

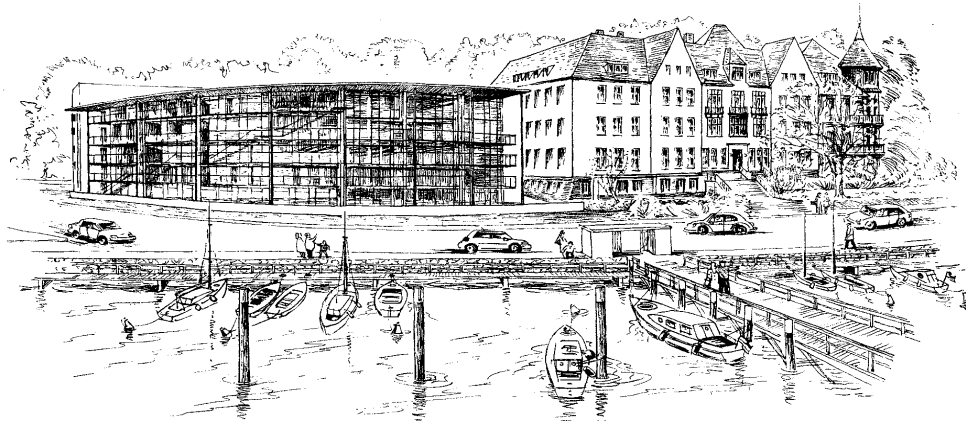
---

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT AN DER UNIVERSITÄT KIEL  
Prognose-Zentrum



---

## Weltkonjunktur im Winter 2008



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

# Inhalt

---

<b>Weltkonjunktur auf Talfahrt</b>	<b>3</b>
Konjunkturelle Talfahrt aller Orten	3
Inflation auf dem Rückzug	5
Wirtschaftspolitik im Kampf gegen die Krise	6
Vereinigte Staaten: Trotz expansiver Wirtschaftspolitik kein Ende der Rezession in Sicht	7
Deutlicher Rückgang der Produktion auch in Japan	11
Rezession im Euroraum verschärft sich	14
Produktionseinbruch im Vereinigten Königreich	20
Abschwung erfasst auch die neuen Mitgliedsländer der EU	22
Schwellenländer im Sog der Finanzkrise	23
Ausblick: Schwerer Einbruch der Weltkonjunktur	26

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

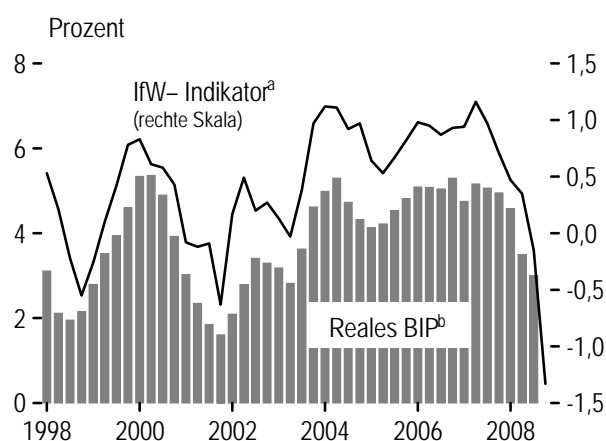
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern,  
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen,  
Birgit Sander, Joachim Scheide und  
Björn van Roye

### Zusammenfassung:

Die Phase starker Expansion der Weltwirtschaft ist im Jahr 2008 zu Ende gegangen. Die Zuspitzung der Finanzmarktkrise im September hat Schockwellen durch die Weltwirtschaft gesandt, und negative Rückkopplungseffekte haben zu einer ungewöhnlich starken Abwärtsdynamik geführt, die zunehmend auch die Schwellenländer erfasst hat. Gegen Jahresende ist die weltwirtschaftliche Aktivität regelrecht eingebrochen. In einer Reihe von Ländern ist der Abschwung Ausdruck der Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten, insbesondere von Übersteigerungen am Immobilienmarkt, die in der Regel geraume Zeit in Anspruch nehmen und eine konjunkturelle Erholung verzögern. Trotz aller Anstrengungen der Regierungen und Notenbanken um eine Stabilisierung der Banken und eine Stimulierung der Konjunktur dürfte sich die Weltwirtschaft noch geraume Zeit, voraussichtlich über das gesamte kommende Jahr, auf Talfahrt befinden und sich anschließend nur zögerlich beleben. Wir haben unsere Prognose für den Anstieg der Weltproduktion drastisch von 3,3 Prozent (September) auf 0,4 Prozent reduziert. In den Industrieländern dürfte die Wirtschaft sogar um 1,8 Prozent schrumpfen. Dies wäre die schwerste Rezession seit Ende des zweiten Weltkriegs.

Die Phase starker Expansion der Weltwirtschaft ist im Jahr 2008 zu Ende gegangen. Der Abschwung hat nach der Jahresmitte zunehmend an Dynamik gewonnen, und zum Jahresende dürfte er alle Regionen der Weltwirtschaft erfasst haben. Der von uns berechnete Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, der Stimmungsindikatoren für 41 Ländern beinhaltet, ist im zweiten Halbjahr 2008 regelrecht eingebrochen, nachdem er bereits seit Mitte 2007 abwärts gerichtet war (Abbildung 1). Im Dezember fiel er auf den niedrigsten Stand seit Beginn der 1980er Jahre. Der Welthandel expandierte im Verlauf des Jahres kaum noch (Abbildung 2), und die bislang verfügbaren Daten für das vierte Quartal deuten darauf hin, dass er zum Jahresende hin sogar gesunken ist.

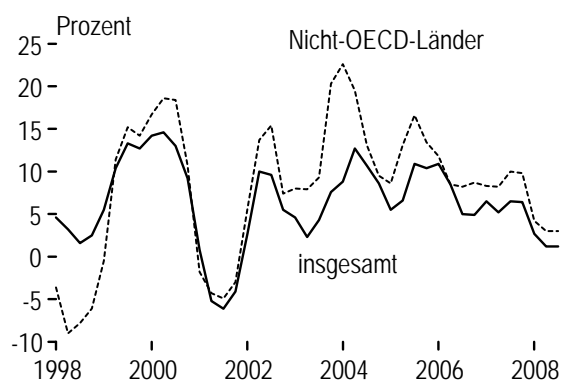
Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2008



<sup>a</sup>Auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr; 3. Quartal 2008 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2008a); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Abbildung 2:  
Welthandel 1998–2008<sup>a</sup>



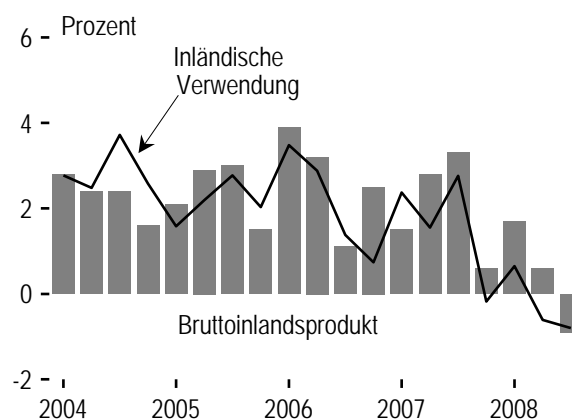
<sup>a</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, gleitender 2-Quartalsdurchschnitt. 3. Quartal geschätzt.

Quelle: OECD (2008a).

### Konjunkturelle Talfahrt aller Orten

In den Industrieländern schwächte sich die Konjunktur nach einem nochmals recht kräftigen Produktionsanstieg zu Jahresbeginn im Verlauf von 2008 zusehends ab. Im dritten Quartal ging das reale Bruttoinlandsprodukt spürbar zurück; in den G7-Ländern sank es mit einer laufenden Jahresrate von 0,9 Prozent (Abbildung 3). In den Vereinigten Staaten, dem Land in dem die weltwirtschaftliche Abschwächung mit dem Platzen der Immobilienblase im Jahr 2007 ihren Anfang genommen hatte, setzten sich die rezessiven Kräfte wieder durch, nachdem die Finanzpolitik im Frühjahr für ein Strohfeuer beim privaten Konsum gesorgt hatte. Die Abnahme der wirtschaftlichen Aktivität war im Durchschnitt des dritten Quartals mit einer Rate von 0,5 Prozent beim Bruttoinlandsprodukt zwar noch moderat, doch beschleunigte sie sich nach der Jahresmitte von Monat zu Monat. In Japan und im Euroraum ging die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits im zweiten Quartal in Folge recht deutlich zurück. Neben einer starken Abschwächung der Investitionstätigkeit wirkten in beiden Wirtschaftsräumen vor allem nachlassende Exporte dämpfend.

Abbildung 3:  
Konjunktur in den G7-Ländern 2004–2008<sup>a,b</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>b</sup>Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

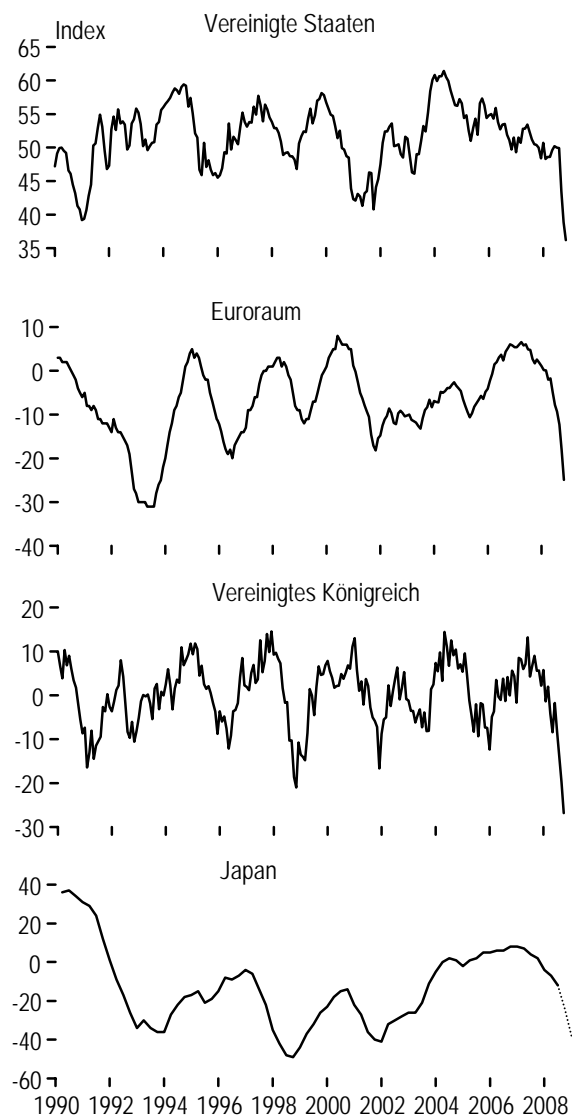
Quelle: OECD (2008a); eigene Berechnungen.

Anders als in der weltwirtschaftlichen Schwächephase zu Beginn der 1990er Jahre, als die großen Industrieländer in erheblichem zeitlichen Abstand in die Rezession schlitterten – zunächst die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich (1990/1), dann Japan (1992) und schließlich die kontinentaleuropäischen Länder, die heute den Großteil des Euroraums bilden (1992/3) –, verläuft der Einbruch der Konjunktur derzeit synchron. Negative Rückkopplungseffekte haben zu einer ungewöhnlich starken Abwärtsdynamik geführt. In allen großen Industrieländern sind die umfragebasierten Stimmungsindikatoren in den vergangenen Monaten regelrecht abgestürzt (Abbildung 4), sind die Auftragseingänge eingebrochen und geht die Industrieproduktion stark zurück.

Der Nachfragerückgang in den Industrieländern und eine Verschlechterung des Umfeldes vonseiten der Finanzmärkte haben im Verlauf des Jahres 2008 nach und nach auch den Aufschwung in den Schwellenländern beendet. War die wirtschaftliche Dynamik im ersten Halbjahr im Allgemeinen noch hoch, so hatte sich der Produktionsanstieg im dritten Quartal bereits in einer Reihe von Ländern – vor allem im asiatischen Raum – deutlich verlangsamt. Gegen

Jahresende dürfte sich die Konjunktur nahezu überall stark abgeschwächt haben.

Abbildung 4:  
Geschäftsklima in großen Industrieländern 1990–2008

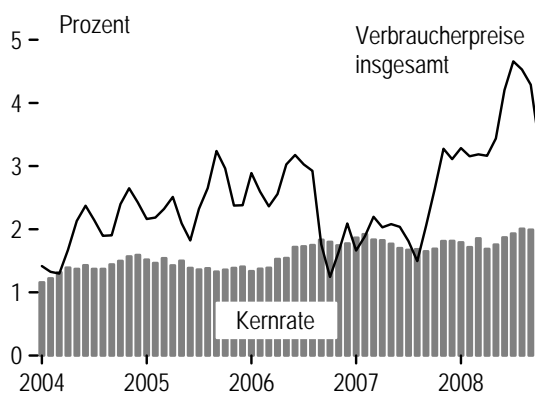


Quellen: The Institute for Supply Management USA; Bank of Japan (2008); OECD (2008a); Europäische Kommission über Thomson Financial.

### Inflation auf dem Rückzug

Der Anstieg der Verbraucherpreise erreichte im Sommer seinen Höhepunkt und ist seither spürbar zurückgegangen. In den Industrieländern insgesamt sank die Inflationsrate von 4,6 Prozent im Juli auf 3,2 Prozent im Oktober (Abbildung 5); im November nahm sie weiter deutlich – auf schätzungsweise 1,6 Prozent – ab.

Abbildung 5:  
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2008<sup>a</sup>



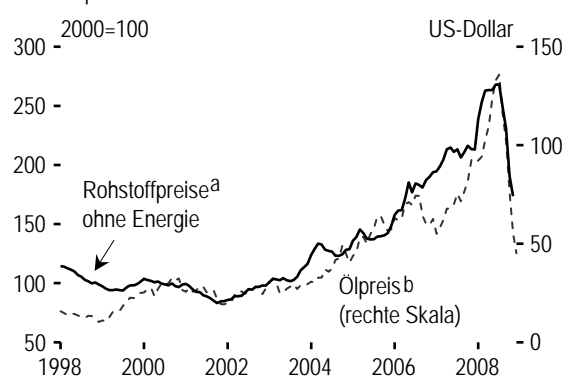
<sup>a</sup>Inflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2007.

Quelle: OECD (2008a); eigene Berechnungen.

Maßgeblich für den Rückgang der Inflation, ebenso wie für ihren Anstieg zuvor, war die Entwicklung der Rohstoffpreise. Sie brachen als Folge der konjunkturbedingt geringeren Nachfrage, vermutlich verstärkt durch die Investitionsentscheidungen von Finanzmarktinvestoren, massiv ein. Der Ölpreis sank von seinem Hoch bei 147 US-Dollar für ein Fass der Sorte Brent Anfang Juli 2008 auf wenig mehr als 40 Dollar Mitte Dezember (Abbildung 6), und dies, obwohl die OPEC auf den Preisverfall im Herbst mit einer Kürzung der Förderquoten reagiert hatte. Ähnlich drastische Preisrückgänge waren bei Getreide und bei vielen Metallen zu verzeichnen. Für die Prognose unterstellen wir, dass der Ölpreis über den Prognosezeitraum auf dem gegenwärtigen Niveau verharrt, auch weil die OPEC das Angebot an die voraussichtlich

weiter fallende Nachfrage anpassen dürfte. Für die übrigen Industrierohstoffe erwarten wir zunächst noch zurückgehende Notierungen und im Jahr 2010 ein mit der dann einsetzenden konjunkturellen Erholung wieder etwas steigende Preise (Tabelle 1).

Abbildung 6:  
Rohstoffpreise 1998–2008



<sup>a</sup>HWWI-Index auf Dollarbasis. — <sup>b</sup>Spotpreis Sorte Brent, London; Dezemberwert: Durchschnitt 1.–18. Dezember 2008.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI.

Für die Beurteilung der konjunkturellen Wirkungen des Falls der Rohstoffpreise ist wichtig, dass der Preisrückgang die Folge einer konjunkturellen Schwäche, also nachfragegetrieben und nicht Resultat eines steigenden Angebots ist. Für die Industrieländer ergibt sich aus dem Rückgang der Rohstoffpreise zwar ein beträchtlicher Terms-of-Trade-Gewinn. Diesem positiven Impuls für die Konjunktur stehen aber die dämpfende Wirkung auf die Wirtschaft der Rohstoffe exportierenden Länder gegenüber und der damit einhergehende Rückgang der Importnachfrage aus diesen Ländern. Per saldo ergibt sich gleichwohl ein stabilisierender Effekt für die Weltkonjunktur. Die Erfahrung mit der Reaktion der wirtschaftlichen Aktivität auf den starken Anstieg der Rohstoffpreise nach dem Jahr 2002 und besonders in den Jahren 2006 und 2007 zeigt aber, dass diese Wirkungen eher in der mittleren Frist sichtbar werden.

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	3,2	2,1	2,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	1,0
Japan (Tagesgeldzins)	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5
Euroland (Leitzins <sup>b</sup> )	4,0	4,0	4,0	3,4	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	1,0
Wechselkurse												
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
Yen/US-Dollar	105,2	104,5	107,0	97,5	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	96,7	122,5	115,6	58,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	254,2	267,9	267,9	189,5	181,9	177,2	177,2	177,2	178,1	180,7	184,2	188,6

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

Quelle: HWWI (2008); IMF (2008a); Federal Reserve Bank of St. Louis (2008); EZB (2008); eigene Prognosen.

### Wirtschaftspolitik im Kampf gegen die Krise

Maßgeblich für die massive Eintrübung der Stimmung im Herbst war wohl die Zuspitzung

der Finanzmarktkrise mit dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers Mitte September als Höhepunkt. Die von den Regierungen aufgelegten Programme zur Stabilisie-

zung des Finanzsektors<sup>1</sup> haben im Verein mit einer massiven Zuführung von Liquidität durch die Notenbanken einen Systemkollaps vermieden, doch stiegen die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen und Staatspapiere minderer Bonität ebenso wie die Zinsaufschläge im Interbankenhandel nochmals deutlich an. Vor allem in den Vereinigten Staaten haben sich die Finanzierungsbedingungen für Private erheblich verschlechtert, aber auch in den übrigen Industrieländern wird die Kreditvergabe deutlich restriktiver gehandhabt.

Trotz aller Bemühungen kommt die Bankensanierung offenbar nur langsam voran, und die ausgeprägte Vorsicht der Banken bei Geschäften untereinander besteht fort. So haben sich die Risikoprämien im Interbankenhandel in den vergangenen Wochen nur leicht vermindert. Auch im kommenden Jahr dürften nur langsam Fortschritte auf dem Wege zu einer Normalisierung der Situation gemacht werden. Zu den Verlusten der Banken, die im direkten Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise stehen, kommen nun die Abschreibungen auf Kredite, die als Folge der Rezession in der Realwirtschaft notleidend werden. Sie treffen die Banken in einer Situation, in der ihre Eigenkapitalbasis schon stark geschwächt ist. Diese Konstellation birgt das Risiko, dass die Banken bei der Kreditvergabe auf längere Zeit zurückhaltend sein werden.

Angesichts der drastischen konjunkturellen Eintrübung, in einigen Ländern verbunden mit dem Aufkeimen von Deflationsgefahren, haben die Notenbanken in den Industrieländern weltweit ihre Politik in raschen und zum Teil außergewöhnlich großen Schritten gelockert.<sup>2</sup> In den Vereinigten Staaten ist die Zentralbank im Dezember sogar zu einer Nullzinspolitik übergegangen und hat umfassende Maßnahmen angekündigt, mit denen zusätzliche Liquidität in die Wirtschaft gepumpt und

die Zinssätze auch für längerfristige Papiere und die von Emittenten minderer Bonität gedrückt werden sollen. Vor diesem Hintergrund hat der Dollar wieder deutlich an Wert verloren, nachdem er gegenüber den europäischen Währungen seit dem Sommer stark aufgewertet hatte. Wir erwarten, dass die Notenbankzinsen auch im Vereinigten Königreich und im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 2009 in die Nähe von Null gesenkt werden.

Die Finanzpolitik ist ebenfalls nahezu überall expansiv ausgerichtet. In zahlreichen Ländern sind Konjunkturprogramme auf den Weg gebracht worden, auch wenn sie nicht in jedem Fall tatsächlich nennenswerte Impulse setzen. Voraussichtlich werden in den kommenden Monaten weitere Maßnahmen zur Konjunkturanregung beschlossen, nicht zuletzt von der neuen Administration in den Vereinigten Staaten. Aufgrund der Konjunkturprogramme, vor allem aber infolge der Rezession und wegen der Kosten der Bankensanierung steigt die öffentliche Kreditaufnahme überall stark an. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich dürfte sich das Budgetdefizit sogar auf annähernd 10 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erhöhen.

### Vereinigte Staaten: Trotz expansiver Wirtschaftspolitik kein Ende der Rezession in Sicht

---

Die Vereinigten Staaten befinden sich seit mehr als einem Jahr in der Rezession.<sup>3</sup> In der ersten Jahreshälfte blieb der von vielen Beobachtern erwartete tiefe Abschwung zunächst zwar noch aus. Besonders die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal, mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 2,8

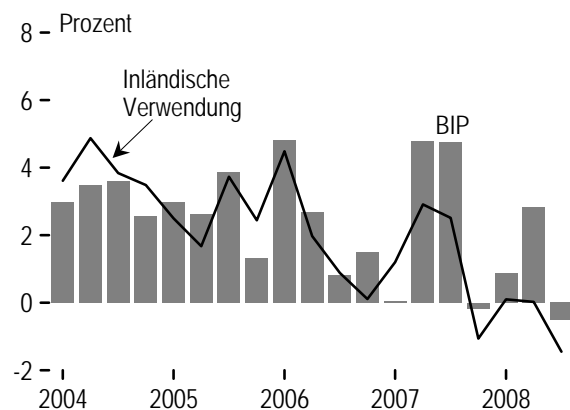
<sup>1</sup> Eine Übersicht über Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors in den großen EU-Ländern findet sich in Kasten 1.

<sup>2</sup> Eine Ausnahme ist die Bank von Japan, die angesichts eines bereits sehr niedrigen Leitzinses lediglich zwei kleine Zinsschritte unternahm.

<sup>3</sup> Das Business Cycle Dating Committee des National Bureau of Economic Research (NBER), das zuständig für die offizielle Datierung von Konjunkturzyklen ist, hat festgestellt, dass die jüngste Expansionsphase der US-Wirtschaft im Dezember 2007 zu Ende gegangen ist.

Prozent (Abbildung 7), überraschte positiv. Verantwortlich hierfür waren neben einem kräftigen Schub durch den Außenhandel, die Effekte des Konjunkturpakets, auch wenn es in Relation zum finanziellen Aufwand nur geringe Wirkungen entfaltet haben dürfte.<sup>4</sup> Im dritten Quartal setzten sich jedoch die rezessiven Kräfte wieder zunehmend durch; das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte mit einer laufenden Jahresrate von 0,5 Prozent. Grund war vor allem der Einbruch des privaten Konsums um 3,7 Prozent; einen so starken Rückgang gab es seit 1980 nicht mehr. Ursächlich

Abbildung 7:  
Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2008).

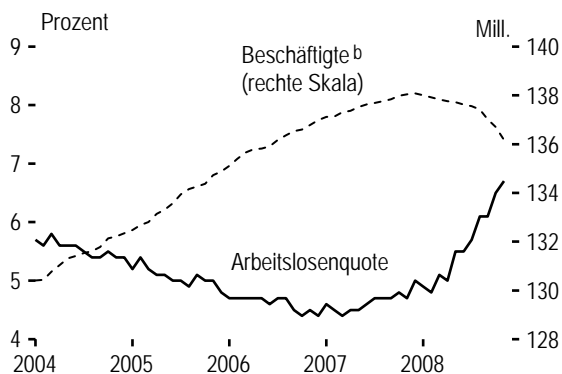
<sup>4</sup> Durch die Auszahlungen im Rahmen des Konjunkturpakets zwischen April und August wurde das verfügbare Einkommen zeitweise kräftig erhöht. Auch die Sparquote stieg sprunghaft. Nimmt man an, dass die Sparquote auf dem Durchschnittswert der zwölf Monate zuvor von 0,3 Prozent verharrt hätte, lässt sich abschätzen, wie viel des ausgezahlten Betrags für Konsumzwecke verwendet wurde. In dem Zeitraum von April bis August wurden dieser Rechnung zufolge etwa 17 Mrd. der ausgezahlten 96 Mrd. Dollar für den Konsum ausgegeben, also weniger als 20 Prozent. Auf das zweite Quartal entfielen dabei etwa 14,5 Mrd. Dollar. Dadurch wurde der Anstieg des privaten Konsums um 2,3 Prozentpunkte auf 1,2 Prozent erhöht, und der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts nahm um etwa 1,5 Prozentpunkte zu. Die Ergebnisse weichen aufgrund von Datenrevisionen leicht von früheren Schätzungen (vgl. Dovern et al. 2008) ab.

war einmal der Pessimismus der Verbraucher bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten und die stark rückläufigen Vermögenswerte. Auch wirkten der Rückgang der Beschäftigung und die zurückhaltende Kreditvergabe der Banken dämpfend. Verstärkt wurde der Rückgang des privaten Konsums zudem durch den Fortfall der stimulierenden Wirkung des Konjunkturpakets. Der Einbruch bei den Wohnungsbauinvestitionen setzte sich fort. Ihr Rückgang beschleunigte sich gegenüber dem Vorquartal sogar auf eine Rate von 17,6 Prozent. Auch die Ausrüstungsinvestitionen wurden aufgrund der trüben Absatz- und Ertragsaussichten der Unternehmen und der verschärften Kreditstandards der Geschäftsbanken zunehmend zu einem Belastungsfaktor für die Konjunktur; sie gingen zum zweiten Mal in Folge um annualisiert mehr als 5 Prozent zurück. Stützend wirkten wie bereits in der ersten Jahreshälfte der Außenhandel sowie die Staatsausgaben, wobei allein die Verteidigungsausgaben 0,9 Prozent zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts beitrugen.

Am Arbeitsmarkt verschärfte sich der Abschwung seit der Jahresmitte zusehends, nachdem bereits seit Januar dieses Jahres Beschäftigungsverluste zu beobachten waren. Allein von September bis November gingen mehr als 1,2 Millionen Arbeitsplätze verloren; seit Beginn des Jahres sind es nun insgesamt nahezu 2 Millionen (Abbildung 8). Während die Beschäftigungsverluste zunächst weitgehend auf die Bauwirtschaft und den Industriesektor beschränkt waren, werden seit September auch im Dienstleistungssektor massiv Arbeitsplätze abgebaut, ein deutliches Zeichen dafür, dass die Rezession bereits die gesamte Wirtschaft erfasst hat. Die Arbeitslosenquote stieg mit 6,7 Prozent auf ein Niveau, das bereits über dem Hochpunkt der letzten Rezession liegt.

Der Immobilienmarkt befindet sich in einer tiefen Depression. Die Immobilienpreise sind weiter rückläufig; gemessen am Case-Shiller-Index nahmen sie bereits um mehr als 20 Prozent ab. Alle Indikatoren, beispielsweise die Baubeginne und Baugenehmigungen oder das Verhältnis von den nachgefragten Wohnimmo-

Abbildung 8:  
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2008a).

bilien im Verhältnis zu den zum Verkauf stehenden, deuten darauf hin, dass sich der Preisrückgang noch längere Zeit fortsetzt. Weiterhin werden viele Wohneigentümer, die zahlungsunfähig werden oder deren Kreditbelastung den Wert der Immobilie spürbar übersteigt, ihre Immobilien aufgeben, wodurch sich wiederum das Angebot an Wohnimmobilien erhöht und die Preise zusätzlich unter Druck geraten. Auch ein Vergleich mit historischen Immobilienmarktkrisen legt nahe, dass die Immobilienpreise noch mindestens bis ins Jahr 2010 hinein rückläufig sein werden (vgl. Janssen 2008).

Die Banken haben ihre Kreditkonditionen zuletzt nochmals kräftig verschärft; das Risiko einer Kreditklemme hat sich spürbar erhöht. Zwar wurde das Kreditvolumen gerade im Unternehmenssektor zuletzt weiter ausgeweitet. Dies dürfte aber darauf zurückzuführen sein, dass sich Unternehmen derzeit kaum am Kapitalmarkt refinanzieren können und verstärkt bereits eingeräumte Kreditlinien ausschöpfen (vgl. Cohen-Cole et al. 2008). In den nächsten Monaten dürfte die Neukreditvergabe jedoch kräftig eingeschränkt werden und die Investitionstätigkeit, die aufgrund der pessimistischen Absatz- und Ertragsaussichten ohnehin stark eingeschränkt werden dürften, zusätzlich dämpfen.

Die US-Notenbank stemmt sich mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln gegen die Finanzkrise. Auch hat sich das Risiko eines Abrutschens in die Deflation erhöht. Im November lagen die Verbraucherpreise nur noch um 1,1 Prozent höher als ein Jahr zuvor, und für das kommende Jahr ist eine negative Inflationsrate wahrscheinlich. Diese Entwicklung ist zwar vor allem dem Rückgang der Rohstoffpreise geschuldet und von daher konjunkturell stützend. Doch angesichts der rapide sinkenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung steigt die Wahrscheinlichkeit, dass auch die Kernrate in deflationäres Territorium gerät. Den Zielzinssatz senkte die Fed innerhalb von nur 16 Monaten von 5,25 Prozent im September 2007 auf einen Zielbereich zwischen 0,0 und 0,25 Prozent.<sup>5</sup> In dem vorangegangenen, im Januar 2001 begonnenen Zinssenkungszyklus hatte die Fed den Leitzins noch innerhalb von 30 Monaten von 6,5 Prozent auf 1 Prozent reduziert. Obgleich sie also somit vergleichsweise schnell auf die Krise reagierte, kann sie derzeit aufgrund der Friktionen an den Finanzmärkten über den Zinskanal kaum expansive Impulse setzen. Deshalb schuf die Fed zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken und ging dazu über, durch den Ankauf von Wertpapieren zusätzliche Liquidität in die Märkte zu injizieren (Quantitative Easing), um so die relevanten Zinssätze auf den Kredit- und Anleihemärkten zu senken.<sup>6</sup> Insgesamt verdreifachte die Fed

<sup>5</sup> Die effektive Fed Funds Rate, die letztlich für die Geschäftsbanken relevant ist, lag bereits seit Ende Oktober – ungeachtet des offiziellen Zielzinssatzes von 1 Prozent – in einer Bandbreite von 0,1 und 0,6 Prozent.

<sup>6</sup> Dafür hat die Fed seit Ende 2007 eine Reihe von Maßnahmen beschlossen. So erlaubt die Term Auction Facility (TAF) Geschäftsbanken, sich über besicherte Kredite zusätzlich mit Liquidität zu versorgen (zum 10. Dezember betrug das Volumen etwa 450 Mrd. Dollar). Im Rahmen der Primary Dealer Credit Facility (PDCF) können sich auch Investmentbanken gegen Sicherheit Übernacht mit Krediten versorgen (50 Mrd. Dollar), zudem wird ihnen über die Term Securities Lending Facility (TSLF) die Möglichkeit geboten, sich im Tausch gegen Kreditforderungen mit Staatsanleihen zu versorgen. Durch die Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility

ihre Bilanzsumme seit September nahezu. Die zusätzlichen Maßnahmen verhinderten eine weitere Verschärfung der Krise, ohne jedoch die Verspannungen an den Finanzmärkten zu lösen. Die Risikoaufschläge auf den Geld- und Anleihemärkten liegen weiterhin spürbar über ihrem durchschnittlichen Niveau und der Geldfluss zwischen den Banken konnte bisher nicht wieder in Gang gesetzt werden.

Nach der Amtsübernahme der neuen Regierung im Januar 2009 ist mit einem kräftigen fiskalischen Stimulus zu rechnen. Zuletzt waren Beträge von bis zu einer Billion Dollar, verteilt über zwei Jahre, in der Diskussion. Auch wenn derzeit noch unklar ist, wie das Konjunkturprogramm konkret ausgestaltet wird, so scheint doch klar, dass Infrastrukturinvestitionen ein bedeutender Bestandteil eines solchen Paketes sein werden. In einem ersten Schritt dürfte verhindert werden, dass bereits beschlossene Investitionsmaßnahmen auf lokaler Ebene aufgrund wegbrechender Steuereinnahmen aufgegeben werden müssen. Inwieweit es möglich ist, darüber hinaus in einem relevanten Umfang kurzfristig Investitionen anzuschieben ist unklar, da die Planungs- und Genehmigungsphase die Umsetzung von Projekten lange hinauszögern kann. Ein zweiter Bestandteil des Konjunkturprogramms

---

(AMLF) werden Kredite an Finanzinstitute vergeben, damit diese von Geldmarktfonds mit kurzläufigen Unternehmensanleihen (Commercial Paper) besicherte Wertpapiere ankaufen (40 Mrd. Dollar). Dadurch soll verhindert werden, dass Geldmarktfonds in Liquiditätsprobleme geraten und der Markt für Commercial Paper austrocknet. Mit der Commercial Paper Funding Facility (CPFF) greift die Fed direkt auf diesem Markt ein, indem sie versucht durch den Kauf von Handelspapieren die Refinanzierung von Unternehmen zu erleichtern und die Zinssätze zu senken (310 Mrd. Dollar). Zuletzt wurden zwei größere Programme angekündigt. Zum einen versucht die Fed im Rahmen der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), die Neuvergabe von Konsumentenkrediten durch den Ankauf verbriefter Kreditforderungen in diesem Bereich (geplantes Volumen von bis zu 200 Mrd. Dollar) zu fördern. Zum anderen stützt sie den Hypothekenmarkt durch den direkten Ankauf von Schulverschreibungen der Government Sponsored Enterprises (GSE) (100 Mrd. Dollar) sowie den Ankauf verbriefter Hypothekenkredite der GSEs Fannie Mae, Freddie Mac und Ginni Mae (bis zu 500 Mrd. Dollar).

könnte in einer umfassenden Steuerreform bestehen, zumal eine Steuerentlastung der unteren und mittleren Einkommen im Wahlkampf angekündigt wurde und aufgrund des Auslaufens der im Jahr 2001 durchgeführten Steuersenkungen im Jahr 2010 ohnehin Handlungsbedarf besteht. Fest steht bereits jetzt, dass das laufende Haushaltsjahr, das am 30. September 2009 endet, mit einem Rekorddefizit schließen wird. Das Congressional Budget Office schätzt, dass sich das Defizit allein für die Monate Oktober und November 2008 bereits auf 408 Mrd. Dollar beläuft, wozu Ausgaben im Rahmen des Troubled Assets Relief Programs (TARP) etwa die Hälfte beigetragen haben dürften. Beträchtliche Einnahmeausfälle aufgrund des scharfen Konjunkturerinbruchs in Verbindung mit zusätzlichen Ausgaben für ein Konjunkturprogramm werden aus heutiger Sicht dazu führen, dass das Haushaltsdefizit 2009 auf reichlich eine Billion Dollar steigt, also mehr als 7 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Alle Konjunkturindikatoren deuten nach der nochmaligen Verschärfung der Finanzkrise im September auf einen regelrechten Einbruch der Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2008 sowie im ersten Quartal 2009 hin. Der private Konsum dürfte in diesem Zeitraum weiter stark zurückgehen. Neben dem zunehmenden Abbau von Beschäftigung wirken auch Vermögenseffekte, die restriktivere Kreditvergabe und eine steigende Sparquote bremsend. Auch die Ausrüstungsinvestitionen und der private Wohnungsbau dürften die wirtschaftliche Expansion weiter dämpfen. Zusätzlich drohen bisher stützende Faktoren wegzufallen. Der Wirtschaftsbau, der bislang noch expandiert hatte, dürfte aufgrund der verschlechterten Finanzierungsmöglichkeiten und aufgrund von Überkapazitäten zurückgehen. Die Exporte werden neben der schwachen Auslandskonjunktur zusätzlich durch die Aufwertung des Dollar im Vergleich zum Frühjahr dieses Jahres belastet.<sup>7</sup> Der Außenhandel dürfte zwar auch im Winterhalb-

---

<sup>7</sup> Zu möglichen Gründen für die Aufwertung des Dollar in den Sommermonaten siehe Langhammer (2008).

jahr noch positiv zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts beitragen, dies jedoch nur wegen eines noch stärkeren Rückgangs der Importe. Im weiteren Verlauf des Jahres könnte der voraussichtliche kräftige fiskalische Impuls zu heftigen Ausschlägen des Bruttoinlandsprodukts führen. Ein Konjunkturprogramm in dieser Größenordnung dürfte den Konjunkturverlauf spürbar beeinflussen, ohne allerdings die schwache konjunkturelle Grundtendenz nachhaltig zu verändern, die auf der Unsicherheit an den Finanzmärkten und der Korrektur am Immobilienmarkt beruht. Alles in allem erwarten wir für 2009 einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 Prozent. 2010 dürfte sich die Wirtschaft etwas beleben. Der Produktionsanstieg wird aber wohl mit einer Rate von 1 Prozent nochmals deutlich die Wachstumsrate des Produktionspotentials unterschreiten. Die Arbeitslosenquote wird in den kommenden Jahren stark – auf 7,8 bzw. 8,4 Prozent – steigen (Tabelle 2). Die Verbraucherpreise dürften vor

allem wegen des Falls der Rohstoffpreise 2009 um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr zurückgehen, für das Jahr 2010 erwarten wir einen Anstieg von 1,6 Prozent.

## Deutlicher Rückgang der Produktion auch in Japan

Die seit dem Jahr 2002 laufende Expansionsphase der japanischen Wirtschaft ist 2008 zu Ende gegangen. Seit dem Frühjahr ist die gesamtwirtschaftliche Produktion deutlich rückläufig (Abbildung 9). Unter dem Eindruck einer erheblich schwächeren Expansion des Welthandels und einer empfindlichen Aufwertung des Yen gingen die Exporte spürbar zurück. Die Unternehmensinvestitionen, die zweite wichtige Stütze des Aufschwungs, brachen angesichts einer ausgeprägten Verschlechterung der Absatz- und Ertragsersparungen und zunehmend ungünstig werdender Finanzierungskonditionen sogar regelrecht ein. Der private Konsum schließlich gab in der Tendenz ebenfalls nach; er schrumpfte infolge sinkender Realeinkommen im Verlauf des Sommerhalbjahrs mit einer laufenden Jahresrate von knapp 1 Prozent. Maßgeblich war zum einen das rohstoffpreisbedingte Anziehen der Inflation; die Verbraucherpreise lagen im Sommer reichlich 2 Prozent über ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie in den Jahren zuvor weitgehend stabil gewesen waren. Zum anderen hat sich der Anstieg der nominalen Arbeitseinkommen spürbar abgeschwächt. Ausschlaggebend hierfür war, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt zunehmend eintrübte. Die Arbeitslosenquote ist zwar bislang noch nicht gestiegen, sondern verharrte bis zum Herbst bei 4 Prozent (Abbildung 10). Doch kam der Beschäftigungsanstieg zum Stillstand, und das Verhältnis von angebotenen Stellen zu Bewerbern, das gemeinhin als guter Indikator für die konjunkturelle Situation am Arbeitsmarkt gilt, ist wie auch die Zahl der geleisteten Überstunden kräftig gesunken.

Tabelle 2:

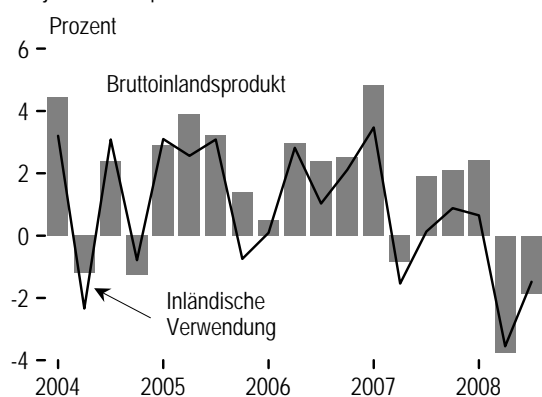
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2007–2010

	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,0	1,2	-1,5	1,0
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,4	-0,2	-2,0	0,8
Privater Verbrauch	2,8	0,2	-1,8	1,1
Staatsnachfrage	2,1	2,8	2,1	1,6
Anlageinvestitionen	-3,1	-4,4	-10,3	-3,6
Ausrüstungen und Software	1,7	-1,6	-8,4	0,6
Gewerbliche Bauten	12,7	11,2	-6,6	-9,1
Wohnungsbau	-17,9	-21,1	-18,1	-6,1
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	-0,4	-0,3	0,2	0,2
Außenbeitrag <sup>c</sup>	0,6	1,4	0,6	0,2
Exporte	8,4	7,9	2,2	2,9
Importe	2,2	-2,5	-2,1	1,1
Verbraucherpreise	2,9	3,9	-0,3	1,6
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	4,6	5,7	7,8	8,4
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	-5,3	-4,7	-3,3	-2,8
Budgetsaldo des Bundes <sup>e</sup>	-1,2	-3,3	-8,0	-6,0

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real. — <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: US Department of Commerce (2008); US Department of Labor (2008a, 2008b); US Department of the Treasury (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

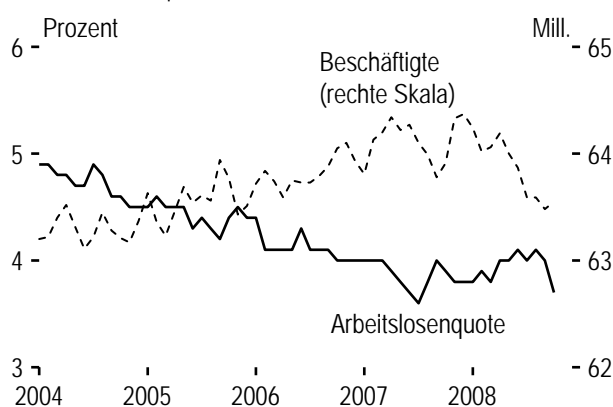
Abbildung 9:  
Konjunktur in Japan 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Cabinet Office (2008).

Abbildung 10:  
Arbeitsmarkt in Japan 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: OECD (2008a).

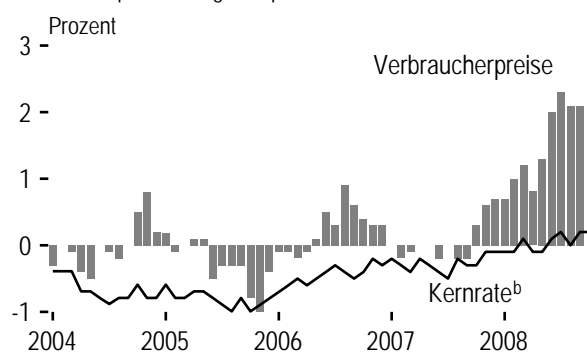
Seit September hat sich das wirtschaftliche Umfeld weiter erheblich eingetrübt. Die Finanzmarktkrise hat auch in Japan ihre Spuren hinterlassen. So kam es im Oktober zum Zusammenbruch eines Immobilienfonds und einer Lebensversicherung, wodurch die zuvor vorherrschende Einschätzung, der japanische Finanzsektor würde von den Finanzmarkturbulenzen nur wenig berührt, in Frage gestellt wurde. Die Aktienkurse brachen in der Folge

massiv ein; die wichtigsten Indizes lagen zuletzt rund 40 Prozent unter ihren Niveaus vom Sommer, seit Mitte 2007 haben sie mehr als die Hälfte ihres Wertes verloren. Der Aktienkurseinbruch belastet die konjunkturellen Aussichten zum einen durch empfindliche Vermögenseinbußen für die privaten Haushalte, deren Konsumneigung in der Folge gedämpft werden dürfte. Zum anderen trägt er dazu bei, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen markant verschlechtert haben. Hinzu kommt die erhöhte Risikoprämie, die auf Unternehmensanleihen zu zahlen ist, sowie eine deutlich restriktivere Kreditvergabe seitens der Banken. In diesem Umfeld hat sich das Geschäftsklima drastisch verschlechtert; der von der Notenbank vierteljährlich ermittelte Diffusionsindex (Tankan) fiel von  $-14$  auf  $-24$  und die Erwartungen haben sich auf ein Niveau verringert, wie es zuletzt in den Rezessionsjahren 1998 und 2002 verzeichnet wurde.

Die Bank von Japan beschloss Ende Oktober, die von den Banken bei der Zentralbank gehaltene Überschussreserven zu verzinsen, mit dem Ziel, die Liquidität im Geldmarkt zu erhöhen. Gleichzeitig senkte sie das Ziel für den Tagesgeldzinssatz leicht von  $0,5$  auf  $0,3$  Prozent. Mitte Dezember kehrte sie schließlich faktisch zur Nullzinspolitik zurück. Auch hat sie nun Schritte beschlossen, die eine Rückkehr zu der aggressiven Politik der „quantitativen Lockerung“, die die Notenbank in den Jahren nach 2000 betrieben hatte, um die Deflation zu bekämpfen, bedeuten. Diese Politik erscheint angemessen, denn der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe, der im vergangenen Jahr zu verzeichnen war, ist ausschließlich auf die Rohstoffpreise zurückzuführen. Die Kernrate der Inflation verharrte bis zuletzt bei Null (Abbildung 11), und das Risiko eines Rückfalls in die Deflation ist angesichts rückläufiger gesamtwirtschaftlicher Produktion, des starken Yen und der Unsicherheiten im Finanzsektor erheblich.

Die Finanzpolitik hat zwar relativ früh auf die sich abschwächende Konjunktur reagiert; angesichts der enorm hohen Staatsverschul-

Abbildung 11:  
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Statistics Bureau of Japan (2008).

dung, die sich gemessen am Bruttoinlandsprodukt auf rund 180 Prozent beläuft, sind die Möglichkeiten für finanzpolitische Impulse aber wohl begrenzt. Die Regierung legte bereits im August ein Konjunkturprogramm auf, dessen Bestandteile, die direkt die Nachfrage anregen (vor allem zusätzliche Ausgaben) sich aber lediglich auf eine Größenordnung von 0,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beliefen. Ende Oktober wurde ein weiteres Konjunkturpaket beschlossen, das Pauschalzahlungen an die privaten Haushalte beinhaltet (in einer Größenordnung von knapp 500 Euro für eine vierköpfige Familie) sowie Steuererleichterungen für Hypothekenschuldner. Die fiskalischen Kosten dieser Maßnahmen belaufen sich auf rund 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Hinzu kommt eine massive Ausweitung des Programms staatlicher Kreditgarantien, das auf eine Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen zielt. Nicht zuletzt hat die Regierung ein Gesetz eingebracht, das es erlaubt, den Bankensektor erforderlichenfalls zu stützen, da inzwischen zahlreiche vor allem kleinere Banken in Solvenzprobleme zu geraten drohen.

Angesichts der anhaltenden Verschlechterung der Weltkonjunktur und der Probleme im Finanzsektor dürfte die Konjunktur in Japan bis weit in das nächste Jahr hinein ab-

wärtsgerichtet bleiben. Die finanzpolitischen Impulse sowie die mit niedrigeren Energie- und Nahrungsmittelpreisen verbundenen Kaufkraftgewinne dürften zwar verhindern, dass der private Konsum in den kommenden Monaten sinkt. Der Rückgang der Exporte wird sich aber wohl zunächst noch verstärken, da der weltwirtschaftliche Abschwung an Breite gewinnt. Nachdem die Ausfuhren Japans in die Vereinigten Staaten bereits im Jahr 2006 ihren Höhepunkt überschritten haben und die Exporte nach Europa seit Beginn des Jahres 2008 abwärts gerichtet sind, brechen nun auch die Lieferungen in den asiatischen Raum ein. Angesichts düsterer Absatzperspektiven im Ausland und des zunächst weiter ungünstigen finanziellen Umfeldes werden die Unternehmensinvestitionen wohl weiter deutlich reduziert werden. Einen nachhaltigen Anstieg der Produktion zum Besseren erwarten wir nicht vor Ende des Jahres 2009, zumal der private Konsum mit Abklingen des fiskalischen Impulses im kommenden Som-

Abbildung 3:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2007–2010

	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,1	0,1	-1,5	0,6
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,3	-0,6	-0,8	0,7
Privater Verbrauch	0,7	1,0	0,2	0,8
Staatsverbrauch	2,0	0,5	1,1	1,3
Anlageinvestitionen	1,2	-3,4	-5,5	-0,1
Unternehmensinvestitionen	5,8	-2,7	-7,0	0,7
Wohnungsbau	-9,3	-8,8	-2,8	-1,3
Öffentliche Investitionen	-7,0	-6,1	3,3	-2,3
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,3	-0,3	-0,1	-0,1
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,1	0,7	-0,7	-0,1
Exporte	8,4	4,7	-4,8	0,8
Importe	1,5	0,3	-1,0	2,2
Verbraucherpreise	0,1	1,4	0,1	-0,4
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	3,9	4,0	4,4	4,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	4,8	3,8	4,5	4,1
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-2,4	-1,7	-4,0	-4,0

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real. — <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

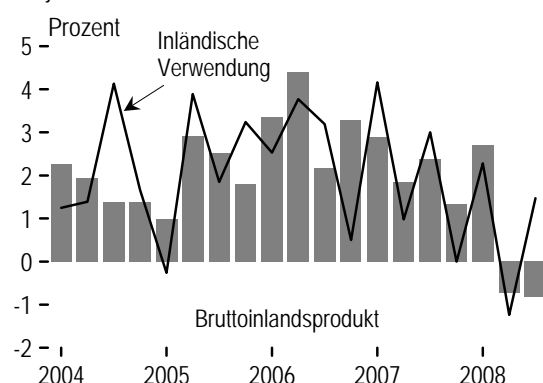
Quelle: Cabinet Office (2008); OECD (2008a, 2008b); eigene Berechnungen und Prognosen.

merhalbjahr spürbar schrumpfen dürfte. Das Expansionstempo wird aber auch im Jahr 2010 gering sein, da sich der Export bei der angenommenen hohen Bewertung des Yen und der erwarteten lediglich moderaten Erholung des Welthandels nur allmählich beleben und der Außenbeitrag weiter zurückgehen wird. Im Jahr 2009 wird das reale Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich um 1,5 Prozent schrumpfen (Tabelle 3), und auch 2010 wird die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung bei einem Produktionsanstieg von 0,6 Prozent im Jahresdurchschnitt nochmals sinken.

## Rezession im Euroraum verschärft sich

Der Euroraum befindet sich in der ersten Rezession seit Inkrafttreten der Währungsunion. Das reale Bruttoinlandsprodukt schrumpfte im dritten Quartal 2008 mit einer laufenden Jahresrate von 0,8 Prozent, nach einem Rückgang von -0,7 Prozent im zweiten Quartal (Abbildung 12). Während die Investitionen in beiden Quartalen zurück gingen, trug im zweiten Quartal insbesondere die Schwäche des privaten Konsums und im dritten der negative Außenbeitrag zum Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität bei. Die konjunkturelle Schwäche hat alle größeren Länder des Euroraums erfasst. So hat sich in Frankreich die zuvor starke Expansion des Konsums erheblich abgekühlt, und die Investitionstätigkeit ist in beiden Quartalen zurückgegangen. In Spanien waren vor dem Hintergrund der dortigen Immobilienkrise im gesamten Sommerhalbjahr der private Konsum und die Investitionstätigkeit rückläufig. Stützend wirkte lediglich eine kräftige Ausweitung des Staatskonsums, die dazu führte, dass das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal nochmals leicht zunahm und im dritten Quartal nur moderat sank.

Abbildung 12:  
 Konjunktur im Euroraum 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

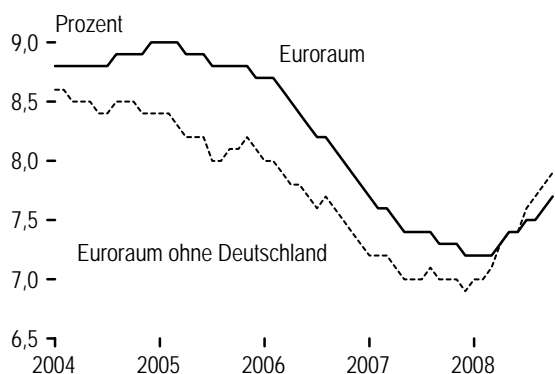
Quelle: Eurostat (2008).

Die Wirtschaft im Euroraum wurde von mehreren Faktoren gedämpft. Bis in das dritte Quartal schwächte die hohe Inflation den privaten Konsum in allen Ländern, die Exporte wurden durch die abflauende Weltkonjunktur und nach der Jahresmitte durch eine Aufwertung des Euro beeinträchtigt, und die damit verbundene Verschlechterung der Absatz- und Ertragsersparungen führte zu einer nachlassenden Investitionsneigung der Unternehmen. Hinzu kommen in einigen Ländern, besonders ausgeprägt in Irland und Spanien, Korrekturen am Immobilienmarkt. Schließlich haben die Probleme an den internationalen Finanzmärkten die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum bereits in den ersten drei Quartalen 2008 gedämpft, wenn auch verglichen mit den Entwicklungen der jüngsten Monate wohl in eher geringem Ausmaß.

Der Arbeitsmarkt hat im Verlauf des Jahres zum Negativen gedreht. Hatte sich die Lage im ersten Quartal 2008 noch verbessert, verschlechterte sie sich im zweiten und dritten Quartal zusehends. In einer zunehmenden Zahl von Ländern stieg die Arbeitslosigkeit spürbar an. Die Quote im Euroraum insgesamt erhöhte sich von 7,2 Prozent im März – dem niedrigsten Stand seit Bestehen der Währungsunion – auf 7,7 Prozent im November (Abbildung 13). Die Löhne stiegen vor dem Hintergrund der bis in das Jahr 2008 hinein

noch positiven Arbeitsmarktentwicklung und der hohen Inflation teilweise deutlich beschleunigt; auch deshalb nahmen die Lohnstückkosten im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von rund 4 Prozent recht kräftig zu. Bedingt durch die scharfe Rezession und den Rückgang der Inflation wird sich der Lohnanstieg im Verlauf des Jahres 2009 allerdings voraussichtlich deutlich abschwächen.

Abbildung 13: Arbeitslosenquote im Euroraum 2004–2008<sup>a</sup>

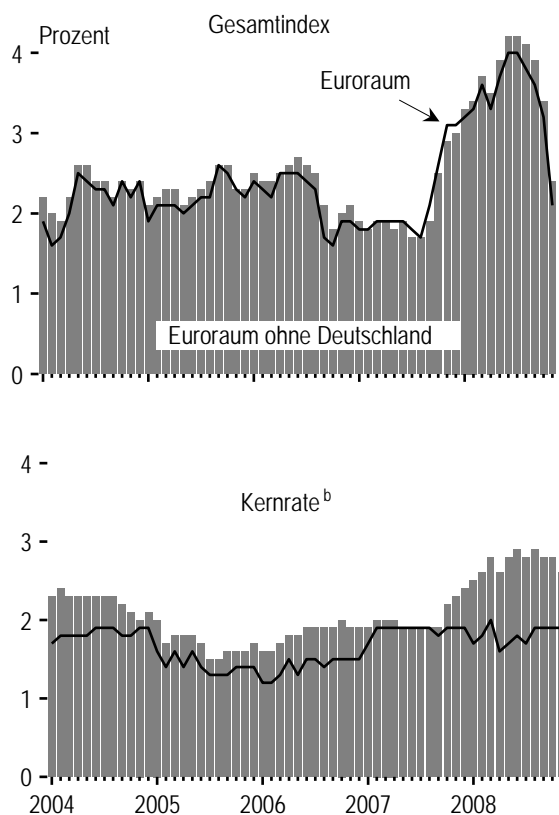


<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: EZB (2008); eigene Berechnungen.

Der Anstieg der Verbraucherpreise erreichte im Juli dieses Jahres mit 4,1 Prozent im Vorjahresvergleich den höchsten Wert seit Beginn der Währungsunion. Getrieben war diese Entwicklung im Wesentlichen durch den massiven Preisanstieg bei Energie- und Nahrungsmittelrohstoffen im Verlauf des Jahres 2007 und in der ersten Hälfte des Jahres 2008. Nach der Jahresmitte sanken die Rohstoffpreise aber wieder drastisch, was dazu führte, dass sich auch der Verbraucherpreisanstieg wieder deutlich verlangsamte. Im November lag die Inflation wieder nahe bei 2 Prozent (Abbildung 14). Das rapide Nachlassen der Inflationsgefahren hat es der Europäischen Zentralbank (EZB) ermöglicht, auf die verschlechterten Konjunkturaussichten zu reagieren. So hat sie den maßgeblichen Leitzins in mehreren Zinsschritten von 4,25 im Oktober

Abbildung 14: Verbraucherpreise im Euroraum 2004–2008<sup>a</sup>

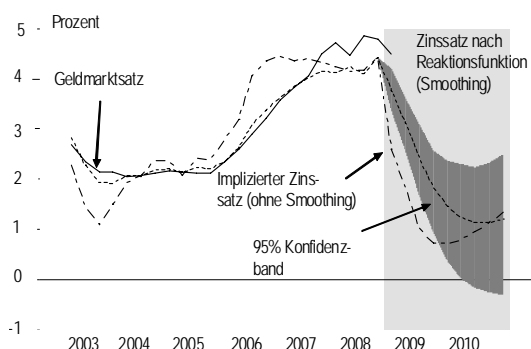


<sup>a</sup>Anstieg gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2008); eigene Berechnungen.

auf nun 2,5 Prozent gesenkt. Sie dürfte auch in den kommenden Monaten das Zinsniveau weiter rasch senken. Angesichts der in dieser Prognose erwarteten schweren Rezession bei gleichzeitig nahezu stagnierenden Verbraucherpreisen im kommenden Jahr wird die EZB wohl schließlich einen Hauptrefinanzierungssatz von unter 1 Prozent anstreben. Die empirische Reaktionsfunktion prognostiziert sogar eine Rücknahme des Leitzinses bis auf Null (Abbildung 15). Wir erwarten allerdings, dass die EZB die Folge von Zinssenkungen bei einem Satz von 0,5 Prozent stoppt und zusätzlich andere Maßnahmen ergreift, um einer Abnahme der breiten Geldmenge entgegenzuwirken; es wäre z.B. möglich, ähnlich der bereits in den Vereinigten Staaten angewandten Politik, die Liquidität durch den Ankauf von längerfristigen Staats- oder Unter-

Abbildung 15:  
Geldmarktzinsen im Euroraum 2003–2010<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognose ab dem 4. Quartal 2008 auf Basis der Reaktionsfunktion für EZB; Konfidenzband ermittelt über Bootstrap-Simulation mit 1 000 Replikationen.

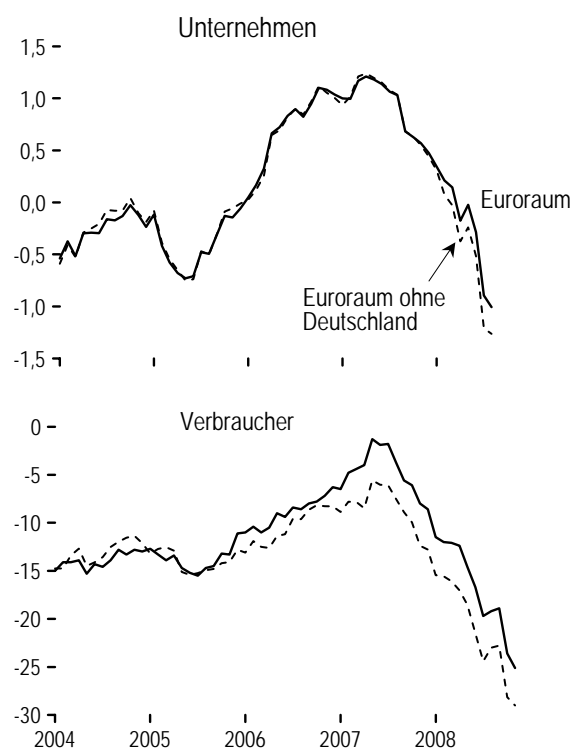
Quelle: EZB; eigene Berechnungen.

nehmensanleihen zu erhöhen und gleichzeitig die Zinsen auch dieser Titel zu senken. Aufgrund der Schwere und Länge des derzeitigen Abschwungs und der Tatsache, dass die Erholung im Laufe des Jahres 2010 wohl auch nur sehr zögerlich sein wird, rechnen wir damit, dass das Zinsniveau im gesamten Prognosezeitraum sehr niedrig sein wird.

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise hat die EZB in außerordentlichen Offen-Markt-Geschäften wiederholt Liquidität in einem erheblichen Maße bereitgestellt. Die Zuteilungen aller außerordentlichen Offen-Markt-Geschäfte von Juli bis Dezember summieren sich auf etwa 608 Mrd. Euro. Darüber hinaus haben die nationalen Regierungen zum Teil umfangreiche Rettungspakete für Finanzinstitute aufgelegt. In vielen Ländern wurden dabei die Garantie auf Spareinlagen erhöht, Rekapitalisierungsinstrumente für Finanzinstitute geschaffen und Bürgschaften für Interbankenkredite ermöglicht. Insgesamt haben diese Rekapitalisierungs- und Liquiditätsmaßnahmen einen Umfang von etwa 1,4 Billionen Euro (vgl. Kasten 1).

Die Rezession wird sich im Winterhalbjahr 2008/09 weiter verschärfen. Umfragebasierte Stimmungsindikatoren haben im November zum Teil historische Tiefststände erreicht, oder sie sind nur noch mit denen in der Rezession Anfang der 1990er Jahre erreichten Ni-

Abbildung 16:  
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2004–2008



Quelle: Europäische Kommission (2008); eigene Berechnungen.

veaus zu vergleichen (Abbildung 16). Der Euroframe-Indikator befindet sich ebenfalls auf einem historisch extrem niedrigen Niveau (Abbildung 17). Die Krise betrifft den gesamten Euroraum. In nahezu allen Ländern ist mit einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu rechnen, der in einigen Fällen sogar außergewöhnlich groß sein wird (Tabelle 4). Der Abschwung der Weltkonjunktur trifft die Exporte, Investitionen werden angesichts pessimistischer Absatz- und Ertragerwartungen sowie verschärfter Finanzierungsbedingungen einbrechen. In einigen Ländern des Euroraums wird auch der private Konsum angesichts steigender Arbeitslosigkeit sowie sinkender Vermögenspreise zurückgehen. Die bisher beschlossenen fiskalischen Maßnahmen zur Konjunkturstützung wirken zwar stützend; sie sind aber gemessen am Bruttoinlandsprodukt nur von relativ geringem Ge-

## INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT – PROGNOSE WINTER 2008

Tabelle 4:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2008, 2009 und 2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>a</sup>	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>a</sup>	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>a</sup>
Deutschland	19,6	1,5	-2,7	0,3	2,7	0,7	0,9	7,1	8,1	8,8
Frankreich	15,2	0,8	-2,5	0,2	3,3	0,7	1,2	7,9	8,9	9,4
Italien	12,4	-0,5	-3,4	-0,4	3,5	1,3	1,9	7,1	8,5	9,2
Spanien	8,5	1,1	-3,2	-0,3	4,4	1,0	2,1	11,5	13,7	14,2
Niederlande	4,6	2,1	-2,2	0,6	2,3	0,8	1,3	3,1	4,3	4,7
Belgien	2,7	1,4	-2,5	0,2	4,6	0,7	1,2	6,9	8,1	8,7
Griechenland	2,2	3,2	-1,9	0,2	4,4	1,6	2,4	7,8	8,6	9,0
Österreich	1,8	1,7	-2,6	0,7	3,3	0,7	1,0	4,9	6,0	6,5
Irland	1,5	-1,8	-2,8	0,0	3,1	0,6	1,1	6,0	7,9	7,7
Finnland	1,4	2,0	-0,7	0,8	4,0	1,2	1,9	6,3	7,2	7,4
Portugal	1,3	0,5	-2,5	0,1	2,8	0,6	1,2	7,8	8,9	9,3
Slowakei	0,4	7,1	1,8	3,0	3,7	2,0	1,9	10,2	10,8	11,2
Luxemburg	0,3	2,1	-2,5	0,2	4,3	0,2	1,0	4,6	5,9	6,1
Slowenien	0,3	4,1	-1,8	0,1	5,8	0,8	2,9	4,5	5,4	5,9
Zypern	0,1	3,5	0,4	1,2	4,3	1,7	2,2	3,9	4,4	4,5
Malta	0,0	2,4	0,3	1,4	3,4	1,2	2,1	6,4	6,8	6,9
Vereinigtes Königreich	16,5	0,8	-2,3	-0,4	3,6	1,8	1,0	5,7	7,5	8,8
Schweden	2,7	0,8	-0,6	0,5	3,4	1,2	1,0	6,1	7,1	7,5
Polen	2,3	5,3	1,5	2,0	4,2	2,8	2,5	7,7	8,5	9,3
Dänemark	1,8	0,2	-2,4	0,0	3,6	2,0	1,6	3,1	3,5	3,7
Tschechien	1,0	4,5	0,3	1,8	6,3	2,3	2,1	4,4	5,0	5,2
Ungarn	0,8	1,2	-4,0	-1,2	6,3	4,0	2,2	7,8	9,0	9,5
Rumänien	0,8	6,2	3,8	4,0	7,7	5,8	5,0	6,0	6,4	6,5
Litauen	0,2	5,0	-0,6	1,4	10,9	7,5	6,5	4,7	5,7	6,1
Bulgarien	0,2	4,8	1,1	2,0	12,2	7,8	6,0	5,7	6,1	6,5
Lettland	0,2	0,5	-2,4	-0,5	15,4	8,0	6,0	6,5	7,8	8,7
Estland	0,1	-2,0	-3,5	-0,5	10,6	6,2	4,5	5,7	9,2	10,4
Europäische Union	99,6	1,2	-2,3	0,2	3,5	1,2	1,4	7,4	8,7	9,4
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	91,0	1,0	-2,5	0,1	3,4	1,1	1,3	7,4	8,8	9,5
Beitrittsländer <sup>f</sup>	6,5	4,5	0,5	1,7	6,2	3,6	3,1	6,7	7,5	8,0
Euroraum	72,3	0,9	-2,7	0,1	3,3	0,9	1,4	7,4	8,7	9,2
Euroraum ohne Deutschland	52,8	0,8	-2,7	0,0	3,5	0,9	1,6	7,5	8,8	9,3

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2007 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — <sup>e</sup>Prognose. — <sup>f</sup>Seit 2004.

Quelle: Eurostat (2008); OECD (2008a); eigene Berechnungen und Prognosen.

**Kasten 1:**

## Maßnahmen der Politik zur Krisenbewältigung in großen Ländern der Europäischen Union

Als Reaktion auf die Zuspitzung der Finanzmarktkrise ergriffen die Regierungen vieler europäischer Länder im Herbst 2008 zunächst Maßnahmen, mit denen das Finanzsystem gestärkt und das Vertrauen im Bankensektor wieder hergestellt werden soll. Diese umfassen Schritte zur Rekapitalisierung der Banken und zur Liquiditätssicherung durch Stärkung des Interbankenhandels über Bürgschaften oder durch direkte langfristige Kredite an Banken, etwa im Falle von Frankreich und den Niederlanden. In einigen Ländern wurden auch die staatlichen Garantien für Spareinlagen (Einlagensicherung) erhöht, um einem panikartigen Abzug von Einlagen (Bank Run) vorzubeugen (Tabelle K1-1).

Tabelle K1-1: Nationale Programme zur Stabilisierung des Finanzsystems

	Rekapitalisierung	Bürgschaften / Kredite	Einlagensicherung
Deutschland	Bis zu 80 Mrd. Euro	Bürgschaften im Wert von bis zu 400 Mrd. Euro	100 % Garantie
Vereinigtes Königreich	Beteiligung an Großbanken im Umfang von bis zu 50 Mrd. Pfund	Bürgschaften im Wert von bis zu 500 Mrd. Pfund	Von 35.000 auf 50.000 Pfund erhöht
Frankreich	Bis zu 40 Mrd. Euro	Zwischen 100 und 115 Mrd. Euro langfristige Kredite an Banken; Bürgschaften in Einzelfällen	–
Italien	Programm zu Erwerb problematischer Wertpapiere: bis zu 40 Mrd. Euro angekündigt	Generell sind Bürgschaften an Banken möglich, es wurde noch keine Summe eingestellt.	–
Spanien	Programm zum Erwerb problematischer Wertpapiere: bis zu 50 Mrd. Euro	Bürgschaften im Wert von bis zu 100 Mrd. Euro	Auf 100.000 Euro erhöht
Niederlande	Staatliche Beteiligungsgesellschaft mit 20 Mrd. Euro	Bürgschaften im Wert von bis zu 200 Mrd. Euro; Niederländische Zentralbank vergibt zusätzliche Kredite	Auf 100.000 Euro erhöht

Quelle: Banco de Espana (2008); EIU (2008).

Die Art und der Umfang der Maßnahmen variieren zwischen den Ländern, auch in Abhängigkeit davon, wie stark die nationalen Banken von der Finanzmarktkrise betroffen sind. Vergleichsweise günstig stehen offenbar die italienischen Banken da. Staatliche Hilfen in Form von Bürgschaften wurden zwar in Aussicht gestellt, bisher aber noch nicht in Anspruch genommen. Besonders kritisch ist die Lage demgegenüber im Vereinigten Königreich. Hier hat der Staat bereits in beträchtlichem Umfang Anteile dreier Großbanken erworben und ihnen auf diese Weise Eigenkapital von 37 Mrd. Pfund zugeführt; weitere 13 Mrd. Pfund stehen für zusätzliche Maßnahmen bereit. Außerdem wurde ein Bürgschaftsrahmen in der Größenordnung von 500 Mrd. Pfund eingerichtet. Sehr intensiv sind die Bemühungen auch in den Niederlanden, wo das Bankensystem ebenfalls stark durch die Finanzkrise betroffen ist. So wurden die niederländischen Teile des Instituts Fortis sowie die Großbank ABN Amro verstaatlicht bzw. teilverstaatlicht und erhebliche Mittel zur Liquiditätssicherung sowie Rekapitalisierung zur Verfügung gestellt, die zum Teil bereits im Oktober abgerufen wurden. In Frankreich ist der Kern des Programms zur Stützung des Finanzsektors die Gewährung langfristiger Kredite durch einen neu initiierten Sonderfonds. Die ursprünglich dafür vorgesehene Summe von 320 Mrd. Euro wurde inzwischen auf etwa 100 bis 115 Mrd. Euro korrigiert, um Finanzierungsschwierigkeiten für den Sonderfonds zu vermeiden.

Nachdem sich in den vergangenen Monaten die konjunkturellen Aussichten drastisch verschlechtert haben, reagiert die Wirtschaftspolitik in Europa auch mit verschiedenen Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur. So hat der Europäische Rat ein Konjunkturprogramm mit einem Umfang von 200 Mrd. Euro, dies entspricht 1,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, beschlossen. Dabei sind lediglich 30 Mrd. Euro davon Mittel der EU (zusätzliche Ausgaben im Rahmen des EU-Haushalts sowie vor allem zusätzliche Kredite der Europäischen Investitionsbank). Der weit überwiegende Teil von 170 Mrd. Euro besteht aus nationalen Maßnahmen, welche hinsichtlich ihres voraussichtlichen Konjunkturimpulses von sehr unterschiedlicher Qualität sind. Es handelt sich bei zahlreichen der enthaltenen Maßnahmen um bereits laufenden Programme oder deren Fortsetzung. So zählt die italienische Regierung reguläre Mittel der Europäischen Strukturförderung zum nationalen Konjunkturprogramm hinzu, oder rechnet die niederländische Regierung den Verzicht auf eine zunächst beabsichtigte Anhebung der Umsatzsteuersätze als Konjunkturimpuls. Ferner bestehen viele der nationalen und europäischen Maßnahmen in staatlichen Kreditprogrammen für Unternehmen und Privatpersonen, bei denen es fraglich ist, inwieweit sie zu zusätzlicher Nachfrage führen und bei denen im Wesentlichen nur die Zinssubventionen budgetwirksam werden. Das Kreditvolumen in voller Höhe als fiskalischen Stimulus zu bezeichnen wäre deswegen übertrieben.

Die Analyse der nach dem 1. September 2008 beschlossenen bzw. vor der Verabschiedung stehenden Konjunkturprogramme der 13 größten Länder der Europäischen Union zeigt, dass mit den bisher vorgelegten Maßnahmen im Jahr 2009 ein direkter fiskalischer Impuls durch Ausgabenprogramme, etwa für zusätzliche Investitionen, und Steuersenkungen in Höhe von lediglich 0,64 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreicht, die von der Europäischen Kommission angestrebte Größenordnung von 1,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts also deutlich unterschritten wird (Saha und von Weizsäcker 2008). Hinzu kommen in einer Reihe von Ländern Kreditprogramme in teilweise beträchtlichem Umfang, die gerade in der derzeitigen Finanzmarktlage von besonderer Bedeutung sein können. Es ist jedoch unklar, welchen zusätzlichen fiskalischen Impuls diese Programme darstellen. Eine vollständige Anrechnung wäre, wie bereits erwähnt, unsachgemäß. Tabelle K1-2 liefert eine Übersicht der beschlossenen Maßnahmen für die sechs größten Länder der EU.

Tabelle K1-2:

	Steuersenkungen und Investitionen		Kreditprogramme und ähnliches	
	Milliarden €	Prozent am BIP	Milliarden €	Prozent am BIP
EU insgesamt <sup>a</sup>	93,00	0,64	173,15	1,32
EU Kommission	9,30	0,07	18,50	0,14
Deutschland <sup>b</sup>	14,81	0,58	21,80	0,85
Vereinigtes Königreich	17,06	1,01	0,0	0,0
Frankreich	14,30	0,72	52,7	2,64
Italien	-0,26	-0,02	0,0	0,0
Spanien	12,31	1,10	48,28	4,32
Niederlande	1,30	0,21	0,0	0,0

<sup>a</sup>Basierend auf den 13 größten Ländern und den Maßnahmen der Gemeinschaft. — <sup>b</sup>Ohne Maßnahmen der Länder.

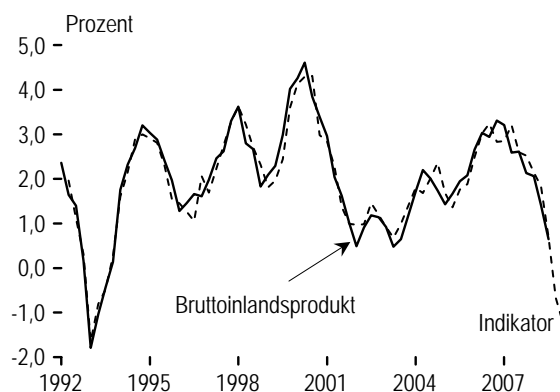
Quelle: Saha und von Weizsäcker (2008: 2).

Zu den Ländern im Einzelnen: Im **Vereinigten Königreich** wurde eine auf ein Jahr befristete Senkung des Umsatzsteuersatzes von 17,5 auf 15 Prozent beschlossen, was den Löwenanteil des dortigen Konjunkturprogramms ausmacht. Ferner sollen für 2010 geplante Investitionsausgaben in einem Volumen von etwa 2,4 Mrd. Euro vorgezogen werden. In **Frankreich** wurden ein Investitionsprogramm zum Ausbau der öffentlichen Infrastruktur und ein Subventionsprogramm für private Bauinvestitionen aufgelegt. Ferner sollen staatliche Unternehmen wie die Bahn zusätzliche Investitionen im Wert von 4 Mrd. Euro tätigen. Die Investitionsprogramme werden von verschiedenen Kreditprogrammen insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen begleitet. In **Italien**, wo die Regierung ein 80 Mrd. Euro -Paket ankündigte, ist der direkte fiskalische Impuls sogar negativ. Zwar gibt es einige zusätzliche Maßnahmen, wie ein Konsumprogramm für Haushalte mit niedrigen Einkommen im Umfang von 2,4 Mrd. Euro, doch werden gleichzeitig Steuern erhöht. Die **spanische Regierung** hat bereits im April und August 2008 milliarden schwere Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur mit Investitionen und Einkommensteuergutschriften im Umfang von etwa 1 Prozent des BIP initiiert, die in dieser Darstellung nicht berücksichtigt sind. Nun folgt ein weiteres Konjunkturprogramm beträchtlicher Größe, das aus öffentlichen Investitionen sowie Beihilfen für Beschäftigung und einzelne Industrien, wie der Autoindustrie, besteht. Die **Niederlande** haben bislang nur ein relativ kleines Konjunkturprogramm aufgelegt, welches im Wesentlichen versucht, die Investitionen durch verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten anzuregen. Die in **Deutschland** geplanten Maßnahmen werden in Boss et al. (2008) dargestellt. Die dortige Darstellung erfasst auch Vorgänge, die in Saha und von Weizsäcker (2008) noch nicht berücksichtigt werden konnten, wie die jüngsten Änderungen zur Entfernungspauschale.

wicht (Kasten 1). Selbst in Spanien, wo vergleichsweise umfangreiche Programme aufgelegt wurden, wird eine tiefe Rezession wohl nicht verhindert werden können. Auch andere positive Faktoren, wie sinkende Energiepreise und Zinsen, werden wegen der Massivität der

adversen Schocks keine schnelle konjunkturelle Belebung bewirken. Im Jahr 2009 wird das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich um 2,7 Prozent zurückgehen; im Jahr 2010 dürfte es geringfügig steigen (Tabelle 5).

Abbildung 17:  
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im  
Euroraum 1992–2009<sup>a,b</sup>



<sup>a</sup>Real. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2008); EUROFRAME (2008).

Tabelle 5:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2007–2010

	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,6	0,9	-2,7	0,1
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	2,3	0,8	-2,3	0,5
Privater Verbrauch	1,6	0,3	-1,2	0,1
Staatsverbrauch	2,3	2,0	2,6	1,6
Anlageinvestitionen	4,2	1,4	-4,8	-1,1
Lagerinvestitionen <sup>c,d</sup>	-0,1	0,0	-1,1	0,4
Außenbeitrag <sup>d</sup>	0,4	0,0	-0,5	-0,4
Exporte <sup>b</sup>	5,9	2,9	-3,7	1,8
Importe <sup>b</sup>	5,4	2,7	-2,7	2,8
Verbraucherpreise <sup>e</sup>	2,2	3,3	0,9	1,4
Arbeitslosenquote <sup>f</sup>	8,3	7,4	8,7	9,3
Leistungsbilanzsaldo <sup>g</sup>	0,0	0,1	-0,3	-0,4
Budgetsaldo <sup>g</sup>	-0,7	-1,5	-3,0	-1,9

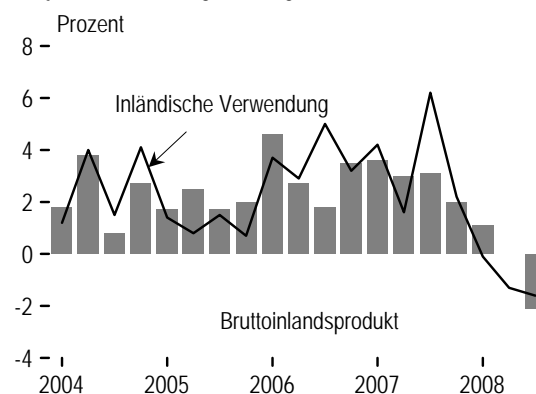
<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Privater Sektor. — <sup>d</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — <sup>e</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — <sup>f</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>g</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsproduktes.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Produktionseinbruch im Vereinigten Königreich

Das Vereinigte Königreich befindet sich nach einer nahezu 15 Jahre währenden Phase kräftiger Expansion in einer Rezession. Nach einer Stagnation im zweiten Quartal 2008 schrumpfte das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,1 Prozent (Abbildung 18). Nahezu alle Indikatoren deuten daraufhin, dass sich die Talfahrt gegen Jahresende nochmals beschleunigt hat. Der Rückgang, der im Sommerhalbjahr sowohl beim privaten Konsum als auch – und zwar sehr ausgeprägt – bei den privaten Investitionen zu verzeichnen war, dürfte angehalten haben. Die Stimmungsindikatoren sowohl auf der Verbraucher- wie auf der Unternehmensebene sind nochmals stark gesunken. Der Immobilienmarkt hat sich weiter drastisch abgeschwächt: Die Häuserpreise liegen inzwischen 15 Prozent unter ihren Höchstständen von vor einem Jahr, und die Zahl der zum Zwecke von Hauskäufen abgeschlossenen Hypotheken ist auf ein historisches Tief gesunken. Auch auf dem Arbeitsmarkt ist der Abschwung inzwischen sichtbar; die Beschäftigung sinkt und die Arbeitslosenquote näherte sich zuletzt der 6 Prozent-Marke.

Abbildung 18:  
Konjunktur im Vereinigten Königreich 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2008).

Die britische Regierung hat auf die Zuspitzung der Finanzmarktkrise mit einer Reihe von Schritten reagiert, die den Verlust des Vertrauens in den Bankensektor stoppen sollen, darunter die Verstaatlichung zweier Hypothekenbanken und die Bereitstellung von 50 Mrd Pfund zur Rekapitalisierung von Banken. Die Bank von England unterstützte diese Maßnahmen durch Zuführung von Liquidität in den Interbankenmarkt und die Akzeptanz problematischer Finanztitel im Tausch gegen Schatzwechsel. Gleichwohl ist es auch im Vereinigten Königreich bislang nicht zu einer Normalisierung im Interbankengeschäft gekommen. Angesichts der drastischen Verschlechterung der konjunkturellen Aussichten senkte die Notenbank ihre Zinsen in einem bislang nicht gesehenen Tempo von 4,5 Prozent Anfang Oktober auf 2 Prozent Anfang Dezember. Nach der Inflationsprojektion der Bank von England ist ein rascher Rückgang der Inflationsrate (HVPI), die im September mit 5,2 Prozent einen Höhepunkt erreichte, auf unter 2 Prozent zu erwarten. Bei diesem Ausblick und der anhaltenden konjunkturellen Abwärtsdynamik rechnen wir mit einer weiteren Rückführung der Leitzinsen auf 1 Prozent bis zum Frühjahr 2009, ein Niveau, das dann bis weit in das Jahr 2010 hinein Bestand haben dürfte.

Die britische Regierung hat angesichts der krisenhaften Entwicklungen in der Wirtschaft ihre fiskalischen Regeln außer Kraft gesetzt und nimmt eine drastisch steigende Neuverschuldung in Kauf, um über die konjunkturbedingte Verschlechterung der Staatsfinanzen hinaus den Finanzmarkt zu stabilisieren und der Konjunktur Impulse zu geben. Das Budgetdefizit dürfte sich im kommenden Jahr auf über 8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen, nach knapp 5 Prozent im Jahr 2008 (Tabelle 6). Der Anstieg ist zum überwiegenden Teil konjunkturbedingt und Folge der Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors. Das Konjunkturpaket zur Stützung der Nachfrage, welches insbesondere eine auf das kommende Jahr befristete Senkung des Mehrwertsteuersatzes von 17,5 auf 15 Prozent vorsieht, macht dabei lediglich eine Größen-

ordnung von rund 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus.

Tabelle 6:  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2007–2010

	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,0	0,8	-2,3	-0,4
Inlandsnachfrage	3,7	0,7	-2,5	-0,5
Privater Verbrauch	3,0	1,8	-2,2	-1,1
Staatsverbrauch	1,8	2,5	2,6	2,1
Anlageinvestitionen	7,1	-4,3	-9,3	-1,7
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,2	-0,3	-0,1	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-0,7	0,0	0,3	0,3
Exporte	-4,5	1,0	-2,0	0,6
Importe	-1,9	0,8	-2,6	0,2
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	2,3	3,6	1,8	1,0
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	5,3	5,7	7,5	8,8
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	-4,3	-2,8	-2,0	-1,5
Budgetsaldo <sup>f</sup>	-3,0	-4,8	-8,7	-7,0

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — <sup>d</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Office for National Statistics (2008); eigene Prognosen.

Die Schärfe des Abschwungs erinnert an die tiefe Rezession zu Beginn der 1990er Jahre. Ähnlich wie damals geht der wirtschaftliche Einbruch mit dem Platzen einer Immobilienpreisblase einher. Die damit verbundenen negativen Vermögenseffekte haben eine Korrektur des Niveaus beim privaten Konsum zur Folge; die Anregungen durch die Senkung der Mehrwertsteuer können den Rückgang wohl nur dämpfen. Anders als zu Beginn der 1990er Jahre sind die Realzinsen zwar niedrig, was es erleichtert, die Hypotheken zu bedienen. Verschärft wird die Situation jedoch durch die Finanzmarktkrise, die das Vereinigte Königreich mit London als wichtigstem Weltfinanzzentrum in besonderem Maße trifft, sowie durch die ausgeprägte Synchronität des weltweiten Abschwungs, die es der britischen Wirtschaft erschwert, wechselkursbedingte Gewinne an Wettbewerbsfähigkeit in Exportzuwächse umzusetzen.

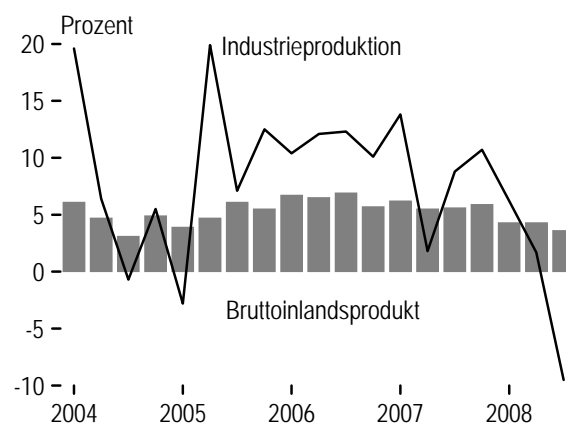
Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das erste Halbjahr 2009 ein ungebremstes

Schrumpfen des realen Bruttoinlandsprodukts mit Raten annualisiert von rund 3 Prozent. Die expansive Geldpolitik wird ihre Wirkung voraussichtlich nur allmählich entfalten, und die Produktion dürfte auch im zweiten Halbjahr wohl noch zurückgehen, wenn auch mit vermindertem Tempo. Erst für den Verlauf von 2010 rechnen wir wieder mit Zuwachsraten bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion, doch wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahresdurchschnitt wohl sein Vorjahresniveau abermals unterschreiten. Bei dieser Entwicklung wird die Arbeitslosigkeit im Prognosezeitraum drastisch auf eine Rate von rund 9 Prozent steigen. Die Inflationsrate bildet sich rasch zurück und dürfte 2010 nur noch bei 1 Prozent liegen.

## Abschwung erfasst auch die neuen Mitgliedsländer der EU

Die Konjunktur in den neuen Mitgliedsländern der EU zeigte sich im Jahr 2008 bis zum Herbst insgesamt ausgesprochen robust. Das reale Bruttoinlandsprodukt der Region expandierte nur wenig verlangsamt mit einer laufenden Jahresrate von knapp 5 Prozent (Abbildung 19). Allerdings war die Entwicklung zunehmend differenziert. Während die gesamtwirtschaftliche Aktivität in Polen, Tschechien und der Slowakei, aber auch in Rumänien und Bulgarien, gestützt vor allem durch die Binnennachfrage, weiter kräftig zunahm, schwächte sich die Konjunktur in Ungarn und vor allem in den baltischen Staaten, wo offenbar eine Korrektur der ausgeprägten makroökonomischen Ungleichgewichte eingesetzt hat, stark ab. Während die gesamtwirtschaftliche Produktion in den neuen Mitgliedsländern bis zuletzt noch deutlich zulegte, brach die Industrieproduktion im dritten Quartal ein, wohl ein Reflex der Abkühlung der Konjunktur im Ausland, insbesondere in Westeuropa.

Abbildung 19:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

Die Inflation hat in den neuen Mitgliedsländern seit 2006, getrieben von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen, zunehmend aber auch von steigenden Lohnabschlüssen und steigenden Gewinnspannen, erheblich zugelegt. In den meisten Ländern lag sie Mitte 2008 zwischen 5 und 10 Prozent, in den baltischen Ländern und in Bulgarien sogar deutlich darüber. Auf den steigenden Inflationsdruck reagierten die Notenbanken der Länder, deren Währungen nicht fest an den Euro gebunden sind, bis in den Herbst mit Zinsanhebungen, die im Fall von Ungarn, wo der Forint zeitweilig massiv unter Abwertungsdruck kam, sogar deutlich ausfielen.<sup>8</sup> In den vergangenen Wochen begannen die Notenbanken allerdings unter dem Eindruck sich verdüsternder Konjunkturaussichten und rückläufiger Inflationsraten damit, ihre Zinsen wieder zu senken. Wir erwarten, dass die Notenbankzinsen im Verlauf des kommenden Jahres weiter deutlich reduziert werden.

Trotz einer spürbar lockeren Geldpolitik wird sich der Produktionsanstieg in den neuen Mitgliedsländern im kommenden Jahr stark

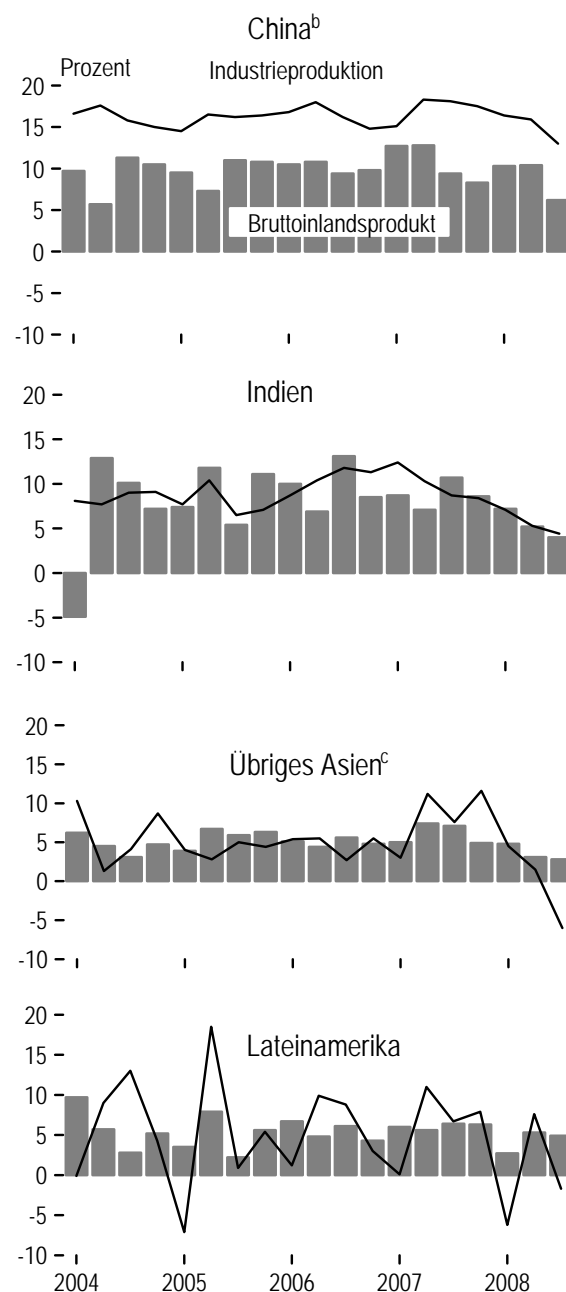
<sup>8</sup> Das ungarische Finanzsystem musste zusätzlich durch internationale Notfallkredite, etwa vom IWF, gestützt werden.

abschwächen. Für die baltischen Staaten und für Ungarn erwarten wir sogar eine tiefe Rezession; die binnenwirtschaftlichen Konsolidierungsprozesse bei Unternehmen und Haushalten werden wohl zu einer deutlichen Schrumpfung der gesamtwirtschaftlichen Produktion führen. Stark getroffen werden die mittel- und osteuropäischen neuen Mitgliedsländer auch von der Krise in der Automobilindustrie, die besonders in Tschechien, der Slowakei und Ungarn eine große gesamtwirtschaftliche Bedeutung hat. Für 2009 rechnen wir damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in den neuen Mitgliedsländern insgesamt kaum mehr als stagniert. Für 2010 rechnen wir mit einer nur moderaten Erholung.

### Schwellenländer im Sog der Finanzkrise

Auch in den Schwellenländern, deren Wirtschaft bis zur Mitte des Jahres noch recht kräftig expandierte, mehren sich inzwischen die Anzeichen für eine deutliche konjunkturelle Abkühlung. Die Hoffnung, dass die Wirtschaft in den Schwellenländern, die den Boom in der Weltwirtschaft in den vergangenen Jahren maßgeblich getragen hatte, ein Gegengewicht zu den in vielen Industrieländern vorherrschenden Rezessionstendenzen würde bilden können, hat sich zerschlagen. Für die exportorientierten Volkswirtschaften in Asien ist die Nachfrageschwäche in den Vereinigten Staaten und mehr und mehr auch in Europa und Japan ein nicht zu kompensierender Nachfrageschock. Hinzu kommt, dass sich das finanzielle Umfeld stark eingetrübt hat. Die über die vergangenen drei Jahre extrem niedrigen Risikoprämien auf Anleihen aus Schwellenländern sind seit Ausbruch der Finanzmarktkrise und vor allem mit ihrer Zuspitzung im Herbst dieses Jahres stark gestiegen (Abbildung 20). Gleichzeitig sind die Aktienurse in den Schwellenländern auf breiter

Abbildung 20:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in verschiedenen Ländern 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>b</sup>Quartalswerte basierend auf Abeyasinghe (2007), fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik. — <sup>c</sup>Gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Philippinen und Hongkong.

Quelle: Eurostat (2008); Abeyasinghe (2007); Nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

Front eingebrochen. Zuletzt kam es vielfach auch zu einem erheblichen Abfluss von Kapital, und die Währungen werteten zum Teil drastisch ab, obwohl in beträchtlichem Umfang Devisenreserven zur Stützung eingesetzt wurden. Schließlich werden viele Schwellenländer durch den Einbruch der Rohstoffpreise empfindlich getroffen, schrumpfen doch die Exporterlöse in einer Reihe von Ländern dramatisch. Bei diesen Rahmenbedingungen erwarten wir, dass der Produktionsanstieg in den Schwellenländern im Prognosezeitraum erheblich an Fahrt verliert; für eine Reihe von Ländern halten wir sogar einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts für wahrscheinlich.

In *China* zeichnet sich eine starke konjunkturelle Verlangsamung ab. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr 2008 noch recht kräftig mit Raten nahe 10 Prozent ausgeweitet worden war, verlangsamte sich der Produktionsanstieg nach der Jahresmitte spürbar. Für das vierte Quartal deuten Indikatoren wie Industrieproduktion, Energieverbrauch oder die Leistung im Transportsektor sogar auf eine Schrumpfung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Vergleich zum Vorquartal hin; das Das Bruttoinlandsprodukt dürfte gegen Jahresende nur noch um 6 bis 7 Prozent höher gewesen sein als ein Jahr zuvor. Maßgeblich für die konjunkturelle Abschwächung ist zum einen ein Einbruch bei den Exporten, die im November 2008 ihr Vorjahresniveau unterschritten, nachdem sie bis Sommer dieses Jahres über lange Zeit mit Raten von mehr als 20 Prozent zugenommen hatten. Zum anderen hat sich der Anstieg der Investitionen erheblich abgeschwächt. Vor allem die Zunahme der Investitionen in Wohn- und Geschäftsgebäude ist nahezu zum Stillstand gekommen, nachdem der Immobilienboom zum Ende gekommen ist und die Immobilienpreise im gesamten Land, vor allem aber in den Küstenregionen rückläufig ist (OECD 2008b: 218). Zusammen mit dem drastischen Verfall der Aktienkurse ergibt sich ein beträchtlicher Vermögensverlust für private Haushalte und Unternehmen, dessen Wirkung aufgrund fehlender historischer Beobachtungen nur schwer abzuschätzen ist.

In jedem Fall scheint sich die chinesische Wirtschaft derzeit weit stärker abzukühlen, als es der Regierung lieb ist, die nach Jahren des Booms durchaus auf eine moderatere Konjunktur hingewirkt hatte. Deshalb die Politik begonnen Maßnahmen zu ergreifen, um die Nachfrage anzuregen. Neben einer spürbaren monetären Lockerung setzt die Regierung vor allem auf fiskalische Impulse. Sie plant eine drastische Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen und zusätzliche Sozialausgaben und hat zudem steuerliche Anreize für Investitionen sowie die Erstattung von Exportsteuern auf bestimmte Produkte vorgesehen.

Trotz der beachtlichen wirtschaftspolitischen Impulse halten wir es für wahrscheinlich, dass die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts 2009 und 2010 in der Größenordnung von 6 Prozent und damit auf dem niedrigsten Niveau seit 18 Jahren liegen wird (Tabelle 7). Dies liegt zum einen daran, dass die chinesische Wirtschaft in relativ hohem Maße exportgetrieben war und von der Schwäche der Auslandskonjunktur stark getroffen wird. Zum anderen ist zu bedenken, dass die Produktionskapazitäten bei der gegenwärtigen Investitionsquote von 40 Prozent weiter rasch zunehmen werden und mit ihnen Überkapazitäten, die vor allem in der Industrie eine längere Investitionszurückhaltung erwarten lassen. Eine zunehmende Arbeitslosigkeit und zunehmender Druck auf die Löhne dürfte einer rascheren Ausweitung des privaten Konsums entgegen stehen, so dass wir für die chinesische Wirtschaft eine länger konjunkturelle Schwächeperiode für wahrscheinlich halten.

In den *übrigen ostasiatischen Schwellenländern* hat sich die Konjunktur im Verlauf dieses Jahres kontinuierlich verlangsamt. Waren zunächst vor allem die bremsenden Wirkungen des Rohstoffpreisanstiegs maßgeblich, machte sich im Verlauf des Jahres zunehmend die Abschwächung der Weltkonjunktur bemerkbar. Besonders schwach expandierten die Länder die – wie etwa Taiwan, Singapur oder Malaysia – stark auf die Herstellung von Elektronikprodukten für den Weltmarkt spezialisiert sind, ein Bereich, in dem sich die

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2007–2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>			
		2007	2008 <sup>c</sup>	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>	2007	2008 <sup>c</sup>	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>
Weltwirtschaft	100	5,0	3,6	0,4	1,9	4,3	6,4	3,4	3,2
darunter:									
Industrieländer	55,1	2,5	1,0	-1,8	0,6	2,2	3,3	0,5	1,2
China	10,9	11,9	9,6	5,8	6,5	4,8	5,5	1,2	0,5
Lateinamerika	7,4	5,6	4,4	0,3	1,6	5,4	8,2	7,8	6,5
Ostasien <sup>d</sup>	6,8	5,8	4,4	1,9	3,3	3,0	6,4	3,5	3,3
Indien	4,6	9,0	6,2	4,7	5,5	6,4	10,1	5,8	4,2
Russland	3,2	8,1	6,8	1,5	-1,0	9,0	14,1	11,7	9,4
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		5,3	2,8	-2,5	3,0	.	.	.	.

<sup>a</sup>Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 nach Kaufkraftparität. — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Ohne China und Japan.

Quelle: IMF (2008a); OECD (2008a); eigene Berechnungen und Prognosen.

Nachfrage im Jahresverlauf stark abgekühlt hat. Für den Prognosezeitraum ist ein weiterer Verlust an konjunktureller Dynamik zu erwarten, ist die Region doch mit ihrem großen Industrieanteil am Bruttoinlandsprodukt von der weltweiten Konjunkturkrise besonders stark betroffen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion der Region dürfte dank einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik sowie einer im internationalen Vergleich offenbar geringen Belastung durch die Finanzmarktkrise im kommenden Jahr insgesamt dennoch weiter expandieren, wenngleich mit einer Rate, die mit 1,9 Prozent wohl so schwach sein wird wie seit der Asienkrise im Jahr 1998 nicht mehr.

In *Lateinamerika* zeigte sich die Konjunktur bis zuletzt robust. Nach einem relativ schwachen ersten Quartal nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion der Region im Sommerhalbjahr wieder an Fahrt auf; im dritten Quartal 2008 nahm sie im Durchschnitt mit einer laufenden Jahresrate um 5 Prozent. Allerdings mehrten sich am aktuellen Rand die Anzeichen einer deutlichen konjunkturellen Abkühlung. So ging die Industrieproduktion in einigen Ländern jüngst zurück. In Brasilien brachen die Produktion und der Absatz in der Automobilwirtschaft ein. In Mexiko deuten wichtige Frühindikatoren auf eine scharfe Verlangsamung der

wirtschaftlichen Aktivität hin, und in Argentinien mehrten sich die Probleme bei der Finanzierung am internationalen Kapitalmarkt hin.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir für Lateinamerika eine deutlich abgeschwächte konjunkturelle Dynamik. Neben den negativen Einflüssen vonseiten der Auslandsnachfrage, vor allem in den besonders eng mit den Vereinigten Staaten verflochtenen Ländern, wirken die stark gesunkenen Rohstoffpreise dämpfend. In einigen besonders stark von Rohstoffabhängigen Ländern könnten als Folge Probleme bei der Finanzierung des Staatshaushalts entstehen und eine Vertrauenskrise bei ausländischen Investoren ausgelöst werden, welche die finanziellen Rahmenbedingungen für diese Länder weiter verschärfen und die Wahrscheinlichkeit einer tiefen Rezession erhöhen würde. Insgesamt rechnen wir für Lateinamerika im kommenden Jahr mit einer Stagnation.

*Russland* ist in besonderem Maße von Rohstoffpreisen abhängig. Der drastische Fall der Rohstoffpreise hat die Rahmenbedingungen für die russische Wirtschaft stark verändert. Die verschlechterten Perspektiven zeigen sich nicht zuletzt am massiven Kursverfall an der Moskauer Aktienbörse und der Schwäche des Rubel. Eine Vielzahl von Investitionsprojekten, nicht

zuletzt im Immobiliensektor, wird derzeit fallen gelassen oder aufgeschoben, da es Finanzierungsprobleme gibt. Der russische Staat dürfte zwar im Jahr 2008 nochmals einen beträchtlichen Haushaltsüberschuss aufweisen, doch wird das Budget bei dem hier unterstellten Ölpreis<sup>9</sup> wohl ins Defizit rutschen. Dennoch dürfte die Finanzpolitik bis auf weiteres expansiv ausgerichtet werden, beispielsweise durch eine – zunächst verschobene – Senkung der Mehrwertsteuer, stehen doch Mittel aus den aus Rohstoff Erlösen angesparten Stabilisierungsfonds zur Finanzierung bereit. Diese Impulse werden aber nicht stark genug sein, eine erhebliche Abschwächung der wirtschaftlichen Expansion zu verhindern. Wir erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr nur noch um 1,5 Prozent zunimmt; für 2010 erscheint aus heutiger Sicht sogar ein Rückgang der Produktion wahrscheinlich.

## Ausblick: Schwerer Einbruch der Weltkonjunktur

Mit Zuspitzung der Finanzmarktkrise im Herbst hat der weltwirtschaftliche Abschwung eine neue Qualität bekommen. Zwar waren viele Indikatoren schon vorher rückläufig; die Abwärtsdynamik verstärkte sich in den Industrieländern seither aber erheblich. Die Auftragseingänge in der Industrie brachen verbreitet ein, und die Stimmungsindikatoren fielen in zum Teil atemberaubendem Tempo; sie liegen derzeit bereits auf Rezessionsniveau, ohne dass ein Ende der Talfahrt absehbar wäre. Auch hat sich der Abschwung zuletzt offenbar auf die Schwellenländer ausgedehnt, in denen die konjunkturelle Expansion zuvor vielfach noch kräftig war. Alles in allem deuten die Indikatoren auf einen schweren Einbruch der Weltkonjunktur im Winterhalbjahr 2008 und 2009 hin.

<sup>9</sup> Russisches Erdöl ist zumeist relativ schwefelhaltig. Der Preis etwa der Sorte Ural liegt in der Regel 5 bis 10 Dollar niedriger als der für qualitativ hochwertige Sorten wie Brent oder WTI.

In einer Reihe von Ländern ist der Abschwung Ausdruck der Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten (insbesondere von Übersteigerungen am Immobilienmarkt), die in der Regel geraume Zeit in Anspruch nehmen und eine konjunkturelle Erholung verzögern (Dovern und Janssen 2008). Hinzu kommen die Probleme im Finanzsektor, die die Finanzierungsbedingungen für die privaten Akteure verschlechtern und die Transmission geldpolitischer Impulse erschweren. Wir erwarten, dass sich die Situation an den Finanzmärkten ungeachtet der vielfältigen staatlichen Programme zur Stützung des Finanzsektors nur sehr allmählich entspannen wird. Die zahlreichen und zum Teil durchaus gewichtigen finanzpolitischen Konjunkturpakete, die in den vergangenen Monaten verabschiedet wurden oder für die kommenden Monate in Aussicht gestellt wurden, werden den Produktionseinbruch zwar dämpfen. Angesichts der starken bremsenden Faktoren dürfte sich die Weltkonjunktur gleichwohl noch geraume Zeit, voraussichtlich über das gesamte kommende Jahr, auf Talfahrt befinden und sich anschließend nur zögerlich beleben.

In den Industrieländern wird sich der konjunkturelle Abschwung in den kommenden Monaten weiter verstärken. In einer Reihe von Ländern dürfte es im Winterhalbjahr zu einem regelrechten Einbruch der Produktion kommen. Darauf deuten die Frühindikatoren sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa hin. In den Vereinigten Staaten geben, nachdem die inländische Endnachfrage bereits seit längerem rückläufig ist, nun offenbar auch die Exporte nach. Im weiteren Prognosezeitraum wird die Konjunktur in der Grundtendenz schwach bleiben, auch wenn die absehbaren kräftigen fiskalischen Impulse zeitweise für eine Belebung von Produktion und Nachfrage sorgen dürften. Nach einem Rückgang von 1,8 Prozent im Jahr 2009 könnte sich im Jahresdurchschnitt 2010 ein Zuwachs beim realen Bruttoinlandsprodukt von 0,6 Prozent ergeben (Tabelle 8). Die Europäische Union erlebt den tiefsten Produktionseinbruch seit ihrem Bestehen. Sowohl im Euroraum als auch im Vereinigten Königreich dürfte das reale Bruttoin-

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2008, 2009 und 2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>
Europäische Union 27	44,9	1,1	-2,2	0,2	3,4	1,2	1,4	2,0	2,4	2,5
Schweiz	1,1	1,9	-0,9	0,6	2,4	0,7	0,8	3,5	4,0	3,9
Norwegen	1,1	2,4	-0,5	-0,2	3,5	1,2	1,6	2,6	2,9	3,1
Vereinigte Staaten	37,2	1,2	-1,5	1,0	3,9	-0,3	1,6	5,7	7,8	8,4
Japan	11,8	0,1	-1,5	0,6	1,4	0,1	-0,4	4,0	4,4	4,5
Kanada	3,9	0,8	-0,8	1,5	2,3	1,2	1,3	6,0	7,4	7,6
Länder insgesamt	100,0	1,0	-1,8	0,6	3,3	0,5	1,2	3,6	4,6	4,9

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2007 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>West- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — <sup>e</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2008); OECD (2008a); Statistics Canada (2008a, 2008b); eigene Berechnungen und Prognosen.

landsprodukt 2009 um mehr als 2 Prozent sinken. Die Nachfrage sowohl aus dem Ausland als auch aus dem Inland nimmt deutlich ab, wobei in einer Reihe von Ländern zu einem starken Rückgang der Unternehmensinvestitionen ein Einbruch im Wohnungsbau hinzu kommt. Für 2010 erwarten wir eine allmähliche Belebung; im Jahresdurchschnitt dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion stagnieren. Auch die japanische Wirtschaft ist von der weltweiten Konjunkturschwäche erfasst worden; sie dürfte 2009 um 1,5 Prozent schrumpfen und 2010 nur leicht zulegen.

Die Aussichten für die Schwellenländer haben sich in den vergangenen Monaten stark eingetrübt. Der Einbruch in den Industrieländern führt zu einer erheblichen Dämpfung der Exporte, durch die Neubewertung von Risiken im Zuge der Finanzmarktkrise haben sich die finanziellen Rahmenbedingungen verschlechtert, und für viele Schwellenländer bedeutet der drastische Rückgang der Rohstoffpreise einen massiven Verlust an Exporterlösen. In China kommt hinzu, dass es zu Korrekturen von Übersteigerungen an Aktien- und Immobilienmärkten kommt. Hier dürfte die Produktion trotz einer starken Ausweitung der Staatsausgaben 2009 und 2010 mit den geringsten Raten seit fast 20 Jahren (5,8 bzw. 6,5 Prozent) zuneh-

men. Die Weltwirtschaft insgesamt wird im Jahr 2009 kaum expandieren. Mit voraussichtlich 0,4 Prozent wird die Zuwachsrates der Weltproduktion voraussichtlich sogar noch niedriger ausfallen als im Rezessionsjahr 1982. Der Welthandel dürfte sogar deutlich schrumpfen.

Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird im Prognosezeitraum weltweit stark zurück gehen. In der Folge schwächt sich der Preisaufrtrieb in den meisten Ländern deutlich ab. Dank der stark gefallen Rohstoffpreise wird die Inflation im Verlauf des kommenden Jahres in einer Reihe von Ländern vermutlich sogar negativ werden. Aber auch bereinigt um die Effekte der zuvor stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise zeichnet sich eine ausgeprägte Entspannung des Preisklimas ab. Angesichts der im kommenden Jahr bereits großen und bis zum Ende des Prognosezeitraums vermutlich weiter steigenden Produktionslücke besteht das Risiko, dass sich ein nachhaltiger Trend zu fallenden Verbraucherpreisen herausbildet. Eine solche deflationäre Entwicklung würde in einem Umfeld sinkender Vermögenswerte die konjunkturelle Erholung weiter erschweren und verzögern, weil die Realzinsen unerwünscht hoch wären und die Last bestehender Schulden zunähme. Das Deflati-

onsrisiko erscheint aus heutiger Sicht zwar begrenzt, auch weil die Notenbanken eine extrem expansive Geldpolitik verfolgen. Es kann aber innerhalb der Industrieländer vor allem für die Vereinigten Staaten und Japan nicht vernachlässigt werden; innerhalb der Schwellenländer gilt dies insbesondere für China.

Allgemein ist die Prognoseunsicherheit derzeit ungewöhnlich hoch. Dies liegt nicht zuletzt an der Finanzmarktkrise, deren Dauer und Auswirkungen sehr schwer abschätzbar sind. Trotz erheblicher Anstrengungen der Geldpolitik ist es in diesem Herbst zu der Verschärfung der Situation gekommen, und auch die nachfolgenden Sanierungsbemühungen haben bislang noch nicht dazu geführt, dass sich die Lage im Interbankenhandel wieder normalisiert hat. Für die Prognose ist unterstellt, dass die Funktion

des Finanzsektors noch geraume Zeit gestört ist und die monetären Impulse daher nur langsam wirken, dass sich die Situation aber doch allmählich entspannt. Eine schnelle und durchgreifende Sanierung des Bankensektors ist nach unserer Einschätzung der Schlüssel für eine rasche und kräftige Erholung der Weltkonjunktur und könnte zu einer spürbar besseren Entwicklung von Produktion und Nachfrage führen als im Basisszenario. Sollte sich die Lage im Finanzsektor hingegen gar nicht verbessern oder es sogar zu einer neuerlichen Schockwelle von dieser Seite kommen, wäre eine sogar noch schlechtere realwirtschaftliche Entwicklung zu erwarten, vor allem dürfte eine konjunkturelle Belebung in diesem Fall noch länger auf sich warten lassen.

## Literatur

---

- Abeyasinghe, T. (2007). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabey/Tilak.html>>.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, J. Scheide und B. van Roye (2008). Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.). Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 459/460. IfW, Kiel. In Vorbereitung.
- Banco de Espana (2008). Economic Bulletin 10/2008. Madrid. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.bde.es/informes/be/boleco/2008/be0810e.pdf>>.
- Bank of Japan (2008). Tankan Summary December 2008. Via Internet (18. Dezember 2008) <[http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj\\_stat/tk/gaiyo/tka0812.pdf](http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/tk/gaiyo/tka0812.pdf)>.
- Cabinet Office (2008). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (15. Dezember 2008) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Cohen-Cole, E., B. Duygan-Bump, J. Fillat und J. Montoriol-Garriga (2008). Looking Behind the Aggregates: A Reply to "Facts and Myths About the Financial Crisis of 2008". Federal Reserve Bank of Boston Working Paper No. QAU08-5.
- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, J. Scheide und B. van Roye (2008). Weltwirtschaft im Abschwung. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Dovern, J., und N. Jannsen (2008). Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten. Historischer Vergleich und Implikationen für den Konjunkturverlauf. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), April 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 451. IfW, Kiel.
- EUROFRAME (2008). Eurogrowth Indicator. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.euroframe.org>>.

- Europäische Kommission (2008b). Business and Consumer Surveys. <(Via Internet 18. Dezember 2008) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/db\\_indicators8650\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm)>.
- Eurostat (2008). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EIU (Economist Intelligence Unit) (2008). Country Report France. Dezember 2008. Via Internet (18. Dezember 2008) <[http://www.eiu.com/report\\_dl.asp?issue\\_id=164071201&mode=pdf](http://www.eiu.com/report_dl.asp?issue_id=164071201&mode=pdf)>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008). *Monatsbericht*. Dezember. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2008). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (17. Dezember 2008) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut eGmbH) (2008). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (17. Dezember 2008) <<http://www.hwwi.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2008a). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Institute for Supply Management (ISM) (2008). Manufacturing ISM Report On Business. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.ism.ws/ISMReport/MfgROB.cfm?navItemNumber=12942>>.
- Jannsen, N. (2008). Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Oktober 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 458. IfW, Kiel.
- Langhammer, R. (2008). Warum ist der Dollar so stark in der gegenwärtigen Krise? Kiel Policy Brief 1-2008. Institut für Weltwirtschaft. Via Internet (15. Dezember 2008) <[http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/Kiel\\_Policy\\_Brief\\_1.pdf](http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/Kiel_Policy_Brief_1.pdf)>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2008a). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2008b). *Economic Outlook*. November. Paris.
- Office for National Statistics (2008). Economy. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Saha, D., und J. von Weizsäcker (2008). Estimating the Size of the European Stimulus Packages for 2009. Bruegel-Institut. Brüssel.
- Statistics Bureau of Japan (2008). Consumer Price Index. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>>.
- Statistics Canada (2008a). Canadian Economic Observer. Via Internet (16. Dezember 2008) <<http://www.statcan.ca/english/freepub/11-010-XIB/11-010-XIB2007008.pdf>>.
- Statistics Canada (2008b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (16. Dezember 2008) <<http://www.statcan.ca/Daily/English/070302/d070302a.htm>>.
- US Department of Commerce (2008). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (16. Dezember 2008) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2008a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (16. Dezember 2008) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2008b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (16. Dezember 2008) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of Treasury (2008). Monthly Treasury Statement. Via Internet (16. Dezember 2008) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.