der Einkommens- und Verbrauchsstatistik (EVS) entnehmen.² Dabei werden die privaten Konsumausgaben nach 11 Ausgabenpositionen aufgeschlüsselt, die den 12 Untergruppen des VPI entsprechen, wobei allerdings die Untergruppen 1 und 2 des VPI zusammengefasst als Position 1 (Nahrungsmittel, Getränke, und Tabakwaren) ausgewiesen werden. Diese 11 Ausgabenanteile der verschiedenen Haushaltstypen können als Wägungsschema bei der Konstruktion haushaltsspezifischer Preisindizes verwendet werden.

Es zeigt sich, dass es verschiedentlich zu Abweichungen zwischen den für einzelne Haushaltstypen berechneten Inflationsraten gekommen ist. So betrug die Inflationsrate für Paare mit zwei Kindern im November 2007 bei 3,9 %, während die für den durchschnittlichen Haushalt berechnete Inflationsrate bei 3,4 % lag. Untergliedert nach Einkommensklassen zeigt sich beispielsweise, dass Familien mit zwei Kindern und einem monatlichen Nettoeinkommen von 2 000–2 600 Euro im März 2008 mit einer Teuerungsrate von 3,7 % konfrontiert waren, während die allgemeine Teuerungsrate bei 3,1 % lag.

Am aktuellen Rand liegen die Inflationsraten sehr nah beieinander. Dies liegt insbesondere daran, dass der Inflationsbeitrag der drei betroffenen Positionen (Nahrungsmittel, Wohnen/Energie, Verkehr) insgesamt bei allen Haushaltstypen ähnlich war: Mit Ausnahme einer vorübergehend stärkeren Belastung der Haushalte mit Kindern zeigen sich keine nennenswerten Abweichungen zwischen den haushaltsspezifischen Inflationsraten. Diese stärkere Belastung kam primär durch die Preiserhöhung bei Bildungsausgaben (insb. Einführung von Studiengebühren) zustande.

Verschiedentlich wird argumentiert, dass es zu Ausgabenverschiebungen seit der im Jahre 2003 durchgeführten EVS gekommen ist, die nunmehr doch stark divergierende haushaltsspezifische Inflationsraten vermuten lassen. Dabei sollte man allerdings nicht ganze Warengruppen aus der Betrachtung herausnehmen, indem man beispielsweise nur Güter des täglichen Bedarfs bei der Berechnung der Inflationsraten für Bezieher niedriger Einkommen berücksichtigt. So hatten Haushalte mit einem Nettoeinkommen von unter 1.300 EUR zwar 2003 eine Sparquote von Null; sie haben aber dennoch anteilmäßig in etwa so viel für langlebige Konsumgüter ausgegeben wie Haushalte mit höheren Einkommen. Zu Strukturverschiebungen innerhalb der Warengruppen mag es in der Zwischenzeit zwar gekommen sein –worauf die jüngste laufende Wirtschaftsrechnung aus dem Jahre 2006 hindeutet –³, diese dürften aber kaum gravierend genug gewesen sein, um eine Approximation der Inflationsrate für Haushalte mit niedrigem Einkommen durch einen Preisindex für Güter des täglichen Bedarfs zu rechtfertigen. Schon das hohe Gewicht der Mieten an den gesamten Konsumausgaben schließt ein solches Vorgehen aus.

Die laufende Wirtschaftsrechnung 2006 verdeutlicht einen wichtigen Aspekt der Inflationsbelastung: die mangelnden Möglichkeiten der Bezieher niedriger Einkommen, im Falle hoher Inflationsraten einen Konsumverzicht zu vermeiden. Im Jahre 2006 hatte es bereits kräftige Erhöhungen der Energiekosten gegeben und tatsächlich stieg der Anteil Wohnen/Energie/Wohnungsinstandhaltung an den Konsumausgaben von Haushalten mit einem Nettomonatseinkommen unter 1 300 Euro um 0,7 Prozentpunkte gegenüber 2005. Demgegenüber sank der Anteil bei Haushalten mit einem Nettoeinkommen zwischen 5 000 Euro und 18 000 Euro um 1,1 Prozentpunkte. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass die einkommensstarken Haushalte die Aufwendungen für Wohnen, Energie und Wohnungsinstandhaltung notfalls zu Lasten der Ersparnis oder aus ihrem Vermögen bestreiten können. Bezieher niedriger Einkommen haben hingegen im Allgemeinen eine sehr geringe Sparquote und können in der Regel nicht auf Vermögen zurückgreifen.⁴

¹Eine ausführlichere Darstellung der Untersuchung findet sich in Tober, S. (2008), *Belastet die Inflation verschiedene Haushaltstypen in Deutschland unterschiedlich stark? Working Paper*, 17/2008, IMK in der Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.

²Vgl. Statistisches Bundesamt (2007), *Wirtschaftsrechnungen. Einkommens- und Verbrauchsstichprobe – Einnahmen und Ausgaben privater Haushalte 2003. Fachserie 14, Heft 4*, 24. Oktober 2005, überarbeitete Fassung vom 20. Juli 2007, Wiesbaden.

³Vgl. Statistisches Bundesamt (2008), *Wirtschaftsrechnungen. Laufende Wirtschaftsrechnungen. Einnahmen und Ausgaben privater Haushalte 2006. Fachserie 15 Reihe 1*, Wiesbaden. sowie Statistisches Bundesamt (2007), *Wirtschaftsrechnungen. Laufende Wirtschaftsrechnungen. Einnahmen und Ausgaben privater Haushalte 2005. Fachserie 15 Reihe 1*, Wiesbaden.

⁴Grabka, M. M. und J. R. Frick (2007), *Vermögen in Deutschland wesentlich ungleicher verteilt als Einkommen, DIW-Wochenbericht 45/2007*, S. 665-672, Berlin.

Tabelle 5.3

Wirkungen eines permanenten Anstiegs der Rohstoffpreise				
2009 bis 2011		2009	2010	2011
Szenario 1	Änderungen der Inflationsraten relativ zum Basiszenario (Differenz)			
	Effektivlöhne	-0,1	0,2	0,5
	Rohstoffpreise (insgesamt)	17,8	0,0	0,0
	Importpreise	1,5	0,2	-0,1
	Konsumentenpreise	0,4	0,6	0,4
	Änderungen der Niveaus relativ zum Basisszenario in Prozentpunkten			
	Verfügbares Einkommen (real)	-0,4	-0,9	-0,9
	Privater Konsum	-0,3	-0,6	-0,7
	Unternehmensinvestitionen	0,0	-0,1	-0,5
	Importe	-0,4	-0,8	-0,8
Bruttoinlandsprodukt	0,0	-0,1	-0,1	
Szenario 2	Änderungen der Inflationsraten relativ zum Basiszenario (Differenz)			
	Effektivlöhne	-0,1	0,4	0,8
	Rohstoffpreise (insgesamt)	35,4	0,0	0,0
	Importpreise	2,8	0,3	-0,2
	Konsumentenpreise	0,7	1,1	0,8
	Änderungen der Niveaus relativ zum Basisszenario in Prozentpunkten			
	Verfügbares Einkommen (real)	-0,7	-1,6	-1,7
	Privater Konsum	-0,6	-1,2	-1,3
	Unternehmensinvestitionen	-0,1	-0,2	-0,9
	Importe	-0,7	-1,4	-1,5
Bruttoinlandsprodukt	0,0	-0,1	-0,2	
Szenario 3	Änderungen der Inflationsraten relativ zum Basiszenario (Differenz)			
	Effektivlöhne	-0,1	0,2	0,5
	Rohstoffpreise (insgesamt)	21,7	0,0	0,0
	Importpreise	1,3	0,1	-0,1
	Konsumentenpreise	0,4	0,6	0,5
	Änderungen der Niveaus relativ zum Basisszenario in Prozentpunkten			
	Verfügbares Einkommen (real)	-0,4	-0,9	-1,1
	Privater Konsum	-0,3	-0,7	-0,8
	Unternehmensinvestitionen	-0,1	-0,3	-0,6
	Importe	-0,7	-1,6	-1,8
Bruttoinlandsprodukt	-0,1	-0,2	-0,3	

Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

man aufgrund des nachlassenden gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades der Volkswirtschaft im Zuge des Schocks im Jahr des Rohstoffpreisanstiegs eine schwächere Lohnentwicklung beobachten. Nach einiger Verzögerung fällt der Lohnanstieg jedoch höher aus, nicht zuletzt aufgrund des gestiegenen inländischen Preisniveaus. Bei den Konsumentenpreisen ist sehr schnell ein Anstieg zu verzeichnen, wobei die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt um bis zu einen Prozentpunkt höher liegt als im Basisszenario. Diese

Preiseffekte schlagen sich folglich auch auf das Real-einkommen der privaten Haushalte nieder und schmälern die Konsumausgaben erheblich. Ein höheres Zinsniveau verlangsamt die Dynamik der privaten Investitionen zudem etwas. Trotzdem ist die Wirkung auf die Produktion sehr moderat, da im Zuge der gestiegenen Rohstoffpreise und der schwächeren Inlandsnachfrage auch die Importe erheblich reduziert werden.⁵⁹ Verglichen mit Szenario 2 sind die Effekte auf die Inlandsnachfrage und auf die Preise modera-

⁵⁹ Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich hier um eine isolierte Betrachtung handelt: weder die Rückwirkungen eines Importrückgangs Deutschlands, noch die Wirkungen der Ölpreissteigerung auf den Rest der Welt werden erfasst.

ter, wenn man eine gleichzeitige Aufwertung des Euro unterstellt. Auf die Produktion insgesamt sind die Effekte dann jedoch etwas stärker, da sich damit die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft verschlechtert.

Vergleicht man die Ergebnisse des makroökonomischen Modells mit jenen der Input-Output-Analyse, so zeigt sich folgendes: Ein Anstieg des Rohölpreises um 50 % zieht laut Input-Output-Analyse eine Erhöhung der Konsumentenpreise um 1,9 % nach sich. Das makroökonomische Modell, das Rückwirkungen auf Angebot und Nachfrage berücksichtigt, generiert eine Zunahme der Konsumentenpreise um 0,6 %.

Inflationsprognose für Deutschland und den Euroraum

Verglichen mit den Ölpreisschocks in den siebziger Jahren sind die Effekte der derzeitigen Rohstoffpreisschocks auf Preise und Produktion moderat.⁶⁰ Ein Grund für die schwächere Wirkung von Ölpreisschocks auf die Realwirtschaft liegt in der seit Jahren sinkenden Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft vom Rohöl. So ist etwa der Mineralölverbrauch gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt deutlich rückläufig und seit den Ölkrisen der siebziger Jahre um mehr als die Hälfte gesunken. Für alle fossilen Energieträger betrug allerdings der Rückgang nur etwa 25 %. Wichtig für die derzeit moderaten Effekte ist auch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, die es bisher verstanden hat, die Inflationserwartungen fest zu verankern und damit Zweitrundeneffekte zu vermeiden. Auch hat sich das Verhalten der Tarifpartner dahingehend verändert, dass Nominallohnsteigerungen infolge externer Preisschocks deutlich schwächer ausfallen als in den siebziger und achtziger Jahren. Letztlich hat Deutschland auch in besonderem Maße von der wachsenden Nachfrage der erdölexportierenden Länder profitiert.⁶¹ Die dort verbesserte Einkommenssituation hat wesentlich zu den hohen Exportzuwächsen Deutschlands gegenüber diesen Ländern beigetragen.

Die Untersuchungen zeigen, dass die unterstellte Ölpreisentwicklung auch heute noch für die kurz- und mittelfristigen Inflationsaussichten eine wichtige Rolle spielt. Mit Hilfe eines Model-Averaging-Ansatzes werden die Auswirkungen unterschiedlicher Ölpreis-

annahmen auf die Inflationsrate in Deutschland und im Euroraum untersucht. Hierbei wird eine Vielzahl sparsam spezifizierter vektorautoregressiver (VAR-) Modelle geschätzt und der Durchschnitt der resultierenden, dynamischen h-Schritt-Vorhersagen als Modellprognose verwendet. Prognostiziert werden drei Komponenten des Verbraucherpreisindex: die Energiekomponente, die Nahrungsmittelkomponente und die Komponente mit den restlichen Warengruppen des Verbraucherpreisindex, die im Folgenden als Kernpreisindex bezeichnet wird. Bei der Schätzung und Prognose werden durch verschiedene makroökonomische Variablen indirekte Effekte berücksichtigt.⁶²

Dabei wurden Prognosen unter der Annahme erstellt, dass sich direkte Auswirkungen des Ölpreises und der Weltmarktpreise für Nahrungsmittel ausschließlich auf die Energie- bzw. Nahrungsmittelkomponente des Konsumentenpreisindex ergeben. Implizit wurde dadurch unterstellt, dass es im Prognosezeitraum zu keinen unmittelbaren Überwälzungen dieser Preise auf den Kernpreisindex kommt. Dies lässt sich empirisch damit begründen, dass sowohl die Energie- als auch die Nahrungsmittelkomponente im Untersuchungszeitraum keinen Erklärungsgehalt bezüglich des Kernpreisindex besessen haben.⁶³ Mittelbare Effekte auf die Kernpreise werden gleichwohl berücksichtigt, etwa wenn die Ölpreisteigerungen über die Produzentenpreise oder die Lohnstückkosten wirken.

Um die Prognosen für die einzelnen Komponenten des Konsumentenpreisindex bis einschließlich 4. Quartal 2009 zu erstellen, wurde für den Wechselkurs des Euro zum US-Dollar über den Prognosezeitraum als konstant angenommen (1,45 USD/EUR). Für die Kerninflation ergibt sich ein leichter Anstieg auf 2,1 % in Deutschland bzw. auf 2,3 % im Euroraum bis Mitte 2009 (Abbildungen 5.5 und 5.6). Maßgeblich hierfür dürfte insbesondere die Beschleunigung der Produzentenpreise und der Löhne sein, die sich in der ersten Jahreshälfte 2008 abzeichnete.

Für die Prognose der Nahrungsmittelpreisinflation wurde unterstellt, dass der HWWI-Index der Weltmarktpreise für Nahrungsmittel auf Euro-Basis unverändert auf seinem derzeitigen Niveau von etwa 150 und damit gut 60 % über dem Durchschnitt der Jahre 1999-2005 verharrt. Die Beschleunigung der Nahrungsmittelpreisinflation, die 2006 eingesetzt hatte, dürfte ihren Hochpunkt in Deutschland bereits An-

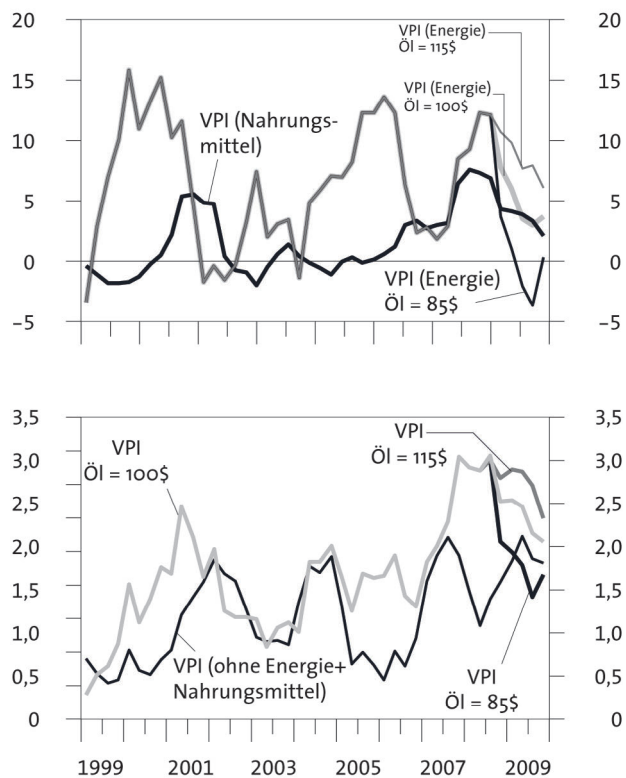
⁶⁰ Vgl. Blanchard, O. J. und J. Gali (2008), The macroeconomic effects of oil price shocks. Why are the 2000s so different from the 1970s?, *Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics. Working Paper 07-21*, 18. August 2007, revidierte Fassung vom 25. März 2008.

⁶¹ Vgl. Zeddies, G. (2008), Ölpreis und Außenhandel: Wie stark profitieren Industrieländer vom „Recycling“ der Petrodollars?, *IWH, Wirtschaft im Wandel 4/2008*, S. 136–144.

⁶² Für die genaue Modellspezifikation siehe Carstensen et al. (2008), ifo Konjunkturprognose 2008/2009: Aufschwung geht zu Ende, *ifo Schnelldienst 61*, S. 45–46.

⁶³ Auch aktuelle VAR-Analysen bestätigen, dass die Nahrungsmittelinflation keine signifikanten Auswirkungen auf die Preise anderer Güter im Warenkorb besitzt, vgl. Hogrefe, J. (2008), a. a. O.

Abbildung 5.5
Inflationsprognose für Deutschland
 1999 bis 2008; in %



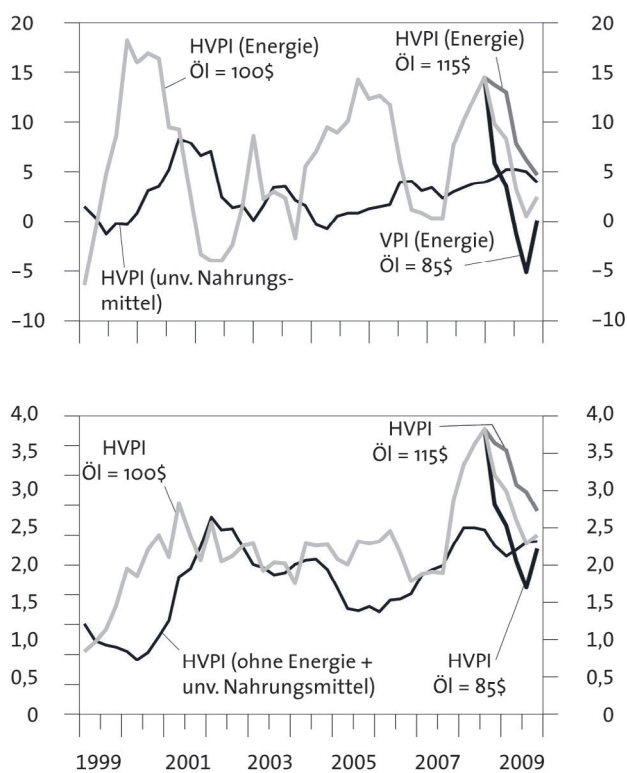
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

fang 2008 erreicht haben und bis zum Ende des Prognosezeitraums allmählich auf Raten um 2 % zurückgehen. Die Dynamik im Euroraum insgesamt unterscheidet sich leicht von der in Deutschland, was vermutlich auch auf die unterschiedlichen Abgrenzungen der Nahrungsmittel im Verbraucherpreisindex zurückzuführen ist.⁶⁴ Hier wird die Nahrungsmittelpreis-inflation ihren Hochpunkt in der ersten Jahreshälfte 2009 mit Raten von knapp über 5 % erreichen, um sich danach allmählich wieder abzuschwächen.

Für den Verlauf des Rohölpreises wurden verschiedene Szenarien unterstellt. Während nach der Basisannahme der vorliegenden Konjunkturprognose der Preis für Rohöl bis zum Ende des Prognosezeitraums bei 100 US-Dollar je Barrel liegen wird, wurde in einem optimistischen Szenario ein weiterer Rückgang auf 85 US-Dollar je Barrel angenommen. Im pessimistischen Szenario verharret der Rohölpreis bis zum Ende des Prognosezeitraums auf dem Niveau des zweiten Quartals (115 US-Dollar je Barrel). In allen Szenarien schwächt sich die Energiepreis-inflation nach ihrem Hochpunkt im dritten Quartal dieses Jah-

Abbildung 5.6
Inflationsprognose für den Euroraum
 1999 bis 2008; in %



Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

res ab. Während die Beiträge der Energiekomponente zur Gesamtinflation im optimistischen Szenario Anfang 2009 aufgrund von Basiseffekten sowohl in Deutschland als auch im Euroraum negativ wären, würde die Energiepreiskomponente des Verbraucherpreisindex im pessimistischen Szenario weiterhin mit Raten über 5 % ansteigen.

Die Prognose für die Gesamtinflation ergibt sich als gewichteter Durchschnitt der Prognose der drei Komponenten (Kerninflation, Nahrungsmittelpreis-inflation und Energiepreis-inflation). Im Basisszenario wird der Konsumentenpreisindex im Jahresdurchschnitt 2008 in Deutschland um 2,8 % bzw. im Euroraum um 3,5 % ansteigen (Tabelle 5.4). Im Verlauf von 2009 wird die Inflationsrate weder im Euroraum noch in Deutschland unter 2 % sinken; im Jahresdurchschnitt 2009 wird sie bei 2,6 % (Euroraum) bzw. 2,3 % (Deutschland) liegen. Falls die Rohölpreise auf 85 US-Dollar sinken (optimistisches Szenario), würde der Anstieg der Verbraucherpreise in Deutschland bereits zu Jahresbeginn 2009 auf unter 2 % sinken und im Jahresdurchschnitt bei 1,7 % liegen. Die Inflations-

⁶⁴ Während für den Euroraum nur unverarbeitete Nahrungsmittel in der Abgrenzung des HVPI betrachtet werden, ist die Abgrenzung der Nahrungsmittel beim deutschen VPI etwas breiter. Insbesondere sind in der deutschen Abgrenzung auch Alkohol und Tabak enthalten.

Tabelle 5.4

Zusammenfassung Inflationsprognosen 2008 und 2009				
		Optimistisches Szenario	Basis-szenario	Pessimistisches Szenario
2008	Euroraum	3,4	3,5	3,6
	Deutschland	2,7	2,8	2,9
2009	Euroraum	2,1	2,6	3,1
	Deutschland	1,7	2,3	2,9

Quelle: Schätzungen der Institute. GD Herbst 2008

rate im Euroraum würde in diesem Szenario in 2009 bei 2,1 % liegen. Stiege der Ölpreis demgegenüber auf 115 US-Dollar (pessimistisches Szenario) würden die Verbraucherpreise in Deutschland im Jahresdurchschnitt 2009 mit 2,9 % weiterhin so stark ansteigen wie im Jahresdurchschnitt 2008. Die Inflationsrate im Euroraum würde sich gegenüber 2008 zwar etwas abschwächen; allerdings läge sie mit 3,1 % weiterhin deutlich über der von der EZB definierten Obergrenze für Preisniveaustabilität.

Insgesamt zeigt sich somit, dass bei einer dauerhaften Abweichung des Ölpreises vom Basisszenario um $\pm 15\%$ eine Korrektur der Inflationsprognose für das kommende Jahr in Höhe von $\pm 0,5$ Prozentpunkten im Euroraum vorgenommen werden muss; die Korrektur bei der deutschen Inflationsprognose fällt mit $\pm 0,6$ Prozentpunkten geringfügig höher aus.

Ölpreisschocks – Herausforderung für die europäische Geldpolitik

Ölpreisschocks stellen für die Geldpolitik der EZB vor allem deshalb eine Herausforderung dar, weil sie über Zinserhöhungen zwar die heimische Nachfrage dämpfen, aber wenig Einfluss auf die für den Ölpreis letztlich entscheidende weltweite Nachfrage nehmen kann. Zwar haben die zuvor beschriebenen Analysen gezeigt, dass eine transitorische Verteuerung von Rohöl nur vorübergehende und recht moderate Auswirkungen auf die Konsumentenpreise hat, die im Rahmen der mittelfristig ausgerichteten Strategie der EZB tolerierbar sind. Dagegen können aber dauerhafte – oder zumindest lang anhaltende – Ölpreisschocks zu schwerwiegenden Konsequenzen für die Verbraucherpreisentwicklung führen. Es stellt sich dann die Frage, ob die EZB ihr mittelfristiges Inflationsziel durch Disinflation der heimischen Preise er-

reichen soll oder ob die Orientierung an einem Kernpreisindex überlegen sein kann. Diesem Problem wird im folgenden Abschnitt auf Basis eines theoretischen Modells nachgegangen.

Darüber hinaus dürften die Anpassungsreaktionen in den einzelnen Ländern der Währungsunion unterschiedlich ausfallen, was wiederum Implikationen für eine wohlfahrtsoptimale Geldpolitik bergen kann. Insbesondere erfordern verschiedene Grade der Reallohnrigidität unterschiedlich starke Zinserhöhungen nach einem Inflationsschock. Wie ausgeprägt diese Heterogenität im Euroraum ist, wird im zweiten Abschnitt untersucht.

Was sollte die Geldpolitik bei permanenten Ölpreisteigerungen tun?

Wie sollten Zentralbanken auf Angebotsschocks reagieren? Angesichts des drastischen Anstiegs der Rohöl- und Nahrungsmittelpreise in jüngerer Vergangenheit ist dies gegenwärtig – neben der Finanzkrise – eine der zentralen geldpolitischen Herausforderungen. Im Folgenden wird diese Frage im Rahmen eines neukeynesianischen Standardmodells analysiert. Im Vordergrund stehen dabei die Fragen, an welcher Inflationsrate sich die Zentralbank orientieren sollte und wie sich Reallohnrigiditäten auf die Transmission von Angebotsschocks auswirken.⁶⁵ Für die Geldpolitik wird unterstellt, dass die Zentralbank ihre Zinsen entsprechend einer Taylor-Regel setzt, mit der sie auf die Produktionslücke und die Abweichung der Inflationsrate vom Inflationsziel (Inflationslücke) reagiert.⁶⁶ Als Inflationsmaß werden drei verschiedene Variablen verwendet: die aktuelle Gesamtinflationsrate, die aktuelle Kerninflationsrate und die erwartete Inflationsrate in einem Jahr.

Für alle drei Spezifikationen der Taylor-Regel werden Simulationen in einem entsprechenden dynamischen strukturellen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell) durchgeführt.⁶⁷ Dabei dient ein übliches neukeynesianisches Modell ohne Reallohnrigiditäten, aber mit zwei Sektoren, als Ausgangsbasis. Nominale Friktionen, die diese Modellklasse charakterisieren, werden nur für den Nicht-Rohstoff-Sektor, den Kernsektor, angenommen. Im Rohstoffsektor sind die Preise demgegenüber völlig flexibel.

Abbildung 5.7 illustriert die Reaktion wichtiger nominaler und realer endogener Variablen nach einem persistenten Anstieg der relativen Preise im Rohstoffsektor. Es zeigt sich, dass eine Orientierung an der Kernrate der Orientierung an der aktuellen Gesamtinflati-

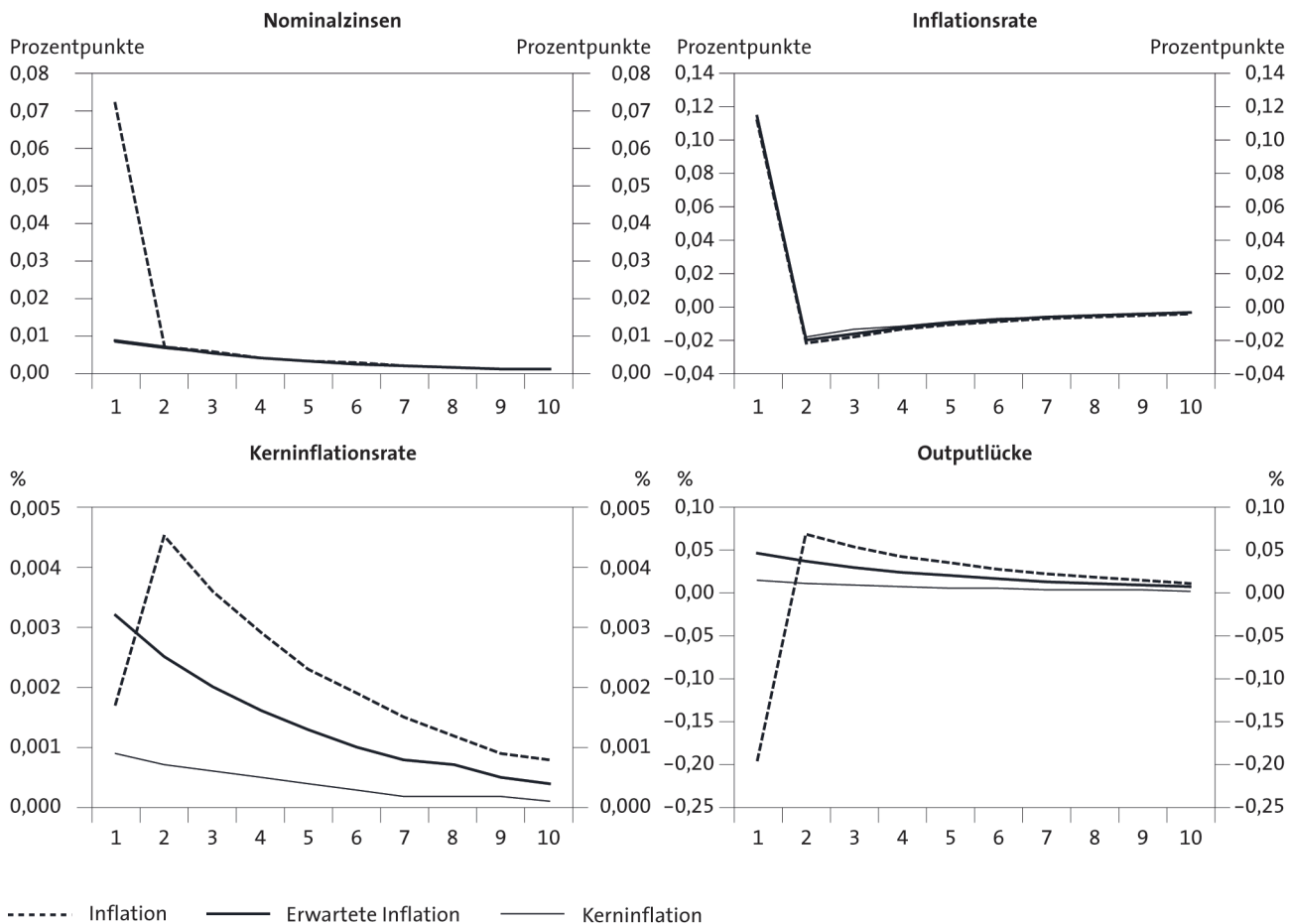
⁶⁵ Vgl. Tober, S. und T. Zimmermann (2008), Monetary Policy and Commodity Price Shocks? Working Paper, 16/2008, IMK in der Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.

⁶⁶ Für eine empirisch geschätzte Taylor-Regel vgl. Abschnitt „Zur Geldpolitik“ in Kapitel 6.

⁶⁷ Vgl. Aoki, K. (2001), Optimal monetary policy responses to relative-price changes. *Journal of Monetary Economics* 48, S. 55-80.

Abbildung 5.7

Effekte eines Preisschocks¹ im Neukeynesianischen Modell mit einer Standard Taylor Regel



¹Der Preisschock wird als Anstieg der Preise im Nicht-Kernsektor um 1 % simuliert; die Persistenz dieses Schocks beträgt 80.

Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

on klar überlegen ist. Die Inflation im Kernsektor steigt weniger stark an und es treten keine Outputverluste auf. Dieses Ergebnis wird mit einer geringeren Zinsreaktion erreicht. Ersetzt man in der einen Variante die aktuelle Gesamtinflation durch ihren Erwartungswert – konkret wird die erwartete Inflationsrate in einem Jahr berücksichtigt – werden die Reaktionen denen bei einer Orientierung an der Kernrate ähnlicher. Insbesondere kann die Zentralbank einen Rückgang der Produktionslücke direkt nach dem anfänglichen Anstieg der relativen Preise verhindern. Allerdings überschieß der Output in den Folgeperioden zunächst sein optimales Niveau, so dass die Volatilität der Produktionslücke weiterhin größer ist als wenn sich die Zentralbank an der Kernrate orientiert.

Eine Orientierung an der erwarteten Gesamtinflationsrate resultiert außerdem in einer wesentlich höheren Kerninflation, da erstere im Zuge der Schockumkehr fällt.

Auch im Falle eines permanenten Schocks führt die Orientierung an der Gesamtinflation zu Produktionsverlusten und volatilerer Kerninflation. Hier schneidet die Orientierung an der erwarteten Gesamtinflation allerdings ähnlich gut ab, da die Inflationsprognose die relevante Zielgröße ist und die prognostizierten Raten des Kernsektors mit denen der Gesamtwirtschaft weitgehend übereinstimmt. Als Einschränkung zu obigen Ergebnissen ist allerdings anzumerken, dass eine Orientierung an der Kerninflation bei per-

manent Veränderungen der Steigerungsrate der relativen Preise nur dann sinnvoll ist, wenn die Zentralbank zuvor ihr Inflationsziel erreicht hatte.⁶⁸

Indem die Zentralbank sich auf die Kernrate konzentriert, reduziert sie mögliche Verzerrungen in diesem Sektor mit rigiden Preisen und erreicht eine optimale Ressourcenallokation.⁶⁹ Insbesondere kommt es nicht zu einer Verzerrung der relativen Preise durch Nachfragefaktoren, so dass relative Preisänderungen in beiden Sektoren ausschließlich angebotsseitig bedingt sind. Stabilisiert die Zentralbank demgegenüber die Gesamtinflationsrate, so verstärkt sie den Rückgang der Produktion und der Nominallohne und erhöht die Variabilität der Kerninflation. Dies gilt sowohl für den Fall des abgebildeten transitorischen als auch für den Fall eines permanenten Preisschubs.

Als Erweiterungen des Standardmodells wird nun zunächst der Rohstoff auch als Produktionsfaktor im Kernsektor modelliert. In einem zweiten Schritt wird der empirisch relevante Fall rigider Reallöhne betrachtet. Wird der Rohstoff als Produktionsfaktor eingeführt, so verringert sich infolge eines Anstiegs der Rohstoffpreise das Produktionspotential im Kernsektor und der Preisschock hat nicht nur direkte sondern auch indirekte Effekte. An der bevorzugten Orientierung an der Kernrate ändert diese Modifikation des Modells nichts.

Das Gleiche gilt zwar auch für die Annahme von rigiden Reallöhnen, aber dennoch sieht sich die Zentralbank in diesem Fall einer deutlich anderen Situation gegenüber. Im Falle von Reallohnrigiditäten wird der Preisschub durch Zweitrundeneffekte verstärkt. Unabhängig von der geldpolitischen Strategie ist der vorübergehende Anstieg der Inflation größer, wie auch die geldpolitische Restriktion und der Produktionsrückgang. Es kommt zu einem Trade-off zwischen der Stabilisierung der Produktion und der Inflation.⁷⁰

Stabilisiert die Zentralbank nun die Gesamtinflationsrate, so würde die Produktion stärker fallen, die Gesamtinflation aber weniger reagieren, als wenn sie die Kerninflationsrate anpeilt. Verfolgt die Zentralbank ein Inflationsziel, so ergeben sich nur im Falle eines transitorischen Preisschocks unterschiedliche Wirkungen: die Orientierung an der Kernrate zeitigt

eine weniger volatile Entwicklung der Gesamtinflationsrate.⁷¹ Geht man dagegen von einem permanenten Rohstoffpreisschock aus, was die gegenwärtige Situation am besten charakterisieren dürfte, und unterstellt, dass die EZB sich an den Inflationserwartungen ausrichtet, so besteht interessanterweise kein nennenswerter Unterschied zwischen den Inflationszielen.

Neben einem temporären und einem permanenten Preisschock gibt es als dritten Fall den permanenten Inflationschock, d. h. den dauerhaften Anstieg in der Inflationsrate des Rohstoffes. Dann impliziert die Stabilisierung der Gesamtinflationsrate eine permanente Verringerung der Kerninflationsrate. Ist die Kernrate allerdings bereits sehr niedrig, so ergeben sich negative Wohlfahrtseffekte, die zudem umso größer ausfallen, je ausgeprägter die Reallohnrigiditäten sind.⁷² In diesem Fall sollte sich die Zentralbank auch bei permanenten Inflationschocks an der Kernrate orientieren.

Alles in allem zeigen die Simulationen im Rahmen dieses neukeynesianischen Modells, dass die Stabilisierung der Gesamtinflationsrate im Anschluss an exogene Preisschübe in bestimmten Konstellationen erhebliche Produktionseinbußen und im Falle nur transitorischer Schocks auch eine erhöhte Inflationsvariabilität bewirken würde.

Die Übertragung der Ergebnisse auf die geldpolitische Praxis wird dadurch erschwert, dass die wirtschaftlichen Akteure unter anderem nicht über vollständige Informationen verfügen. So ist ex ante insbesondere unklar, ob ein Preisschock permanent oder transitorisch ist.

Zudem besteht die Aufgabe der Geldpolitik darin, die Inflationserwartungen und damit auch die Inflationsrate in der mittleren Frist am Inflationsziel zu verankern. In dem theoretischen Modell sind die künftige Kerninflationsrate und die Gesamtinflationsrate allen Akteuren bekannt. In der Praxis ist die Orientierung an der Kernrate der Versuch der Zentralbanken, Veränderungen in der Inflationsdynamik, d.h. der zugrunde liegenden Inflationsrate, zu erkennen.⁷³ Eine entscheidende Frage ist, wie eine solche Kernrate zu berechnen ist. Eine gängige Methode ist das Heraus-

⁶⁸ Vgl. Ascari, G. und C. Merkl (2008), Real wage rigidities and the cost of disinflations, *Journal of Money, Credit, and Banking*, im Erscheinen.

⁶⁹ Vgl. Mishkin, F. S. (2007), Headline versus core inflation in the conduct of monetary policy, *Remarks at the Business Cycles, International Transmission and Macroeconomic Policies Conference, HEC Montreal, Montreal*, 20. Oktober 2007. – Woodford, M. (2003), Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton, Princeton University Press. – Zu den Auswirkungen von Inflation auf den relativen Preismechanismus vgl. Scharff, J. (2008), Inflation und die Verzerrung der relativen Preise, <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008/aufsatz>.

⁷⁰ Vgl. Blanchard, O. J. und J. Gali (2008), a. a. O.

⁷¹ Duval, R. und L. Vogel (2008), Oil price shocks and the conduct of monetary policy: some lessons from a New Keynesian perspective, *OECD Economics Department Working Paper* No. 603.

⁷² Vgl. Ascari, G. und C. Merkl (2008), a. a. O.

⁷³ Vgl. Krugman, P. (2008), Embedded vs. non-embedded inflation, *New York Times*, 31. Mai 2008. – Mishkin, F. S. (2007), a. a. O.

rechnen einzelner Warengruppen aus dem Verbraucherpreisindex, wie beispielsweise im Falle des Harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak. Dies führt aber dazu, dass Sondereffekte in den übrigen Warengruppen keine angemessene Berücksichtigung finden. Eine zweite gängige Methode ist der gestutzte Mittelwert, bei dem die am stärksten und die am geringsten steigenden Warengruppen herausgerechnet werden.⁷⁴ Diese Methode kann jedoch bei einem asymmetrischen Verlauf der Teuerung der einzelnen Warengruppen ein verzerrtes Inflationsbild zeichnen.

Heterogene Transmission von Ölpreisschocks in den Ländern des Euroraums

Die räumliche Dispersion von Preis- und Inflationsentwicklungen spielt seit Beginn der einheitlichen Geldpolitik eine große Rolle in der wirtschaftswissenschaftlichen Debatte.⁷⁵ Beim Auftreten eines Ölpreisschocks kommt es zu unterschiedlichen Auswirkungen auf die Inflationsraten in den einzelnen Ländern des Euroraums.⁷⁶ Mögliche Ursachen für die beobachtete kurz- bis mittelfristige Dispersion könnten sowohl im Auftreten asynchroner Schocks (d. h. die Länder des Euroraums werden von unterschiedlichen Schocks getroffen) als auch in der unterschiedlichen Transmission einheitlicher Schocks (d. h. ein Schock trifft alle Länder des Euroraums gleichermaßen) liegen. Die Untersuchung von Ölpreisschocks und deren Auswirkungen können einen Beitrag zu letzterem liefern.

Die Analyse auf Basis eines gepoolten vektorautoregressiven (VAR) Modells, das elf Länder des Euroraums umfasst, zeigt für den Zeitraum vom ersten Quartal 1996 bis zum vierten Quartal 2007, welche Effekte ein temporärer Anstieg der Ölpreise (ausgedrückt in Euro) um 10 % auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten in den einzelnen Ländern des Euroraums hat. Besonders Augenmerk wird dabei auch auf die Transmission des Ölpreisschocks über Produzentenpreise und Löhne in einzelnen Wirtschaftssektoren gelegt.

In der kurzen Frist, die sich auf die Reaktion der Preise in den ersten zwei Quartalen nach Auftreten des Schocks beschränkt, ergeben sich deutliche Unterschiede. Während in der Gruppe der Länder mit einer geringen kurzfristigen Preiswirkung (Griechenland, Italien, die Niederlande, Portugal) der Konsumentenpreisindex nur um 0,05 % ansteigt, ziehen die Konsu-

umentenpreise in der Gruppe der Länder mit einer ausgeprägten kurzfristigen Preiswirkung (Österreich, Belgien, Finnland, Frankreich, Deutschland, Irland, Spanien) unmittelbar um 0,15 % an. Die Hauptursachen für diese heterogene Preisreaktion liegen im unterschiedlichen Anstieg der Energiepreiskomponente des HVPI in diesen beiden Gruppen, sowie in der unterschiedlichen Gewichtung der Ausgaben der Haushalte für Energiegüter (8 % in der Gruppe der Länder mit einer geringen Preiswirkung gegenüber 9,2 % in der anderen Gruppe). Die anderen im VAR-Modell betrachteten makroökonomischen Variablen tragen zur Erklärung kurzfristiger Preisdispersionen nicht bei. Auch wenn die Heterogenität in der Reaktion des HVPI in der kurzen Frist ausgeprägt ist, sind die wirtschaftspolitischen – und insbesondere geldpolitischen – Konsequenzen dieses Ergebnisses von geringer Bedeutung, da diese Preisdispersionen zwischen den Ländern der EWU nur temporärer Natur sind.

Bei der Analyse der mittleren Frist, die sich auf die Auswirkungen des Ölpreisschocks zwischen dem dritten und zwölften Quartal nach Auftreten des Schocks bezieht, ergeben sich ebenfalls signifikant unterschiedliche Preisreaktionen. Zwar erreicht der HVPI in allen Ländern nach etwa einem Jahr seinen maximalen Anstieg und kehrt nach spätestens drei Jahren wieder auf sein ursprüngliches Niveau zurück; dennoch unterscheidet sich die Reaktion in ihrem Ausmaß zwischen den Ländern. In der Gruppe der Länder mit einer ausgeprägten mittelfristigen Preiswirkung (Österreich, Finnland, Frankreich, Deutschland, Italien, die Niederlande) steigt der HVPI im zweiten Jahr nach Auftreten des Schock um durchschnittlich 0,15 %, während in der Gruppe der Länder mit einer geringen mittelfristigen Preiswirkung (Belgien, Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) nur bei durchschnittlich 0,09 % liegt. Die Hauptursache für diesen Unterschied liegt in der Reaktion der Reallöhne im Industriesektor, die in der Gruppe der Länder mit einer geringen mittelfristigen Preiswirkung unmittelbar um etwa 0,2 % zurückgehen und in der anderen Gruppe nahezu unverändert bleiben. Diese heterogene Anpassung der Reallöhne spiegelt sich auch in den Produzentenpreisen wider, die der Entwicklung der Konsumentenpreisen vorgelagert ist.

Dieses Ergebnis bringt wichtige geldpolitische Implikationen mit sich. Reallohnrigiditäten führen zu Wohlfahrtsverlusten, da bei Auftreten makroökonomischer Schocks ein notwendiger Anpassungsmechanismus gestört ist, so dass Preise und Inflationsraten über einen längeren Zeitraum von ihren Zielwerten

⁷⁴ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), a. a. O. – Döhrn, R., C. M. Schmidt und T. Zimmermann (2008), Inflation forecasting with inflation-sentiment indicators, *Ruhr Economic Papers*, Essen, im Erscheinen.

⁷⁵ Vgl. Europäische Zentralbank (2003), Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications, Frankfurt am Main, September.

⁷⁶ Vgl. Carstensen, K., O. Hülsewig und T. Wollmershäuser (2008), Oil Price Pass-Through to Inflation: Evidence for the Euro Area, <http://www.vrcom.ifw-kiel.de/research-communities/gemeinschaftsdiagnose/hintergrundpapiere-gd-herbst-2008/aufsatz>.

abweichen. Die Geldpolitik kann bei Vorliegen solcher Rigiditäten dazu beitragen, die damit verbundenen Wohlfahrtsverluste zu reduzieren, in dem sie beispielsweise auf einen Ölpreisanstieg mit Zinserhöhungen reagiert. Diese Zinserhöhungen sollten umso stärker ausfallen, je rigider sich die Anpassung der Reallöhne vollzieht.⁷⁷ In einer Währungsunion, in der bei Auftreten eines einheitlichen Ölpreisschocks die Übertragungs- und Anpassungsmechanismen in den einzelnen Ländern unterschiedlich flexibel funktionieren, kann eine einheitliche Geldpolitik nicht gleichermaßen angemessen reagieren. Sie wird – beispielsweise bei Verfolgung einer Taylor-Regel – nur auf die durchschnittliche Entwicklung im Euroraum reagieren, und somit eine zu geringe Zinsanhebung für die Länder mit hohen Reallohnrigiditäten durchführen und entsprechend eine zu hohe für die Länder mit geringen Reallohnrigiditäten. Die im Zuge des Ölpreisschocks auftretenden Wohlfahrtsverluste in den einzelnen Ländern können somit aus nationaler Sicht nicht in optimaler Weise durch Einsatz der Geldpolitik reduziert werden.⁷⁸

Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Wie sollte die Europäische Zentralbank (EZB) vor diesem Hintergrund auf die Preisschocks im Bereich Nahrungsmittel und Rohstoffe reagieren? Im Falle transitorischer Schocks ist die Antwort relativ einfach: Die EZB sollte auf einen vorübergehenden Anstieg der Inflationsrate nicht reagieren, da die Effekte der geldpolitischen Reaktion erst verzögert auftreten und damit wahrscheinlich erst zu einem Zeitpunkt, in dem die Inflationsrate bereits wieder unter das Inflationsziel gefallen ist. Eine erhöhte Variabilität von Produktion und Inflation wäre die Folge einer Fokussierung auf die aktuelle Inflationsentwicklung. Selbst im Falle eines permanenten Schocks ist die Wirkung auf die Inflationsrate nur temporär, sofern Zweitrundeneffekte ausbleiben. Zwar könnte argumentiert werden, dass das durch den Angebotsschock verringerte Potential eine restriktivere geldpolitische Haltung rechtfertigen würde; allerdings sinken auch Produktion und Einkommen infolge des Preisschocks und negative Vermögenseffekte resultieren von dem Terms of Trade Effekt. Anders als in dem betrachteten neukeynesianischen Modell, in dem die Nachfrage im Kernsektor als Folge des Rohstoffpreisschocks steigt, weil zugun-

ten der relativ billigeren Kerngüter substituiert wird, kann es auch infolge der geringeren Substitutionselastizitäten zu einer verringerten Nachfrage im Kernsektor kommen.

Die Berücksichtigung von Kerninflationen in der Kommunikation mit der Bevölkerung kann die Inflationserwartung positiv beeinflussen und dazu beitragen, dass sie auch im Falle von Preisschocks verankert bleiben. Erwartungen spielen nämlich eine herausragende Rolle bei der Transmission von Schocks (und geldpolitischer Impulse) – in neukeynesianischen Modellen und in der Praxis.⁷⁹

Eine besondere Herausforderung für die Kommunikationsstrategie der Zentralbank würde ein permanenter Anstieg der Veränderungsrate der Rohstoffpreise darstellen. Da in diesem Fall die Gesamtinflation und die Kerninflation auch mittelfristig voneinander abweichen würden, stellt sich nicht nur die Frage, an welcher Inflationsrate die Geldpolitik sich kurzfristig orientieren sollte, sondern auch, wie sie ihr Ziel definieren sollte. Die EZB hat in diesem Fall drei Möglichkeiten. Erstens könnte sie an dem Ziel einer mittelfristigen Stabilisierung der Gesamtinflation auf einem Niveau nahe aber unter 2 % festhalten. Dies hätte zur Konsequenz, dass die binnenwirtschaftliche Inflationsdynamik unter diesem Ziel liegen müsste. Sofern das existierende Inflationsziel vor dem Schock die „optimale“ Höhe hatte, wäre eine mittelfristige Verringerung der Kernrate wohlfahrtsmindernd. Da zudem nicht angenommen werden kann, dass die Ölpreise in jedem Jahr mit derselben Rate steigen, würde eine Orientierung an der Gesamtinflation eine erhöhte Volatilität der Kerninflation und der Produktion nach sich ziehen.

Als zweite Möglichkeit kann die EZB die Rohstoffpreise aus ihrer Definition von Preisstabilität ausschließen, d. h. ihr Inflationsziel wird auf Basis einer Kernrate festgelegt. Den spezifischen Annahmen des hier vorgestellten neukeynesianischen Modells entsprechend wäre dies die dominante Strategie. Ihre Umsetzbarkeit wird jedoch zum einen dadurch beeinträchtigt, dass das geeignete Maß für die Kerninflation umstritten ist. Zudem könnte ein Strategiewechsel in Zeiten erheblicher Zielverfehlungen zu einem Vertrauensverlust in die EZB und zu einer Entkopplung der Inflationserwartungen vom Inflationsziel führen.

⁷⁷ Vgl. Blanchard, O. J. und J. Galí (2007), Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model, *Journal of Money, Credit, and Banking Supplement* to 39, S. 35–65.

⁷⁸ Eine Möglichkeit, um eine für den gesamten Währungsraum optimale Geldpolitik zu gewährleisten, besteht darin, den Ländern mit dem höheren Grad an Rigiditäten ein höheres Gewicht beim geldpolitischen Entscheidungsprozess zukommen zu lassen. Vgl. Benigno, P. (2004), Optimal Monetary Policy in a Currency Area, *Journal of International Economics* 63, S. 293–320.

⁷⁹ Allerdings hat Blanchard jüngst die Frage aufgeworfen, ob Inflationserwartungen im neukeynesianischen Modell vielleicht überbewertet werden: „One may reasonably ask, however, whether a price setter, choosing prices for the next month or the next quarter, will change his decision depending on what his expectation of inflation is, say, in five years. Put another way, while we very much want to believe it, I am not sure we actually understand whether and how anchoring of inflation expectations is so important.“ Blanchard, O. J. (2008), The state of macro, *Working Paper* 08-17, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working Paper Series, S. 21.

Schließlich besteht die Möglichkeit, das mittelfristige Inflationsziel um die erwartete Teuerungsrate der Rohstoffpreise anzuheben. Dagegen spricht jedoch, dass allein die Diskussion einer solchen Maßnahme in der gegenwärtigen Situation die Reputation der EZB schädigen und zu einem überproportionalen Anstieg der Inflationserwartungen führen könnte. Zudem ist der mittelfristige Preistrend für Rohstoffe weder notwendigerweise stetig noch ex ante verlässlich genug zu bestimmen. Das Inflationsziel müsste demnach von Zeit zu Zeit an die Entwicklung der Rohstoffpreise angepasst werden – mit möglicherweise verheerenden Folgen für die Glaubwürdigkeit der EZB.

Aus diesen Gründen erscheint es derzeit am besten, das gegenwärtige Inflationsziel beizubehalten. Falls sich auch in den kommenden Jahren zeigt, dass die Rohstoffpreise trendmäßig in einem relevanten Tempo ansteigen, könnte ein Kernratenkonzept aus theoretischer Sicht Vorteile aufweisen. Dies muss nicht bedeuten, dass die Inflationsraten auf mittlere Sicht höher sein werden. Hierbei sind aber insbesondere die Umsetzungsprobleme zu beachten.

6. Zur Wirtschaftspolitik

Die deutsche Wirtschaft steht am Rande einer Rezession. In den vergangenen Monaten hat sich die wirtschaftliche Lage als Folge der Finanzmarktkrise zuspitzt. Nach der Prognose der Institute wird die Kapazitätsauslastung wohl deutlich unter das Normalniveau sinken.

Im Zusammenhang mit der Finanzkrise ist weltweit an Banken und an anderen Institutionen zu Recht Kritik geübt worden. Offensichtlich hat der Einsatz moderner Instrumente zur Risikodiversifikation zu erheblichen Fehlanreizen (etwa bei der Vergabe von Realkredit in den USA) geführt, und die Leistungsfähigkeit dieser Finanzinstrumente bei der Bewältigung gesamtwirtschaftlicher Risiken wurde krass überschätzt. Es wurden auf vielen Seiten gravierende Fehler gemacht, übrigens auch bei privaten Haushalten, weil sie sich zum Beispiel beim Hauskauf übernommen haben. Es geht jedoch zu weit, aufgrund von Fehlern etwa bei Banken das gesamte Finanzsystem oder sogar die Marktwirtschaft selbst in Frage zu stellen. Denn ein funktionsfähiges Finanzsystem ermöglicht es, Ersparnisse auf effiziente Weise in realwirtschaftliche Investitionen zu kanalisieren. Ohne diese Intermediation wären das Wirtschaftswachstum und auch der Lebensstandard der Bevölkerung deutlich niedriger.

Derzeit ist die Politik zu Recht darauf konzentriert, die Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems abzuwenden. Hierauf waren die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger nicht vorbereitet, was aufgrund der überraschenden Entwicklungen nicht rundweg zu kritisieren ist. Auch ist die Aufgabe extrem schwierig: Einerseits muss verhindert werden, dass es zu einer systemischen Krise kommt; im Einzelfall ist es nur schwer zu beurteilen, ob eine Rettungsmaßnahme unbedingt erforderlich ist. Andererseits darf sich die Politik nicht auf die Rettung schwacher Banken konzentrieren, sondern sollte eine systemische Lösung anstreben. Dabei sollte sie darauf achten, dass die Belastungen für die Steuerzahler nicht zu groß werden. Zu einem Gesamtkonzept würde daher auch gehören, dass der Staat an den Gewinnen partizipiert, die aus der Überwindung der Krise entstehen.⁸⁰

In der aktuellen Situation ist es hilfreich, dass sich die Finanzlage des Staates in den vergangenen Jahren erheblich verbessert hat. Daher ist es möglich und sinnvoll, die automatischen Stabilisatoren in der Finanzpolitik wirken zu lassen. Dies war vor wenigen Jahren nicht möglich, wenn man nicht gegen die Regeln des

Stabilitäts- und Wachstumspakts verstoßen wollte. Insofern ist Deutschland finanzpolitisch in einer komfortableren Position als andere große Länder in der EU, die ebenfalls am Rande einer Rezession stehen. Wenn sich die Lage der öffentlichen Finanzen in Deutschland im kommenden Jahr konjunkturbedingt verschlechtert – nach der Prognose der Institute ist das der Fall –, so ist dies hinzunehmen. Ebenso müssen Haushaltsbelastungen, die aus der Finanzmarktkrise resultieren, kurzfristig hingenommen werden.

Vielfach wird gefordert, ein Konjunkturprogramm aufzulegen. Dies halten die Institute, wie im Frühjahrsgutachten 2008 ausführlich dargelegt,⁸¹ auch aus praktischen Gründen nicht für erfolgversprechend. Die Finanzpolitik sollte vielmehr mittelfristig ausgerichtet sein und darauf abzielen, das Potentialwachstum und die Beschäftigung zu fördern. Dabei ist vorstellbar, die Konjunktur dadurch zu stützen, dass man wachstumsorientierte Maßnahmen vorzieht, die für einen späteren Zeitpunkt ohnehin geplant sind. Das bedeutet jedoch nicht, dass der Konsolidierungskurs grundsätzlich verlassen werden sollte. Die Institute haben eine Strategie der qualitativen Konsolidierung vorgeschlagen, welche impliziert, dass der Anstieg der konsumtiven Ausgaben auf Dauer beschränkt bleiben sollte, damit Spielraum entsteht, die Abgabenbelastung zu senken und wachstumsfördernde Ausgaben zu erhöhen.⁸²

Die EZB hat mit einer Änderung ihrer Liquiditätspolitik auf die Finanzmarktkrise reagiert und nach der jüngsten Zuspitzung der Krise die Zinsen gesenkt; dies wird den konjunkturellen Abschwung begrenzen. Unterstellt man, dass die EZB sich so verhält wie in der Vergangenheit, ist im Prognosezeitraum mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen. Allerdings muss die Notenbank dabei sicherstellen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen nach den Preisschüben des vergangenen Jahres am impliziten Inflationsziel der EZB verankert sind.

Die Löhne sind im Zuge des vergangenen konjunkturellen Aufschwungs rascher gestiegen. Die bekannten und die demnächst in wichtigen Branchen, wie zum Beispiel in der Metall- und Elektroindustrie, anstehenden Lohnabschlüsse bedeuten voraussichtlich, dass sich die ausgeprägte Lohnzurückhaltung, die in den vergangenen Jahren zu beobachten war, nicht fortsetzt. Alles in allem geht vonseiten der Arbeitskosten kaum noch ein positiver Impuls für die Beschäftigung auf mittlere Sicht aus.

⁸⁰ Vgl. Kapitel 3 dieses Gutachtens.

⁸¹ Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), Folgen der US-Immobilienmarktkrise belasten Konjunktur. Essen, S. 63-70.

⁸² Vgl. dazu den Abschnitt „Zur Finanzpolitik“.

Grundsätzlich halten es die Institute für sinnvoll, dass sich die Tarifparteien bei ihren Abschlüssen an mittelfristigen Entwicklungen orientieren und Forderungen oder Abschlüsse nicht von der aktuellen Lage auf dem Arbeitsmarkt oder allgemein der Konjunktur abhängig machen. Als Orientierungsgröße gilt nach wie vor, dass mittelfristig mit einem Anstieg der Produktivität um rund 1 ½ % zu rechnen ist und sich die für die Beschäftigung relevante Inflationsrate auf 1 ½ % beläuft. Damit wäre gesamtwirtschaftlich ein Lohnanstieg von 3 % als beschäftigungsneutral einzustufen. Soll die Arbeitslosigkeit verringert werden, sind Abschlüsse unter dieser Rate erforderlich. Jedoch reicht es nicht aus, an die beschäftigungspolitische Verantwortung der Tarifparteien zu „appellieren“, denn sie verfolgen – verständlicherweise – ihre eigenen Interessen. Vielmehr liegt es an der Wirtschaftspolitik, den Wettbewerb so zu stärken, dass die Löhne am ehesten die Knappheiten auf dem Arbeitsmarkt widerspiegeln.

Zur Finanzpolitik

Im Zuge der Konjunkturschwäche wird sich die Lage der öffentlichen Haushalte verschlechtern. Dies ist für sich genommen kein Anlass, Maßnahmen zur Vermeidung eines Defizits zu ergreifen, denn entscheidend für die Beurteilung der Finanzlage ist der strukturelle (konjunkturbereinigte) Budgetsaldo. Auch sollte man Belastungen als Folge der Bankenkrise nicht zum Anlass nehmen, einen restriktiven finanzpolitischen Kurs einzuschlagen, weil es sich um Einmaleffekte handelt. Die Frage ist, ob die Finanzpolitik Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur ergreifen sollte.

Wie im Gutachten vom Frühjahr 2008 dargelegt, halten die Institute Konjunkturprogramme im herkömmlichen Sinne für wenig erfolgversprechend. Es ist aber denkbar, dass der Staat solche Maßnahmen rasch umsetzt, die zur Stärkung der Wachstumskräfte auf mittlere Sicht sinnvoll oder aufgrund der Gesetzeslage unausweichlich sind. Zwar sind die konjunkturellen Wirkungen einer solchen Politik begrenzt, jedoch sind zumindest die langfristigen Effekte positiv einzuschätzen.

Die Politik könnte sowohl auf der Einnahmen- als auch auf der Ausgabenseite ansetzen. Einnahmeseitig bietet sich vor allem eine Reduktion der Einkommensteuerbelastung an, die zudem rasch umgesetzt werden könnte. Die Steuerbelastung der Einkommensbezieher wird in diesem und dem kommenden Jahr aufgrund „heimlicher“ Steuererhöhungen weiter zunehmen, denn aufgrund von inflationsbedingten Einkommenssteigerungen erreichen immer mehr

Steuerzahler Tarifzonen mit höheren Grenzsteuersätzen. Ihre Steuerbelastung nimmt zu, ohne dass dem eine höhere wirtschaftliche Leistungsfähigkeit zugrunde liegt. Außerdem steigert der beschlossene Abbau von Steuervergünstigungen, der für sich genommen wünschenswert ist, die Steuerbelastung.⁸³ Mehrbelastungen sollten vermieden werden, indem die Einkommensteuer für alle entsprechend gesenkt wird. Eine Entlastung der Steuerzahler könnte dadurch erfolgen, dass der Sonderausgabenabzug der Kranken- und der Pflegeversicherungsbeiträge, der nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts unzureichend ist, bereits im Jahr 2009 erhöht wird und nicht, wie geplant, zum 1. Januar 2010.

Auch eine Senkung der Sozialabgaben ist rasch umsetzbar und beschäftigungspolitisch sinnvoll. In diesem Jahr wurde die Belastung der sozialversicherungspflichtigen Einkommen auf 39,9 % reduziert; entscheidend war, dass der Beitrag zur Arbeitslosenversicherung sank. Im kommenden Jahr steigt die Beitragsbelastung insgesamt auf 40,2 %. Will die Bundesregierung ihr Ziel erreichen, die Gesamtbelastung unter 40 % zu halten, muss sie die Sozialabgaben weiter verringern. Dabei könnte sie entweder die Erhöhung der Krankenversicherungsbeiträge durch eine verstärkte Steuerfinanzierung der Krankheitskosten von ALG-II-Empfängern beschränken oder den Beitragsatz der Arbeitslosenversicherung stärker senken als geplant. Letzteres ist möglich, insbesondere wenn keine weiteren Aufgaben des Bundes auf die Bundesagentur für Arbeit verlagert werden und sie von versicherungsfremden Leistungen entlastet wird.

Auf der Ausgabenseite kann erwogen werden, ohnehin geplante wachstumsfördernde Investitionen in Bildung, Forschung und Infrastruktur zeitlich vorzuziehen. Dies dürfte im Allgemeinen aus Gründen des erforderlichen Vorlaufs bei der Planung zwar schwer zu realisieren sein, im Einzelfall werden sich aber Projekte finden, bei denen das möglich ist. So könnte beispielsweise die Infrastruktur zur Ganztagsbetreuung von Kindern rascher als geplant ausgebaut werden.

Das alles bedeutet nicht, dass der Konsolidierungskurs grundsätzlich verlassen werden darf. Daher sollte gleichzeitig mit den Abgabensenkungen und den zusätzlichen Ausgaben verbindlich festgelegt werden, wie die nachträgliche Finanzierung der Maßnahmen erfolgt, damit es nicht zu einer dauerhaft höheren Staatsverschuldung kommt. So sollte beschlossen werden, ab dem Jahr 2010 Subventionen stärker abzubauen als absehbar oder den Anstieg konsumtiver Ausgaben eng zu begrenzen. Damit würde sicherge-

⁸³ Eine steigende Steuerbelastung resultiert auch aus der Versteigerung der Lizenzen für CO₂-Emissionen. In diesem Jahr sollen nur 10 % der Zertifikate verkauft werden, was voraussichtlich ein Aufkommen von rund 1 Mrd. Euro erbringt. Ab 2013 soll ein größerer Anteil der Zertifikate verkauft werden. Angenommen, die Zertifikate würden vollständig versteigert, könnte dies zu Mehreinnahmen in zweistelliger Milliardenhöhe führen.

stellt, dass es mittelfristig bei dem Konsolidierungskurs bleibt.

Zur Geldpolitik

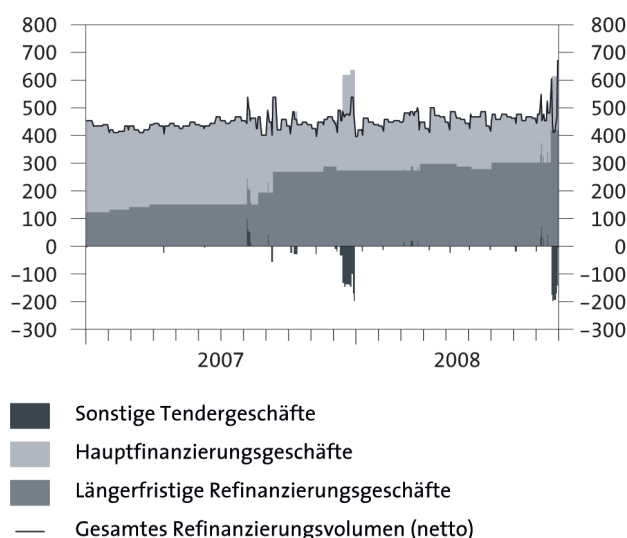
Die EZB hatte bis zur Zinssenkung am 8. Oktober auf die internationale Finanzkrise in erster Linie mit einer Änderung in der Struktur ihrer Liquiditätsbereitstellung reagiert. Sie hat den Umfang der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zulasten einwöchiger Hauptrefinanzierungsgeschäfte ausgeweitet. Vor Ausbruch der Finanzmarktkrise entfiel nur etwa ein Drittel der vom Eurosystem zur Verfügung gestellten Liquidität auf längerfristige Refinanzierungsgeschäfte. Seitdem stieg dieser Anteil auf etwa zwei Drittel (Abbildung 6.1). Im Zuge der Verschärfung der Bankenkrise hat ihn die EZB Ende September nochmals erhöht, um den Banken Planungssicherheit zu geben. Die EZB übernimmt damit zunehmend die Funktion des infolge mangelnden Vertrauens funktionsunfähigen Geldmarktes. Anstatt sich untereinander Geld zu leihen und dadurch Überschüsse und Engpässe auszugleichen, tätigen die Banken ihre Liquiditätsgeschäfte mittlerweile vermehrt mit der EZB.

Dabei nahmen die Banken zunehmend auch die Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilitäten in Anspruch, die vor Ausbruch der Finanzmarktkrise aufgrund ihrer ungünstigen Konditionen wenig genutzt worden waren. In der Folge kam es zu einer enormen Ausweitung der Depositen bei der EZB, während die

Abbildung 6.1

Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem

2007 und 2008; in Mrd. Euro



Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität weit unterproportional zunahm.

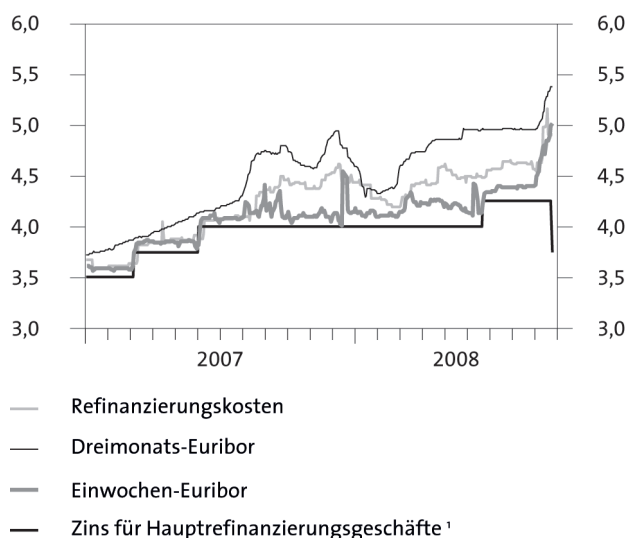
Die Refinanzierung der Banken beim Eurosystem hatte sich seit dem Frühjahr dieses Jahres kontinuierlich verteuert, vor allem weil die Aufschläge bei den gewichteten Durchschnittssätzen der von der EZB durchgeführten Zinstender gegenüber dem Mindestbietungssatz gestiegen waren. Die Leitzinserhöhung im Juli war mit einem Rückgang dieser Aufschläge einhergegangen (Abbildung 6.2). Im Zuge der Verschärfung der Finanzmarktkrise seit Mitte September dieses Jahres waren die gewichteten Durchschnittssätze aber auf rund 5 % gestiegen; sie lagen damit um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte über dem damaligen Mindestbietungssatz von 4,25 %. Diese Aufschläge waren im historischen Vergleich beispiellos hoch – nach dem Platzen der New Economy Bubble war der gewichtete Durchschnittssatz der von der EZB durchgeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte beispielsweise nur um rund 0,3 Prozentpunkte höher als der Mindestbietungssatz. Da die Geldmarktsätze immer noch einen wenn auch schwächer gewordenen Gleichlauf mit den Refinanzierungszinsen aufwiesen, war die Geldpolitik insgesamt nochmals deutlich restriktiver geworden.

Es stellte sich daher die Frage, ob und wie die EZB die Refinanzierungskosten der Banken wieder näher an

Abbildung 6.2

Geldmarktsätze und Refinanzierungskosten der Banken beim Eurosystem

2007 und 2008; in %



¹ Vor dem 8. Oktober 2008 Mindestbietungssatz der Zinstender, seither Festzinssatz der Mengentender.

Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Zum Zinssetzungsverhalten der Europäischen Zentralbank

Anders als in früheren Gutachten¹ haben die Institute eine Reaktionsfunktion für das zinspolitische Verhalten der EZB herangezogen, die den Risikoaufschlag des Dreimonats-Euribor gegenüber dem Satz für besichertes Dreimonatsgeld (Eurepo) explizit als zusätzliche Variable, $\tau_t = i_t^{Euribor} - i_t^{Eurepo}$, berücksichtigt.² Die Inflationserwartungen, $E_t \pi_{t+4}$, die Angaben über die Verbraucherpreisinflation in den folgenden vier Quartalen liefern, sind dem Survey of Professional Forecasters der EZB entnommen. Als Inflationsziel, π^* , ist eine Rate von 1,9 % unterstellt. Der mittelfristige Wachstumspfad des realen Bruttoinlandsprodukts, Δy_t^* , und die Produktionslücke, $y_t - y_t^*$, werden jeweils mithilfe der auch bisher in den Gutachten verwendeten Quasi-Echtzeit-Methode bestimmt. Der Schätzzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2008. Die geschätzte Zinsgleichung lautet

$$i_t^{Euribor} = 0,64 \underset{(11,1)}{i_t^{Euribor}} + 0,36 \underset{(11,1)}{\left[0,71 \underset{(15,1)}{\Delta_t^*} + \pi^* + \tau_t + 2,71 \underset{(3,7)}{(E_t \pi_{t+4} - \pi^*)} + 1,31 \underset{(6,5)}{(y_t - y_t^*)} \right]} + \varepsilon_t,$$

wobei t -Werte jeweils in Klammern unterhalb der geschätzten Reaktionskoeffizienten angegeben sind.³ Für die Fortschreibung der Taylor-Regel wird die von den Instituten prognostizierte Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Verbraucherpreise unterstellt.⁴ Darüber hinaus wird angenommen, dass der Risikoaufschlag am Interbankengeldmarkt zunächst weiterhin bestehen bleibt und bis Ende 2009 auf 0,4 Prozentpunkte zurückgehen wird.

¹Vgl. z. B. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2007), Aufschwung legt Pause ein. Essen, S. 65.

²Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise kam es zu einem starken Anstieg dieses Aufschlags, der Ausdruck einer erhöhten Risikoprämie für die Möglichkeit des Ausfalls einer Gegenpartei beim Interbankenhandel ist.

³Die Restriktion, dass der Koeffizient vor der Risikoprämie gleich eins sein soll, kann bei herkömmlichen Signifikanzniveaus nicht verworfen werden. Der p -Wert eines Likelihood-Ratio-Tests liegt bei 0,13.

⁴Da die Regel vorausschauend ist, muss auch eine Inflationsannahme für 2010 getroffen werden. Es wurde unterstellt, dass sich die Inflationsraten bis zum 4. Quartal 2010 langsam auf 2,1 % zurückbilden.

den aktuellen Mindestbietungssatz heranzuführen könnte. Mit ihrer ursprünglichen Strategie, den Anteil längerfristiger Refinanzierungsmöglichkeiten zu erhöhen, hatte sie den scharfen Anstieg der Refinanzierungskosten nicht aufhalten können. Andererseits erreichte sie ihr offizielles Ziel, den Tagesgeldsatz nahe dem Mindestbietungssatz zu halten, wenn auch bei zunehmender Volatilität. Das Problem resultierte daraus, dass Ausleihungen zwischen Banken mit unterschiedlichen Fristigkeiten infolge von Risikoerwägungen in einer weniger engen Substitutionsbeziehung als zuvor standen. Folglich konnte die Stabilisierung des kurzfristigen Endes der Zinsstruktur nicht verhindern, dass die durchschnittlichen Refinanzierungskosten der Banken über das gesamte Laufzeitspektrum anstiegen.

Um den Abstand der durchschnittlichen Refinanzierungssätze vom Mindestbietungssatz zu verringern, hat die EZB am 8. Oktober zwei Maßnahmen angekündigt. Zum einen hat sie die Spanne zwischen dem Satz der Einlagefazilität und jenem der Spitzenrefinanzierungsfazilität von zwei Prozentpunkten auf einen Prozentpunkt verengt. Arbitrage sorgt dafür, dass diese Sätze die untere und obere Grenze für die Zuteilungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bilden. Eine Senkung des Satzes der Spitzenrefinanzierungsfazilität bewirkt daher einen Rückgang der

durchschnittlichen Refinanzierungskosten. Zum anderen werden, beginnend mit dem Geschäft am 15. Oktober 2008, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender ohne Repartierung durchgeführt, und nicht länger als Zinstender; dies bedeutet, dass die Banken bei der EZB zum Hauptrefinanzierungssatz unbegrenzt Liquidität aufnehmen können.

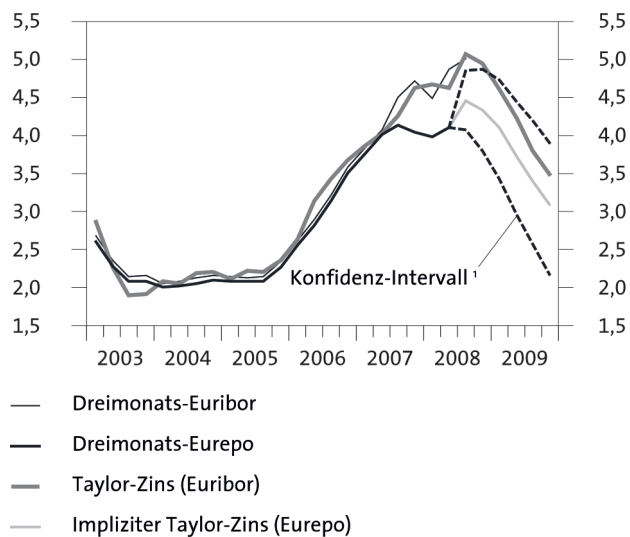
Darüber hinaus hat die EZB am 8. Oktober 2008 den entscheidenden Refinanzierungssatz um 0,5 Prozentpunkte gesenkt. Diese Reaktion auf die jüngste Zuspitzung der Finanzkrise geschah im Rahmen einer konzertierten Aktion, an der sich mehrere Notenbanken beteiligten, darunter die US-Notenbank, die Bank von England und die Schweizerische Nationalbank.

Damit erfolgte die Zinssenkung der EZB früher, als es die Punktschätzung einer empirischen Reaktionsfunktion für die EZB nahelegt, wie sie von den Instituten üblicherweise zur Einschätzung der Geldpolitik im Euroraum herangezogen wird. Dies ist aber nicht verwunderlich, da jene weder die Schärfe der aktuellen Finanzkrise noch die daraus folgenden Risiken für die Konjunktur berücksichtigt. Der Zinssatz liegt aber weiterhin innerhalb des durch ein Bootstrap-Verfahren ermittelten Konfidenzbandes, das makroökonomische Schocks berücksichtigt (Abbildung 6.3).⁸⁴

⁸⁴ Einschränkung ist zu vermerken, dass das Verfahren nur jene Schocks berücksichtigen kann, die im Stützzeitraum, von 1999 bis zum zweiten Quartal des laufenden Jahres, aufgetreten sind.

Abbildung 6.3

Zinsprognose auf Basis einer Reaktionsfunktion
2003 bis 2009; in %



¹Ermittelt über ein Bootstrap-Verfahren.

Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Die jüngsten Maßnahmen der EZB dürften einen Beitrag zur Beruhigung der Finanzmärkte und zur Stabilisierung der Konjunktur leisten. Die Institute erwarten, dass die EZB die Leitzinsen im Prognosezeitraum um weitere 0,5 Prozentpunkte auf 3,25 % senken wird.

Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2008 und 2009

	2007	2008	2009	2008		2009	
				1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
1. Entstehung des Inlandsprodukts, Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Erwerbstätige	1,7	1,3	-0,2	1,5	1,2	0,2	-0,6
Arbeitszeit, arbeitstäglich	0,4	-0,7	-0,1	-0,5	-0,9	0,6	-0,9
Arbeitsstage	-0,3	0,9	-0,1	0,8	1,0	-1,7	1,3
Arbeitsvolumen, kalendermonatlich	1,8	1,5	-0,5	1,8	1,3	-0,8	-0,2
Produktivität ¹	0,6	0,2	0,7	0,7	-0,2	0,0	1,3
Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt	2,5	1,8	0,2	2,4	1,1	-0,8	1,1
2. Verwendung des Inlandsprodukts in jeweiligen Preisen							
a) Mrd. Euro							
Konsumausgaben	1 809,4	1 849,4	1 899,7	898,5	950,9	920,4	979,3
Private Haushalte ²	1 373,7	1 399,0	1 429,7	682,0	717,0	693,9	735,8
Staat	435,6	450,4	470,0	216,5	233,9	226,5	243,5
Anlageinvestitionen	453,5	476,8	473,7	230,9	245,9	223,0	250,7
Ausrüstungen	189,4	197,3	190,0	95,9	101,3	89,8	100,2
Bauten	236,4	251,4	255,4	121,4	130,0	119,6	135,8
Sonstige Anlageinvestitionen	27,7	28,1	28,4	13,6	14,6	13,6	14,7
Vorratsveränderung ³	-10,9	-6,0	-7,9	6,1	-12,1	7,5	-15,4
Inländische Verwendung	2 251,9	2 320,2	2 365,6	1 135,5	1 184,7	1 150,9	1 214,7
Außenbeitrag	171,0	174,7	176,0	93,6	81,1	90,7	85,3
Exporte	1 137,2	1 198,8	1 207,9	596,7	602,1	589,1	618,8
Importe	966,2	1 024,2	1 031,9	503,1	521,0	498,4	533,5
Bruttoinlandsprodukt	2 422,9	2 494,9	2 541,6	1 229,1	1 265,8	1 241,6	1 300,0
b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Konsumausgaben	1,6	2,2	2,7	2,5	2,0	2,4	3,0
Private Haushalte ²	1,4	1,8	2,2	2,2	1,5	1,7	2,6
Staat	2,4	3,4	4,4	3,2	3,5	4,6	4,1
Anlageinvestitionen	7,2	5,1	-0,6	7,2	3,3	-3,4	2,0
Ausrüstungen	6,3	4,2	-3,7	7,3	1,4	-6,4	-1,1
Bauten	8,1	6,3	1,6	7,6	5,2	-1,5	4,4
Sonstige Anlageinvestitionen	5,1	1,5	0,7	3,0	0,2	0,5	1,0
Inländische Verwendung	2,8	3,0	2,0	3,6	2,5	1,4	2,5
Exporte	8,0	5,4	0,8	6,9	4,0	-1,3	2,8
Importe	4,9	6,0	0,8	7,2	4,9	-0,9	2,4
Bruttoinlandsprodukt	4,4	3,0	1,9	3,7	2,3	1,0	2,7
3. Verwendung des Inlandsprodukts, verkettete Volumenangaben (Referenzjahr 2000)							
a) Mrd. Euro							
Konsumausgaben	1 651,0	1 653,9	1 666,6	810,6	843,3	813,5	853,2
Private Haushalte ²	1 239,8	1 234,9	1 239,6	605,0	629,8	604,1	635,6
Staat	411,4	419,5	427,7	205,8	213,7	209,8	217,9
Anlageinvestitionen	452,3	469,6	463,2	227,5	242,1	217,6	245,6
Ausrüstungen	209,6	219,6	213,1	106,2	113,4	100,0	113,1
Bauten	212,9	219,2	217,9	106,6	112,6	102,2	115,6
Sonstige Anlageinvestitionen	32,7	34,4	35,4	16,4	18,0	16,9	18,5
Inländische Verwendung	2 078,3	2 101,7	2 105,8	1 037,2	1 064,5	1 031,4	1 074,4
Exporte	1 125,7	1 175,5	1 179,1	586,5	589,0	575,0	604,0
Importe	961,3	993,6	997,6	489,8	503,9	481,6	516,0
Bruttoinlandsprodukt	2 241,8	2 281,7	2 285,4	1 132,5	1 149,2	1 123,7	1 161,7
b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Konsumausgaben	0,2	0,2	0,8	0,4	0,0	0,4	1,2
Private Haushalte ²	-0,4	-0,4	0,4	-0,1	-0,7	-0,2	0,9
Staat	2,2	2,0	2,0	1,8	2,1	2,0	2,0
Anlageinvestitionen	4,3	3,8	-1,4	6,1	1,8	-4,4	1,5
Ausrüstungen	6,9	4,8	-3,0	8,3	1,7	-5,8	-0,3
Bauten	1,8	2,9	-0,6	4,2	1,7	-4,1	2,7
Sonstige Anlageinvestitionen	8,0	5,2	2,9	7,5	3,2	2,6	3,1
Inländische Verwendung	1,1	1,1	0,2	1,6	0,7	-0,6	0,9
Exporte	7,5	4,4	0,3	6,3	2,7	-2,0	2,6
Importe	5,0	3,4	0,4	5,0	1,9	-1,7	2,4
Bruttoinlandsprodukt	2,5	1,8	0,2	2,4	1,1	-0,8	1,1

Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2008 und 2009

	2007	2008	2009	2008		2009	
				1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
4. Preisniveau der Verwendungsseite des Inlandsprodukts (2000=100), Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Private Konsumausgaben ²	1,7	2,3	1,8	2,3	2,2	1,9	1,7
Konsumausgaben des Staates	0,2	1,4	2,3	1,4	1,4	2,6	2,1
Anlageinvestitionen	2,7	1,3	0,7	1,0	1,5	1,0	0,5
Ausrüstungen	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-0,3	-0,6	-0,8
Bauten	6,3	3,3	2,2	3,2	3,4	2,6	1,7
Exporte	0,5	1,0	0,5	0,6	1,3	0,7	0,2
Importe	-0,1	2,5	0,4	2,1	3,0	0,7	0,0
Bruttoinlandsprodukt	1,9	1,2	1,7	1,2	1,1	1,8	1,6
5. Einkommensentstehung und -verteilung							
a) Mrd. Euro							
Primäreinkommen der privaten Haushalte ²	1 761,2	1 819,7	1 860,9	893,1	926,6	914,0	946,9
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	225,3	229,3	234,7	110,8	118,6	114,0	120,7
Bruttolöhne und -gehälter	958,2	996,4	1 020,9	471,7	524,7	486,5	534,4
Übrige Primäreinkommen ⁴	577,7	594,0	605,2	310,6	283,4	313,4	291,8
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	344,2	345,5	348,7	161,9	183,6	154,3	194,4
Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)	2 105,4	2 165,2	2 209,6	1 055,0	1 110,3	1 068,3	1 141,3
Abschreibungen	358,8	364,4	373,1	182,3	182,1	186,4	186,7
Bruttonationaleinkommen	2 464,2	2 529,6	2 582,6	1 237,3	1 292,4	1 254,6	1 328,0
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	1 827,1	1 882,6	1 917,1	913,9	968,7	923,0	994,1
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	643,5	656,8	661,5	331,4	325,5	322,5	339,0
Arbeitnehmerentgelt	1 183,6	1 225,8	1 255,6	582,5	643,3	600,5	655,1
b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Primäreinkommen der privaten Haushalte ²	3,1	3,3	2,3	3,7	2,9	2,3	2,2
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	1,2	1,8	2,4	1,6	1,9	2,9	1,8
Bruttolöhne und -gehälter	3,4	4,0	2,5	4,0	4,0	3,1	1,8
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	1,6	2,4	2,7	2,3	2,6	2,9	2,6
Übrige Primäreinkommen ⁴	3,4	2,8	1,9	4,2	1,4	0,9	3,0
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	10,6	0,4	0,9	4,5	-3,0	-4,7	5,9
Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)	4,3	2,8	2,0	3,9	1,9	1,3	2,8
Abschreibungen	4,6	1,6	2,4	0,7	2,5	2,3	2,5
Bruttonationaleinkommen	4,3	2,7	2,1	3,4	2,0	1,4	2,8
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	3,5	3,0	1,8	4,3	1,9	1,0	2,6
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	4,5	2,1	0,7	5,6	-1,3	-2,7	4,2
Arbeitnehmerentgelt	3,0	3,6	2,4	3,5	3,6	3,1	1,8
6. Einkommen und Einkommensverwendung der privaten Haushalte²							
a) Mrd. Euro							
Masseneinkommen	996,1	1 017,6	1 036,2	489,2	528,5	498,4	537,8
Nettolöhne und -gehälter	623,4	643,0	654,2	301,6	341,4	308,5	345,7
Monetäre Sozialleistungen	449,3	452,3	462,4	226,8	225,6	230,3	232,1
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	76,7	77,7	80,4	39,2	38,5	40,4	40,0
Übrige Primäreinkommen ⁴	577,7	594,0	605,2	310,6	283,4	313,4	291,8
Sonstige Transfers (Saldo) ⁵	-59,2	-64,4	-61,0	-32,2	-32,3	-31,0	-30,0
Verfügbares Einkommen	1 514,5	1 547,2	1 580,4	767,6	779,6	780,8	799,5
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	26,3	30,5	32,0	15,1	15,4	15,8	16,2
Konsumausgaben	1 373,7	1 399,0	1 429,7	682,0	717,0	693,9	735,8
Sparen	167,1	178,6	182,7	100,7	78,0	102,8	79,9
Sparquote (%) ⁶	10,8	11,3	11,3	12,9	9,8	12,9	9,8
b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Masseneinkommen	1,4	2,2	1,8	2,0	2,3	1,9	1,8
Nettolöhne und -gehälter	3,0	3,1	1,7	3,1	3,1	2,3	1,3
Monetäre Sozialleistungen	-1,7	0,7	2,2	0,2	1,1	1,6	2,9
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	-3,8	1,2	3,5	0,7	1,8	3,2	3,9
Übrige Primäreinkommen ⁴	3,4	2,8	1,9	4,2	1,4	0,9	3,0
Verfügbares Einkommen	1,6	2,2	2,1	2,6	1,8	1,7	2,6
Konsumausgaben	1,4	1,8	2,2	2,2	1,5	1,7	2,6
Sparen	5,1	6,9	2,3	7,2	6,5	2,1	2,5

Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2008 und 2009

	2007	2008	2009	2008		2009	
				1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
7. Einnahmen und Ausgaben des Staates⁷							
a) Mrd. Euro							
Einnahmen							
Steuern	576,3	594,6	610,2	296,2	298,4	305,0	305,2
Sozialbeiträge	399,9	407,6	419,1	197,5	210,1	204,6	214,5
Vermögenseinkommen	18,0	18,5	18,2	11,3	7,2	11,2	7,0
Sonstige Transfers	13,9	14,3	14,4	7,0	7,4	7,0	7,4
Vermögenstransfers	9,7	10,8	10,9	5,5	5,3	5,5	5,4
Verkäufe	46,6	47,3	48,8	22,2	25,1	22,9	25,9
Sonstige Subventionen	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Insgesamt	1 064,7	1 093,4	1 121,9	539,7	553,7	556,4	565,5
Ausgaben							
Vorleistungen ⁸	280,3	290,9	305,2	139,4	151,5	146,7	158,5
Arbeitnehmerentgelt	168,0	172,1	178,3	81,9	90,2	85,0	93,3
Vermögenseinkommen (Zinsen)	67,4	70,1	71,6	35,0	35,1	35,7	35,9
Subventionen	27,1	27,0	27,3	12,6	14,5	12,7	14,6
Monetäre Sozialleistungen	418,4	420,8	430,4	211,1	209,8	214,4	216,0
Sonstige laufende Transfers	36,4	38,7	41,8	20,3	18,4	21,2	20,6
Vermögenstransfers	30,0	33,9	29,1	17,0	16,9	15,1	14,0
Bruttoinvestitionen	35,6	37,5	39,2	16,6	20,9	17,4	21,8
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-1,4	-1,4	-1,5	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8
Insgesamt	1 061,6	1 089,6	1 121,5	533,1	556,5	547,6	573,9
Finanzierungssaldo	3,1	3,8	0,4	6,7	-2,9	8,8	-8,4
b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Einnahmen							
Steuern	8,6	3,2	2,6	3,7	2,6	3,0	2,3
Sozialbeiträge	0,0	1,9	2,8	1,6	2,2	3,6	2,1
Vermögenseinkommen	2,9	2,8	-1,6	4,6	0,1	-0,8	-2,9
Sonstige Transfers	-1,6	3,1	0,3	5,5	1,0	-0,1	0,7
Vermögenstransfers	4,4	11,6	1,2	16,0	7,5	1,5	0,9
Verkäufe	4,3	1,3	3,3	0,7	1,8	3,4	3,2
Sonstige Subventionen	-	-	-	-	-	-	-
Insgesamt	4,8	2,7	2,6	3,0	2,4	3,1	2,1
Ausgaben							
Vorleistungen ⁸	3,9	3,8	4,9	3,8	3,8	5,2	4,6
Arbeitnehmerentgelt	0,3	2,5	3,5	2,1	2,8	3,8	3,4
Vermögenseinkommen (Zinsen)	3,2	4,1	2,2	5,2	3,0	2,2	2,2
Subventionen	1,4	-0,3	1,1	-0,9	0,1	1,3	1,0
Monetäre Sozialleistungen	-1,8	0,6	2,3	0,2	1,0	1,6	3,0
Sonstige laufende Transfers	3,0	6,4	8,0	12,7	0,2	4,4	12,0
Vermögenstransfers	-1,5	13,0	-14,0	8,2	18,2	-10,9	-17,1
Bruttoinvestitionen	9,2	5,2	4,6	5,3	5,2	4,8	4,4
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-	-	-	-	-	-	-
Insgesamt	0,9	2,6	2,9	2,5	2,8	2,7	3,1

¹Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde. – ²Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. – ³Einschließlich Nettozugang an Wertsachen. – ⁴Selbständigeneinkommen/Betriebsüberschuss sowie empfangene abzüglich geleistete Vermögenseinkommen. – ⁵Empfangene abzüglich geleistete sonstige Transfers. – ⁶Sparen in % des verfügbaren Einkommens (einschließlich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche). – ⁷Gebietskörperschaften und Sozialversicherung. – ⁸Einschließlich sozialer Sachleistungen und sonstiger Produktionsabgaben.

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute; 2008 und 2009: Prognose der Institute. **GD Herbst 2008**

