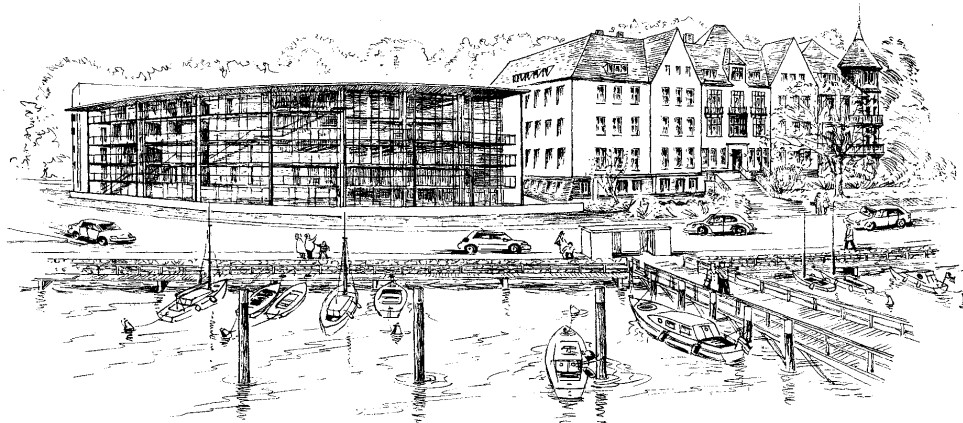

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT AN DER UNIVERSITÄT KIEL
Prognose-Zentrum



Deutsche Konjunktur im Winter 2008



Abgeschlossen am 19. Dezember 2008
(Erscheint demnächst als Kieler Diskussionsbeitrag 459/460)

Inhalt

Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession	3
Zur Revision der Prognose	4
Verslechterte monetäre Rahmenbedingungen, aber keine Kreditklemme	5
Finanzpolitik auf massivem Expansionskurs	10
Exporte brechen dramatisch ein	13
Binnennachfrage stabilisiert Konjunktur	15
Deutlich nachlassender Anstieg der Verbraucherpreise	18
Spürbarer Anstieg der Arbeitslosigkeit	20
Ausblick: Vorerst keine Erholung der Konjunktur	22
Was kann die Wirtschaftspolitik tun?	25
Literatur	27

Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Alfred Boss, Jonas Dovert, Carsten-Patrick Meier, Joachim Scheide und Björn van Roye

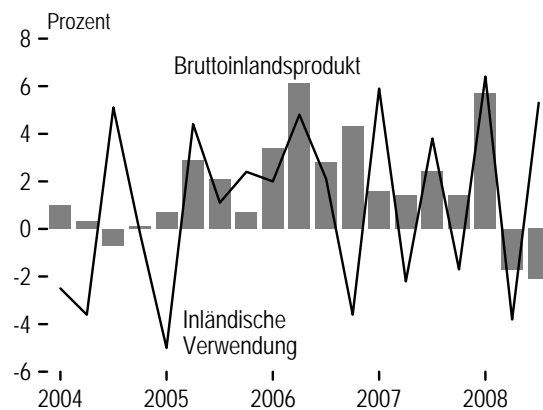
Zusammenfassung:

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in der Rezession. Nahezu alle Konjunkturindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten drastisch verschlechtert. Für das Winterhalbjahr 2008/2009 ist ein Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion wahrscheinlich. Auch im weiteren Verlauf des Jahres 2009 wird die Produktion in der Tendenz sinken. Wir revidieren unsere Prognose für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2008 von 1,9 auf 1,5 Prozent und die für das Jahr 2009 von 0,2 auf -2,7 Prozent. Im Jahr 2010 wird die gesamtwirtschaftliche Produktion voraussichtlich wieder steigen, allerdings nur geringfügig (+0,3 Prozent).

Die deutsche Wirtschaft befindet sich am Ende des Jahres 2008 in der Rezession. Nahezu alle Konjunkturindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten drastisch verschlechtert. Dies deutet darauf hin, dass sich der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Schlussquartal weiter beschleunigt hat. Deutschland steht vermutlich vor der schwersten Rezession in der Nachkriegszeit.

Bereits im Sommerhalbjahr hatte das reale Bruttoinlandsprodukt spürbar abgenommen (Abbildung 1). Maßgeblich war der Rückgang der Ausfuhren infolge des konjunkturellen Abschwungs bei den Handelspartnern. Die inländische Verwendung verlief recht unstetig. Von Sondereinflüssen abgesehen hat sich die Aufwärtstendenz erheblich abgeschwächt. Dabei haben die Unternehmensinvestitionen annähernd stagniert, nachdem sie zuvor eine Stütze der Konjunktur gewesen waren. Die privaten Konsumausgaben konnten sich nach einer Schwächephase, die wegen des hohen Preisanstiegs bis zur Jahresmitte andauerte, nur wenig erholen; dazu hat der drastische Rückgang der Inflationsrate beigetragen: Sie betrug im November dieses Jahres nur noch 1,4 Prozent, nachdem sie zur Jahresmitte noch bei 3,3 Prozent gelegen hatte. Der Verbraucherpreisindex

Abbildung 1:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2004–2008^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.3: Inlandsproduktberechnung (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

ging seit dem Höhepunkt der Hausse an den Weltrohstoffmärkten kontinuierlich zurück.

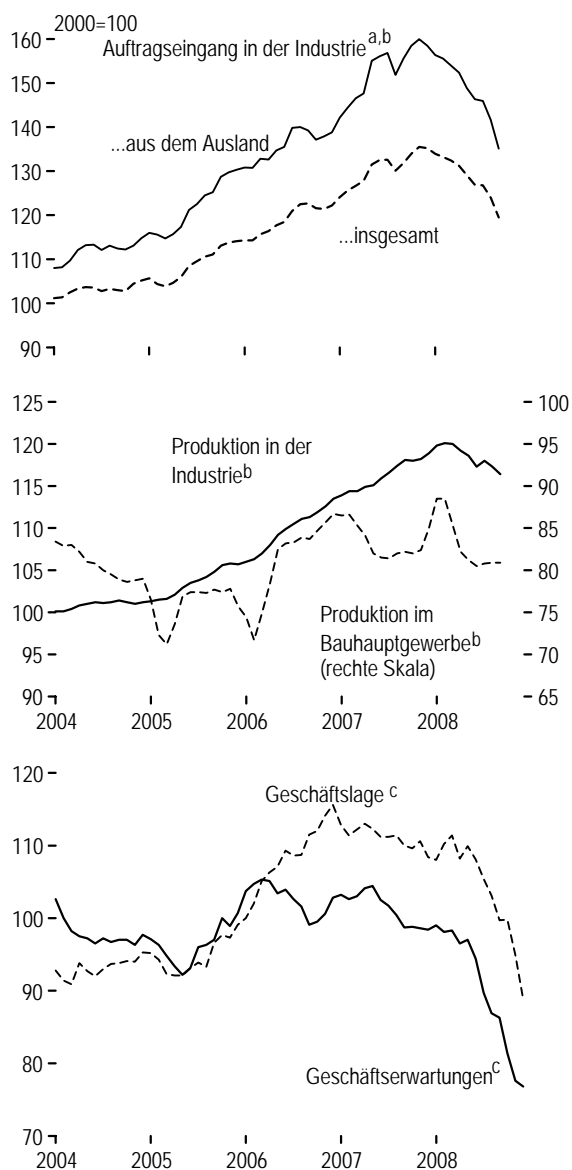
Auf dem Arbeitsmarkt geht der Aufschwung zu Ende. Zwar ist die Zahl der Erwerbstätigen im Oktober nochmals gestiegen, doch hat sich die Dynamik merklich abgeschwächt. Der Zuwachs betrug in den vergangenen sechs Monaten nur noch knapp 1 Prozent (laufende Jahresrate) nach 1,6 Prozent in den sechs Monaten zuvor. Auch kam der Rückgang der Arbeitslosigkeit annähernd zum Stillstand. Im November betrug die Arbeitslosenquote (in der Definition der Bundesagentur für Arbeit) 7,5 Prozent, das sind 0,5 Prozentpunkte weniger als ein halbes Jahr zuvor.

Zur Revision der Prognose

Für das Winterhalbjahr 2008/2009 ist ein Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion wahrscheinlich. Maßgeblich hierfür ist die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe. Der Rückgang der Auftragseingänge hat sich hier in den vergangenen Monaten beschleunigt (Abbildung 2). Nicht zuletzt deshalb hat eine Reihe von Großunternehmen, darunter insbesondere die Automobilhersteller, zum Jahresende die Produktion vollständig stillgelegt. Diese Produktionsstopps reichen bis weit in das erste Quartal 2009 hinein. Für den Produktionsindex für das produzierende Gewerbe ohne Bauhauptgewerbe, der im Oktober bereits um 3,2 Prozent unter seinem Stand im dritten Quartal lag, bedeutet das weitere deutliche Rückgänge im Verlauf des Winterhalbjahrs.

Auf eine massive Verschlechterung der Konjunkturperspektiven deuten auch die Stimmungsumfragen bei den Unternehmen hin. Das Geschäftsklima sinkt seit Juli deutlich, zuletzt hat sich der Rückgang beschleunigt. Die Geschäftserwartungen, die die von den Unternehmen erwartete Veränderung der Produktion in den kommenden sechs Monaten messen,

Abbildung 2:
Konjunkturindikatoren 2004–2008

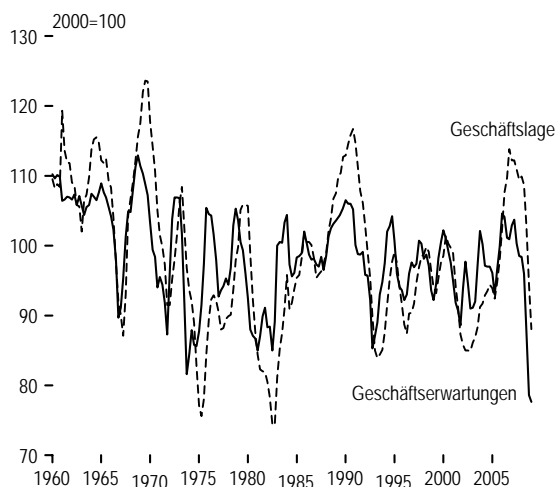


^aReal. — ^bSaisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt. — ^cGewerbliche Wirtschaft.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); ifo (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

sind so niedrig wie zu keinem Zeitpunkt seit dem Jahr 1960 (Abbildung 3). Selbst der bisherige Tiefstand im vierten Quartal 1973, als sich die Wirtschaft unmittelbar vor einer gravierenden Rezession befand, in deren Zuge sich der Produktionsanstieg von 5 auf –1 Prozent verlang-

Abbildung 3:
Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft 1960–2008^a



^aQuartalsdurchschnitte. Von 1960–1968 nur ausgewählte Wirtschaftszweige des verarbeitenden Gewerbes. Bis einschließlich 1990 Daten für Westdeutschland, danach Daten für Deutschland. Westdeutsche Daten mit gesamtdeutschen im Jahr 1991 verkettet.

Quelle: ifo Institut (Ifd. Jgg.).

samte, wird mittlerweile unterschritten. Dass die Krise hauptsächlich aus dem Ausland an Deutschland heran getragen wird, zeigt sich daran, dass die Exporterwartungen ebenfalls in der Nähe ihrer historischen Tiefstände notieren und sich der von uns berechnete Indikator der Unternehmenszuversicht in den Abnehmerländern deutscher Exporte – für den allerdings anders als für die Geschäftsklimaindikatoren noch kein Dezemberwert vorliegt – ebenfalls in der Nähe seines Allzeittiefs befindet.¹

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2008 drastisch gesunken ist und dass sich der Einbruch im ersten Quartal 2009 fortsetzen wird. Wir unterstellen Rückgänge für das vierte und das erste Quartal mit laufenden Jahresraten von 4,5 bzw. 5,0 Prozent. Auch im weiteren Jahresverlauf wird die Produktion in der Tendenz sinken, auch wenn nach dem Wiederanlaufen der Produktion in den Großunternehmen zeitweise ein leichtes Plus zu verzeich-

¹ Vgl. den Abschnitt „Exporte brechen dramatisch ein“ unten.

nen sein wird. Wir revidieren unsere im September abgegebene Prognose für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2009 von 0,2 Prozent auf –2,7 Prozent. Dies ist der schwerste Konjunkturereinbruch für die deutsche Volkswirtschaft seit dem Jahr 1974.

Verschlechterte monetäre Rahmenbedingungen, aber keine Kreditklemme

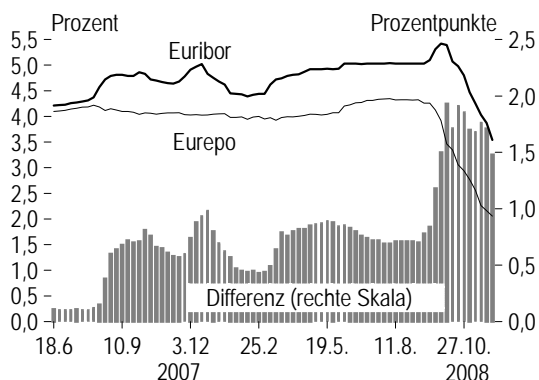
Trotz einer deutlich gelockerten Geldpolitik haben sich die monetären Rahmenbedingungen in den vergangenen Monaten eingetrübt. Dies liegt vor allem daran, dass die schwache Konjunktur die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und Haushalten verschlechtert.

Zwar ging nach den Zinssenkungen der EZB der Satz für unbesichertes Dreimonatsgeld graduell zurück, er liegt jedoch immer noch weit über dem Maß, das ohne Finanzmarktkrise für die momentane Ausrichtung der Geldpolitik normal wäre (Abbildung 4). Es scheint weiterhin so zu sein, dass zwar Liquidität bei den Banken vorhanden, das Vertrauen zwischen den Banken aber gestört ist; dafür spricht auch, dass die Banken vermehrt die Einlagefazilität der EZB in Anspruch nehmen (bei einem Zinssatz von zuletzt 2 Prozent), anstatt es für rund 3,5 Prozent an andere Banken auszuleihen.² Nachdem die EZB den Einlagensatz mit Wirkung zu Ende Januar 2009 gesenkt hat, dürfte diese Praxis an Bedeutung verlieren.

Gleichzeitig sind die Finanzierungskosten für Unternehmen gestiegen. So schnellten im Euroraum die Renditen auf Unternehmensanleihen mit mittlerer Bonität im November auf über 9 Prozent (Abbildung 5), dies ist ein Aufschlag gegenüber der Rendite von deutschen Staatsan-

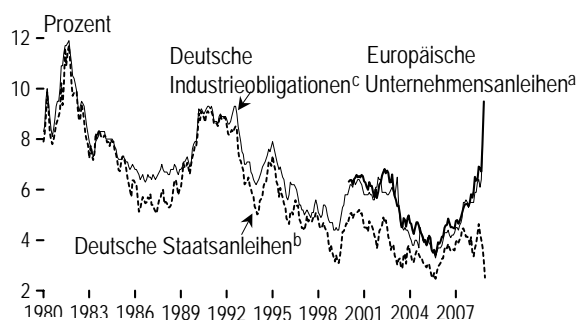
² Das Volumen der über die Einlagefazilität „geparkten“ Liquidität stieg im laufenden Jahr von durchschnittlich 980 Mio. Euro pro Tag in der Zeit vor Oktober auf durchschnittlich rund 1,9 Mrd. Euro pro Tag seit dem 1. Oktober.

Abbildung 4:
Geldmarktsätze für besichertes und unbesichertes Dreimonatsgeld 2007–2008



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); Eurepo (2008); eigene Berechnungen.

Abbildung 5:
Renditen auf Unternehmensanleihen und Kapitalmarktzinsen 1980–2008



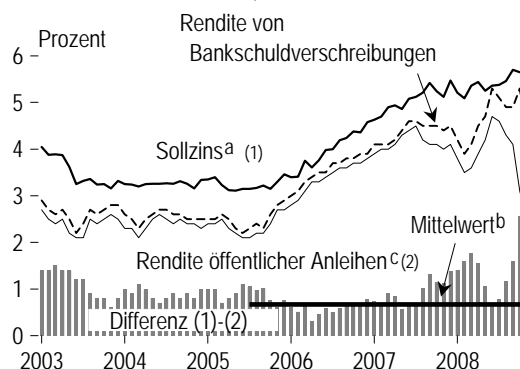
^aMit BBB Rating und 5–7-jähriger Laufzeit. — ^bMit 5-jähriger Laufzeit. — ^cMit mittlerer Restlaufzeit von über drei Jahren.

Quelle: Merrill Lynch via Thomson Financial Datastream; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.).

leihen vergleichbarer Laufzeit von über 6 Prozentpunkten und damit weit mehr als während des Abschwungs Mitte 2002 (damals maximal gut 4 Prozentpunkte); gemessen an der Rendite von Industrieobligationen deutscher Unternehmen sind die Risikoaufschläge auch im historischen Vergleich sehr hoch. Auch die Kosten für Kredite von Banken an Unternehmen, die in Deutschland seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 nahezu unverändert geblieben waren, stiegen im September und Oktober bei gleichzeitig fallenden Kapitalmarktzinsen auf

rund 5,7 Prozent; der Aufschlag gegenüber der Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand stieg damit auf gut 2,5 Prozentpunkte (Abbildung 6).³

Abbildung 6:
Sollzins der Banken und Kapitalmarktzinsen 2003–2008



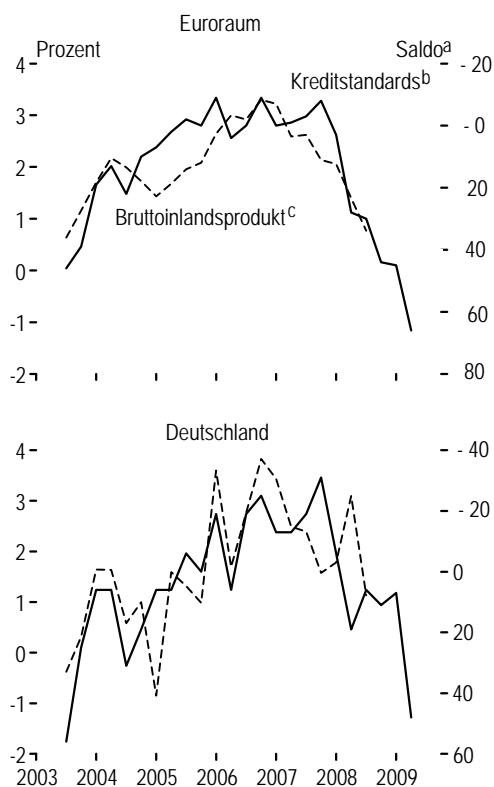
^aFür Unternehmenskredite über 1 Mill. Euro mit variabler Verzinsung oder Zinsbindung bis zu einem Jahr. — ^bÜber den Zeitraum von August 2005 bis Juli 2007. — ^cMit einer Restlaufzeit von 1–2 Jahren.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.).

Auf sich eintrübende monetäre Rahmenbedingungen weisen auch die jüngsten Ergebnisse des Bank Lending Surveys der EZB hin. Im Gegensatz zum übrigen Euroraum, wo die Kreditstandards schon seit einigen Quartalen deutlich angehoben werden, führte in Deutschland erst die kräftige Verschlechterung des konjunkturellen Ausblicks in den vergangenen Monaten dazu, dass die Kreditvergabestandards merklich stärker verschärft wurden und für die kommenden Monate mit einer deutlich beschleunigten Verschlechterung der Standards gerechnet wird (Abbildung 7). Neben dem direkten Effekt der konjunkturellen Eintrübung dürfte der erhöhte Abschreibungsbedarf aufgrund der Finanzkrise die Kreditvergabe durch die Banken dämpfen (Kasten 1).

³ Die Untersuchung des historischen Gleichlaufs von Unternehmensanleihe-spreads und der Differenz zwischen dem Sollzinssatz auf neue Bankenkredite und Renditen von Anleihen der öffentlichen Hand anhand einer Regressionsanalyse lässt erwarten, dass sich der Spread im November und Dezember weiter vergrößert hat.

Abbildung 7:
Erwartete Änderung der Kreditstandards und Bruttoinlandsprodukt 2003–2009



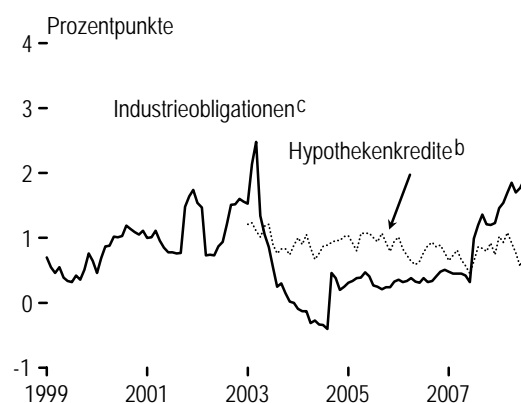
^aInvertierte Skala. — ^bNach Bank Lending Survey der EZB (Frage 6); um zwei Quartale nach rechts verschoben. — ^cReal; Veränderung zum Vorjahresquartal.

Quelle: EZB, *Bank Lending Survey* (lfd. Jgg.); Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

Nach wie vor ist unklar, in welchem Umfang die Erhöhung der Finanzierungskosten auf die Finanzmarktkrise zurückzuführen ist und welchen Anteil die mittlerweile sehr deutliche Eintrübung der Konjunkturerwartungen hat. Dem Bank Lending Survey zufolge steht in Deutschland die Konjunktüreintrübung eindeutig im Vordergrund bei den Bestimmungsgründen der Verschärfung der Kreditstandards. In dieselbe Richtung weist die Tatsache, dass zwar die Risikoaufläge bei Unternehmensanleihen (und Unternehmenskrediten von Banken) dramatisch gestiegen sind, nicht aber jene von Hypothekenkrediten (Abbildung 8). Kredite, die mit einem geringen konjunkturbedingten Risiko verbunden sind, sind demnach zu nahezu jenen

Konditionen zu bekommen, zu denen sie vor Einsetzen der Finanzmarktkrise zu haben waren. Dies spricht gegen eine durch Finanzierungsprobleme des Bankensektors ausgelöste Kreditklemme.

Abbildung 8:
Risikoaufläge für Unternehmensanleihen und Hypothekenkredite in Deutschland 2003–2008^d



^aJeweils gegenüber der Rendite von deutschen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. — ^bNeugeschäft; Laufzeit von über zehn Jahren. — ^cMit mittlerer Restlaufzeit von über drei Jahren.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Aus außenwirtschaftlicher Sicht haben sich die monetären Rahmenbedingungen seit unserer vorherigen Prognose nur leicht verbessert. Zwar sank der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar von August bis Oktober von rund 1,45 auf 1,30 und schwankt seit Mitte Oktober in einer relativ engen Bandbreite zwischen 1,25 und 1,30.⁴ In jüngster Zeit zog der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar aber sehr kräftig an und liegt derzeit wieder bei ungefähr 1,40.

Wir erwarten, dass die EZB ihren Zinssenkungskurs in den kommenden Monaten schnell fortsetzt. Vor dem Hintergrund der sehr trüben konjunkturellen Aussichten und den stark nachlassenden Inflationsrisiken im Euroraum

⁴ Real effektiv wertete der Euro von August bis November um knapp 2,5 Prozent ab.

Kasten 1:

Realwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzmarktkrise

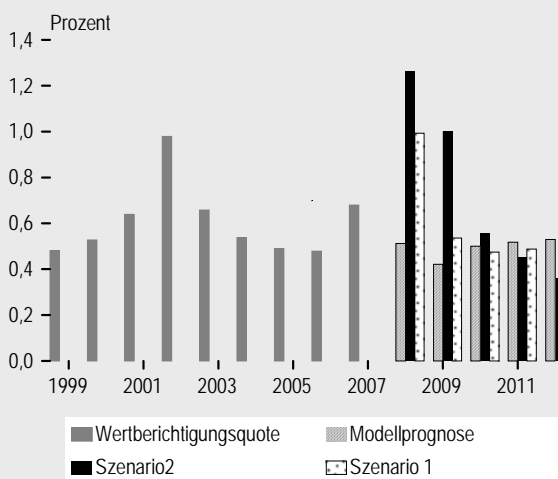
Nachdem sich die Krise an den Finanzmärkten nach der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers drastisch zugespitzt hat, stellt sich die Frage, in welchem Ausmaß sich die Probleme im Bankensektor auf die Gesamtwirtschaft auswirken. Die jüngst von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zahlen für die Abschreibungen im deutschen Bankensektor weisen für das Jahr 2007 einen Anstieg der Abschreibungsquote^a auf 0,68 Prozent aus, gegenüber 0,48 Prozent im Jahr 2006. Für das laufende Jahr und für 2009 ist wohl von einem weit höheren Abschreibungsbedarf auszugehen, zumal sich die konjunkturelle Lage dramatisch gegenüber dem vergangenen Jahr verschlechtert hat. Der hohe Abschreibungsbedarf sowie die zuletzt nochmals deutlich gestiegenen Risikoprämien werden wohl eine Dämpfung der Kreditvergabe an Unternehmen, wie sie zum Beispiel in den Ergebnissen des Bank Lending Surveys der EZB antizipiert wird, und damit eine Abschwächung der Konjunktur nach sich ziehen. Im Folgenden wird untersucht, welche Mechanismen bei der Übertragung auf die Realwirtschaft wirken und ob die Auswirkungen für plausible Szenarien quantitativ von Bedeutung sind.

Dazu wird auf Basis jährlicher Daten über den Zeitraum 1969 bis 2007 ein vektorautoregressives (VAR) Modell geschätzt, das zusätzlich zu den üblichen makroökonomischen Variablen den Bankensektor in aggregierter Form abbildet. Zu diesem Zweck enthält das Modell neben Gleichungen für die Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts, für die Veränderung des Deflators des Bruttoinlandsprodukts sowie für das Niveau der kurzfristigen Zinsen zwei Gleichungen, welche die Entwicklung der Abschreibungsquote des Bankensektors insgesamt und der Veränderung des Volumens von ausstehenden Unternehmenskrediten beschreiben. Es zeigt sich, dass die Abschreibungsquote in der Vergangenheit noch (-0,47) mit der Veränderungsrate korreliert hat. Außerdem enthält das Modell die Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts der Vereinigten Staaten als exogene Variable, um außenwirtschaftliche Konjunkturimpulse zu approximieren.

Neben den üblichen Transmissionskanälen, wie z.B. dem dämpfenden Effekt von Zinserhöhungen auf das Bruttoinlandsprodukt oder der Reaktion des Zinsniveaus auf die Inflationsrate, wirken in dem hier vorgestellten Modell die Mechanismen des Kreditmarktes. Zwar sind aus dem Modell abgeleitete Aussagen über die genaue Natur der Transmissionskanäle nicht direkt möglich, da es sich um eine reduzierte Form handelt. Simulationen zeigen aber, dass die Interaktion zwischen Realwirtschaft und Kreditmarkt sowohl eine direkte Komponente hat – über die Kreditvergabe – als auch eine indirekte – über die Reaktion der Geldpolitik auf die konjunkturelle Entwicklung und den Zustand des Bankensystems.

Um den Effekt höherer Abschreibungen auf die Konjunktur einzuschätzen, werden jeweils zwei Modellprognosen für den Zeitraum ab 2008 verglichen. Bei der Ersten wird die Entwicklung der Abschreibungsquote durch die „normale“ Modelldynamik vorgegeben; bei der Zweiten erhöhen wir die Abschreibungsquote ab 2008 exogen, um den Wirkungen der Finanzmarktkrise Rechnung zu tragen. Dabei orientieren wir uns bei der Kalibrierung am Wert der Abschreibungsquote im Jahr 2002, als sie infolge des Platzens der Technologieblase einen Rekordstand von knapp 1 Prozent erreichte. In Szenario 1 unterstellen wir, dass die Abschreibungsquote im Jahr 2008 genau diesen Wert erreicht, um sich danach gemäß der üblichen Modelldynamik zu entwickeln (Abbildung K1-1). Weil die Wahrscheinlichkeit, dass die aktuelle Finanzmarktkrise weit gravierender auf die Ertragslage der Banken wirken dürfte, relativ hoch ist, unterstellen wir in Szenario 2, dass die Quote im laufenden Jahr auf 1,25 Prozent steigt und 2009 noch bei 1 Prozent liegen wird; erst danach entwickelt sie sich in diesem Szenario gemäß der Modelldynamik.

Abbildung K1-1:
Wertberichtigungsquote im Bankensektor 1999–2012



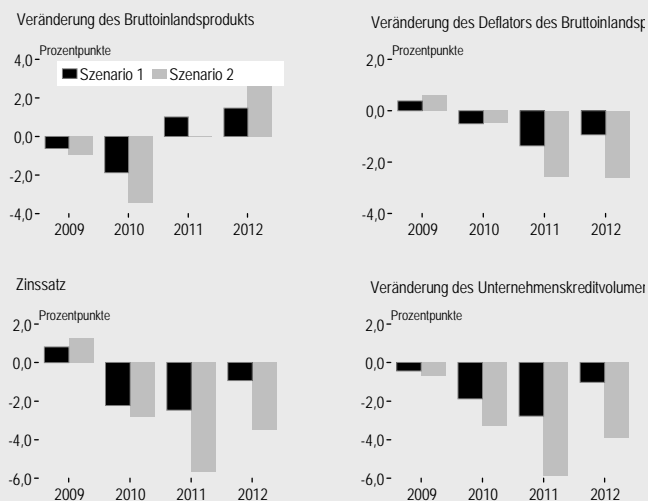
Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Bankenstatistik* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im Folgenden werden die Simulationsergebnisse als Differenzen zwischen den jeweiligen Modellprognosen dargestellt; die Werte können als die realwirtschaftlichen Folgen der Finanzmarktkrise interpretiert werden. Es zeigt sich, dass im moderaten Szenario 1 die Abschreibungsquote schon im kommenden Jahr wieder auf gut 0,5 Prozent fällt und in den Folgejahren weiter abnimmt. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird durch den Impuls im kommenden Jahr um gut 0,5 Prozentpunkte gedämpft und im Jahr 2010 sogar um fast 2 Prozentpunkte (Abbildung K1-2). Die Geldpolitik reagiert sehr expansiv auf die Probleme im Bankensektor und die nachfolgende konjunkturelle Schwäche; dies unterstützt die Erholung in den Jahren 2011 und 2012. Trotzdem zeigt sich, dass die Kreditvergabe stark eingeschränkt wird, so dass der Anstieg des Kreditvolumens drei Jahre lang signifikant gedämpft wird. Die konjunkturellen Folgen im Szenario 2, das eine größere Dimension der aus der Finanzmarktkrise für die Banken resultierenden Probleme unterstellt, sind deutlich gravierender. Die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts würde im Jahr 2010 aufgrund der stärkeren Probleme im Bankensektor sogar um rund 3,5 Prozentpunkte niedriger ausfallen. Auch das Kreditvolumen bricht deutlich ein und in den nachfolgenden Jahren 2011 und 2012 sinkt das Preisniveau aufgrund der sehr niedrigen Kapazitätsauslastung. Dabei unterstellt die Modellsimulation, dass die Leitzinsen als Reaktion auf die Finanzmarktkrise um rund 5,5 Prozentpunkte gesenkt werden; dies ist in der derzeitigen Situation natürlich nicht möglich, da dem die Untergrenze von 0 Prozent im Wege steht. Über zusätzliche geldpolitische Maßnahmen, wie den Ankauf von Staats- oder Unternehmensanleihen („quantitative easing“), könnte aber wohl ein ähnlich expansiver Impuls gegeben werden.

Insgesamt zeigt die Analyse, dass die Realwirtschaft in den kommenden Jahren durch die Zuspitzung der Finanzmarktkrise signifikant beeinflusst wird und die konjunkturellen Folgen der Probleme im Bankensektor nicht unterschätzt werden sollten. Aus diesem Grund sollte eine rasche Rekapitalisierung des Bankensektors unbedingt vorangetrieben werden.

^aDefiniert als „Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere sowie Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft“ über „Buchforderungen an Nichtbanken“ (Deutsche Bundesbank, *Bankenstatistik*, lfd. Jgg.). Die Daten beziehen sich auf die Gesamtheit der in Deutschland tätigen Banken und entstammen dem Aufsatz *Ertragslage der deutschen Kreditinstitute*, der jährlich im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank erscheint (Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*, lfd. Jgg.). In der Literatur über makroökonomische Stress-Tests von Bankensektoren ist dieser Quotient einer der möglichen Indikatoren für den „Gesundheitszustand“ des Bankensektors. Siehe Sorge (2004: 10) für einen Literaturüberblick.

Abbildung K1-2:
Realwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzmarktkrise 2009–2012



Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Bankenstatistik* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunktur 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV ^a	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b
Maßgeblicher Leitzins der EZB ^c	4,0	4,0	4,0	3,4	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	1,0
Rendite 9–10-jähriger Bundesanleihen	3,9	4,3	4,3	3,4	2,7	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Tariflohnindex ^{d,e}	2,6	1,6	2,9	3,3	3,2	2,6	2,2	1,2	1,0	1,1	1,4	1,5
Wechselkurs US-Dollar/Euro	1,55	1,56	1,44	1,32	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ^f	94,3	95,0	93,9	94,9	94,8	94,7	94,5	94,3	94,4	94,5	94,6	94,7
Industrieproduktion im Ausland ^{g,h}	0,9	-0,4	-2,4	-10,8	-8,8	0,7	1,0	1,0	1,7	1,5	2,0	2,0
Rohölpreis ⁱ	96,7	122,5	115,6	58,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0

^aGeschätzt. — ^bPrognose. — ^cMindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^eAuf Stundenbasis. — ^fGegenüber 36 Ländern auf Basis von Deflatoren für den Gesamtumsatz, Index: 1999 I = 100. — ^gVeränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — ^hIn 45 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export. — ⁱUS-Dollar pro Barrel North Sea Brent.

Quelle: EZB, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.); IMF (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognose.

dürfte sie den Hauptrefinanzierungssatz bis Mitte 2009 auf 0,5 Prozent senken und dann bis Mitte 2010, wenn eine Erholung der Konjunktur absehbar sein wird, auf diesem Niveau belassen. Aufgrund des trotz der staatlichen Rettungsprogramme im Euroraum nur langsam zurückkehrenden Vertrauens zwischen den Banken wird der Risikoaufschlag für unbesichertes Dreimonatsgeld wohl erst im Jahr 2010 wieder auf das Vorkrisenniveau fallen.⁵

Die Kapitalmarktzinsen dürften vor diesem Hintergrund und aufgrund der deutlich sinkenden Inflationserwartungen weiter nachgeben und erst im Verlauf des Jahres 2010 wieder anziehen (Tabelle 1). Die Risikoaufschläge für Unternehmenskredite und -anleihen werden wohl zumindest bis Ende kommenden Jahres, wenn eine Besserung der Konjunkturlage ab-

sehbar wird, hoch bleiben; auch für die Quartale danach ist nicht zu erwarten, dass die Risikoaufschläge auf das niedrige Niveau der vergangenen Aufschwungphase sinken. Insgesamt dürfte die Finanzierung teuer bleiben.

Für den Euro nehmen wir einen konstanten Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar von 1,40 an. Da wir erwarten, dass die Teuerung in Deutschland in den kommenden Quartalen niedriger sein wird als in den meisten anderen Ländern, vor allem niedriger als im übrigen Euroraum, dürfte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen alles in allem bis Ende 2009 um reichlich 0,5 Prozent verbessern.

Finanzpolitik auf massivem Expansionskurs

Die Finanzpolitik hat im Jahr 2008 ihren Konsolidierungskurs verlassen. Die Ausgaben des Staates einschließlich der Hilfen für Banken infolge der Finanzmarktkrise (vermutlich 6 Mrd. Euro nach knapp 9 Mrd. Euro im Jahr 2007) dürften zwar um nur 2,2 Prozent zugenommen haben; im Verhältnis zum Bruttoin-

⁵ Im Hinblick auf die Wiederbelebung des Geldmarktes wäre es zu begrüßen, wenn vonseiten der Wirtschaftspolitik in Europa, wie derzeit diskutiert, für eine Übergangszeit eine staatliche, so genannte Clearingstelle eingerichtet würde, über die der Interbankenhandel abgewickelt werden könnte. Eine solche Stelle könnte die Geldmarktdarlehen garantieren bzw. die schon von staatlicher Seite bereitgestellten Garantien für den Interbankenmarkt verwalten. Wünschenswert wäre dabei, dass die länderübergreifende Eigenschaft des Geldmarkts im Euroraum erhalten bliebe. Dies würde erfordern, dass die Clearingstelle durch das Eurosystem organisiert wird.

landsprodukt betragen sie wohl 43,9 Prozent (Tabelle 2). Berücksichtigt man aber die Vermögensübertragungen an die Banken und die konjunkturabhängigen Ausgaben für Arbeitslosengeld und Arbeitslosengeld II nicht, so beträgt der Anstieg der Ausgaben 2,9 Prozent. Die Belastung durch Steuern und Sozialbeiträge insgesamt hat sich im Jahr 2008 kaum verändert. Im Jahr 2009 wird die Finanzpolitik auf einen extrem expansiven Kurs einschwenken; sie wird auch im Jahr 2010 die Konjunktur deutlich anregen.

Tabelle 2:

Ausgaben, Einnahmen und Budgetsaldo des Staates 2000–2010^a (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt)

	Ausgaben	Steuern ^b	Sozialbeiträge	Sonstige Einnahmen ^c	Budgetsaldo
2000	47,6 ^d	25,0	18,3	3,1	-1,2
2001	47,6	23,3	18,2	3,3	-2,8
2002	48,1	22,8	18,2	3,4	-3,7
2003	48,5	22,8	18,3	3,4	-4,0
2004	47,1	22,2	17,9	3,2	-3,8
2005	46,8	22,5	17,7	3,3	-3,3
2006	45,3	23,3	17,2	3,3	-1,5
2007	44,2	24,3	16,5	3,2	-0,2
2008 ^e	43,9	24,5	16,4	3,1	0,1
2009 ^e	45,6	23,7	16,5	3,5	-1,9
2010 ^e	45,8	23,2	16,3	3,1	-3,2

^aAbgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. — ^bEinschließlich der Erbschaftsteuer und der der Europäischen Union zustehenden Steuern. — ^cAusschließlich Erbschaftsteuer; nach Abzug der EU-Steuern. — ^dDie Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunklizenzen (2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) sind nicht als negative Ausgaben berücksichtigt. — ^ePrognose.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im Jahr 2009 dürften die konjunkturbereinigten Ausgaben des Staates um 3,6 Prozent ausgeweitet werden.⁶ Entscheidend für die

⁶ Ein Teil des Anstiegs der Ausgaben (0,2 Prozentpunkte) hat allerdings nur buchungstechnische Bedeutung. Den Mehrausgaben stehen nämlich Mehreinnahmen gegenüber. Dies ist das statistische Resultat einer Änderung der Struktur der Zahlungen Deutschlands an die EU. Der EU fließen insbesondere so genannte Mehrwertsteuer-Eigenmittel und bruttonationaleinkommensbezogene Eigenmittel zu. Erstere werden gesenkt, Letztere erhöht. Im System

starke Expansion ist der Anstieg der Sachleistungen der Sozialversicherung, insbesondere der gesetzlichen Krankenversicherung; aber auch die Gebietskörperschaften werden ihre Sachausgaben insbesondere für Forschung und Entwicklung sowie für den Bildungssektor beträchtlich ausweiten. Die Löhne im öffentlichen Sektor werden wohl ähnlich stark wie im Jahr 2008 erhöht; der Personalbestand dürfte allerdings kaum noch zunehmen, der Lohnanstieg im öffentlichen Dienst wirkt dämpfend. Die öffentlichen Investitionen werden – trotz der sehr starken Expansion in den Jahren zuvor – kräftig steigen. Der Bund hat sein Investitionsbudget vor allem im Verkehrsbereich aufgestockt, viele Länder werden ihre Investitionen erhöhen, um der Konjunkturschwäche entgegenzuwirken.⁷ Die kommunalen Investitionen werden angesichts der günstigen Finanzlage der meisten Gemeinden erhöht; Impulse kommen zudem von den Infrastrukturprogrammen der KfW Bankengruppe, ferner wird der Bund (trotz der verfassungsrechtlichen Problematik) Mittel bereitstellen, um finanzschwachen Kommunen Investitionen zu ermöglichen. Die Altersrenten dürften im Juli 2009 wegen des Eingriffs in die Rentenformel, aber auch wegen des im Jahr 2008 beschleunigten Lohnanstiegs um 1 ½ Prozentpunkte stärker als im Juli 2008 angehoben werden. Gleiches gilt für den Regelsatz des Arbeitslosengeldes II und den der Grundversicherung im Alter und bei Erwerbsminderung. Auch das Kindergeld wird deutlich aufgestockt. Weitere Ausgaben dürften erforderlich werden, weil der Staat aufgrund von Bürgschaften zugunsten von Banken in Anspruch genommen wird.

Im Jahr 2010 wird sich der Anstieg der konjunkturbereinigten Ausgaben deutlich abschwächen.

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, in gleichem Maße steigen.

⁷ Bund und Länder werden darüber hinaus im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe „Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur“ zusätzliche Mittel investieren oder Investitionszuschüsse gewähren. Ferner werden Zinssubventionen geleistet, um private Investitionen in „Energieeffizienz“ anzuregen; das über die KfW laufende CO₂-Gebäudesanierungsprogramm wird aufgestockt.

chen. Er wird aber mit rund 2 ½ Prozent beträchtlich bleiben. Angesichts einer Arbeitslosenzahl von 3,9 Millionen (2009: 3,7 Millionen) werden hohe Mehraufwendungen für das Arbeitslosengeld, das Kurzarbeitergeld und das Arbeitslosengeld II anfallen.

Die Belastung durch Sozialversicherungsbeiträge insgesamt dürfte sich im Jahr 2009 kaum ändern. Der Beitragssatz in der gesetzlichen Rentenversicherung wird trotz der hohen Rücklagen konstant bleiben. Der Beitragssatz in der Krankenversicherung wird zu Jahresbeginn um 0,6 Prozentpunkte angehoben; andernfalls dürfte es angesichts höherer Aufwendungen für ärztliche Leistungen (infolge einer Novellierung der Gebührenordnung für Ärzte) sowie für Krankenhausleistungen nicht gelingen, das Budget der Krankenkassen insgesamt auszugleichen. Der Beitragssatz in der Arbeitslosenversicherung wird zu Jahresbeginn um 0,5 Prozentpunkte auf 2,8 Prozent gesenkt. Er soll zur Jahresmitte 2010 auf 3 Prozent erhöht werden; vermutlich wird die Anhebung aber verschoben. Die Belastung durch die Beiträge insgesamt fällt unter dieser Annahme im Jahr 2010 – bei unveränderten Beitragssätzen in den anderen Bereichen der Sozialversicherung – nicht höher als im Jahr 2009 aus.

Im Jahr 2009 werden zahlreiche steuerpolitische Maßnahmen in Kraft treten (Tabelle 3). Der steuerpolitische Kurs für das Jahr 2009 liegt gleichwohl nur in Umrissen fest. Zwar ist absehbar, dass das Aufkommen der Einkommensteuer, vor allem das Lohnsteueraufkommen, bei unverändertem Steuertarif und bei unveränderten Abzugsbeträgen (wie z.B. der Werbungskostenpauschale) progressionsbedingt wiederum deutlich steigen wird; es wäre daher angebracht, die bei unverändertem Recht resultierenden heimlichen Steuererhöhungen durch eine Indexierung des Steuertarifs sowie der

Tabelle 3:

Auswirkungen wichtiger steuer- und sozialabgabenpolitischer Maßnahmen auf den Budgetsaldo des Staates in den Jahren 2009–2011 (Mill. Euro)

	2009	2010	2011
Anhebung des Höchstbetrages bei der Berücksichtigung von Handwerkerleistungen bei Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen von 600 auf 1 200 Euro	-	-900	-1 500
Zulassung einer degressiven Abschreibung für bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens in Höhe des 2,5-fachen des linearen Satzes und maximal 25 Prozent in den Jahren 2009 bis 2010	-1 940	-4 325	-4 165
Befristete Ausweitung des Investitionsabzugsbetrags und der Sonderabschreibungen nach § 7 g Einkommensteuergesetz in den Jahren 2009 und 2010	-235	-370	-210
Befristete Begünstigung bestimmter PKW bei der Kraftfahrzeugbesteuerung	-380	-135	-
Anhebung des Kinderfreibetrags und des Kindergeldes	-2 280	-2 210	-2 140
Erhöhung der absetzbaren Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge	-	-7 820	-8 690
Rücknahme der Kürzung der „Entfernungspauschale“	-6 000	-1 200	0
Anhebung des Grundfreibetrags und Reduktion der marginalen Steuersätze für geringe und mittlere Einkommen	-8 000	-8 000	-8 000
Reduktion des Beitragssatzes in der Arbeitslosenversicherung um 0,5 Prozentpunkte	-4 000	-4 000	-2 460
Insgesamt	-22 835	-28 960	-27 165
dito, im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (Prozent)	0,9	1,2	1,0

Quelle: BMF (2008a, 2008b); eigene Berechnungen.

Pausch-, Frei- und Höchstbeträge zu vermeiden.⁸ Entsprechende Maßnahmen sind aber nicht beschlossen worden, sie sind auch nicht zu erwarten. Voraussichtlich wird stattdessen der Grundfreibetrag bei der Einkommensbesteuerung (zusammen mit dem Kinderfreibetrag) erhöht; auch werden vermutlich die Steu-

⁸ Zur Problematik der heimlichen Steuererhöhungen und zu Wegen, diese zu vermeiden, vgl. Boss, Boss und Boss (2008).

ersätze für Bezieher geringer und mittlerer Einkommen gesenkt. Wir erwarten eine Entlastung in Höhe von 8 Mrd. Euro. Zudem werden in Reaktion auf eine Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts die Regeln zur Entfernungspauschale korrigiert; dies wird aber wohl erst im Jahr 2010 Konsequenzen haben. Im Jahr 2009 wird die Reaktion auf das Urteil Mindereinnahmen des Staates in Höhe von schätzungsweise 6 Mrd. Euro (insbesondere in Form von Erstattungen für die Jahre 2007 und 2008) zur Folge haben. Insgesamt wird die Steuerbelastung im Jahr 2009 deutlich sinken.

Im Jahr 2010 wird es weitere Steuerentlastungen geben. Vor allem wird zugelassen, dass ein größerer Teil der Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge als Sonderausgaben bei der Einkommensbesteuerung abgesetzt werden darf; dies wird zu erheblichen Mindereinnahmen führen. Andere Maßnahmen werden sich verstärkt auf die öffentlichen Haushalte auswirken.

Das strukturelle Budgetdefizit des Staates wird im Jahr 2008 etwas höher sein als im Jahr 2007. In den Jahren 2009 und 2010 wird es kräftig steigen. Auch die öffentlichen Schulden werden massiv zunehmen, zumal der Finanzmarktstabilisierungsfonds sich in hohem Maße verschulden wird.

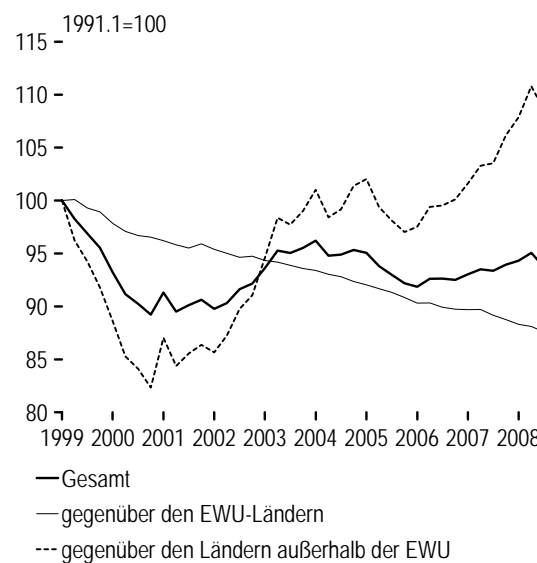
Exporte brechen dramatisch ein

Bei den Exporten macht sich die Abschwächung der Weltkonjunktur zunehmend bemerkbar. Nach einer kräftigen Ausweitung bis zum ersten Quartal 2008 sind die Ausfuhren im Verlauf des Sommerhalbjahrs 2008 leicht zurückgegangen. Besonders deutlich nahmen die Lieferungen in die Vereinigten Staaten ab; aber auch in den übrigen Euroraum wurde weniger exportiert. Zuletzt war auch eine merkliche Verlangsamung der Exportzuwächse in den asiatischen Raum, die mittel- und osteuropäischen Länder und in die OPEC-Staaten zu erkennen. Hier machte sich bemerkbar, dass die Nachfrage nach Investitionsgütern, die in den vergangenen

Jahren den deutschen Export belebt hatte, als stützende Kraft ausfiel. In den ölexportierenden Ländern wirkte zusätzlich der starke Rückgang des Ölpreises nachfragedämpfend, so dass die Ausfuhren dorthin im dritten Quartal lediglich stagnierten.

Stützend für die Exporttätigkeit wirkte zuletzt, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure im dritten Quartal stark verbessert hat (Abbildung 9). Gegenüber dem übrigen Euroraum setzte sich dieser Trend aufgrund der in Deutschland niedrigeren Inflationsrate fort. Infolge der kräftigen Abwertung des Euro und des Preisverfalls bei Rohstoffen profitierten die Exporteure zudem von einer Verbesserung gegenüber Ländern außerhalb des Euroraums.

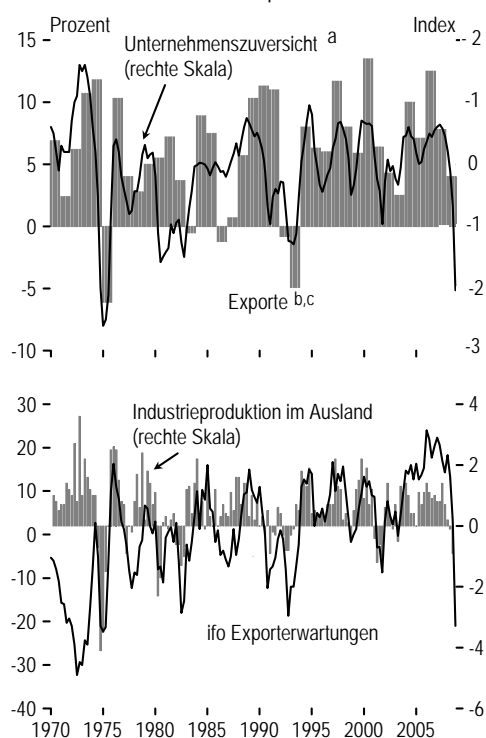
Abbildung 9:
Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit 1999–2008



Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht (lfd. Jgg.).

Die Frühindikatoren für den deutschen Export deuten auf einen Einbruch der Ausfuhren in den kommenden Monaten hin. So sanken die vom ifo Institut ermittelten Exporterwartungen für das verarbeitende Gewerbe auf ihren niedrigsten Stand seit 1974/1975 (Abbildung 10). Auch sind die Auftragseingänge aus dem Aus-

Abbildung 10:
Indikatoren für den deutschen Export 1970–2008



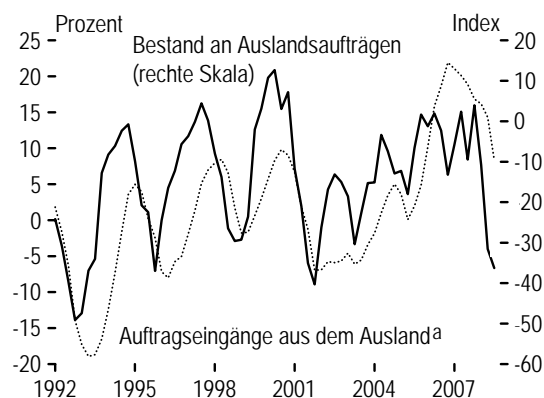
^aIn 41 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export. —
^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cJahresdurchschnitte.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (Ifd. Jgg.); Nationale statistische Ämter via Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

land seit der Jahreswende 2007/2008 rückläufig, zuletzt hat sich der Rückgang sogar beschleunigt (Abbildung 11). Die Bestände an Auslandsaufträgen, die zuvor ein Rekordniveau erreicht hatten, verringerten sich in raschem Tempo. Zuletzt lag der Index nur noch knapp über dem Durchschnittswert seit 1991. Während die Auslandsbestellungen der Handelspartner im Euroraum schon seit Anfang des Jahres 2008 zurückgehen, brachen zuletzt auch die Auftragseingänge der Abnehmerländer außerhalb des Euroraums ein. Der von uns ermittelte Indikator der Unternehmenszuversicht deutscher Handelspartner weist ebenfalls auf einen markanten Rückgang der Auslandsnachfrage hin. Im dritten Quartal fiel er auf einen Wert, der nur knapp über dem in der schweren

Rezession 1974/1975 lag. Damals sanken die deutschen Exporte um über 6 Prozent.

Abbildung 11:
Frühindikatoren für den Export 1992–2008



^aVeränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent.

Quelle: OECD (Ifd. Jgg.); ifo (Ifd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (Ifd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Für den Prognosezeitraum rechnen wir mit einem Einbruch der deutschen Exporte infolge der schweren Rezession in den Hauptabnehmerländern (Doern et al. 2008a). Insbesondere werden die Ausfuhren in den übrigen Euroraum, die Vereinigten Staaten und in die übrigen Industrieländer stark rückläufig sein. Zudem erwarten wir einen leichten Rückgang der Ausfuhren in die Schwellenländer und die OPEC Staaten, von deren wirtschaftlicher Dynamik der deutsche Exportsektor mehrere Jahre lang profitierte. Auch seitens der preislichen Wettbewerbsfähigkeit sind bei unserer Annahme eines konstanten US-Dollar/Euro-Kurses keine anregenden Effekte zu erwarten. Im Verlauf dürften die Exporte Anfang des Jahres 2009 drastisch einbrechen und erst im Winterhalbjahr 2009/2010 ihren Tiefpunkt erreichen. Im Jahr 2010 dürften die Ausfuhren mit dem Anziehen der Weltkonjunktur wieder leicht zulegen. Für das Jahr 2009 erwarten wir einen Rückgang der realen Exporte um 8,9 Prozent; für das Jahr 2010 ist mit einer leicht positiven Rate (2,6 Prozent) zu rechnen.

Die Importe haben nach einer mäßigen Zunahme im ersten Halbjahr zuletzt sehr rasch expandiert. So stiegen die Einfuhren im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von über 15 Prozent. Hier machte sich der kräftige Rückgang der Preise für Importgüter wie Erdöl und andere Rohstoffe bemerkbar. Im Prognosezeitraum werden die Einfuhren mit den massiv abnehmenden Exporten deutlich zurückgehen. Die Binnenkonjunktur wird einen ähnlichen Einbruch wie bei den Ausfuhren zwar verhindern; wir rechnen für das Jahr 2009 dennoch mit einem starken Rückgang der Importe um – 4,5 Prozent und für das Jahr 2010 mit einer Zunahme um 4,9 Prozent.

Seit der Jahresmitte hat sich der Auftrieb bei den Importpreisen, die zuvor infolge der Preissteigerungen bei Rohstoffen kräftig angezogen hatten, etwas verlangsamt. Trotz der Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar sind die Importpreise im vierten Quartal wohl gesunken. Im Zuge der weltweiten Rezession dürften sich die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen stark verringern. Die historischen Daten zeigen, dass sich dies mit einiger Verzögerung auf die Importpreise auswirkt.⁹ Dämpfend auf die Importpreise wirkt auch, dass die Energie- und Nahrungsmittelpreise aufgrund der konjunkturellen Lage der Weltwirtschaft im Prognosezeitraum nicht steigen werden. Für den Prognosezeitraum gehen wir davon aus, dass der Ölpreis bei 45 US-Dollar pro Barrel liegt. Vor diesem Hintergrund und der Annahme von einem Euro/Dollar-Wechselkurs von 1,40 dürften die Importpreise im Verlauf des Prognosezeitraums leicht zurückgehen. Jahresdurchschnittlich fallen die Importpreise im Jahr 2009 um 4,5 Prozent und im Jahr 2010 um 2,1 Prozent.

Die Exportpreise werden vor dem Hintergrund der Rezessionen in den Abnehmerländern ebenfalls zurückgehen. Dabei dürften sie im Prognosezeitraum schwächer sinken als die Importpreise. Für 2009 und 2010 rechnen wir jeweils mit einem Rückgang von 0,1 Prozent.

⁹ Die höchste Korrelation zwischen der Abweichung der Importpreise von ihrem mittelfristigen Trend (HP-Filter) und der Weltkonjunktur ergibt sich mit 0,32 bei einer Verzögerung der Importpreise um zwei Quartale.

Die Terms of Trade werden sich dabei 2009 stark (+4,6 Prozent) und 2010 etwas leichter (2,0 Prozent) verbessern.

Binnennachfrage stabilisiert Konjunktur

Von der Binnennachfrage werden im Prognosezeitraum alles in allem stabilisierende Wirkungen auf die Konjunktur ausgehen. Zwar ist kurzfristig mit einem ausgeprägt negativen Impuls auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch den Abbau von Vorräten zu rechnen. Zudem erwarten wir einen deutlich Rückgang der Unternehmensinvestitionen. All dem steht jedoch ein Anziehen der Konsumausgaben der privaten Haushalte entgegen, deren Einkommen von der Verbesserung der Terms of Trade sowie von steuerlichen Entlastungen profitieren. Eine Abnahme der inländischen Verwendung im kommenden Jahr wird dadurch zwar nicht verhindert, sie fällt aber vergleichsweise mäßig aus. Im Jahr 2010 wird die inländische Verwendung voraussichtlich sogar leicht anziehen.

Die *Unternehmensinvestitionen* werden im Zuge der Rezession kräftig zurückgefahren. Die Abnahme der Inlandsaufträge im Investitionsgütergewerbe – im Oktober lag der Auftragseingang um 8,6 Prozent unter seinem Stand im dritten Quartal – kündigt eine merkliche Verringerung der Ausrüstungsinvestitionen im Winterhalbjahr an. Angesichts der drastisch verschlechterten Absatzperspektiven, den die kräftig rückläufigen Stimmungsindikatoren reflektieren, werden sich die Unternehmen mit einer Ausweitung ihrer Produktionskapazitäten fürs erste zurückhalten, zumal die Finanzierung durch die höhere Risikoaversion der Banken und der Kapitalmärkte mittlerweile deutlich schwieriger geworden ist. Einem massiven und langanhaltenden Einbruch der Investitionstätigkeit stehen im Prognosezeitraum allerdings der deutlich verlangsamte Anstieg der Arbeitskosten und der deutliche Rückgang der Rohstoffpreise entgegen. Außerdem wird die Sach-

kapitalbildung vorübergehend steuerlich begünstigt; die erst zu Jahresbeginn 2008 abgeschaffte degressive Abschreibung wurde erneut zugelassen und gilt nun bis zum Ende des Prognosezeitraums. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums werden darüber hinaus die expansiven Maßnahmen der Geldpolitik zunehmend ihre anregende Wirkung entfalten. Alles in allem erwarten wir für das Jahr 2009 einen Rückgang der Unternehmensinvestitionen um 5,7 Prozent, nach einem Anstieg um 5,4 Prozent im laufenden Jahr (Tabelle 4). Im Jahr 2010 dürften die Unternehmensinvestitionen ihr Vorjahresniveau in etwa halten (0,3 Prozent).

Die *privaten Konsumausgaben* werden im laufenden Winterhalbjahr durch deutlich rascher steigende real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte stimuliert. Maßgeblich für die verstärkte Expansion der Realeinkommen ist vor allem der Verfall der internationalen Rohstoffpreise, der sich insbesondere in spürbar sinkenden Energiekosten niederschlägt. Hinzu kommt, dass zum Jahresende vermehrt tarifvertraglich vereinbarte Einmalzahlungen anfallen. Nach dem Jahreswechsel wirken sich außerdem die Wiedereinführung der generellen Entfernungspauschale inklusive der Rückzahlung der seit ihrer Abschaffung aufgelaufenen Steuerzahlungen und die von uns unterstellte Erhöhung des Grundfreibetrags bei der Einkommensteuer stimulierend aus. Im weiteren Verlauf des Jahres 2009 wird die Einkommensentwicklung zwar durch den Rückgang der Beschäftigung, den geringeren Lohnanstieg und die abnehmenden Selbstständigen-einkommen gedämpft. Da gleichzeitig aber die Transferleistungen rascher steigen – neben erhöhten Zahlungen an Arbeitslose schlägt hier die Erhöhung der Altersrenten zu Buche – bleibt die Änderung des verfügbaren Einkommens sowohl nominal als auch real im Plus (1,6 bzw. 0,9 Prozent). Die Sparquote dürfte leicht anziehen. Dabei spielen neben Vorsichtsgründen die Kursverluste an den Aktienbörsen eine Rolle (Kasten 2). Ungeachtet dessen dürften die Konsumausgaben der privaten Haushalte 2009 moderat steigen (um 0,5 Prozent), nach einem Rückgang im Jahr 2008 um 0,1 Prozent. Für 2010 erwarten wir einen Anstieg in derselben Größenordnung.

Der Anstieg der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte wird tendenziell auch die *Wohnungsbauinvestitionen* stützen. Hinzu kommt, dass sich die höhere Risikoaversion der Banken bisher nur wenig in höheren Zinsaufschlägen für Hypothekendarlehen niederschlagen hat. Der Rückgang des Zinsniveaus am Kapitalmarkt, der sich in den kommenden Monaten mit den von uns erwarteten weiteren Zinssenkungen der EZB fortsetzen wird, dürfte daher zum großen Teil an die Kunden weitergeleitet werden und damit stimulierend auf die Wohnungsbauinvestitionen wirken. Anregungen kommen darüber hinaus steuerliche Anreize. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Wohnungsbauinvestitionen im Verlauf von 2009 und 2010 leicht zunehmen werden. Im Jahresdurchschnitt werden sie 2010 um 1,4 Prozent steigen, nach einem Zuwachs um 0,2 Prozent im Jahr 2009 und einem Anstieg um 1,3 Prozent im laufenden Jahr.

Die *öffentlichen Bauinvestitionen* sind im Jahr 2008 wohl um 3,8 Prozent gestiegen. Sie werden in den Jahren 2009 und 2010 beschleunigt zunehmen (vgl. Abschnitt „Finanzpolitik auf massivem Expansionskurs“).

Tabelle 4:
Reale Anlageinvestitionen 2007–2010 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2007	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^a
Anlageinvestitionen	4,3	4,3	-3,3	1,0
Unternehmensinvestitionen	6,2	5,4	-5,7	0,3
Ausrüstungen	6,9	5,2	-6,0	0,4
Sonstige Anlagen	8,0	5,7	-1,2	2,5
Wirtschaftsbau	3,4	7,3	-6,5	-0,5
Wohnungsbau	0,3	1,3	0,2	1,4
Öffentlicher Bau	4,6	3,8	3,9	5,5
<i>Nachrichtlich:</i>				
Bauinvestitionen	1,8	3,5	-1,4	1,3

^aPrognose.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen* (lfd. Jgg.); Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2* (lfd. Jgg.); eigene Schätzungen und Prognosen.

Kasten 2:

Zum Einfluss des Aktienkursverfalls auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte

Im Verlauf dieses Jahres sind die Kurse am deutschen Aktienmarkt, ähnlich wie in den meisten anderen Ländern drastisch gefallen. Der Deutsche Aktienindex (DAX) dürfte zum Jahresende 2008 rund 45 Prozent unter seinem Vorjahresstand notieren. Die Konjunktur beeinflusst dies zum einen dadurch, dass sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verschlechtern. Zum anderen dürften Geldvermögensverluste die privaten Haushalte zu einer Erhöhung ihrer Sparquote veranlassen, da ein niedrigeres Geldvermögen für geringere zukünftige Einkommensströme aus dem Vermögen stehen.^a Dabei ist natürlich von Bedeutung welchen Anteil Investitionen in Aktien am Gesamtvermögen der Haushalte ausmachen; ist dieser Anteil relative hoch wie zum Beispiel in den angelsächsischen Ländern, so sind auch die Auswirkungen relativ groß, da das Nettogeldvermögen der Haushalte stärker sinkt, als wenn Aktien nur einen kleinen Teil des Vermögens ausmachen. In Deutschland hatte der Aktienanteil in den neunziger Jahren von rund 6 auf knapp 14 Prozent zugenommen. Seit Anfang der laufenden Dekade ist er allerdings wieder auf 8,4 Prozent gesunken (Tabelle K2-1); dies lässt vermuten, dass die nachfrageseitigen Effekte der Aktienbaisse im laufenden Abschwung nicht so stark ausgeprägt sind, wie nach dem Platzen der Technologieblase an den Aktienmärkten in den Jahren nach 2000.

Tabelle K2-1:

Anteile ausgewählter Vermögensklassen am Bruttogeldvermögen der privaten Haushalte 1991–2007 (in Prozent)

	Bargeld/ Einlagen	Geldmarkt- papiere	Renten- werte	Aktien	Sonstige Beteiligungen	Investment- zertifikate	Ansprüche gegenüber Versicherungen	Ansprüche aus Pensions- rückstellungen	Sonstige Forde- rungen
1991	48,1	0,3	8,9	6,6	4,1	4,3	19,8	6,8	1,1
1995	44,0	0,1	8,4	7,5	4,0	7,4	21,2	6,3	1,1
2000	35,2	0,0	6,4	12,7	3,8	11,6	23,4	5,5	1,3
2005	35,5	0,0	7,6	7,8	4,8	12,3	25,1	5,7	1,2
2006	34,7	0,0	9,0	8,2	4,7	11,6	25,1	5,7	1,1
2007	35,3	0,0	8,6	8,4	4,2	11,9	25,3	5,5	0,9

Quelle: Deutsche Bundesbank (2008); eigene Berechnungen.

Um die Größenordnung der konjunkturellen Auswirkungen der jüngsten Kursrückgänge abzuschätzen, haben wir einen solchen Einbruch des DAX mit dem makroökonomischen Modell D+ simuliert. Dazu haben wir analysiert, wie stark der Konsum durch einen Einbruch des DAX von 45 Prozent im Jahr 2008 gedämpft wird gegenüber einem Szenario, in dem dieser Einbruch ausbleibt. Der Einbruch sorgt dafür, dass das Aktienvermögen der privaten Haushalte um rund 40 Prozent schrumpft; dies bedeutet, dass deren Nettogeldvermögen um gut 4,5 Prozent abnimmt. Der Konsumanstieg wird dadurch ab dem Jahr 2009 gedämpft, und zwar um jeweils knapp 0,2 Prozentpunkte in 2009 und 2010. Unter Berücksichtigung aller endogenen Prozesse in Modell fällt der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts dadurch über die kommenden zwei Jahre um insgesamt rund 0,15 Prozent niedriger aus.

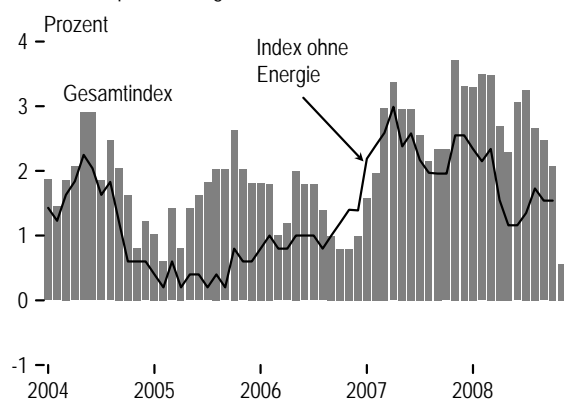
^aVgl. Lettau und Ludvigson (2001), Campbell und Cocco (2007) oder Koop et al. (2008).

Deutlich nachlassender Anstieg der Verbraucherpreise

Die Inflationsrate ist in den vergangenen zwei Monaten sehr stark zurückgegangen, im November belief sie sich auf nur noch 1,4 Prozent. Dies ist nicht nur auf Basiseffekte zurückzuführen, denn auch in der laufenden Entwicklung zeigt sich eine starke Abnahme des Preisauftriebs, die vor allem durch den Einbruch des Ölpreises und anderer Rohstoffpreise bedingt ist; dabei ging das Preisniveau in den Monaten Oktober und November saisonbereinigt sogar um 0,2 bzw. 0,3 Prozent zurück. Im Sechsmonatsvergleich zogen die Lebenshaltungskosten im November nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 0,6 Prozent an (Abbildung 12). Auch der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie ist weiterhin moderat, auch wenn er sich nicht abgeschwächt hat; im November lag das Preisniveau um 1,5 Prozent (laufende Jahresrate) über dem Stand sechs Monate zuvor. Es zeigt sich hier, dass es keine nennenswerten indirekten Effekte der hohen Ölpreise während der ersten Hälfte des laufenden Jahres gegeben hat, vor allem, weil sich der starke Anstieg der Ölpreise auf zwischenzeitlich über 140 US-Dollar relativ schnell wieder zurückgebildet hat.

Für die Prognose treffen wir die Annahme eines konstanten Ölpreises von 45 US-Dollar sowie eines Wechselkurses von 1,40 US-Dollar je Euro. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht spricht vieles für eine Abnahme des Preisauftriebs. So dürfte der Lohnkostendruck im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums abflachen. Zudem ist aufgrund der sehr schwachen Nachfrage nicht damit zu rechnen, dass sich der Kostenanstieg merklich auf die Preissetzung auswirken wird. Im Jahr 2010 wird der Lohnanstieg weiter deutlich gebremst, und die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen bleiben sehr begrenzt. Alles in allem wird der Anstieg der Lebenshaltungskosten im kommenden Jahr wohl 0,7 Prozent betragen, nach 2,6 Prozent in diesem Jahr. Im Jahr 2010 wird er nur leicht auf 0,9 Prozent anziehen. Sollte der Ölpreis – entgegen unserer Annahme – noch weiter nachgeben, dann würde der Anstieg der Verbraucherpreise im kommenden Jahr, aber auch im Jahresdurchschnitt 2010, deutlich niedriger ausfallen (Kasten 3).

Abbildung 12:
Verbraucherpreisanstieg 2004–2008^{a,b}



^aSaisonbereinigt. — ^bVeränderung in den vergangenen sechs Monaten auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Kasten 3:

Inflationsentwicklung in verschiedenen Ölpreisszenarien

Die Entwicklung des Ölpreises beeinflusst die kurzfristige Inflationsdynamik stark. Dies rührt zum einen daher, dass Heizkosten und Ausgaben für Kraftstoffe, die direkt vom Ölpreis abhängen, im Warenkorb zur Berechnung des Verbraucherpreisindex ein relativ hohes Gewicht haben. Zum anderen gibt es indirekte Effekte auf die Lebenshaltungskosten, sobald Öl als Inputfaktor in der Güterproduktion oder zum Transport von Waren verwendet wird und die Preissteigerungen an die Verbraucher weitergegeben werden.

In Konjunkturprognosen wird meist eine Annahme über den weiteren Verlauf des Ölpreises getroffen. In den Prognosen des IfW wird üblicherweise angenommen, dass der Ölpreis konstant bleibt.^a Um die Sensitivität der Inflationsprognose hinsichtlich dieser Annahme zu analysieren, bietet es sich an, die Auswirkungen einer Änderung des unterstellten Ölpreises mithilfe eines vektorautoregressiven Modells (VAR) zu simulieren. Diese Art von Modell ist atheoretisch, was die Modellierung der Struktur der Wirtschaft angeht, so dass wir keine Annahmen hinsichtlich der Wirkungskanäle, über die Ölpreisveränderungen sich auf das Preisniveau auswirken, treffen müssen.

Das Modell umfasst als endogene Variablen die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts, die Veränderung des Verbraucherpreisindex sowie den Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld; die Veränderung des Ölpreises (in Euro) und die Veränderung des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts werden als exogen behandelt. Geschätzt wurde das Modell mit vierteljährlichen Daten über den Zeitraum 1966Q1 bis 2008Q3.

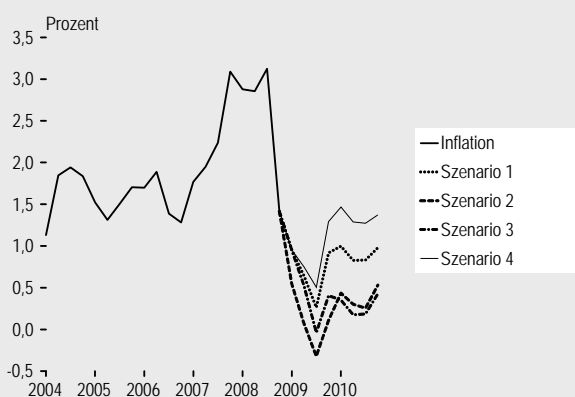
In den vier Szenarien unterstellen wir einen konstanten Wechselkurs von 1,40 US-Dollar pro Euro und einen Verlauf der US-Konjunktur, wie in der Prognose von Boysen-Hogrefe et al. (2008) erwartet wird; sie unterscheiden sich in den folgenden Punkten:

- Konstanter Ölpreis von 45 US-Dollar ab Januar 2009 (Annahme in der IfW-Prognose).
- Konstanter Ölpreis von 30 US-Dollar ab Januar 2009.
- Lineare Abnahme des Ölpreises von 45 US-Dollar im ersten Quartal 2009 auf 30 US-Dollar im vierten Quartal 2009.
- Linearer Anstieg des Ölpreises von 45 US-Dollar im ersten Quartal 2009 auf 60 US-Dollar im vierten Quartal 2009.

Die Ergebnisse zeigen, dass in allen Szenarien die Inflationsraten in den kommenden Monaten deutlich zurückgehen (Abbildung K3-1); dies ist jedoch nicht verwunderlich, da der Ölpreis selbst im vierten Szenario am Ende noch um über 50 Prozent unter seinem Höchststand vom vergangenen Juli liegt. Darüber hinaus zeigen sich deutliche Unterschiede hinsichtlich der prognostizierten Veränderung der Lebenshaltungskosten. Der Unterschied zwischen der höchsten Inflationsrate (Szenario 4) und der niedrigsten (Szenario 2) beträgt im vierten Quartal 2009 gut 1 Prozentpunkt; auch Ende 2010 liegt der Abstand in der gleichen Größenordnung.

Für die Jahresdurchschnitte ergeben sich merkbare Abweichungen zwischen den Szenarien (Tabelle K3-1). Dies trifft vor allem auf das Jahr 2010 zu. Während Szenario 4 eine Inflationsrate von 1,4 Prozent ergibt, impliziert Szenario 3, in dem der Ölpreis auch im kommenden Jahr zurückgeht, eine Verteuerung der Lebenshaltung um nur 0,3 Prozent im Jahresdurchschnitt.

Abbildung K3-1:
Inflationsrate bei verschiedenen Ölpreisentwicklungen 2004–2010¹



¹Simuliert mit dem im Text beschriebenen VAR-Modell.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); US Department of Commerce (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle K3-1:

Inflationsraten in verschiedenen Szenarien für die Ölpreisentwicklung¹ 2007–2010

	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3	Szenario 4
2007	2,3	2,3	2,3	2,3
2008	2,6	2,6	2,6	2,6
2009	0,7	0,1	0,5	0,9
2010	0,9	0,4	0,3	1,4

¹Jeweils Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); US Department of Commerce (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Alles in allem zeigen die Ergebnisse die hohe Sensitivität der Inflationsprognosen hinsichtlich der Entwicklung des Ölpreises. Auf sie ist auch ein Großteil der Inflationsprognoserevisionen in den vergangenen Jahren zurückzuführen.

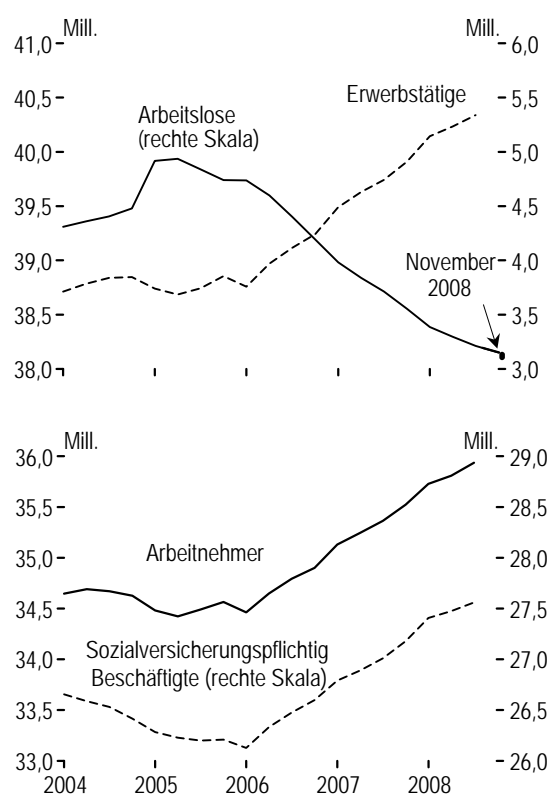
^aDiese so genannte No-Change-Annahme resultiert aus der Überlegung, dass sich der Ölpreis wie ein Random-Walk verhält, für den die optimale Prognose gleich dem jeweils zuletzt beobachteten Wert ist.

Spürbarer Anstieg der Arbeitslosigkeit

Am Arbeitsmarkt hat die Rezession noch keine gravierenden Spuren hinterlassen. Zwar hat sich der Beschäftigungsaufbau zuletzt deutlich verlangsamt (Abbildung 13). Er ist jedoch bisher trotz der rückläufigen Produktion nicht zum Erliegen gekommen. Die Abnahme der Arbeitslosigkeit deutet vielmehr darauf hin, dass die Beschäftigung im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 0,6 Prozent ausgeweitet wurde. Im November verringerte sich die Arbeitslosigkeit allerdings nur noch um 10 000 Personen. Mit 7,5 Prozent war die Arbeitslosenquote so niedrig wie im auslaufenden Wiedervereinigungsboom des Jahresanfangs 1992.

Die Lohnsteigerung dürfte sich zum Jahresende weiter beschleunigt haben. Schon im dritten Quartal hatte der Tariflohnanstieg fast die 3-Prozentmarke touchiert. Im vierten Quartal dürfte der Anstieg sogar deutlich darüber gelegen haben, wobei allerdings Einmalzahlungen zum Jahresende eine wesentliche Rolle gespielt haben. Im gesamten Jahr 2008 waren die Tariflöhne wohl um 2,7 Prozent höher als ein

Abbildung 13:
Arbeitsmarkt 2004–2008^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3, Inlandsproduktberechnung* (lfd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.).

Jahr zuvor. Die genannten Raten dürften freilich den vorläufigen Höhenpunkt des Lohnanstiegs markieren. Sowohl die Entwicklung am Arbeitsmarkt als auch der deutlich nachlassende Preisauftrieb lassen für den Prognosezeitraum ein spürbares Abflachen des Lohnanstiegs erwarten. Zwar liegen für das Jahr 2009 für eine Reihe von Branchen bereits Tarifverträge vor, die abgeschlossen wurden, bevor die Weltkonjunktur merklich an Fahrt einbüßte und die daher einen beschleunigten Lohnanstieg implizieren. Die kommenden Abschlüsse werden jedoch die deutlich verschlechterten Umfeldbedingungen berücksichtigen. Darauf deutet nicht zuletzt der äußerst moderate Abschluss in der Metall- und Elektroindustrie hin. Aufgrund von Einmalzahlungen zu Beginn impliziert der Vertrag über die gesamte Laufzeit (bis April 2010) ein Anziehen der tariflichen Stundenlöhne um nur 3,2 Prozent; werden die vereinbarten Optionen für einen verlangsamten Lohnanstieg genutzt, – was angesichts der sich deutlich verschlechternden konjunkturellen Lage wahrscheinlich ist – so steigen die Tariflöhne in der Metall- und Elektroindustrie sogar um nur 2,2 Prozent. Auch aufgrund des niedrigen Metallabschlusses erwarten wir für die Gesamtwirtschaft im Jahr 2009 ein Anziehen der Tariflöhne um nur noch 2,3 Prozent. Im Jahr 2010 werden die Tariflöhne voraussichtlich sogar lediglich um 1,2 Prozent zulegen. Effektiv dürfte der Lohnanstieg in beiden Jahren um etwa einen viertel Prozentpunkt niedriger liegen, da die Unternehmen auf die Verschlechterung ihrer Absatzperspektiven auch mit einer Verringerung über- oder außertariflicher Leistungen reagieren werden. Real werden die Effektivlöhne 2009 um 0,9 Prozent und 2010 um 0,5 Prozent fallen; dabei spielt auch der deutliche Rückgang der Rohstoffpreise eine Rolle, der sich in einem beschleunigten Anziehen des Deflators des Bruttoinlandsprodukts niederschlägt.

Die rückläufigen realen Lohnkosten werden im Prognosezeitraum maßgeblich dazu beitragen, dass sich der deutliche Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion nicht in einem ebenso ausgeprägten Rückgang der Beschäftigung niederschlägt. Hinzu kommt, dass die Effektivität der Arbeitsvermittlung durch das In-

ternet und die Deregulierung der Zeitarbeit effektiver geworden sein dürften. Der qualifikatorische und regionale Mismatch wird daher wohl geringer ausfallen als in früheren Abkühlungsphasen, zumal die Anreize zur Annahme einer Beschäftigung im Zuge der Arbeitsmarktreformen erhöht wurden. Außerdem hat die Bundesregierung durch die Verlängerung des Kurzarbeitergeldes von 6 auf 18 Monate zusätzliche Anreize zum Erhalt von Arbeitsplätzen in der Rezession geschaffen.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass das Arbeitsvolumen im Jahr 2008 mit 2,5 Prozent zwar merklich zurück gehen wird, jedoch weniger als in vergangenen Rezessionsphasen. Die Erwerbstätigkeit dürfte im Durchschnitt des Jahres 2009 um 1 Prozent geringer sein als 2008; dies bedeutet einen Verlust von rund 400 000 Arbeitsplätzen. Im Jahr 2010 gehen nochmals rund 300 000 Arbeitsplätze verloren. Vor allem wegen des rückläufigen Arbeitsangebots wird die Arbeitslosigkeit nicht ganz so stark steigen wie die Beschäftigung sinkt. Im Jahr 2009 werden 3,7 Millionen Personen als arbeitslos registriert sein, nach 3,3 Millionen im Jahr 2008 (Tabelle 5). Im Jahr 2010 zieht die Arbeitslosenzahl auf 3,9 Millionen an. Die Arbeitslosenquote wird zum Jahresende 2010 bei 9,5 Prozent liegen, gut 2 Prozentpunkte höher als am Jahresende 2008. Zum Vergleich: In der ähnlich schweren Rezession Mitte der siebziger Jahre erhöhte sich die Arbeitslosenquote von ihrem Tiefpunkt im dritten Quartal des Jahres 1973 in den folgenden zwei Jahren um 3,7 Prozentpunkte.

Tabelle 5:

Arbeitsmarkt 2007–2010 (1 000 Personen)

	2007	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^a
Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen (Inland, Mill. Stunden)	57 003	57 693	56 234	55 372
Erwerbstätige (Inland)	39 768	40 346	39 949	39 665
Selbständige ^b	4 451	4 462	4 474	4 485
Arbeitnehmer (Inland)	35 317	35 884	35 476	35 180
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	26 967	27 529	27 253	27 010
Ausschließlich geringfügig Beschäftigte	4 870	4 882	4 801	4 770
Pendlersaldo	74	75	70	70
Erwerbstätige (Inländer)	39 694	40 271	39 879	39 595
Arbeitnehmer (Inländer)	35 243	35 809	35 406	35 110
Registrierte Arbeitslose	3 776	3 261	3 665	3 949
Arbeitslosenquote ^c (Prozent)	9,0	7,8	8,8	9,5
Erwerbslosenquote ^d (Prozent)	8,3	7,1	8,1	8,8

^aPrognose. — ^bEinschließlich mithelfender Familienangehöriger. — ^c Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit; bezogen auf alle zivilen Erwerbspersonen. — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept.

Quelle: Bundesagentur für Arbeit, *Amtliche Nachrichten* (lfd. Jgg.); Bundesagentur für Arbeit, *Arbeitsmarkt in Zahlen* (lfd. Jgg.); Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2* (lfd. Jgg.); eigene Schätzungen und Prognosen.

Ausblick: Vorerst keine Erholung der Konjunktur

Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im Verlauf des kommenden Jahres weiter sinken (Tabelle 6). Vor allem werden die Exporte infolge der Rezession in nahezu allen Industrieländern und der markanten Abschwächung der Expansion in den Schwellenländern kräftig zurückgehen. Wegen der massiven Verschlechterung der Absatz- und Ertragsaussichten und des deutlichen Rückgangs der Kapazitätsauslastung werden die Ausrüstungsinvestitionen – wie es in einem Abschwung typisch ist – stark abnehmen. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Finanzierungsbedingungen trotz der Zinssenkungen durch die EZB zumindest vorerst schlecht bleiben werden. Dagegen dürften die privaten Konsumausgaben die Konjunktur stützen. Zwar wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechtern, und mit dem Rückgang der Beschäftigung werden die verfügbaren Einkommen langsamer expandieren. Da jedoch die Inflationsrate drastisch abnimmt, werden sie real gerechnet leicht steigen. Zudem sinkt die Steuerbelastung spürbar. In der Folge werden die

privaten Haushalte ihre Ausgaben ausweiten werden.

Für den Jahresdurchschnitt 2009 erwarten wir einen Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,7 Prozent (Abbildung 14). Die Unsicherheit für die Prognose haben wir erneut anhand von Konfidenzintervallen dargestellt. Die Spanne, in der die Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2009 mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit liegt, reicht von –4,6 bis –0,8 Prozent (Abbildung 15). Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass dazu nur die Prognosefehler der vergangenen zwei Jahrzehnte herangezogen werden. Wegen der Finanzkrise ist die Unsicherheit derzeit deutlich größer, wie sich in jüngster Zeit nicht zuletzt an den häufigen und sehr großen Revisionen bei den Prognosen gezeigt hat.

Der Arbeitsmarkt wird sich von der Konjunktur nicht abkoppeln können. Angesichts des Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist daher damit zu rechnen, dass die Zahl der Arbeitslosen im kommenden Jahr spürbar zunimmt. Am Ende des Jahres dürfte sie um rund 750 000 Personen höher sein als

DEUTSCHE WIRTSCHAFT IN EINER SCHWEREN REZESSION

Tabelle 6:

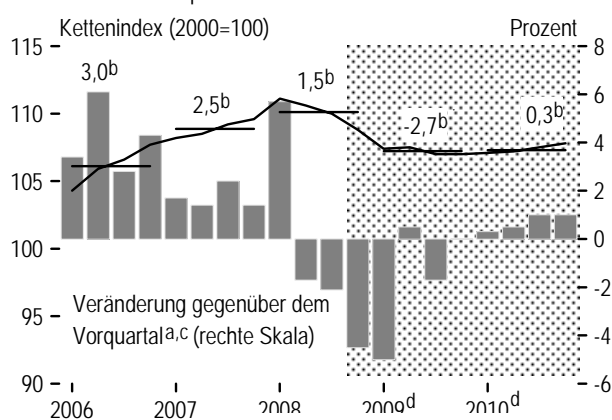
Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2008, 2009 und 2010^a

	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV ^b	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b
Bruttoinlandsprodukt	5,7	-1,7	-2,1	-4,5	-5,0	0,5	-1,7	0,0	0,3	0,5	1,0	1,0
Private Konsumausgaben	-1,1	-2,4	1,0	2,0	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Konsumausgaben des Staates	4,4	3,6	3,3	-2,1	2,6	2,2	2,2	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3
Ausrüstungsinvestitionen	6,7	2,0	-2,1	-11,2	-7,7	-2,5	-4,9	-2,6	0,4	0,1	5,2	12,3
Bauinvestitionen	24,1	-12,9	1,1	-2,4	-0,6	0,8	0,5	1,2	0,8	0,4	1,8	4,1
Sonstige Anlagen	-6,1	14,7	10,8	-8,9	-5,4	-0,2	-2,6	-0,3	2,7	2,4	7,5	14,6
Vorratsveränderungen ^c	3,1	-1,8	3,7	-9,5	-1,7	-1,2	-0,8	1,4	0,2	-0,4	-0,6	0,0
Inländische Verwendung	6,4	-3,8	5,3	-3,3	-1,8	-0,7	-0,5	2,0	1,0	0,2	0,7	2,2
Ausfuhr	10,3	-0,9	-1,5	-14,0	-20,0	-2,0	0,0	-0,4	3,0	5,0	6,0	6,0
Einfuhr	12,9	-5,5	16,2	-13,0	-15,0	-5,0	3,0	4,0	5,0	5,0	6,0	9,5
Außenbeitrag ^c	0,2	1,5	-6,5	-1,9	-4,0	0,8	-1,1	-1,6	-0,4	0,6	0,7	-0,6
Beschäftigte Arbeitnehmer im Inland ^d	35 757	35 843	35 937	36 001	35 787	35 537	35 330	35 249	35 216	35 240	35 172	35 092
Arbeitslose ^d	3 385	3 296	3 212	3 146	3 358	3 606	3 809	3 887	3 916	3 891	3 957	4 034

^aKettenindizes. Saison- und arbeitstäglich bereinigt. Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — ^bPrognose. — ^cLundberg-Komponente. — ^d1 000 Personen.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

Abbildung 14:
Reales Bruttoinlandsprodukt 2006–2010^a

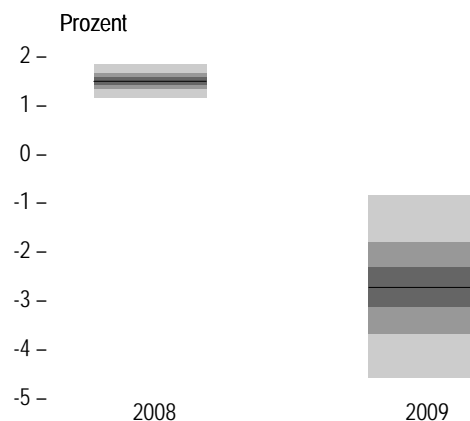


^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2008 IV: Prognose.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); Statistisches Bundesamt, *Wirtschaft und Statistik* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

ein Jahr zuvor; für den Jahresdurchschnitt ergibt sich – wegen des statistischen Unterhangs – eine geringere Zunahme (400 000 Personen). Die Inflationsrate wird deutlich sinken. Bis zur Jahresmitte 2009 ist dies allein wegen des Basiseffekts nach den drastischen Preisanstiegen

Abbildung 15:
Prognoseintervalle für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2008 und 2009^a



^aPrognostizierter Anstieg (Linie) und Prognoseintervall (grau hinterlegte Flächen) bei Irrtumswahrscheinlichkeiten von 66, 33 und 5 Prozent (basierend auf Prognosefehlern des Instituts für Weltwirtschaft jeweils im vierten Quartal der Jahre 1994–2007).

Quelle: Eigene Berechnungen.

bis zum vergangenen Sommer zu erwarten. Generell werden die Preiserhöhungsspielräume eng begrenzt sein. Die Verbraucherpreise werden 2009 um 0,7 Prozent höher sein als im Vorjahr (Tabelle 7).

Tabelle 7:

Jahresdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2007–2010

	2007	2007	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^a
	Mrd. Euro	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent			
Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in Vorjahrespreisen					
Bruttoinlandsprodukt		2,5	1,5	-2,7	0,3
Private Konsumausgaben		-0,4	-0,1	0,5	0,5
Konsumausgaben des Staates		2,2	2,3	1,7	1,6
Anlageinvestitionen		4,3	4,3	-3,3	1,0
Ausrüstungsinvestitionen		6,9	5,2	-6,0	0,4
Bauinvestitionen		1,8	3,5	-1,4	1,3
Sonstige Anlagen		8,0	5,7	-1,2	2,5
Vorratsveränderung ^b		0,1	0,2	-0,2	0,3
Inländische Verwendung		1,1	1,5	-0,3	1,2
Ausfuhr		7,5	3,7	-8,9	2,6
Einfuhr		5,0	4,3	-4,5	4,9
Außenbeitrag ^b		1,4	0,0	-2,4	-0,7
Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in jeweiligen Preisen					
Bruttoinlandsprodukt	2 422,9	4,4	2,7	0,1	1,8
Private Konsumausgaben	1 373,7	1,4	2,1	1,3	1,4
Konsumausgaben des Staates	435,6	2,4	3,8	3,7	2,7
Anlageinvestitionen	453,5	7,2	5,8	-3,4	0,8
Ausrüstungsinvestitionen	189,4	6,3	4,9	-7,4	-1,1
Bauinvestitionen	203,4	8,1	6,8	-0,2	2,2
Sonstige Anlagen	27,7	5,1	2,4	-4,2	0,5
Vorratsveränderung (Mrd. Euro)	-10,9	-10,9	-5,3	-4,1	3,9
Inländische Verwendung	2 251,9	2,8	3,5	0,9	1,9
Ausfuhr	1 137,2	8,0	5,1	-9,0	2,5
Einfuhr	966,2	4,9	7,2	-8,8	2,7
Außenbeitrag (Mrd. Euro)	171,0	171,0	159,0	142,8	144,1
Bruttonationaleinkommen	2 464,2	4,3	2,9	0,1	1,4
Deflatoren					
Bruttoinlandsprodukt		1,9	1,2	2,9	1,5
Private Konsumausgaben		1,7	2,2	0,7	0,9
Konsumausgaben des Staates		0,2	1,5	2,0	1,1
Ausrüstungsinvestitionen		-0,6	-0,3	-1,4	-1,5
Bauinvestitionen		6,3	3,2	1,2	0,9
Sonstige Anlagen		-2,7	-3,1	-3,1	-2,0
Ausfuhr		0,5	1,3	-0,1	-0,1
Einfuhr		-0,1	2,8	-4,5	-2,1
<i>Nachrichtlich: Verbraucherpreise</i>		2,3	2,6	0,7	0,9
Einkommensverteilung					
Volkseinkommen		3,5	3,0	-0,3	1,6
Arbeitnehmerentgelte		3,0	3,3	-0,3	-0,5
in Prozent des Volkseinkommens		64,8	65,0	64,9	63,7
Unternehmens- und Vermögenseinkommen		4,5	2,4	-0,2	5,3
Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte		1,6	2,3	1,6	1,7
Sparquote (Prozent)		10,8	11,3	11,5	11,6
Lohnstückkosten, real ^c		0,4	-0,3	-2,1	0,0
Produktivität ^d		0,2	-0,1	1,9	0,0
Arbeitslose (1 000)		3 776	3 260	3 665	3 949
Arbeitslosenquote (Prozent)		9,0	7,8	8,8	9,5
Erwerbstätige ^e (1 000)		39 768	40 346	39 949	39 665
Finanzierungssaldo des Staates					
in Mrd. Euro		-4,2	3,0	-48,5	-80,4
in Relation zum Bruttoinlandsprodukt		-0,2	0,1	-1,9	-3,2
Schuldenstand ^f		65,1	63,8	66,5	67,4

^aPrognose. — ^bLundberg-Komponente. — ^cArbeitnehmerentgelt je Beschäftigten bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen. — ^dBruttoinlandsprodukt in Vorjahrespreisen je geleisteter Erwerbstätigenstunde. — ^eInländiskonzept. — ^fIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen* (lfd. Jgg.); eigene Schätzungen und Prognosen.

Im Jahr 2010 dürfte sich die Konjunktur allmählich stabilisieren. Allerdings setzt dies voraus, dass sich die Finanzmarktkrise nicht weiter zuspitzt, sondern sich zu entspannen beginnt. Ein Anhalten der prekären Situation an den Finanzmärkten würde die Wirtschaftspolitik voraussichtlich zu weiteren Maßnahmen veranlassen, sei es, dass die Rekapitalisierung der Banken forciert wird, oder sei es, dass die Anreize, Kredite zu vergeben anstatt verzinsliche Einlagen bei der EZB zu halten, erhöht werden. Auch würde die EZB über die von uns erwarteten Zinssenkungen hinaus verstärkt Anleihen kaufen, wenn sich die Lage an den Märkten nicht entspannt.

Wir erwarten, dass sich die Weltkonjunktur im Jahr 2010 – wenn auch nur leicht – belebt. Dann werden auch die deutschen Exporte wieder steigen, und die Absatzaussichten werden sich aufhellen. In der zweiten Jahreshälfte dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt wieder leicht zunehmen. Mit einem Produktionsanstieg ist allerdings nicht zu rechnen, denn selbst bei einer Entspannung der Finanzkrise werden die Kreditkonditionen voraussichtlich restriktiv bleiben; vielmehr dürfte die Kapazitätsauslastung im Jahresverlauf weiter sinken. Für den Jahresdurchschnitt ergibt sich ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,3 Prozent. Auch wird sich die Arbeitslosigkeit weiter erhöhen; gegen Ende des Jahres dürfte die Zahl der Arbeitslosen bei 4,0 Millionen liegen. Die Inflationsrate wird mit 0,9 Prozent sehr niedrig bleiben.

Was kann die Wirtschaftspolitik tun?¹⁰

Die gegenwärtige Rezession ist durch die weltweite Finanzkrise verschärft worden. Dies ist der wesentliche Unterschied zu früheren Rezessionen und diktiert daher die Prioritäten für die Wirtschaftspolitik. Es war richtig, dass die Bundesregierung – zusammen mit Regierungen an-

derer Länder – rasch mit einem Rettungspaket für die Banken reagiert hat, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Die Folgen für die Wirtschaft wären verheerend gewesen, wäre es dazu gekommen. Das Problem ist damit aber nicht beseitigt, denn nach wie vor herrscht Misstrauen unter den Banken, und die Eigenkapitalbasis einer Reihe von Instituten ist empfindlich geschrumpft. Beides könnte sich in Zukunft negativ auf die Kreditvergabe auswirken; derzeit liegen in diese Richtung allerdings kaum Anzeichen vor. Die Rekapitalisierung der Banken macht nur zögernd Fortschritte. Mit einem Andauern der Schwierigkeiten vergrößert sich das Risiko einer Kreditklemme, denn im Zuge der Rezession sind bei den Banken erhebliche Abschreibungen auf Kredite zu erwarten. Um eine solche Zuspitzung zu verhindern, muss die Politik mehr tun. Die Rekapitalisierung kann die Regierung dadurch fördern und effizienter gestalten, dass sie öffentliche Mittel als Kapitalbeteiligung in dem Maße bereitstellt, in dem Banken privates Eigenkapital attrahieren. Notfalls müssen die systemisch relevanten Banken gezwungen werden, Kapitalhilfen des Bundes anzunehmen (vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2008: 38ff.). Je früher es gelingt, eine Normalisierung der Situation herbeizuführen, umso eher werden andere Maßnahmen die Konjunkturaussichten verbessern.

Die EZB hat ihren Leitzins bereits um 175 Basispunkte verringert. Sie sollte ihre Politik weiter lockern, und sie wird es voraussichtlich tun. Die Produktionslücke im Euroraum wird sich im kommenden Jahr erheblich vergrößern, und die Inflationsrate wird drastisch sinken und bald die Marke von 2 Prozent unterschreiten. Nach unserer Prognose wird der Preisanstieg im Euroraum 2009 im Jahresdurchschnitt bei 0,9 Prozent liegen und 2010 nur etwas höher sein. Vor allem haben sich die Inflationserwartungen, die für die Geldpolitik naturgemäß zentral sind, in jüngster Zeit spürbar zurückgebildet. Insofern besteht für die EZB kein Zielkonflikt. Sie sollte den maßgeblichen Leitzins schnell auf 0,5 Prozent senken. In dem Maße, wie eine Normalisierung des Bankgeschäfts Fortschritte macht, wird die Geldpolitik an Effizienz gewinnen, weil Zinssenkungen dann stärker auf das allgemeine Zinsniveau durchschla-

¹⁰ Vgl. auch IfW (2008).

gen. Sollte die Situation im Bankensektor allerdings angespannt bleiben, kann es notwendig werden, dass die EZB – ähnlich wie in jüngster Zeit die amerikanische Notenbank – die Geldbasis über den Kauf von Anleihen erheblich stärker ausweitet, um einen Rückgang der weiter gefassten Geldmengenaggregate zu verhindern.

Die Bundesregierung zögert, ähnlich umfangreiche Maßnahmen zu ergreifen, wie sie in anderen Ländern beschlossen wurden oder demnächst zu erwarten sind. Dies ist verständlich, denn es ist nicht sinnvoll, jetzt einen massiven Anstieg der Staatsverschuldung hinzunehmen, um deren Rückführung man sich dann irgendwann in der Zukunft kümmern kann. In manchen Ländern scheint die Höhe der Budgetdefizite gar keine Rolle mehr zu spielen. Eine extrem expansive Finanzpolitik birgt jedoch erhebliche Risiken. Wird das mittelfristige Ziel solider Staatsfinanzen verletzt, so hätte dies negative Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum. Auch könnte sich bei einem massiven Anstieg der Staatsverschuldung der Druck auf die Notenbank erhöhen, mehr Inflation zuzulassen. Schließlich steigt bei einer massiven Zunahme der Staatsverschuldung die Wahrscheinlichkeit, dass die Bürger künftig mit erheblichen Mehrbelastungen rechnen und sich daher kurzfristig mit ihren Ausgaben zurückhalten. Insofern gibt es für eine expansive Finanzpolitik durchaus Grenzen.

Vor allem ist es nicht sinnvoll zu versuchen, kurzfristig eine bestimmte Nachfragekomponente anzukurbeln, etwa über Gutscheine den privaten Konsum. Sie hätten allenfalls einen vorübergehenden Effekt, würden aber viel Geld kosten und die Staatsverschuldung kräftig erhöhen. Für solche Zwecke sollten zusätzliche Budgetdefizite nicht hingenommen werden. Vielmehr sollte die Bundesregierung solche Maßnahmen ergreifen, die das Wirtschaftswachstum fördern und die mittelfristig ohnehin sinnvoll sind. Werden sie kreditfinanziert vorgezogen, können sie dazu beitragen, die Rezession zu mildern. Dabei muss jedoch klar sein, dass das mittelfristige Ziel bezüglich der Staatsverschuldung eingehalten wird. Für die Finanzpolitik sollte eine ähnliche Regel gelten wie für die Geldpolitik. Wünschenswert wäre eine

glaubwürdige Schuldenregel, wie sie etwa vom Sachverständigenrat in einer Expertise vorgeschlagen wurde (Sachverständigenrat 2007). Dazu wird es aber in nächster Zeit wohl nicht kommen. Daher sollten in jedem Fall die Regeln des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts eingehalten werden. Nach einer Normalisierung der konjunkturellen Lage muss das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts wieder angegangen werden. So wie die Geldpolitik dann die Leitzinsen rasch anheben sollte, um die Inflationserwartungen zu kontrollieren, muss der Staat den Schuldenstand zurückführen. Dabei sollte klar sein, dass keine Steuern erhöht werden, denn andernfalls käme es nicht zu dem angestrebten positiven Effekt auf das Wirtschaftswachstum. Die Rückführung des strukturellen Budgetdefizits sollte vielmehr auf der Ausgabenseite ansetzen. Das Potential für Kürzungen ist vorhanden, insbesondere im Bereich der Subventionen. Es wäre ein großer Schritt, wenn der Subventionsabbau gemäß der sog. Koch-Steinbrück-Liste vorangetrieben würde.

Es ist nach den bisherigen Äußerungen von Mitgliedern der Bundesregierung zu erwarten, dass öffentliche Investitionen in Sachkapital und in Humankapital erheblich aufgestockt werden. Dies ist aus wachstumspolitischer Sicht zu begrüßen. Auch andere Gebietskörperschaften, insbesondere die Kommunen, sollten hier einen Beitrag leisten. Allerdings dürfte es schwierig sein, Investitionen etwa in den Bereichen Infrastruktur, Umweltschutz und Bildung in größerem Umfang rasch zu verwirklichen. Denn die Umsetzung solcher Maßnahmen braucht u.a. aus rechtlichen Gründen in der Regel Zeit. Ferner gibt es etwa in der Bauwirtschaft nur in begrenztem Umfang freie Kapazitäten, so dass es leicht zu deutlichen Preisanhebungen kommen könnte.

Darüber hinaus ist eine deutliche Entlastung der Bürger bei der Einkommensteuer sinnvoll. Zentral wären dabei eine Senkung der Grenzsteuersätze sowie eine Erhöhung des Grundfreibetrags. Der Vorteil wäre, dass man einerseits die Arbeitsanreize erhöhen, andererseits auch Bezieher relativ niedriger Einkommen begünstigt. Wenn eine Einkommensteuersenkung nicht erwünscht ist oder nicht rasch realisiert werden kann, wäre es eine sinnvolle Alter-

native, den Solidaritätszuschlag abzuschaffen. Diese Maßnahme lässt sich schnell umsetzen, zumal es keine Auseinandersetzungen zwischen den Gebietskörperschaften gäbe, denn die Finanzierung erfolgte allein durch den Bund. Ferner sollten durch eine Verringerung der Steuersätze heimliche Steuererhöhungen verhindert werden. Es erscheint geradezu absurd, dass die Belastung der Bürger in der Rezession zunimmt, weil die Steuerprogression greift.

Die hier vorgeschlagenen Maßnahmen addieren sich – über die beschlossenen Maßnahmen hinaus – zu einem Impuls von rund einem Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr. Steuersenkungen vermindern vermutlich auch den Lohnanstieg. Im Nebeneffekt würden die Arbeitskosten langsamer zunehmen und die Unternehmen entlastet; letztlich würde also die Beschäftigung weniger durch den Abschwung beeinträchtigt.

Literatur

- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2008a). Gesetz zur Umsetzung steuerrechtlicher Regelungen des Maßnahmenpakets Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung. Via Internet (25. November 2008) < http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_69120/DE/Buergerinnen_und_Buerger/Gesellschaft_und_Zukunft/schutzschirm_fuer_arbeitsplaetze/002_bundesregierung_konkretisiert_massnahmenpaket_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf>.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2008b). Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung. Maßnahmenpaket der Bundesregierung. *Monatsbericht des BMF* (November): 11–14.
- Boss, A., A. Boss und T. Boss (2008). Der deutsche Einkommensteuertarif: Wieder eine Wachstumsbremse? *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 9 (1): 102–124.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Janssen, J. Scheide und B. van Roye (2008). Weltkonjunktur auf Talfahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.). Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 459/460. IfW, Kiel. In Vorbereitung.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Amtliche Nachrichten*. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Arbeitsmarkt in Zahlen – Beschäftigung in Deutschland – Monatszahlen*. Nürnberg.
- Campbell, J.Y., und J.F. Cocco (2007). How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data. *Journal of Monetary Economics* 54 (3): 591–621.
- Deutsche Bundesbank (2008). Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2007. *Statistische Sonderveröffentlichung* 4. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Bankenstatistik*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- ifo (ifo Institut für Wirtschaftsforschung) (lfd. Jgg.). *ifo-Konjunkturperspektiven*. München.
- IfW (Institut für Weltwirtschaft) (2008). IfW-Fokus 56. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.ifw-kiel.de/presse/fokus/2008/fokus56>>.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.

- Koop, G., S.M. Potter und R.W. Strachan (2008). Re-examining the Consumption-wealth Relationship: The Role of Model Uncertainty. *Journal of Money, Credit, and Banking* 40 (2/3): 341–367.
- Langhammer, R. (2008). Warum ist der Dollar so stark in der gegenwärtigen Krise? Kiel Policy Brief 1-2008. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (17. Dezember 2008) <http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/Kiel_Policy_Brief_1.pdf>.
- Lettau, M., und S. Ludvigson (2001). Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 61 (3): 815–849.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008). *Deutschland am Rande einer Rezession*. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008. Essen.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2007). Staatsverschuldung wirksam begrenzen. Expertise des Sachverständigenrats, Wiesbaden. Via Internet (18. Dezember 2008) < <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/publikationen/fipo07.pdf>>.
- Statistisches Bundesamt (Ifd. Jgg.). *Wirtschaft und Statistik*. Stuttgart.
- Statistisches Bundesamt (Ifd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.2: Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktsberechnung*. Wiesbaden.
- Sorge, M. (2004). Stress-testing Financial Systems: An Overview of Current Methodologies. BIS Working Papers 165. Bank for International Settlements, Basel.
- Statistisches Bundesamt (Ifd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen. Hauptbericht*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (Ifd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.3: Inlandsproduktsberechnung – Saisonbereinigte Vierteljahresergebnisse*. Wiesbaden.

