

**Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur
im Winter 2007**

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

Tel: +49/431/8814-1; Website: <http://www.ifw-kiel.de>

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: harmen.lehment@ifw-kiel.de

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 0455-0420

ISBN 3-89456-294-3

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2007.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, das Werk oder Teile daraus in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder einem anderen Verfahren) zu vervielfältigen oder unter Verwendung elektronischer Systeme zu verarbeiten oder zu verbreiten.

Inhalt

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab.	3
<i>Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van Roye, Birgit Sander, Joachim Scheide und Mewael Tesfaselassie</i>	
Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum.	33
<i>Alfred Boss, Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp und Joachim Scheide</i>	

Diese Analyse wurde am 12. Dezember 2007 abgeschlossen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern,
Nils Jannsen, Björn van Roye, Birgit Sander,
Joachim Scheide und Mewael Tesfaselassie

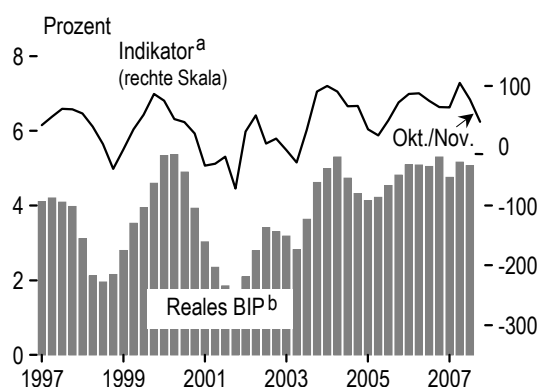
Zusammenfassung:

Die Weltproduktion ist 2007 mit einer Rate von voraussichtlich 5,1 nochmals sehr kräftig gestiegen. Gegen Jahresende hat sich das Konjunkturklima jedoch deutlich eingetrübt, vor allem infolge der Immobilienkrise in den USA. Die Krise an den Finanzmärkten ist noch nicht ausgestanden und wird die konjunkturelle Entwicklung vor allem in den Industrieländern weiter belasten. Wir erwarten, dass die Weltkonjunktur im kommenden Jahr merklich an Schwung verliert. In den Industrieländern dürfte das reale BIP spürbar schwächer steigen als das Produktionspotential. Auch in den Schwellenländern lässt die Dynamik voraussichtlich nach, doch wird der Produktionsanstieg im historischen Vergleich hoch bleiben. Aufgrund der offenbar sehr robusten wirtschaftlichen Dynamik außerhalb der Industrieländer haben wir unsere Prognose für den Zuwachs der Weltproduktion im Jahr 2008 im Vergleich zur Prognose vom September sogar leicht – von 4,4 auf 4,5 Prozent – erhöht. Für das Jahr 2009 ist mit einem Anstieg in ähnlicher Größenordnung zu rechnen.

Der Anstieg der Weltproduktion war im Jahr 2007 wiederum sehr kräftig. Der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von schätzungsweise 5 Prozent fiel jedoch etwas niedriger aus als im Jahr 2006 (5,4 Prozent). Im dritten Quartal war wieder eine sehr starke Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts zu verzeichnen (Abbildung 1). Nicht nur die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern zeigte sich erneut sehr dynamisch; auch der Produktionsanstieg in den Industrieländern zog deutlich an. Das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern erhöhte sich mit einer laufenden Jahresrate von 3,5 Prozent, nach einem Anstieg um wenig mehr als 2 Prozent im Verlauf des ersten Halbjahres (Abbildung 2). Dabei wurde in allen Regionen ein kräftiger Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion registriert. Besonders stark fiel er in den Vereinigten Staaten aus, aber auch im Euroraum und im Vereinigten Königreich nahm die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung zu.

Allerdings hat sich das Konjunkturklima gegen Jahresende deutlich eingetrübt, vor allem infolge der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten. Der von uns auf Basis von Unternehmensumfragen in 40 Ländern berechnete Indi-

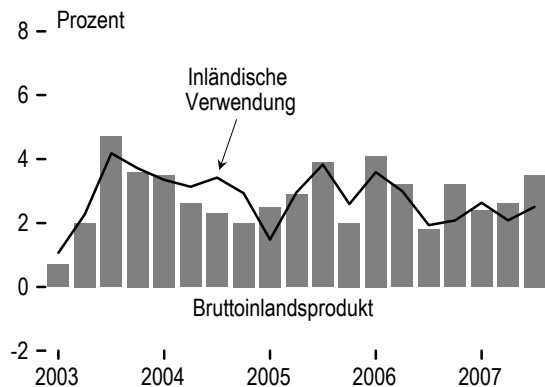
Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1997–2007



^aAuf Basis von 40 Ländern. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr; berechnet auf der Basis des BIP-Anstiegs in 46 Ländern aggregiert mit Gewichten gemäß Kaufkraftparitäten; 3.Quartal 2007: teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2007b); IMF (2007); nationale Quellen, eigene Berechnungen.

Abbildung 2:
Konjunktur in den G7-Ländern 2003–2007^{a,b}



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bVereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

kator für den Zuwachs der Weltproduktion, der einen Vorlauf von einem Quartal aufweist (Kasten 1), ist nach der Jahresmitte markant gesunken.

Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten überschattet den konjunkturellen Ausblick

Die Schwäche am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten, die bereits im vergangenen Jahr begonnen hatte und mit der ein zehner Jahre währender Immobilienboom zu Ende ging, setzte sich im Jahr 2007 ungebremst fort. Nach wie vor ist kein Boden für die Wohnungsbauaktivität in Sicht, und die Preise für Wohnimmobilien sind inzwischen im nationalen Durchschnitt deutlich rückläufig. Angesichts dieser Tendenzen ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Schwäche im Immobiliensektor auf die Gesamtwirtschaft übergreift, vor allem weil mit einer deutlichen Beeinträchtigung des Konsums der privaten Haushalte zu rechnen ist. Eine ausgeprägte Nachfrageschwäche in den Vereinigten Staaten würde angesichts der Bedeutung dieses Marktes für die Weltwirtschaft – reichlich ein Viertel der globalen Nachfrage wird in den Vereinigten Staaten generiert – die Kon-

junktur auch in der übrigen Welt spürbar dämpfen.

Zudem ist die Krise an den internationalen Finanzmärkten, die im Spätsommer durch die Neubewertung von mit US-amerikanischen Hypotheken besicherten Wertpapieren ausgelöst wurde, noch nicht ausgestanden. Die Störungen am Geldmarkt sind bislang nicht abgeklungen; nach wie vor stellen sich die Banken gegenseitig Liquidität allenfalls mit erheblichen Zinsaufschlägen zur Verfügung. Hinzu kommt, dass der Markt für Kreditverbriefungen praktisch zum Erliegen gekommen ist. Beides bedeutet, dass die Refinanzierungskosten der Banken deutlich höher sind, als es die aktuellen Zinsen für Zentralbankgeld in normalen Zeiten erwarten ließen. Einer spürbaren Erhöhung der Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen wirkte allerdings entgegen, dass die langfristigen Zinsen als Folge einer Flucht in Sicherheiten und gedrückter Konjunkturerwartungen gesunken sind. Aus demselben Grund hielt sich auch der Anstieg der Renditen auf risikobehaftete Anleihen trotz deutlich erhöhter Risikoprämien in engen Grenzen.

Die Notenbanken in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und – in geringerem Umfang – auch in Japan reagierten zunächst, indem sie zusätzliche Liquidität in beträchtlicher Höhe zur Verfügung stellten. Außerdem verzichteten die EZB und die Bank von Japan auf eine zuvor signalisierte Zinsanhebung. Die Bank von England senkte den Leitzins Anfang Dezember um 25 Basispunkte. Die US-Notenbank reduzierte ihren Leitzins bereits im Herbst in zwei Schritten um 75 Basispunkte, um negativen Effekten der Finanzmarktkrise zu begegnen. Dies trug zusammen mit der Wahrnehmung erhöhter Risiken für die US-Konjunktur dazu bei, dass der US-Dollar gegenüber den anderen großen Weltwährungen erheblich an Wert verlor (Abbildung 3): Gegenüber Euro und Yen wertete er zwischen Juni und Dezember um jeweils rund 10 Prozent ab, gegenüber Pfund Sterling und Schweizer Franken war die Abwertung nur wenig schwächer. Durch diese Entwicklung verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Produzenten in den Aufwertungsländern, mit der Folge, dass die Konjunktur

Kasten 1:

Zur Nützlichkeit von Indikatoren für die Einschätzung der aktuellen Lage der Weltwirtschaft

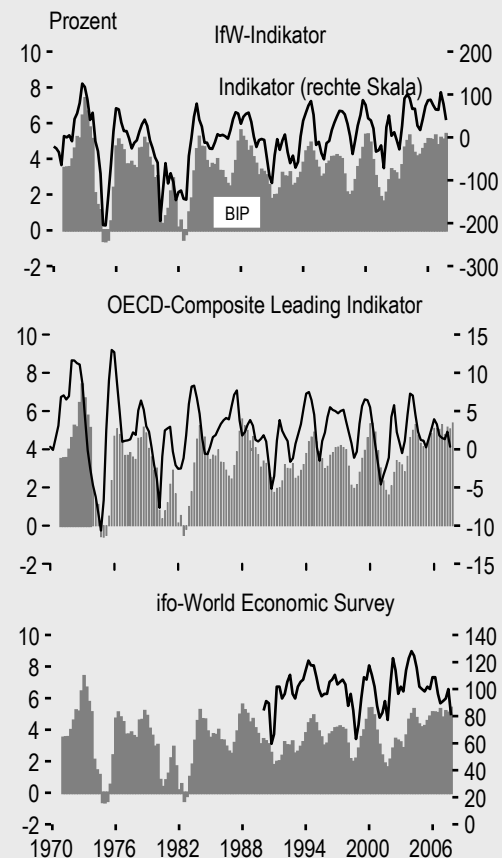
Amtliche Statistiken über die wirtschaftliche Entwicklung stehen erst mit Verzögerung zur Verfügung. In einigen Schwellenländern liegt diese Publikationsverzögerung noch höher als in den meisten Industrieländern, so dass es besonders schwer fällt, die globale Produktionsentwicklung zeitnah einzuschätzen. Frühindikatoren oder aus Umfragedaten ermittelte Einschätzungen der wirtschaftlichen Lage bieten sich an, um den jeweils aktuellen Anstieg des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu schätzen, über den noch keine amtlichen Informationen vorliegen.

In diesem Beitrag sollen drei Indikatoren näher analysiert werden. Wir untersuchen den Frühindikator (*composite leading indicator*) der OECD,^a den Geschäftserwartungsindikator für die Weltwirtschaft aus dem *World Economic Survey* des CESifo-Instituts sowie einen neuen vom Institut für Weltwirtschaft berechneten Indikator, der auf verschiedenen Umfragen zur wirtschaftlichen Lage in den wichtigsten Ländern basiert.^b Als Referenzzeitreihe dient die Veränderung (Vorjahresvergleich) des weltweiten Bruttoinlandsprodukts, berechnet auf Basis von 46 Ländern.

Abbildung K1-1 zeigt, dass alle Indikatoren jeweils eine gewisse Synchronität mit der wirtschaftlichen Entwicklung aufweisen. Für alle weiteren Analysen ist zu beachten, dass die Stichprobe für den ifo-Indikator den Zeitraum 1990Q1–2007Q3 umfasst, während für die anderen beiden Indikatoren Daten ab 1970Q1 vorliegen. Eine Analyse der Kreuzkorrelationen zwischen den Indikatoren und den Veränderungsraten des globalen BIP zeigt, dass der IfW-Indikator die höchste Korrelation aufweist (Tabelle K1-1). Allerdings wird diese für den kontemporären Wert des Indikators erreicht, während die Indikatoren des CESifo und der OECD einen Vorlauf von einem bzw. zwei Quartalen aufweisen; für die Schätzung der laufenden Entwicklung (Einschrittprognosen) muss dies jedoch nicht zwingend einen relativen Nachteil für den IfW-Indikator bedeuten.

Ein formaler Test, mit dem sich abschätzen lässt, welcher Indikator einen zusätzlichen Informationsgehalt für kurzfristige Prognosen der wirtschaftlichen Entwicklung hat, ist der Granger-Kausalitäts-Test (vgl. Granger 1969). Die Hypothese, dass der Indikator keine Vorhersagekraft für den Anstieg des weltweiten BIP hat, kann im Fall des IfW-Indikators und des Indikators der OECD deutlich abgelehnt werden (Tabelle K1-2). Für den CESifo-Indikator ist dies nicht der Fall. In anderer Richtung liegt in keinem der Fälle Evidenz für Granger-Kausalität vor, wenn man von einem 5%-Signifikanzniveau ausgeht.

Abbildung K1-1:
Globale Wirtschaftsleistungⁱ und Konjunkturindikatoren
1971–2007



ⁱVeränderung des weltweiten Bruttoinlandsprodukts zum Vorjahresquartal, berechnet auf Basis von 46 Ländern.

Quelle: OECD (2007b); CESifo (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle K1-1

Kreuzkorrelationen zwischen Indikatoren und dem Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts

Vor-/Nachlauf	IFW ⁱ	CESifo ⁱⁱ	OECD ⁱ
4	0,22	0,08	0,52
3	0,45	0,17	0,71
2	0,67	0,25	0,78
1	0,82	0,29	0,69
0	0,85	0,26	0,45
-1	0,74	0,16	0,12
-2	0,58	0,03	-0,15
-3	0,40	-0,09	-0,34
-4	0,19	-0,16	-0,42

ⁱStützzeitraum 1970Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱStützzeitraum 1990Q1 bis 2007Q3.

Tabelle K1-2

Granger-Kausalitätstests

	IFW ⁱ	CESifo ⁱⁱ	OECD ⁱ
H ₀ : Indikator bedingt nicht BIP ⁱⁱⁱ	3,002*** (0,00)	1,473 (0,18)	8,598*** (0,00)
H ₀ : BIP bedingt nicht Indikator ⁱⁱⁱ	1,716* (0,07)	1,363 (0,23)	1,362 (0,19)

ⁱStützzeitraum 1970Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱStützzeitraum 1990Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱⁱ*,**,*** zeigen 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau an (marginale Signifikanzniveaus in Klammern).

Die Fähigkeit, gute Prognosen für die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung zu liefern, wird allerdings am besten durch eine Analyse der *Out-of-sample*-Prognoseeigenschaften untersucht. Hierzu wurden rekursive Einschrittprognosen für den Zeitraum 2000Q1 bis 2007Q3 erstellt. Die zugrunde liegenden Modelle^c

$$y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^2 \beta_i y_{t-i} + \sum_{j=0}^1 \alpha_j I_{t-j} + \varepsilon_t,$$

wurden rekursiv auf Basis der gesamten bis zum jeweiligen Prognosezeitpunkt zur Verfügung stehenden Stichprobe mit Hilfe der Kleinste-Quadrate-Methode geschätzt. Als Referenzmodell für die Evaluierung der Prognosefähigkeit dient ein eingeschränktes Modell, bei dem $\alpha_0 = \alpha_1 = 0$ gesetzt ist. Schon ein Blick auf die üblicherweise betrachteten Gütemaße, den mittleren absoluten Fehler (MAE) und die Wurzel des mittleren quadrierten Fehlers (RMSE) zeigt, dass die Indikatormodelle jeweils bessere Einschrittprognosen liefern als das einfache autoregressive Modell (Tabelle K1-3). Um die relative Prognosefähigkeit verschachtelter Modelle statistisch zu testen, bietet sich der Test von Clark und McCracken (2001) an. Die Nullhypothese ist hier, dass zwei Modelle Prognosen von gleicher Güte liefern. Als Alternative wird angenommen, dass das unbeschränkte Modell (hier das jeweilige Indikatormodell) bessere Prognosen liefert. Die Teststatistiken im unteren Teil von Tabelle K1-3 weisen deutlich darauf hin, dass die Prognosen der Indikatormodelle jenen des autoregressiven Modells signifikant überlegen sind.

Tabelle K1-3

Prognoseleistung der Indikatoren

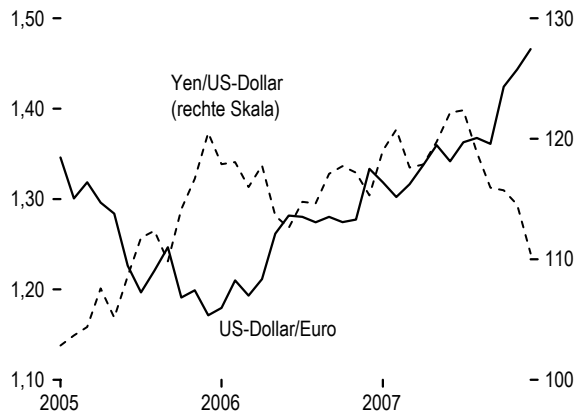
	IFW ⁱ	CESifo ⁱⁱ	OECD ⁱ	AR ⁱ
RMSE	1,27	1,34	1,30	1,44
MAE	1,00	1,04	1,02	1,09
ENC-F ^{iii,iv,v}	5,819***	2,886***	3,943***	—

ⁱStützzeitraum 1970Q1 bis 2007Q3 — ⁱⁱStützzeitraum 1990Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱⁱTest nach Clark und McCracken (2001). — ^{iv}Kritische Werte für den ENC-F-Test sind 10%: 0,818; 5%: 1,180; 1%: 2,106 für Nils und OECD und 10%:1,402; 5%: 2,083; 1%: 3,714 für ifo. — ^v*,**,*** zeigen 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau an.

Es lässt sich also schlussfolgern, dass alle drei Indikatoren nützlich sind, um das aktuelle weltwirtschaftliche Wachstum zu schätzen, für das noch keine offiziellen Statistiken vorliegen.

^aDieser Frühindikator bezieht sich zwar explizit auf das Aggregat der Mitgliedsstaaten der OECD; es ist allerdings a priori wegen des großen Gewichts, das diesem Wirtschaftsraum auch im globalen Kontext zukommt, zu erwarten, dass er eine gute Einschätzung der weltweiten wirtschaftlichen Entwicklung bietet. — ^bDer Index berücksichtigt die folgenden Länder: Australien, Belgien, Brasilien, Bulgarien, China, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Lettland, Litauen, Mexiko, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Russland, Schweden, Schweiz, Singapur, Slowakei, Slowenien, Spanien, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechien, Türkei, Ungarn, Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich und Zypern. — ^c y_t bezeichnet die Veränderungsrate des globalen BIP, I_t steht für den jeweiligen Indikator und es wird unterstellt, dass die Störterme ε_t iid $N(0, \sigma^2)$ verteilt sind.

Abbildung 3:
Bilaterale Wechselkurse des US-Dollar zu Euro und Yen 2005, 2006 und 2007



Quelle: IMF (2007).

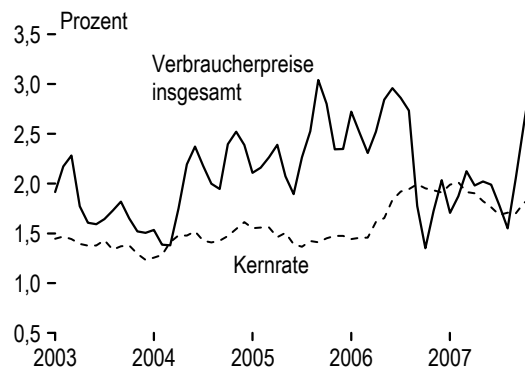
vonseiten der Außenwirtschaft dort weniger Anregungen erhält. Auf der anderen Seite wirkt sich die Aufwertung günstig auf das Preisklima in den Aufwertungsländern aus, da der Importpreisanstieg gedämpft wird. Auch ist zu bedenken, dass die Abwertung des Dollar offenbar wesentlich das Resultat einer lockeren Geldpolitik ist. Simulationsrechnungen mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM zeigen, dass eine Dollarabwertung deutlich weniger restriktiv auf die Konjunktur in den Aufwertungsländern wirkt, wenn sie durch eine verstärkte monetäre Expansion bedingt ist, als wenn sie durch einen Vertrauensverlust der Investoren ausgelöst wird (vgl. EUROFRAME 2007b: 23–24). Im erstgenannten Fall steht der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit nämlich eine Ausweitung der Binnen nachfrage in den Vereinigten Staaten gegenüber, die für sich genommen die Absatzmöglichkeiten dort verbessert.

Inflationsdruck seitens der Rohstoffpreise nimmt ab

In den vergangenen Monaten haben sich nicht nur die Risiken für die Konjunktur erhöht. Gleichzeitig verschlechterte sich auch das Preisklima spürbar. Im November sprang die Infla-

tionsrate in den Industrieländern auf schätzungsweise 3,2 Prozent (Abbildung 4). Dies war freilich auch bedingt durch einen Basiseffekt, war doch das Preisniveau im November des Vorjahres infolge fallender Ölpreise rückläufig gewesen. Im Gegensatz dazu zogen die Rohölnotierungen in diesem Jahr im Herbst nochmals kräftig an und erreichten neue Rekordniveaus von nahezu 100 US-Dollar je Fass der Sorte Brent. Hinzu kam ein ausgeprägter Anstieg der Preise für Nahrungs- und Genussmittel, die im Verbraucherpreisindex in vielen Ländern ein recht großes Gewicht haben. Die Kernrate blieb hingegen auf niedrigem Niveau; lediglich im Euroraum hat sie sich merklich erhöht, freilich nicht zuletzt auch wegen der Anhebung der Mehrwertsteuer in Deutschland.

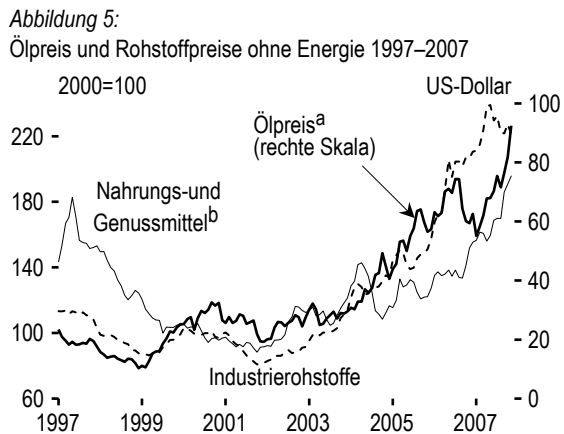
Abbildung 4:
Preisentwicklung in den Industrieländern 2003–2007^a



^aInflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich; gewichtet mit den nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

Der Ausblick für die Rohstoffpreise ist mit hoher Unsicherheit behaftet. Konnte die Produktion vieler Rohstoffe dem kräftigen Anstieg der Nachfrage, vor allem in den Schwellenländern und hier insbesondere in China, zeitweise nicht folgen, so sind die Lagerbestände inzwischen zumeist wieder auf einem im historischen Vergleich normalen Niveau. Das Preisniveau ist bei den Industrierohstoffen bereits seit dem Frühjahr tendenziell rückläufig (Abbildung 5). Auch die Ölläger sind derzeit relativ gut gefüllt.



^aSpotpreis Sorte Brent, London. — ^bHWWA-Index.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2007).

Es ist jedoch absehbar, dass bei den zurzeit gültigen Produktionsquoten der OPEC der voraussichtliche Bedarf aus der laufenden Produktion nicht gedeckt werden kann und es zu einem raschen Abschmelzen der Lagerbestände kommt.¹ Diese drohende Knappheit war ein wesentlicher Faktor hinter dem starken Anstieg der Preise in den vergangenen Monaten. Nachdem Mitte November eine Erhöhung der OPEC-Produktion angekündigt wurde, hat sich die Situation am Ölmarkt in der jüngsten Zeit wieder etwas entspannt. Sollte sich die tatsächliche Produktion als auskömmlich erweisen, ist ein weiterer deutlicher Rückgang des Ölpreises im Prognosezeitraum durchaus möglich. Negative Überraschungen bei der Produktion oder eine Zuspitzung politischer Krisen in wichtigen Produktionsländern können aber auch leicht wieder zu einem neuerlichen sprunghaften Anstieg der Notierungen führen. Für die Prognose gehen wir von einem konstanten Ölpreis in Höhe von 90 US-Dollar aus.

Die Rohstoffpreise für Nahrungs- und Genussmittel waren im Verlauf des weltwirtschaftlichen Aufschwungs bis zum vergangenen Jahr relativ wenig gestiegen. Seit Mitte vergangenen Jahres sind aber auch sie steil aufwärts gerich-

tet. Ein Grund ist – wie bei anderen Rohstoffen auch – eine kräftige Zunahme des Verbrauchs. Darüber hinaus ist mit der Umwandlung von Feldfrüchten, vor allem von Mais, Zuckerrohr und Ölsaaten, in Bio-Energie ein stark wachsender Absatzmarkt hinzugekommen. Ferner ging die Produktion insbesondere bei Getreide aufgrund ungewöhnlicher Trockenheit in den Vereinigten Staaten (2006) und Australien (2006 und 2007) zurück. Das anhaltende Marktdefizit hat dazu geführt, dass die Lagerbestände bei vielen Nahrungsmitteln inzwischen extrem niedrig sind. Auf der anderen Seite ist bei günstiger Witterung und einer Flächenexpansion – wie sie beispielsweise in der EU angestrebt wird, wo die Vorschrift, 10 Prozent des Ackerlandes brach liegen lassen zu müssen, angesichts des starken Preisanstiegs ausgesetzt wurde – kurzfristig eine beträchtliche Ausweitung der Produktion möglich. Der Prognose legen wir die Annahme leicht nachgebender Weltmarktpreise für Nahrungsmittel zugrunde.

Mit Fortfall der preistreibenden Effekte vonseiten der Rohstoffpreise werden die konjunkturellen Einflussfaktoren wieder an Gewicht gewinnen, und die laufende Inflation dürfte sich im Prognosezeitraum wieder beruhigen.

Geldpolitische Lockerung zur Stützung der Konjunktur

Die Geldpolitik sieht sich derzeit erheblich gestiegenen Risiken für die Stabilität des Finanzsektors gegenüber; das einwandfreie Funktionieren des Finanzsystems zu gewährleisten ist eine der wesentlichen Aufgaben der Zentralbanken. Es droht ein spürbarer Anstieg der Kreditzinsen, weil sich die Liquiditätsbeschaffung am Geldmarkt verteuert hat und es derzeit kaum noch möglich ist, verbriefte Kreditrisiken zu handeln. Eine solche Entwicklung würde die Konjunktur spürbar dämpfen. Auch würden die Immobilienmärkte noch weiter unter Druck gesetzt werden, die Kreditausfälle würden sich weiter erhöhen und damit die Bankenkrise zusätzlich verschärfen. Dieser Teufelskreis droht vor allem in den Vereinigten Staaten, zumal für viele Haushalte, die in den Jahren 2005–2007

¹ Eine wesentliche Ausweitung der Produktion außerhalb der OPEC ist kurzfristig nicht möglich, da die Produktivität der Ölfelder in der Nordsee sowie des wichtigsten mexikanischen Ölfelds rückläufig ist.

Hypotheken abgeschlossen haben, eine Phase sehr niedriger Zinsen zu Ende geht. Erhebliche Risiken bestehen aber auch im Vereinigten Königreich, wo die Immobilienpreise offenbar ebenfalls nach einer langen Boomphase zu fallen beginnen, die Hypotheken zu großen Teilen variabel verzinst werden und die Verschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist. Deutlich geringer erscheint die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise im Euroraum, denn zum einen war die Preisentwicklung für Wohnimmobilien hier insgesamt vergleichsweise moderat,² zum anderen spielen Finanzierungen mit kurzfristig variablen Zinsen keine große Rolle.

Angesichts der Probleme an den Finanzmärkten, der dadurch drohenden Verteuerung von Krediten und erhöhter konjunktureller Risiken erscheint die spürbare Zinssenkung durch die US-Notenbank im September und Oktober nachvollziehbar, zumal die Kerninflationsrate in den Monaten zuvor auf ein moderates Niveau gesunken war. Die neuerliche Zinssenkung am 11. Dezember war vor dem Hintergrund der anhaltenden ungünstigen Nachrichten aus dem Finanzsektor und einer drohenden Verschärfung der Immobilienkrise ebenfalls erwartet worden. Auf die Verschlechterung der konjunkturellen Lage, die wir für die kommenden Monate prognostizieren, dürfte die Fed mit weiteren Zinssenkungen reagieren; wir erwarten, dass das Ziel für die Fed Funds Rate im Frühjahr bei 3,5 Prozent liegt (Tabelle 1). Dies entspricht der Einschätzung des Marktes, wie sie die Futures-Kontrakte für die Fed Funds Rate derzeit reflektieren. Insofern impliziert unsere Annahme hinsichtlich der US-Geldpolitik keine weitere Abwertung des Dollar.

Anfang Dezember 2007 hat auch die Bank von England ihre Zinsen gesenkt, um zu verhindern, dass sich aus den Liquiditätsengpässen, die sich in einem deutlichen Anstieg der Geldmarktzinsen äußerten, eine umfassende

² Zwar stiegen die realen Immobilienpreise in einigen Ländern, etwa in Spanien oder Irland, in den vergangenen zehn Jahren sogar weitaus schneller als in den Vereinigten Staaten oder im Vereinigten Königreich, gleichzeitig gingen die Preise in anderen Ländern, vor allem in Deutschland und Österreich, aber spürbar zurück.

Kreditklemme entwickelt. Wir erwarten, dass die Geldpolitik im Vereinigten Königreich in den kommenden Monaten weiter gelockert wird.

Die Europäische Zentralbank steht vor dem Problem, dass die Inflation derzeit merklich höher liegt, als nach ihrer Definition mit Preisstabilität vereinbar ist. Auch werden angesichts einer anhaltend starken Ausweitung der Kredite und der Geldmenge M3 weiterhin Inflationsrisiken für die mittlere Frist gesehen. Auf der anderen Seite haben sich die monetären Rahmenbedingungen durch den Anstieg der Risikoprämien auf Unternehmensanleihen und die Aufwertung des Euro spürbar verschlechtert. Vor diesem Hintergrund hat die EZB im zweiten Halbjahr 2007 auf geplante Zinsanhebungen verzichtet. Wir erwarten, dass sie den Hauptrefinanzierungssatz im Prognosezeitraum auf dem aktuellen Niveau von 4 Prozent belassen wird.

Auch die japanische Zentralbank hat ihren Straffungskurs unterbrochen, um eine unerwünschte Dämpfung der Konjunktur zu vermeiden. Ein weiterer vorsichtiger Schritt auf dem Weg zu einem „normalen“ Zinsniveau dürfte angesichts der abgeschwächten wirtschaftlichen Dynamik wohl allenfalls gegen Ende nächsten Jahres unternommen werden. Auch Ende des Jahres 2009 werden die Notenbankzinsen in Japan aller Voraussicht nach noch sehr niedrig sein.

Rezessionsgefahr in den Vereinigten Staaten

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten verlief im Jahr 2007 unstetig. Nach einer nur schwachen Expansion im ersten Quartal zog die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommerhalbjahr wieder kräftig an. Besonders stark beschleunigten sich der Staatskonsum und die Exporte. Aufgrund der Abwertung des US-Dollar und der dadurch gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit wird der Außenhandel im laufenden Jahr voraussichtlich zum ersten Mal seit 1995 einen positiven Beitrag zum Zuwachs des Brutto-

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2007, 2008 und 2009

	2007				2008				2009			
	I	II	III	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	5,3	5,3	5,1	4,5	4,0	3,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	4,0
Japan (Tagesgeldzins)	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,0	1,1	1,3
Euroland (3-Monatszins)	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,32	1,34	1,39	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Yen/US-Dollar	119,4	120,7	116,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	58,1	68,7	75,0	89,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	216,7	235,6	225,3	223,6	219,0	217,3	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8

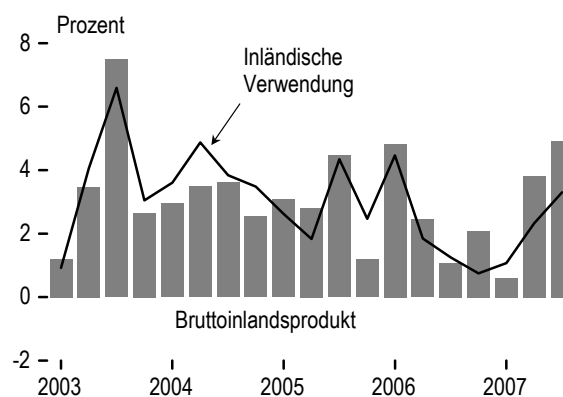
^aPrognose.

Quelle: HWWA (2007); IMF (2007); Federal Reserve Bank of St. Louis (2007); EZB (2007a); eigene Prognosen.

inlandsprodukts leisten. Auch die Unternehmensinvestitionen und der gewerbliche Bau legten im Vergleich zum ersten Quartal deutlich zu, was auf intakte Gewinnerwartungen der Unternehmen hindeutet. Im dritten Quartal nahm dann auch der private Konsum wieder an Fahrt auf, er stieg mit einer laufenden Jahresrate von 2,7 Prozent allerdings etwas langsamer als im langjährigen Durchschnitt. Die anhaltende Krise am Immobilienmarkt – im bisherigen Jahresverlauf schrumpften die privaten Wohnungsbauinvestitionen bereits um 16 Prozent (laufende Jahresrate) – und an den Finanzmärkten wirkte sich offenbar noch nicht erheblich auf die Konsumlaune der privaten Haushalte aus. Alles in allem expandierte die amerikanische Wirtschaft mit einem Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 4,9 Prozent so stark wie seit vier Jahren nicht mehr (Abbildung 6).

Die Krise am Immobilienmarkt setzt sich fort. Die Baugenehmigungen und Baubeginne im privaten Sektor gehen nach wie vor zurück (Abbildung 7). Gegen eine baldige Stabilisierung spricht auch, dass der Bestand an freien Wohnhäusern auf hohem Niveau verharret. Folgerichtig stehen die Preise für Immobilien seit Mitte des vergangenen Jahres anhaltend unter Druck (Abbildung 8). Ein stärkerer Verfall der Immobilienpreise würde auch das Risiko von weiteren Kreditausfällen erhöhen. Der Anteil

Abbildung 6:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a

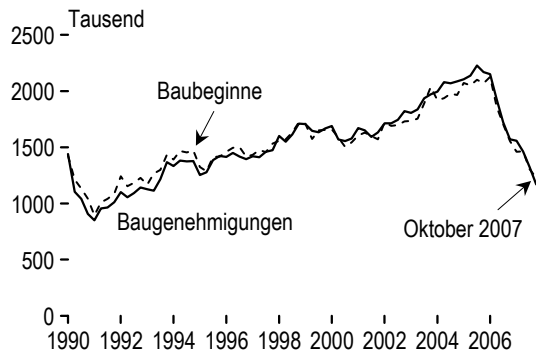


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2007).

von Hypothekenkrediten mit Zahlungsrückständen befindet sich derzeit bereits auf dem höchsten Wert seit dem Jahr 1986 (Abbildung 9). Zudem werden auch im nächsten Jahr Zinsanpassungen bei Hypothekenkrediten erfolgen, die zum Teil zu sehr niedrigen Zinssätzen abgeschlossen wurden oder bei denen sogar ganz auf Zinszahlungen für den ersten Vertragszeitraum verzichtet worden war. Die zusätzlichen Belastungen dürften in vielen Fällen die finanziellen Möglichkeiten von Kreditnehmern übersteigen. Dies wird zur Folge haben, dass die Zahl der

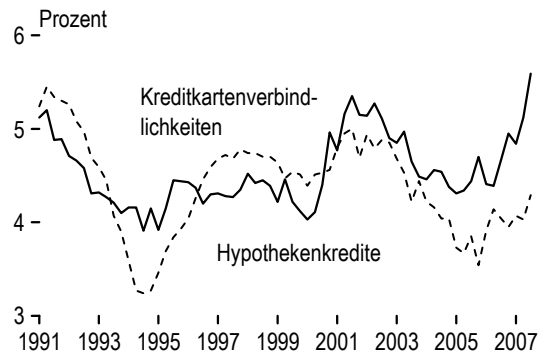
Abbildung 7:
Anzahl der Baugenehmigungen und Beginne in den Vereinigten Staaten 1990–2007^a



^aSaisonbereinigt; 4. Quartal 2007 entspricht dem Oktoberwert.

Quelle: US Census Bureau (2007).

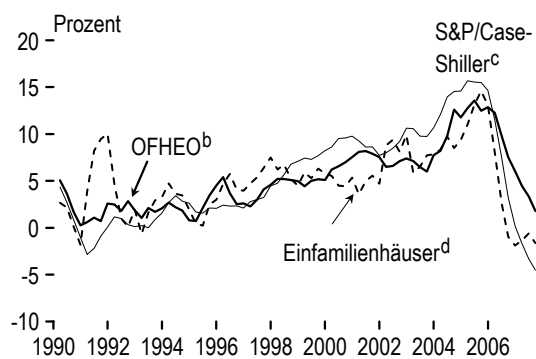
Abbildung 9:
Anteil des Kreditvolumens mit Zahlungsverzögerungen in den Vereinigten Staaten 1991–2007^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: Federal Reserve Board über Thomson Financial Datastream; Mortgage Bankers Association über Thomson Financial Datastream.

Abbildung 8:
Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten 1990–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr, nicht saisonbereinigt. —

^bOffice of Federal Housing Enterprise Oversight Home Prices Index. — ^cNational Home Price Index. — ^dVerkaufspreis von bereits bestehenden Einfamilienhäusern.

Quelle: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2007); National Association of REALTORS (2007); Standard & Poor's (2007); eigene Berechnungen.

Kreditausfälle und der Zwangsversteigerungen im nächsten Jahr weiter zunimmt.³ Dadurch

³ Derzeit schmiedet die Regierung einen Rettungsplan, der vorsieht, Hypothekenschuldnern zu helfen, die durch Zinsanpassungen von der Insolvenz bedroht sind, ihren Zahlungsverpflichtungen derzeit aber noch nachkommen können. Soweit bisher bekannt sind dazu drei Instrumente vorgesehen: das Einfrieren der Zinssätze für fünf Jahre, die private Umfinanzierung betroffener Hypotheken und das Umschichten betroffener Kredite zur Federal Housing Administration, die eigens ein Programm aufge-

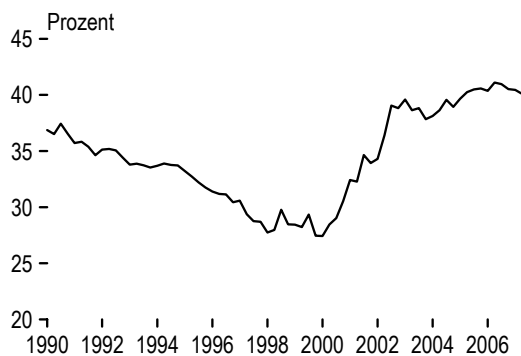
dürfte sich auch der Druck auf die Immobilienpreise weiter erhöhen. Die privaten Wohnungsbauinvestitionen dürften bis ins nächste Jahr hinein weiter deutlich schrumpfen und sich dann auf niedrigem Niveau stabilisieren.

Entscheidend für den weiteren Konjunkturverlauf in den Vereinigten Staaten wird sein, wie stark sich die Immobilienkrise auf den privaten Konsum auswirkt. Die Zahlungsrückstände bei Kreditkartenverbindlichkeiten haben bereits zugenommen, auch wenn das aktuelle Niveau im längerfristigen Vergleich noch nicht besonders hoch ist. Dagegen befindet sich der Anteil der Schuldendienstzahlungen am verfügbaren Einkommen schon jetzt mit 14,3 Prozent auf einem Rekordniveau. Zudem werden Zinsanpassungen bei den Hypothekenkrediten den Konsum weiter belasten. Der Anteil des Immo-

legt hat, um Hauseigentümern zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten anbieten zu können. Man vermutet, so bis zu 1,2 Millionen Hauseigentümern helfen zu können; andere Schätzungen liegen freilich erheblich niedriger. Einige Gründe sprechen jedoch gegen ein solches Vorhaben. So wird befürchtet, dass die Marktberreinigung und so auch das Ende der Krise am Immobilienmarkt lediglich hinausgezögert werden. Auch dürfte ein enormer bürokratischer Aufwand von Nöten sein, um die berechtigten Hauseigentümer zu identifizieren. Insgesamt erwarten wir nicht, dass ein solcher Rettungsplan bei Umsetzung signifikant stützende Effekte für die Konjunktur haben wird.

bilienvermögens an der Nettovermögensposition der Haushalte (einschließlich der Non-Profit-Organisationen) ist in den letzten Jahren auf nahezu 40 Prozent gestiegen (Abbildung 10), so dass ein weiteres Absinken der Immobilienpreise die Konsumneigung der Haushalte über Vermögenseffekte zusätzlich deutlich einschränken würde.⁴ Auch die Befragungen von privaten Haushalten des Conference Board und der Universität von Michigan deuten darauf hin, dass sich sowohl die Lageeinschätzung der Konsumenten als auch deren Erwartungen deutlich eingetrübt haben. Aktuelle Zahlen zeigen, dass der private Konsum preisbereinigt bereits im Oktober im Vergleich zum Vormonat nicht mehr zulegte. Insgesamt erwarten wir, dass der private Konsum im vierten Quartal nahezu stagniert und auch bis zur Mitte des nächsten Jahres hinein keinen bedeutenden Beitrag zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts mehr leisten wird.

Abbildung 10:
Anteil von Immobilien am Nettovermögen der privaten Haushalte (und Non-profit-Organisationen) in den Vereinigten Staaten 1990–2007^a



^aIn jeweiligen Preisen, saisonbereinigt.

Quelle: Federal Reserve Board (2007a); eigene Berechnungen.

Vor diesem Hintergrund werden immer häufiger Befürchtungen geäußert, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in eine Rezession

abgleiten könnte.⁵ Eine Reihe von konjunkturellen Indikatoren stützt diese These. Die von der Universität von Michigan ermittelten Konsumentenerwartungen sanken im November auf den niedrigsten Stand seit 1993. Ein solch niedriges Niveau ging in der Vergangenheit häufig mit einer Rezession einher (Abbildung 11). Auch andere Frühindikatoren senden warnende Signale. Sowohl der im Vergleich zum Vorjahr im ersten und zweiten Quartal gesunkene Conference Board Leading Indicator, als auch eine geringe Zinsdifferenz zwischen den Staatsanleihen mit dreimonatiger und zehnjähriger Restlaufzeit, wie sie zuletzt beobachtet wurde, haben in der Vergangenheit auf Rezessionen hingedeutet. Auch eine Abnahme des privaten Wohnungsbaus trat bisher häufig in Verbindung mit einer Rezession auf. Ein ökonomisches Zeitreihenmodell zur Einschätzung der Rezessionsgefahren schätzt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten innerhalb der nächsten vier Quartale auf etwa 30 Prozent.⁶ Im September lag diese Wahrscheinlichkeit noch bei 17 Prozent.

Die beschriebenen Indikatoren stellen zwar durchweg wertvolle Hilfen zur Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage dar, sie haben aber in den vergangenen Jahren etwas an Gleichlauf mit der Konjunktur eingebüßt. Zudem erscheint die Lage in anderen Wirtschaftssektoren derzeit stabil. Zwar verlor die Industrieproduktion in den vergangenen Monaten an Dynamik und schrumpfte im Oktober sogar um 0,5 Prozent. Sie liegt aber immer noch 1,9 Prozent über dem Vorjahresniveau. Auch signalisiert der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management für das verarbeitende Gewerbe weiterhin eine leichte Expansion. Beide Indikatoren sollten sich im Falle einer Rezession deutlich negativer entwickeln (Abbildung 12). Der Einkaufsmanagerindex des nicht verarbeitenden Gewerbes deutet mit einem Wert von 54,1 im November ebenfalls eher auf eine anhaltende Expansion hin.

⁴ Ein Einbruch der Immobilienpreise um 20 Prozent verteilt auf 2 Jahre würde gemäß dem NiGEM-Modell den Konsum im ersten Jahr um 0,9 und das Bruttoinlandsprodukt um 0,3 Prozent verringern (vgl. Dovern et al. 2007: Kasten 2).

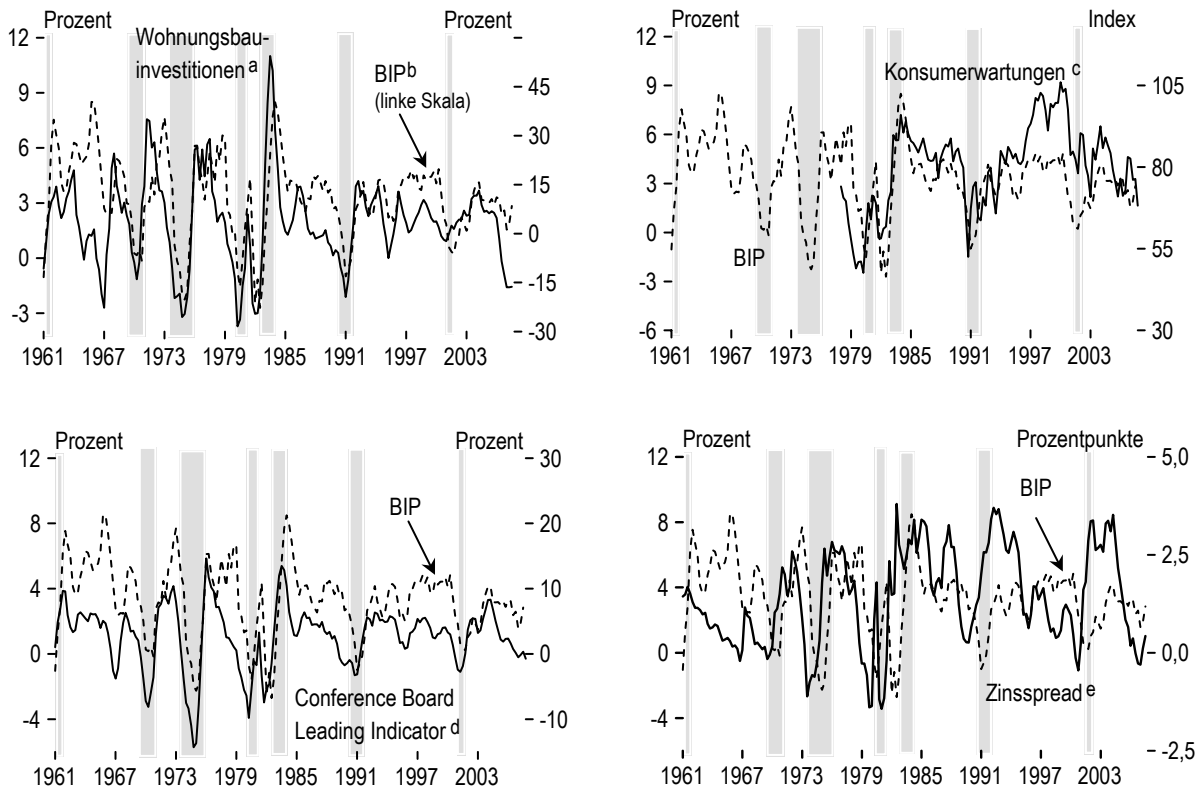
⁵ Vgl. beispielsweise Summers (2007) oder Feldstein (2007).

⁶ Zur genauen Vorgehensweise siehe Boss et al. (2007: Kasten 1).

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Abbildung 11:

Bruttoinlandsprodukt und Konjunkturindikatoren in den Vereinigten Staaten 1961–2007^a

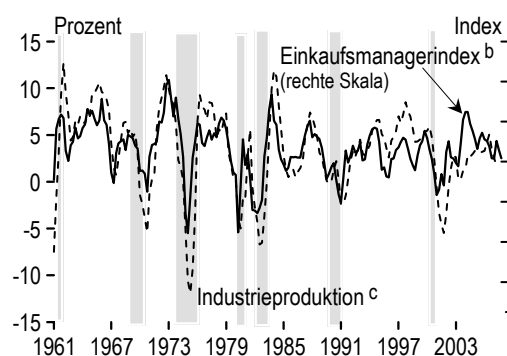


^aReal, saisonbereinigt, Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr; Rezessionsphasen nach NBER-Definition grau hinterlegt. — ^bReal, saisonbereinigt, Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr. — ^cNicht saisonbereinigt, 4. Quartal berechnet als Durchschnitt über Oktober und November. — ^dVorjahresvergleich; 4. Quartal berechnet auf Basis der Werte für Oktober und November. — ^eDifferenz von Staatsanleihen mit 10-jähriger und 3-monatiger Restlaufzeit.

Quelle: Conference Board (2007); Federal Reserve Board (2007c); University of Michigan (2007); eigene Berechnungen.

Abbildung 12:

Industrieproduktion und Einkaufsmanagerindex in den Vereinigten Staaten 1961–2007^a



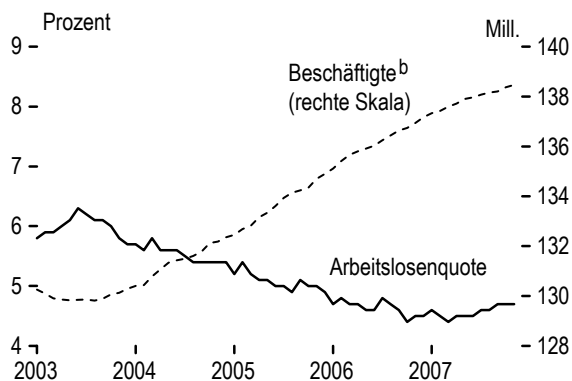
^aSaisonbereinigt; Rezessionsphasen nach NBER-Definition grau hinterlegt. — ^b4. Quartal 2007 berechnet als Durchschnitt über Oktober und November. — ^cVorjahresvergleich; 4. Quartal 2007 berechnet auf Basis des Oktoberwertes.

Quelle: Institute for Supply Management (2007); Federal Reserve Board (2007b); eigene Berechnungen.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist weiterhin stabil. Obwohl in diesem Jahr als Folge der Immobilienkrise im Bausektor bereits 122 000 Beschäftigungsverhältnisse verloren gingen, erhöhte sich die Arbeitslosenquote im Vergleich zum Tiefstand vom März dieses Jahres lediglich um 0,3 Prozentpunkte und liegt mit 4,7 Prozent weiterhin auf niedrigem Niveau (Abbildung 13). Die Beschäftigung wurde in den vergangenen Monaten weiter deutlich ausgeweitet. Auch die Erstanträge auf Arbeitsloseunterstützung geben mit wochendurchschnittlich 329 000 im November derzeit keinen Anlass zur Sorge.

Die Fed ist der Krise am Immobilienmarkt und an den Finanzmärkten bisher durch Liquiditätsspritzen für den Bankensektor sowie durch eine Senkung des Refinanzierungssatzes um

Abbildung 13:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a

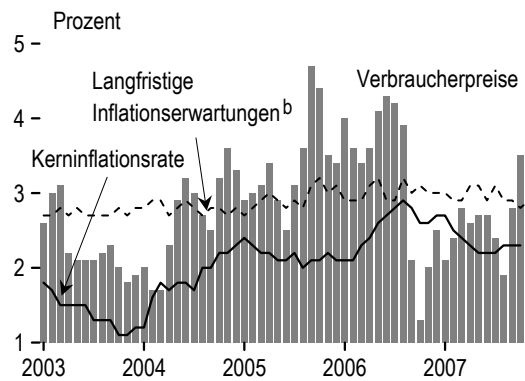


^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2007a).

100 Basispunkte auf nunmehr 4,25 Prozent entgegengetreten. Inwieweit die Fed die Zinsen weiter senken wird, hängt insbesondere davon ab, wie die Gefahren für die Preisniveaustabilität eingeschätzt werden. Der Verbraucherpreisindex stieg im Oktober mit 3,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat deutlich beschleunigt, im November dürfte die Inflationsrate nochmals zugelegt haben. Jedoch wurde diese Beschleunigung der Inflation vor allem durch Energie- und Lebensmittelpreise verursacht; die Kerninflation bleibt mit einem Anstieg von lediglich 2,1 Prozent moderat (Abbildung 14). Auch für die nähere Zukunft ist nicht zu erwarten, dass die Kerninflation spürbar steigen wird, da die sich abkühlende Konjunktur die Preisentwicklung dämpfen dürfte. Ein besonderes Augenmerk legt die Fed auf die Inflationserwartungen (vgl. beispielsweise Bernanke 2007). Sind diese auf einem mit dem Ziel der Preisniveaustabilität vereinbaren Wert verankert, spricht dies dafür, dass die Inflationsgefahren auch mittelfristig gering sind, und es ergeben sich zusätzliche Spielräume, durch Zinssenkungen die Konjunktur zu stützen. Die von der Universität von Michigan erhobenen Verbraucherbefragungen bezüglich der erwarteten Inflation in fünf Jahren zeigen, dass die privaten Haushalte trotz der jüngsten Preisanstiege keine ungewöhnlich hohen Inflationserwartungen

Abbildung 14:
Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bUmfragedaten.

Quelle: US Department of Labor (2007b); University of Michigan (2007).

haben. Die langfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei etwa 3 Prozent, was die Fed bestärken könnte, ihre Zinsen weiter zu reduzieren. Wir erwarten, nach der Zinssenkung am 11. Dezember, für die erste Hälfte des kommenden Jahres drei weitere Zinsschritte der Fed um jeweils 25 Basispunkte auf dann 3,5 Prozent. Sollte die amerikanische Wirtschaft tatsächlich in eine Rezession abrutschen, wäre sogar ein noch niedrigeres Zinsniveau wahrscheinlich.

Alles in allem rechnen wir zwar nicht mit einer Rezession in klassischer Abgrenzung,⁷ jedoch mit einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten bis in die Mitte des nächsten Jahres hinein. Zu den weiterhin rückläufigen Wohnungsbauinvestitionen kommt insbesondere eine nur noch schwache Ausweitung der privaten Konsumausgaben hinzu. Im zweiten Halbjahr 2008 dürften die privaten Wohnungsbauinvestitionen und der private Konsum wieder leicht anziehen, nicht zuletzt aufgrund der dann wieder expansiv wirkenden Geldpolitik. Der niedrige Dollarkurs wird weiterhin die Exporte begünstigen, so dass der Außenbeitrag nach wie vor stützend wirkt. Für das Jahr 2008 ist zudem zu erwarten, dass

⁷ Eine Rezession wird in der Regel näherungsweise als zwei aufeinander folgende Quartale mit negativen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts beschrieben.

die Finanzpolitik in Anbetracht der anstehenden Wahlen leicht expansiv ausgerichtet sein wird. Der Zuwachs der Investitionen in Ausrüstungen und Software wird mit nachlassender Dynamik des privaten Konsums zurückgehen. Die Absatz- und Ertragsersparungen werden sich aber nicht zuletzt aufgrund günstiger Exportaussichten wohl nicht so weit verschlechtern, dass es zu einem größeren Einbruch im Bereich der Unternehmensinvestitionen kommt.

Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,9	2,2	1,8	2,2
Inlandsnachfrage ^b	2,8	1,6	1,1	1,9
Privater Verbrauch	3,1	2,8	1,0	1,7
Staatsnachfrage	1,8	2,0	2,5	2,2
Anlageinvestitionen	2,4	-2,4	-0,6	2,7
Ausrüstungen und Software	5,9	1,4	2,3	3,0
Gewerbliche Bauten	8,4	12,4	6,5	3,3
Wohnungsbau	-4,6	-16,4	-11,5	1,4
Lagerinvestitionen ^c	0	-0,3	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,1	0,6	0,7	0,2
Exporte	8,4	8,3	9,9	7,2
Importe	5,9	2,2	3,1	4,1
Verbraucherpreise	3,2	2,7	2,3	2,3
Arbeitslosenquote ^d	4,6	4,6	5,0	4,8
Leistungsbilanzsaldo ^e	-6,2	-5,7	-5,5	-5,4
Budgetsaldo des Bundes ^e	-1,6	-1,1	-1,4	-1,0

^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: US Department of Commerce (2007); US Department of Labor (2007a, 2007b); US Department of the Treasury (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

Aufgrund des starken dritten Quartals erhöhen wir unsere Prognose für das laufende Jahr auf einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,2 Prozent (Tabelle 2). Im Jahr 2008 wird die Produktion um 1,8 Prozent zulegen.⁸ Die im zweiten Halbjahr 2008 einset-

⁸ Die Prognose für das Jahr 2008 lassen wir somit trotz der etwas pessimistischeren Aussichten unverändert. Dies hängt damit zusammen, dass der statistische Überhang aufgrund der kräftigen Zuwachsrate im dritten Quartal 2007 deutlich größer ausfallen wird.

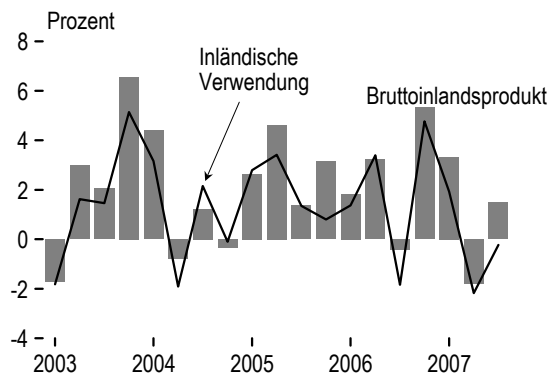
zende allmähliche konjunkturelle Erholung wird sich im Jahr 2009 fortsetzen. Wir rechnen aber damit, dass das Bruttoinlandsprodukt mit 2,2 Prozent abermals deutlich langsamer zunimmt als das Produktionspotential. Die Verbraucherpreise werden nach 2,7 Prozent in diesem Jahr in den kommenden beiden Jahren mit jeweils 2,3 Prozent etwas schwächer zunehmen.

Mäßige konjunkturelle Dynamik in Japan

In Japan büßte die Konjunktur im Jahr 2007 deutlich an Fahrt ein. Die Inlandsnachfrage ging im Verlauf des Sommerhalbjahrs sogar zurück (Abbildung 15). Während der private Konsum angesichts schwacher Realeinkommenszuwächse nur noch in moderatem Tempo zulegen konnte, nahmen die Investitionen zeitweise sogar deutlich ab. Maßgeblich war hier neben der fortgesetzten deutlichen Rückführung der öffentlichen Investitionen ein Einbruch beim Wohnungsbau (Abbildung 16), der mit geänderten Vorschriften zur Sicherstellung der Erdbebensicherheit der Gebäude zusammenhängt.⁹ Die Unternehmensinvestitionen zogen hingegen nach der Jahresmitte wieder an. Die Investitionspläne der Unternehmen wurden im Verlauf des Jahres erheblich nach oben revidiert, wobei die rege Exportnachfrage, die zu hohen Gewinnen und einer zunehmenden Auslastung industrieller Kapazitäten führte, eine wesentliche Rolle gespielt haben dürfte. Der Zuwachs

⁹ Als Reaktion auf das Bekanntwerden von betrügerischen Angaben von Baufirmen über die Erdbebensicherheit ihrer Konstruktionen in den Jahren 2005 und 2006 wurde eine Revision des Genehmigungsverfahrens vorgenommen, die Mitte 2007 in Kraft trat. Sie führt zu einer erheblichen Verlängerung und Verteuerung des Genehmigungsprozesses. Unsicherheit über die Ausgestaltung der Regulierungen führte zu einem starken Rückgang der Baubeginne im Frühjahr. Probleme bei der Umsetzung der neuen Vorschriften verschärften den Einbruch im Sommer weiter.

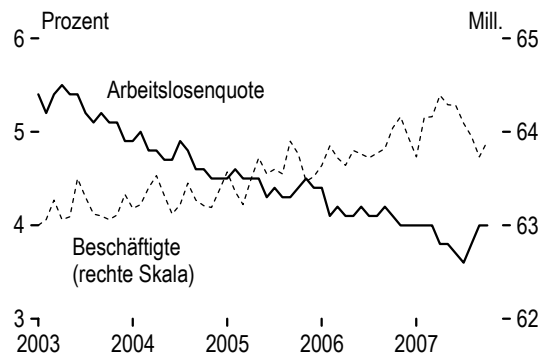
Abbildung 15:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2003–2007^a



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

Quelle: Cabinet Office (2007).

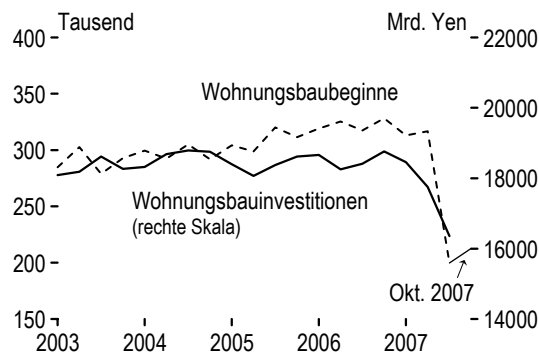
Abbildung 17:
Arbeitsmarkt in Japan 2003–2007^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: OECD (2007b).

Abbildung 16:
Wohnungsbaubeginne und reale Wohnungsbauminvestitionen in Japan 2003–2007^a



Quelle: Cabinet Office (2007); Ministry of Land Infrastructure and Transport (2007); eigene Berechnungen.

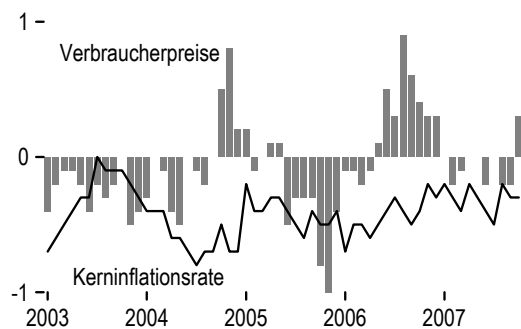
des realen Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal um 1,5 Prozent (laufende Jahresrate) war ausschließlich der Zunahme des Außenhandelsüberschusses zu verdanken, zu dem es infolge eines kräftigen Anstiegs der Exporte, vor allem in den asiatischen Raum, kam.

Die geringere konjunkturelle Dynamik spiegelte sich auch am Arbeitsmarkt, wo die Beschäftigung im Jahresverlauf in der Tendenz gefallen ist und die Arbeitslosenquote sich zuletzt wieder erhöhte (Abbildung 17). Auch hat die Zahl der offenen Stellen abgenommen, und das Verhältnis von Stellenangeboten zu Bewerber-

bungen, das gemeinhin als guter Indikator für Situation am Arbeitsmarkt gilt, ist gesunken. In der Folge konnten die Beschäftigten kaum Lohnerhöhungen durchsetzen. Da die Durchschnittslöhne infolge des Ausscheidens zahlenmäßig starker, hoch bezahlter älterer Jahrgänge strukturell ohnehin unter Druck sind, nahmen die Lohneinkommen insgesamt nur wenig zu.

Vor diesem Hintergrund lässt ein Anstieg der Preise auf Verbraucherebene trotz kräftig zulegender Importpreise und spürbar steigender Produzentenpreise weiter auf sich warten (Abbildung 18). Im Herbst lag der Verbraucherpreisindex zwar geringfügig höher als ein Jahr zuvor, doch war dies ausschließlich einem Anstieg der Nahrungsmittel- und der Kraftstoffpreise geschuldet; die Kernrate der Inflation ist nach wie vor negativ. Da sich gleichzeitig die konjunkturellen Aussichten eingetrübt haben, verzichtete die Bank von Japan darauf, die Leitzinsen weiter zu erhöhen. Der Zielsatz für Tagesgeld liegt seit Februar 2007 bei 0,5 Prozent. Der geldpolitische Rat der Zentralbank strebt zwar grundsätzlich weiter eine Normalisierung der Geldpolitik an, da er bei dem immer noch extrem niedrigen Zinsniveau eine Fehlallokation von Kapital befürchtet und die Anreize für internationale Zinsarbitragegeschäfte (so genannte *carry trades*) verringern möchte; er hat seine Straffungsabsicht in der letzten Sitzung beibehalten. Angesichts der nur mäßigen Dynamik der Binnennachfrage, zunehmender welt-

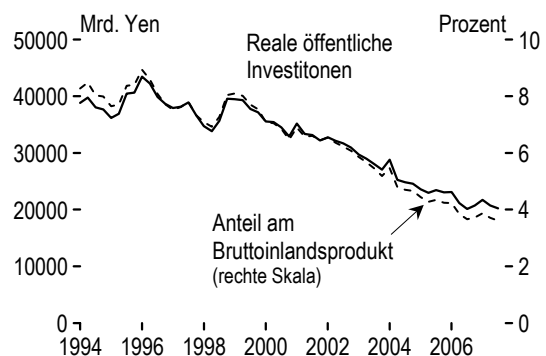
Abbildung 18:
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Statistical Bureau of Japan (2007).

Abbildung 19:
Öffentliche Investitionen in Japan 1994–2007



Quelle: Cabinet Office (2007); eigene Berechnungen.

wirtschaftlicher Konjunkturrisiken und der höheren Bewertung des Yen wird die Notenbank aber wohl auch in den kommenden Monaten eine abwartende Haltung einnehmen. Erst gegen Ende des Jahres 2008 dürfte sie angesichts eines dann vermutlich wieder robusteren konjunkturellen Umfeldes damit fortfahren, ihre Zinsen zu erhöhen. Dies wird jedoch weiter sehr allmählich geschehen; wir rechnen nicht damit, dass die Geldmarktzinsen im Prognosezeitraum deutlich über 1 Prozent steigen.

Die Finanzpolitik steht nach wie vor der Aufgabe gegenüber, die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren und das Anwachsen des Schuldenberges, der inzwischen eine Größenordnung von 180 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreicht hat, zu beenden. Im Jahr 2007 hat sie auf diesem Weg Fortschritte gemacht; das strukturelle Defizit, bereinigt um Einmaleffekte, ist infolge der Beendigung von Steuererleichterungen bei der Einkommensteuer und einer anhaltend restriktiven Ausgabenpolitik um schätzungsweise 0,8 Prozentpunkte auf knapp 4 Prozent gesunken. Auch für das kommende Jahr ist nach den Haushaltsplanungen wieder eine Rückführung der diskretionären Ausgaben vorgesehen. Allerdings werden die öffentlichen Investitionen wohl nicht mehr so rasch sinken wie in den vergangenen Jahren. Zum einen ist ihr Niveau inzwischen im historischen Vergleich niedrig (Abbildung 19), zum anderen dürfte die Regierung im Vorfeld einer für das Frühjahr zu

erwartenden Neuwahl des Parlaments bei Infrastrukturprojekten – insbesondere im ländlichen Raum – großzügig sein. Nennenswerte Steueranhebungen sind bislang nicht vorgesehen. So dürfte die Finanzpolitik im kommenden Jahr, wie auch im Jahr 2009, wohl nur noch leicht restriktiv ausgerichtet sein. Das Budgetdefizit wird infolge des Fortfalls defizitmindernder Einmalmaßnahmen leicht steigen.

Die Perspektiven für die Konjunktur in Japan haben sich auf kurze Sicht eingetrübt. Auch wenn die japanischen Banken nur wenig in Wertpapiere investiert haben, die mit minderwertigen amerikanischen Hypotheken besichert sind, ist die japanische Wirtschaft von der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten doch indirekt betroffen. Einmal dürften die Impulse aus dem Ausland im Gefolge der schwächeren Weltkonjunktur nachlassen. Zudem hat der Yen im Verlauf der Finanzmarkturbulenzen gegenüber dem US-Dollar um 10 Prozent aufgewertet; real und effektiv erhöhte sich der Wert des Yen seit dem Sommer um schätzungsweise 8 Prozent. Schließlich wirkt der deutliche Fall der Aktienkurse, zu dem es nach dem Sommer gekommen ist, dämpfend. Hinzu treten hausgemachte Probleme wie die Schwierigkeiten im Wohnungsbau – die Probleme bei der Umsetzung des neuen Genehmigungsverfahrens dürften noch eine Weile anhalten – und die schwache Entwicklung der Arbeitseinkommen, die den privaten Verbrauch dämpft. So dürfte die

gesamtwirtschaftliche Produktion bis weit in das kommende Jahr hinein nur in mäßigem Tempo zunehmen; das reale Bruttoinlandsprodukt wird im Jahresdurchschnitt wohl nur noch um 1,1 Prozent zulegen, nach 1,9 Prozent im zu Ende gehenden Jahr (Tabelle 3). Im Jahr 2009 wird die Konjunktur nicht zuletzt dank einer neuerlichen Belebung der Auslandsnachfrage wieder an Schwung gewinnen. Wir rechnen mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,7 Prozent, eine Rate, die in etwa dem Wachstum des Produktionspotentials entsprechen dürfte. Vor dem Hintergrund einer zunächst flauen konjunkturellen Entwicklung wird sich die Inflation im Prognosezeitraum wohl nicht deutlich beschleunigen. Die Arbeitslosigkeit verändert sich voraussichtlich wenig.

Tabelle 3:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,4	1,9	1,1	1,7
Inlandsnachfrage ^b	1,6	0,9	0,8	1,5
Privater Verbrauch	2,0	1,6	1,2	1,4
Staatskonsum	-0,4	0,6	1,1	1,2
Anlageinvestitionen	1,4	-0,4	-0,6	2,0
Unternehmensinvestitionen	4,3	1,8	0,9	2,9
Wohnungsbau	0,9	-7,5	-5,4	3,4
Öffentliche Investitionen	-7,6	-6,6	-3,1	-3,3
Lagerinvestitionen ^c	0,1	-0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag ^c	0,8	0,9	0,4	0,2
Exporte	9,6	7,7	3,9	3,8
Importe	4,6	1,9	2,1	3,4
Verbraucherpreise	0,2	0,0	0,2	0,2
Arbeitslosenquote ^d	4,1	4,0	4,0	3,8
Leistungsbilanzsaldo ^e	4,0	4,8	5,2	5,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^e	-2,4	-3,5	-3,3	-3,0

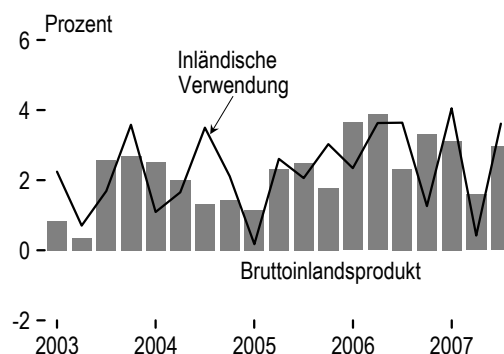
^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Cabinet Office (2007); OECD (2007a, 2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Konjunkturdelle im Euroraum

Der Aufschwung im Euroraum hat sich im Verlauf des Jahres 2007 in etwas abgeschwächtem Tempo fortgesetzt. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt im Verlauf des ersten Halbjahrs mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent etwa so stark wie das Produktionspotential gestiegen war, nahm die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im dritten Quartal bei einem Zuwachs der Produktion um 2,9 Prozent (laufende Jahresrate) wieder deutlich zu (Abbildung 20). Haupttriebkräfte der Expansion waren die Investitionen und die Exporte, während der private Konsum in etwas verlangsamtem Tempo zunahm. Ausschlaggebend für die Abschwächung beim Konsum war die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland; im übrigen Euroraum expandierten die Ausgaben der privaten Haushalte in wenig verändertem Tempo (Abbildung 21). Allerdings spricht vieles dafür, dass die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal nur noch verhalten zugenommen hat. So haben sich Geschäftsklima und Verbrauchervertrauen seit Mitte des Jahres deutlich verschlechtert (Abbildung 22), die Auftragseingänge in der Industrie neigten zuletzt ebenso zur Schwäche wie die Industrieproduktion.

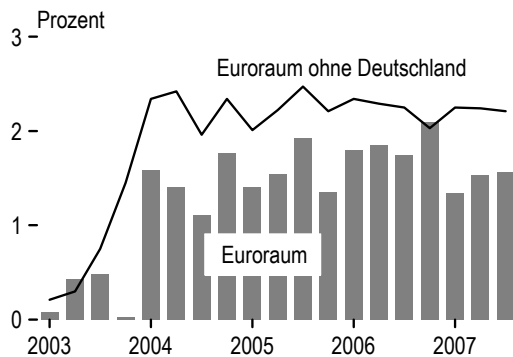
Abbildung 20:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2003–2007^a



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

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

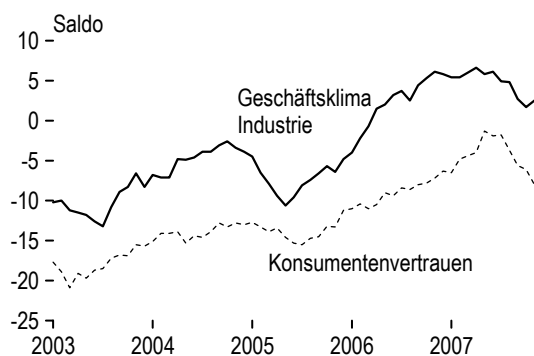
Abbildung 21:
Privater Konsum im Euroraum und im Euroraum ohne Deutschland 2003-2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

Abbildung 22:
Stimmungsindikatoren in Euroland 2003-2007^a



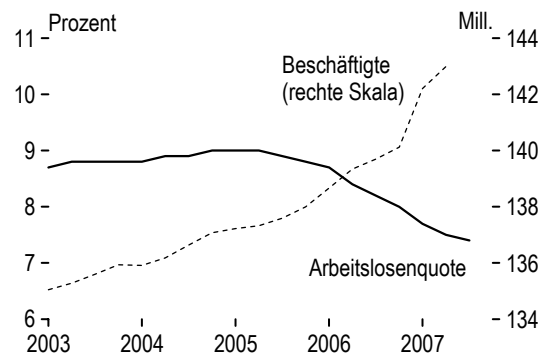
^aSaisonbereinigt.

Quelle: Europäische Kommission (2007).

Positiv entwickelt hat sich bis zuletzt der Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote sank im November auf 7,2 Prozent; Ende 2006 hatte sie noch bei 8 Prozent gelegen (Abbildung 23).¹⁰ Die Zahl der Beschäftigten expandierte im Jahresverlauf kräftig und dürfte im Jahr 2007 ihr

¹⁰ Die Daten für die Arbeitslosenquote im Euroraum haben sich aufgrund einer Standardisierung der Methodik deutlich verändert. Das Niveau der Arbeitslosigkeit erhöhte sich vor allem für die vergangenen drei Jahre deutlich, um durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte gegenüber den zuvor veröffentlichten Werten. Dies war ganz überwiegend durch eine Revision der deutschen Arbeitsmarktstatistik bedingt (EZB 2007a: 56-59).

Abbildung 23:
Arbeitsmarkt im Euroraum 2003-2007^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2007).

Vorjahresniveau um rund 1,5 Prozent übersteigen. Bislang hat die günstige Beschäftigungsentwicklung nur eine moderate Beschleunigung des Lohnkostenauftriebs zur Folge gehabt. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich um wenig mehr als 2 Prozent, die nominalen Lohnstückkosten stiegen mit einer Rate von reichlich 1 Prozent weiterhin verhalten. Offenbar ist die strukturelle Arbeitslosigkeit im Euroraum spürbar gesunken. Auch erhöhte sich das Arbeitskräftepotential aufgrund einer Zunahme der Erwerbsbeteiligung, vor allem von Frauen und älteren Erwerbspersonen. Nur in wenigen Ländern – beispielsweise in den Niederlanden – scheint der Arbeitsmarkt bereits so angespannt zu sein, dass mit erheblich höheren Lohnabschlüssen zu rechnen ist. In den großen Ländern zeichnet sich eine solche Entwicklung noch nicht ab.¹¹ In Spanien und in Irland dürfte sich die Arbeitsmarktlage sogar allmählich entspannen, nachdem die Baukonjunktur dort ihren Höhepunkt überschritten hat. Alles in allem wird sich der Lohnanstieg im Euroraum im Prognosezeitraum zwar etwas beschleunigen, er wird sich aber nach wie vor in einem Rahmen

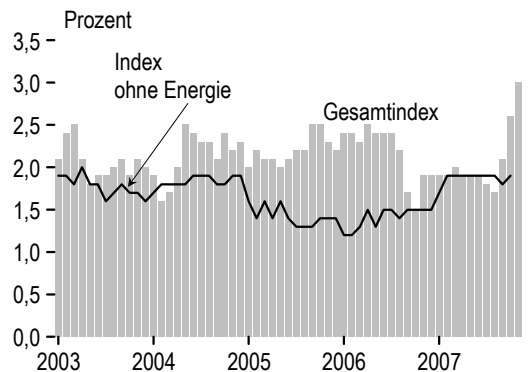
¹¹ In Deutschland hat sich der Lohnanstieg in diesem Jahr zwar merklich beschleunigt, und für 2008 und 2009 ist ein noch etwas höherer Lohnzuwachs zu erwarten. Da die Jahre zuvor jedoch von einer ausgeprägten Lohnzurückhaltung gekennzeichnet waren, ist die Entwicklung immer noch als stabilitätsgerecht einzuschätzen (Boss et al. 2007).

bewegen, der mit dem Stabilitätsziel der EZB vereinbar ist.

Die EZB hat angesichts der Unsicherheit über die Auswirkungen der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im September auf eine Zinserhöhung verzichtet, auf die sie die Märkte bereits vorbereitet hatte. Anders als vielfach erwartet, hat sich die Situation an den Finanzmärkten bis zuletzt nicht entspannt. Zwar erholten sich die Aktienkurse weitgehend wieder, doch der Geldmarkt ist von normalen Verhältnissen nach wie vor weit entfernt. Immer noch müssen Banken für Dreimonatsgeld gegenüber dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB einen deutlich erhöhten Zinsaufschlag zahlen, sofern sie überhaupt Liquidität am Interbankenmarkt erhalten. Die bislang vorliegenden Informationen deuten darauf hin, dass die Kreditvergabe von den Banken seit dem Sommer restriktiver gehandhabt wird; so haben sie die Kreditvergabestandards ausweislich des Bank Lending Survey der EZB deutlich angezogen. Auch sind die Kreditzinsen offenbar etwas gestiegen. Wieweit die Finanzierungsmöglichkeiten von Haushalten und Unternehmen davon beeinträchtigt worden sind, lässt sich freilich noch nicht verlässlich abschätzen. Vor diesem Hintergrund hat die EZB bislang eine abwartende Position eingenommen.

Während sich die Konjunkturrisiken infolge der Finanzmarktprobleme und der Aufwertung des Euro erhöht haben, sind auch die Gefahren für die Preisniveaustabilität nach wie vor beträchtlich. Dies wird von der EZB in ihrer Kommunikation mit den Märkten immer wieder hervorgehoben (Kasten 2). Die aktuelle Inflationsrate von 3,0 Prozent (Abbildung 24) ist zwar auch das Resultat eines Basiseffekts – im Vergleichsmonat des Vorjahres war das Preisniveau infolge rückläufiger Ölpreise gesunken – und einer einmaligen Preisniveauerhöhung durch die Mehrwertsteueranhebung und die Einführung von Studiengebühren in Deutschland. Sie überzeichnet von daher die zugrunde liegende Preisdynamik. Aber eine reichliche Liquiditätsausstattung – die Geldmenge M3 und das Kreditvolumen expandieren nach wie vor –

Abbildung 24:
Verbraucherpreise in Euroland 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

mit zweistelligen Raten – sowie die im Jahresverlauf gestiegene gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung, welche die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen vergrößert hat, deuten auf Inflationsrisiken hin. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz in den kommenden Monaten unverändert lässt.

Um eine Vorstellung über das weitere Vorgehen der EZB zu gewinnen, haben wir eine Reaktionsfunktion verwendet, die die Zinsentwicklung in Abhängigkeit von der erwarteten Inflation und der Produktionslücke in der Vergangenheit sehr genau beschreibt.¹² Allerdings ist es in der gegenwärtigen Situation erforderlich, die von uns bislang verwendete Gleichung geringfügig zu modifizieren, weil die Verwerfungen am Geldmarkt, die seit dem dritten Quartal des laufenden Jahres zu beobachten sind, nicht durch das Modell beschrieben werden können. Aus diesem Grund haben wir die Spezifikation der Gleichung um eine (Impuls-) Dummy-Variable erweitert, die im dritten Quartal 2007 den Wert 1 und sonst den Wert 0

¹²Für eine genauere Beschreibung der verwendeten Daten vgl. auch Gern et al. (2006: Kasten 1).

Kasten 2:

Zentralbankkommunikation in Zeiten erhöhter Unsicherheit

Als wichtiger Akteur in der Wirtschaft des Euroraums wird die Europäische Zentralbank (EZB) von den Finanzmärkten und von der Öffentlichkeit genau beobachtet. Von den vielen Kommunikationsinstrumenten, die der EZB zur Verfügung stehen, werden die Ausführungen des EZB-Rats, die nach jeder Entscheidung über die Veränderungen des Leitzsatzes vom Zentralbankpräsidenten vorgestellt werden, am meisten beachtet. Die Akteure an den Finanzmärkten versuchen, diesen Darstellungen Hinweise über zukünftige Zinsentscheidungen zu entnehmen.

Über die Jahre haben die Marktteilnehmer damit begonnen, bestimmte Schlüsselwörter mit Absichten über künftige Zinsentscheidungen zu assoziieren (vgl. Rosa und Verga 2005). Ein prominentes Beispiel sind die Formulierungen *vigilant* oder *strong vigilance* im Zusammenhang mit der Einschätzung der Preisentwicklung durch die EZB. Deren Verwendung wird dahingehend interpretiert, dass eine Zinserhöhung unmittelbar bevorsteht. Bestärkt wurden Zinserhöhungserwartungen, wenn die EZB erklärte, ihre Geldpolitik sei „*accommodative*“ oder „*on the accommodative side*“.

Seit den Ausführungen am 4. Oktober 2007 müssen sich die Finanzmärkte auf ein neues Vokabular einstellen. Die EZB erklärte, dass sie bereit sei, den Risiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken (*ready to counter upside risks to price stability*). Könnte es sein, dass diese Formulierung den Begriff *vigilance* ersetzt und somit weitere Zinserhöhungen ankündigt? Indizien hierfür ergeben sich aus einem Vergleich der Ausführungen des EZB-Rats vom Oktober und November/Dezember. Während man im Oktober lesen konnte „*the information that has become available has confirmed that the medium-term outlook for price stability remains subject to upside risks*“, wurden im November bzw. Dezember die Vermerke „*fully confirms*“ (EZB 2007c) bzw. „*has fully confirmed*“ (EZB 2007d) eingefügt.

Allerdings sprechen vier Gründe gegen weitere Zinsanhebungen in der näheren Zukunft. (1) Die EZB hat vor dem Hintergrund der Kreditmarkturbulenzen ihren vorherigen Zinserhöhungskurs während der jüngsten vier Zinsentscheidungstermine ausgesetzt und außerdem klar gemacht, dass sie angesichts der erhöhten Unsicherheit (*heightened uncertainty*) einen abwartenden Kurs eingeschlagen hat.^a (2) Die EZB hat wie oben erwähnt den Ausdruck „*monetary policy is still on the accommodative side*“ nicht mehr verwendet, der vorher in jedem Statement seit November 2005 auftauchte.^b (3) Der Dreimonatssatz am Geldmarkt, zu dem sich Banken gegenseitig Liquidität bereitstellen, weist noch immer einen ungewöhnlich hohen Risikoaufschlag über den maßgeblichen Leitzatz auf; dies wirkt im Prinzip wie eine restriktivere Geldpolitik. Die EZB bezeichnet diese Entwicklung als „*tensions*“ und hat immer wieder klar gemacht, dass sie bereit steht, diesen Verspannungen entgegen zu wirken. (4) Die Finanzmärkte erwarten, dass die EZB den maßgeblichen Leitzins in den nächsten Monaten bei 4 Prozent belassen wird, ablesbar an den Preisen der Futures. Dies impliziert, dass es für die EZB schwierig wird, von diesen Erwartungen abzuweichen, sollte es keine neuen Informationen geben.

Es ist daher wichtig zu verstehen, welche Rolle die verstärkte Unsicherheit an den Finanzmärkten für die Änderung des Vokabulars gespielt hat. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die EZB nie eine genaue, beabsichtigte Interpretation der in den Ausführungen benutzten Ausdrücke kommuniziert hat.^c Derzeit müssen die Marktteilnehmer also erst lernen, was die geänderte Wortwahl des EZB-Rats hinsichtlich dessen Einschätzung der Lage bedeutet. Gerade in Zeiten erhöhter Unsicherheit sollte eine Zentralbank aber sicherstellen, dass sie von den Finanzmärkten auf Anhieb richtig verstanden wird.

Für eine effektive Geldpolitik ist es sicherlich von Vorteil, dass die EZB in der Lage ist, die öffentlichen Erwartungen zu beeinflussen; und dies ist sicherlich eine Folge ihrer hohen Glaubwürdigkeit. Allerdings ist es in gleichem Maße wichtig, die Glaubwürdigkeit zu erhalten wie sie zu erlangen. Da die EZB eine große Glaubwürdigkeit aufgebaut hat und ihre Kommunikation effektiv ist, können schon kleine Kommunikationsfehler große ungewollte Wirkungen entfalten. Aus diesem Grund ist es möglich, dass die EZB sich gerade in unsicheren Zeiten nicht durch ihre Kommunikation festlegen möchte und aus diesem Grund seit dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen auf den Gebrauch der schon mit relativ eindeutigen Interpretationen belegten Schlüsselwörter der Vergangenheit verzichtet hat. Dadurch erhofft sie sich, alle Optionen offenzuhalten, um flexibel auf neue Informationen reagieren zu können, ohne dass sich die Finanzmärkte im Vorfeld schon mit zu hoher Wahrscheinlichkeit auf ein bestimmtes Szenario festgelegt hätten. Nichtsdestotrotz sollte sie in ihren Kommunikationen dafür sorgen, dass ihre Wortwahl von der Öffentlichkeit nicht auf fundamentale Weise interpretiert wird, als sie es beabsichtigt.

^aIn den Ausführungen zur Sitzung vom 6. Dezember 2007 heißt es zum Beispiel: „*However, the reappraisal of risk in financial markets is still evolving and is accompanied by continued uncertainty about the potential impact on the real economy. We will therefore monitor very closely all developments.*“ — ^bDer maßgebliche Leitzinssatz wurde in diesem Zeitraum kontinuierlich von 2 Prozent (November 2005) auf 4 Prozent (Juni 2007) erhöht. — ^cDer Zentralbankpräsident hat allerdings öffentlich bestätigt, dass das Wort *vigilant* wohl „*de facto, great signaling value*“ hat (vgl. EZB 2007b).

annimmt.¹³ Aus der Schätzung folgt, dass der Geldmarktzins nach den makroökonomischen Fundamentaldaten (Inflationserwartungen, Produktionslücke) im Prognosezeitraum knapp über 4,0 Prozent liegen dürfte (Abbildung 25).¹⁴ Wir legen unserer zentralen Prognose deshalb einen bis Ende 2009 unveränderten Leitzins zugrunde. Allerdings haben sich die durch die Finanzmarkturbulenzen erhöhten Risikoprämien bislang noch nicht zurückgebildet, und wir rechnen damit, dass das Dreimonatsgeld auch im ersten Halbjahr des kommenden Jahres noch rund 4,5 Prozent kostet. Wir rechnen damit, dass sich die Lage zur Jahresmitte 2008 normalisieren wird. Sollte dies nicht der Fall sein, ist es wahrscheinlich, dass die EZB mit einer leichten Zinssenkung reagieren wird, um den effektiven Zins, mit dem die Banken konfrontiert sind, auf das fundamental gerechtfertigte Niveau zu bringen. Sollte sich darüber hinaus die konjunkturelle Expansion im Euroraum spürbar stärker abschwächen als von uns erwartet, würde die EZB das Zinsniveau wohl sogar deutlich senken.

Die Finanzpolitik im Euroraum war im Jahr 2007 merklich restriktiv ausgerichtet. Das strukturelle Defizit im konsolidierten Staatshaushalt dürfte um nahezu 0,5 Prozentpunkte

¹³ Es ergibt sich folgende Schätzgleichung:

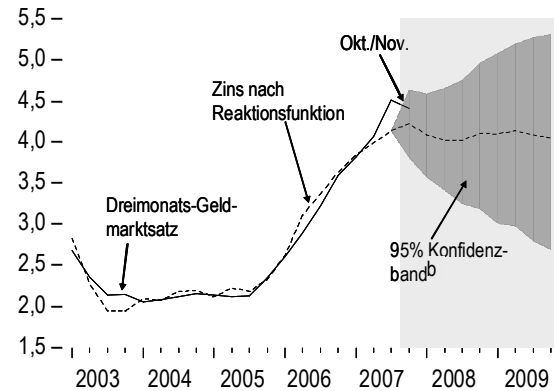
$$i_t = 0,64 \left[i_{t-1} - 0,37 D_t^{07Q3} \right] + (1 - 0,64) \left[0,77 \Delta y_t^* + \pi^* + 2,56 (E_t \pi_{t+4} - \pi^*) + 1,10 (y_t - y_t^*) \right] + 0,37 D_t^{07Q3} + \hat{\varepsilon}_t$$

(10,5) (6,5) (14,9) (3,1) (5,9) (6,5)

wobei i_t den Dreimonats-Geldmarktzins, Δy_t^* den zeitvariablen Anstieg des Produktionspotentials, π_t^* die Zielinflationsrate der EZB (die wir auf 1,9 Prozent setzen), $E_t \pi_{t+4}$ die Inflationserwartung über vier Quartale, $y_t - y_t^*$ die Produktionslücke, D_t^{07Q3} die Dummy-Variable und $\hat{\varepsilon}_t$ das Residuum der Gleichung bezeichnet.

¹⁴ Da die Zinsgleichung vorausschauende Inflationserwartungen enthält, ist die Prognose für 2009 bedingt durch die erwarteten Inflationsraten für das Jahr 2010. Wir haben hier für 2010 Inflationsraten von 2,1 Prozent für das erste Halbjahr und 2,0 Prozent für das zweite Halbjahr unterstellt.

Abbildung 25:
Zinsentwicklung im Euroraum^a 2003–2009



^aZinssatz für Dreimonatsgeld (EURIBOR). — ^bErmittelt über Bootstrap-Simulation.

Quelle: EZB (2007a); eigene Berechnungen und Prognosen.

zurückgegangen sein. Besonders deutlich sank es in Deutschland, Italien und Portugal, während sich der strukturelle Haushaltssaldo, gemessen am Bruttoinlandsprodukt in den Niederlanden und in Irland, wohl um mehr als einen Prozentpunkt verschlechtert hat. Darüber hinaus ergaben sich konjunkturell bedingt Mehreinnahmen und Minderausgaben, so dass sich das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt wohl von 1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 0,8 Prozent verringerte. Für das kommende Jahr und für 2009 erwarten wir ein etwas höheres Haushaltsdefizit (Tabelle 4). Die Politik in Deutschland und Italien legt nach Jahren der Rückführung des strukturellen Defizits eine Konsolidierungspause ein, und die Finanzpolitik in Frankreich ist 2008 sogar merklich expansiv ausgerichtet.

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum haben sich in den vergangenen Monaten verschlechtert. Die vorlaufenden Indikatoren, etwa der EUROFRAME-Indikator (Abbildung 26) deuten auf eine schwächere Expansion der wirtschaftlichen Aktivität hin. Die monetären Rahmenbedingungen haben sich mit dem Anziehen der Geldmarktzinsen und der deutlichen Aufwertung des Euro spürbar verschlechtert. Gleichzeitig haben sich auch die Perspektiven für die Auslandskonjunktur eingetrübt, so dass mit einer deutlichen Verringerung des Exportanstiegs zu rechnen ist. Schließ-

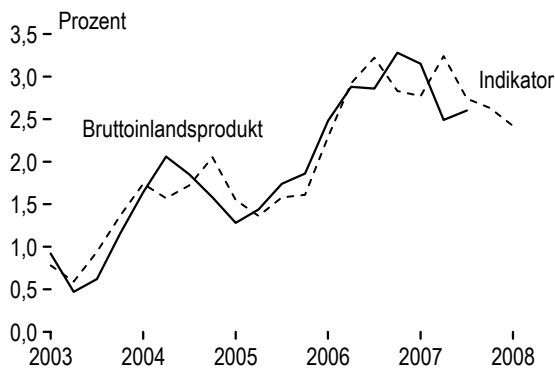
Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,8	2,6	1,9	2,1
Inlandsnachfrage ^b	2,5	2,3	2,1	2,0
Privater Verbrauch	1,9	1,5	1,8	1,9
Staatsverbrauch	1,9	2,1	2,1	2,0
Anlageinvestitionen	5,2	4,8	1,9	2,7
Vorratsveränderungen ^{c,d}	-0,1	0,0	0,1	0,0
Außenbeitrag ^d	0,2	0,4	-0,1	0,1
Exporte ^b	7,9	6,5	3,9	4,2
Importe ^b	7,6	5,8	4,3	4,1
Verbraucherpreise ^e	2,2	2,3	2,7	2,3
Arbeitslosenquote ^f	8,3	7,8	7,5	7,3
Leistungsbilanzsaldo ^g	0,0	0,1	-0,3	-0,4
Budgetsaldo ^g	-1,5	-0,8	-1,1	-1,0

^aPrognose. — ^bReal, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cPrivater Sektor. — ^dBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^eHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

Abbildung 26:
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2003–2008^{a,b}



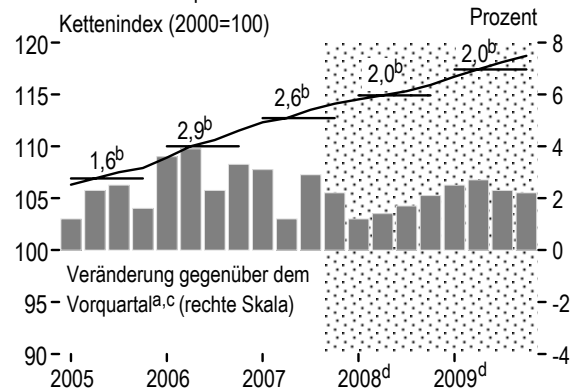
^aReal. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2007); EUROFRAME (2007a).

lich hat die monetäre Straffung der vergangenen zwei Jahre die Wohnungsbauaktivität, die in einer Reihe von Ländern bis in das laufende Jahr hinein sehr kräftig expandiert hatte, gebremst. Der Produktionsanstieg dürfte in den

kommenden Quartalen zwar hinter dem Potentialwachstum zurückbleiben, ein Abgleiten in eine Rezession erwarten wir jedoch nicht. So dürfte der private Konsum angesichts weiter deutlich zunehmender real verfügbarer Einkommen nur wenig an Fahrt verlieren, und auch die Unternehmensinvestitionen werden vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung und einer hohen Liquidität im Unternehmenssektor aufwärts gerichtet bleiben. Gegen Ende des kommenden Jahres dürfte die Konjunktur dank des Abklingens der restriktiven Wirkungen der Aufwertung – für den Prognosezeitraum sind konstante Wechselkurse unterstellt – wieder etwas Fahrt aufnehmen, die Expansion wird aber auch 2009 wohl nur eine mäßige Dynamik entfalten (Abbildung 27). Im Ergebnis dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt 2008 und 2009 um jeweils 2 Prozent zulegen (Tabelle 5). Die Arbeitslosigkeit wird sich bei dieser Entwicklung nur noch verringern. Die Inflationsrate geht im Verlauf des kommenden Jahres zwar deutlich zurück, sie bleibt aber im Jahresdurchschnitt mit 2,3 Prozent über der Marke von 2 Prozent und fällt 2009 nur wenig darunter.

Abbildung 27:
Reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2005–2009^a



^aLaufende Jahresrate. — ^bUrsprungswerte. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2007 IV: Prognose.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2007, 2008 und 2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e
Deutschland	20,1	2,6	1,9	1,6	2,1	2,2	1,9	8,0	7,6	7,3
Frankreich	15,5	2,0	1,7	1,9	1,6	2,0	1,7	8,7	8,2	8,0
Italien	12,7	1,7	1,2	1,5	2,0	2,2	1,7	6,0	5,8	5,6
Spanien	8,4	3,7	2,6	2,5	2,8	3,2	2,6	8,1	8,3	8,5
Niederlande	4,6	2,9	2,3	2,2	1,7	2,0	2,1	3,1	2,9	2,6
Belgien	2,7	2,4	1,8	2,0	1,8	2,1	1,8	7,5	7,3	7,0
Griechenland	2,2	3,8	3,0	2,9	2,8	3,1	3,0	8,5	8,0	7,7
Österreich	1,4	3,2	2,2	2,3	2,1	2,4	1,8	4,3	4,1	4,0
Irland	2,1	5,1	4,0	4,5	2,8	2,3	2,0	4,5	5,0	5,2
Finnland	1,3	4,3	3,2	3,4	1,5	2,0	2,2	6,7	6,4	6,1
Portugal	1,5	1,7	1,8	2,0	2,5	2,5	2,2	8,0	7,9	7,6
Luxemburg	0,3	5,0	4,0	4,0	2,5	3,0	2,8	4,7	4,4	4,2
Slowenien	0,3	5,2	4,5	4,8	3,5	3,5	3,7	5,0	4,6	4,4
Vereinigtes Königreich	16,3	3,0	1,7	2,3	2,3	2,1	2,0	5,5	5,7	5,5
Schweden	2,6	3,5	2,6	2,8	1,7	2,3	2,5	6,1	5,9	5,7
Dänemark	1,9	1,9	1,4	1,5	1,9	2,4	2,3	3,0	2,8	2,7
Polen	2,3	6,3	5,5	5,3	2,4	3,3	3,0	9,5	7,5	6,8
Tschechien	1,0	5,7	5,0	5,0	2,6	4,0	3,0	6,0	5,5	5,2
Ungarn	0,8	2,0	3,0	4,0	7,7	4,2	3,5	7,3	7,1	6,8
Rumänien	0,8	8,5	7,0	6,0	4,8	5,5	5,5	7,1	6,9	6,7
Slowakei	0,4	8,8	7,2	6,5	2,7	3,0	2,8	11,2	9,5	8,8
Litauen	0,2	9,0	6,8	6,0	5,9	6,8	6,5	4,2	4,0	4,0
Bulgarien	0,2	6,5	6,0	6,0	7,5	8,8	6,5	7,5	6,8	6,3
Zypern	0,1	3,8	3,5	4,0	2,2	2,3	2,1	4,3	4,1	3,9
Lettland	0,1	10,7	8,5	6,0	9,8	11,0	8,0	5,8	5,5	5,5
Estland	0,1	8,0	6,5	6,5	6,5	7,0	5,5	4,9	4,8	4,7
Malta	0,0	3,0	2,8	3,0	1,0	2,0	2,0	6,8	6,6	6,5
Europäische Union	100,4	2,9	2,2	2,3	2,2	2,4	2,1	7,0	6,7	6,4
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	94,2	2,7	1,9	2,1	2,1	2,3	2,0	6,8	6,6	6,4
Beitrittsländer ^f	6,4	6,2	5,5	5,3	3,9	4,3	3,8	7,8	6,8	6,3
Euroraum	73,3	2,6	2,0	2,0	2,1	2,3	1,9	7,2	7,0	6,8
Euroraum ohne Deutschland	53,2	2,6	2,0	2,1	2,0	2,3	2,0	6,9	6,7	6,6

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2005. — ^ePrognose. — ^fSeit 2004.

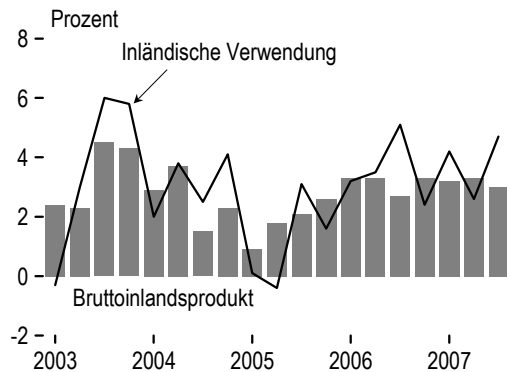
Quelle: Eurostat (2007); OECD (2007a); eigene Berechnungen und Prognosen.

Allmählich nachlassende Dynamik im Vereinigten Königreich

Das Vereinigte Königreich befindet sich nun seit fast zwei Jahren in einer Phase robuster konjunktureller Expansion. Seit Anfang 2006 expandiert die gesamtwirtschaftliche Produk-

tion in hohem Tempo (Abbildung 28). Im Jahresverlauf 2007 entwickelte der Konsum trotz der steigenden Zinsen und der nur verhalten zunehmenden Realeinkommen sogar neuen Schwung. Die Gründe hierfür dürften zum Teil in bislang recht optimistischen Erwartungen hinsichtlich einer künftig nachlassenden Belastung durch Inflation und Steuern gelegen ha-

Abbildung 28:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich
2003–2007^a



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

Quelle: Office for National Statistics (2007).

ben, zum Teil scheinen sie Ausdruck größerer Wirkungsverzögerungen der Zinspolitik zu sein.¹⁵ Die Staatsausgaben stiegen 2007 hingegen entsprechend der politischen Vorgaben verlangsamt. Die Ausweitung der privaten Investitionen, die 2006 außerordentlich kräftig expandierten, beruhigte sich im Jahresverlauf zwar, überstieg aber nach wie vor das Tempo der gesamtwirtschaftlichen Expansion. Hier dürfte das Erweiterungsmotiv eine wichtige Rolle gespielt haben. Auch die außenwirtschaftliche Entwicklung war nach der außergewöhnlichen Dynamik des Vorjahres von einer Beruhigung geprägt. Dies kam bei den Exporten stärker zum Tragen als bei den Importen, so dass der Außenbeitrag 2007 insgesamt leicht rückläufig gewesen sein dürfte.

Trotz des anhaltend kräftigen Produktionsanstiegs ist die Arbeitslosenquote seit Mitte 2006 nur wenig, auf zuletzt 5,4 Prozent, zurückgegangen. Die Beschäftigung nahm nur zögerlich zu. Dies beruht größtenteils auf einer langsameren Beschäftigungsausweitung im öffentlichen Sektor. Darüber hinaus bremst auch

¹⁵ Die effektiven Zinsen, die Haushalte auf ihre Kredite zahlen, sind von August 2006 bis zum Herbst 2007 nur halb so viel gestiegen wie der Leitzins. Dies beruht entscheidend auf dem gestiegenen Anteil von Krediten mit längerfristiger Zinsbindung (Bank von England 2007: 17, 19).

der Mangel an adäquat qualifizierten Arbeitskräften den Beschäftigungsaufbau.

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich wieder beruhigt. Nachdem die Inflationsrate insbesondere aufgrund starker Energiepreissteigerungen über 14 Monate hinweg den Zielwert der Bank von England überschritten hatte, liegt sie seit Juli 2007 wieder in der Nähe von 2 Prozent. Nachdem sich der Immobilienpreisanstieg bereits seit geraumer Zeit verlangsamt hatte, begannen die Immobilienpreise im Herbst sogar zu sinken.

Anfang Dezember 2007 hat die Zentralbank den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,5 Prozent gesenkt. Ausschlaggebend hierfür dürfte die neuerliche Verteuerung der Interbankenkredite seit Ende November gewesen sein, die akute Liquiditätsgpässe am Geldmarkt signalisierte. Mit der jüngsten Zinssenkung will die Bank von England vor allen Dingen verhindern, dass sich aus den aktuellen Liquiditätsgpässen am Geldmarkt eine umfassende Kreditklemme entwickelt. Eine akute Verteuerung und Verknappung von Krediten trüfe insbesondere die zumeist hoch verschuldeten Hausbesitzer, die auf eine – weitere – Verteuerung ihrer Immobilienfinanzierung mit einer womöglich drastischen Einschränkung ihrer Konsumausgaben reagieren würden und vielfach gar vor der Zwangsversteigerung stünden. Wir gehen davon aus, dass die Bank von England den Leitzins im kommenden Jahr um weitere 100 Basispunkte zurücknehmen wird, um einer drastischen Abschwächung der Konjunktur entgegenzuwirken. Damit wirkt die Geldpolitik im Prognosezeitraum leicht anregend. Die Finanzpolitik wird dagegen leicht restriktiv ausgerichtet sein. Der Anstieg der Staatsausgaben wird entsprechend den finanzpolitischen Planungen hinter dem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion zurückbleiben, während die Einnahmen progressionsbedingt tendenziell steigen. Das gesamtstaatliche Defizit dürfte dennoch 2008 konjunkturbedingt etwas zunehmen.

Im Prognosezeitraum wird die konjunkturelle Dynamik zunächst deutlich nachlassen und im späteren Verlauf wieder zunehmen. Die Ausweitung des privaten Konsums wird sich im kommenden Jahr merklich verlangsamen, zum

einen weil die Einkommensentwicklung verhalten sein wird, zum anderen weil die bereits hoch verschuldeten Haushalten zunehmend durch steigende Zinsforderungen belastet werden – auch wenn die jüngste Zinswende den Anstieg der Zinsbelastung begrenzen wird. Die Ausweitung der Investitionen wird sich vorübergehend ebenfalls verlangsamen, vor allem weil sich die Absatz- und Ertragserwartungen verschlechtern. Zudem wird sich die Konjunktur im Euroraum nur vorübergehend verlangsamen. Im Jahr 2009 dürfte die Belebung der Konjunktur im Euroraum dann anregend wirken. Alles in allem erwarten wir, dass das Bruttoinlandsprodukt in den kommenden beiden Jahren um 1,7 Prozent und 2,3 Prozent zunehmen wird, nach einem Anstieg von 3,0 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 6). Der Verbraucherpreisanstieg wird sich in den kommenden beiden Jahren wieder bei etwa 2 Prozent einpendeln, nach 2,3 Prozent in diesem Jahr.

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,8	3,0	1,7	2,3
Inlandsnachfrage	2,9	3,6	2,2	2,3
Privater Verbrauch	2,0	3,2	2,0	2,0
Staatsverbrauch	2,1	1,6	1,9	1,9
Anlageinvestitionen	8,2	5,7	3,0	3,9
Vorratsveränderungen ^c	-0,2	0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,2	-0,6	-0,5	-0,1
Exporte	10,3	-4,2	4,5	4,7
Importe	9,8	-1,8	5,6	4,5
Verbraucherpreise ^d	2,0	2,3	2,1	2,0
Arbeitslosenquote ^e	4,8	5,5	5,7	5,5
Leistungsbilanzsaldo ^f	-3,1	-3,3	-3,1	-2,9
Budgetsaldo ^f	-3,2	-2,9	-3,3	-2,8

^aPrognose. — ^bReal; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Office for National Statistics (2007); eigene Prognosen.

Weiterhin robuste Entwicklung in den Schwellenländern

In der zweiten Jahreshälfte 2007 legte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Schwellenländern weiter stark zu. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts blieb insbesondere in China und Indien auf einem hohen Niveau. In einigen Ländern beschleunigte sich die Inflation aufgrund zunehmender Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise sowie einer starken Inlandsnachfrage.

Der Produktionsanstieg in China bleibt auch in der zweiten Jahreshälfte 2007 kräftig. Mit einer voraussichtlichen Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts von über 11 Prozent im Jahr 2007 expandiert die chinesische Wirtschaft nach wie vor sehr stark. Der größte Wachstumsbeitrag kommt weiterhin von den Investitionen und den Exporten. Der schwache Yuan – insbesondere gegenüber dem Euro – stützt den anhaltend hohen Handelsbilanzüberschuss. Der private Konsum expandiert aber ebenfalls kräftig, da die Realeinkommen spürbar zunehmen. Die Inflationsrate verharrt seit dem Sommer auf einem hohen Niveau von rund 6,5 Prozent. Die Zentralbank erhöhte daraufhin den Zinssatz für einjährige Anleihen im dritten Quartal erneut um 27 Basispunkte auf nunmehr 7,29 Prozent – den höchsten Stand seit Juni 1998. Wir erwarten, dass die Eindämmung der Inflation im Prognosezeitraum hohe Priorität in der wirtschaftspolitischen Ausrichtung genießt. Restriktive geldpolitische Maßnahmen und dämpfende Nachfrageeffekte aus dem Ausland werden zu einer leichten Abschwächung der Konjunktur im kommenden Jahr führen. Für das Jahr 2008 erwarten wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 10,7 Prozent, für 2009 einen von 9,9 Prozent (Tabelle 7).

Auch *Südkorea* dürfte an die positive konjunkturelle Entwicklung der vergangenen Jahre anknüpfen; im aktuellen Jahr wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion voraussichtlich um 4,5 Prozent ausgeweitet. Wir erwarten für 2008 und 2009 eine anhaltend kräftige wirtschaftliche Expansion, die insbesondere durch

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2006–2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c	2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c
Südkorea	4,3	5,0	4,5	3,8	4,8	2,5	2,3	2,0	2,3
Indonesien	4,3	5,3	6,0	5,0	5,7	15,0	6,0	5,5	5,6
Taiwan	2,8	4,5	4,6	3,8	3,9	1,5	0,8	1,0	1,0
Thailand	2,4	4,8	4,3	4,5	4,6	4,6	2,2	2,6	2,1
Philippinen	1,8	5,2	5,5	4,6	5,4	6,5	4,0	4,0	3,3
Malaysia	1,3	5,9	5,5	4,6	5,6	3,5	2,2	2,5	2,3
Hongkong	1,0	6,5	6,4	4,8	5,6	2,0	2,0	2,2	3,3
Singapur	0,5	7,7	6,6	4,5	4,7	1,5	1,2	2,0	1,2
Insgesamt ^d	18,4	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0	3,0
China	41,1	10,7	11,4	10,7	9,9	1,9	4,8	4,0	3,5
Indien	15,9	9,2	8,9	8,0	7,8	6,1	5,8	5,5	5,2
Asien insgesamt ^d	75,4	9,0	9,4	8,6	8,3	3,8	4,6	4,1	3,7
Brasilien	6,9	3,7	4,5	4,0	4,1	4,5	3,5	3,0	4,0
Mexiko	4,7	4,8	2,9	2,7	3,5	4,2	3,8	3,5	3,4
Argentinien	2,3	8,2	7,5	5,5	4,8	11,5	9,0	9,0	10,3
Kolumbien	1,5	6,8	6,0	5,0	4,4	4,5	4,5	4,0	4,0
Chile	0,8	4,2	6,2	5,0	5,2	3,2	3,2	3,0	3,1
Peru	0,7	7,2	6,8	5,5	5,3	2,0	1,2	1,5	2,6
Venezuela	0,7	9,5	6,5	4,5	3,8	15,0	17,5	16,0	18,5
Lateinamerika insgesamt ^d	17,7	5,2	4,9	4,1	4,1	5,6	4,8	4,5	5,2
Russland	6,9	6,8	7,2	6,5	6,2	10,5	8,5	9,0	7,7
Insgesamt ^d	100,0	8,2	8,4	7,6	7,4	4,6	4,9	4,5	4,3

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dAufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2007); OECD (2007b); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

die Exporte getragen wird. Ursächlich sind vor allem die weiter steigende Nachfrage aus China sowie das im Jahre 2007 abgeschlossene Freihandelsabkommen mit den Vereinigten Staaten; in der Folge ist mit einem deutlichen Anstieg der Exporte des Automobilsektors und der Textilindustrie zu rechnen.

In den *südostasiatischen Schwellenländern* verlief die Konjunktur im Jahr 2007 bei Zuwachsraten von 4 bis 6 Prozent ebenfalls sehr positiv. Die Inflation bewegt sich in allen Ländern auf einem moderaten Niveau. Wir erwarten eine weiterhin starke Expansion für die Region, die vor allem durch eine robuste Inlandsnachfrage getragen wird.

In *Indien* dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 8,9 Prozent steigen. Die Wirtschaft profitiert von einer beschleunigten Investitionstätigkeit und einer kräftigen Steigerung der Produktivität. In den nächsten zwei Jahren wird allerdings die restriktive Geldpolitik der Zentralbank die wirtschaftliche Aktivität dämpfen. Von den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten ist der indische Bankensektor offenbar nur wenig betroffen, allerdings dürften die Exporte aufgrund der schwächeren Nachfrage aus den Vereinigten Staaten merklich langsamer zunehmen. Nach vier Jahren sehr starker wirtschaftlicher Expansion erwarten wir einen etwas schwächeren Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts mit Ra-

ten von 8,0 Prozent für 2008 und 7,8 Prozent für 2009.

In *Lateinamerika* dürfte sich der Aufschwung fortsetzen, allerdings in etwas abgeschwächtem Tempo. Aufgrund verbesserter makroökonomischer Rahmenbedingungen und einer geringeren Abhängigkeit vom Export in die Vereinigten Staaten ist die wirtschaftliche Expansion in der Region robust. Außerdem stützen in vielen Ländern die hohen Rohstoffpreise die Konjunktur. Dennoch ist das Risiko für eine stärkere Dämpfung der konjunkturellen Dynamik mit der Eintrübung der Perspektiven für die US-Konjunktur. Insbesondere Mexiko ist aufgrund seiner Verflechtung mit den Vereinigten Staaten (mehr als 80 Prozent der Exporte gehen in die Vereinigten Staaten) betroffen. Dort zeigen sich seit dem Sommer erste dämpfende Effekte; die konjunkturelle Expansion verlangsamte sich aufgrund schwächerer Auslandsnachfrage merklich. Weiterhin hoch ist die wirtschaftliche Dynamik in den Andenstaaten. So dürften die Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts in Chile, Peru und Kolumbien im Jahresdurchschnitt für 2007 jeweils über 6 Prozent liegen. Die Inflationsrate bleibt im lateinamerikanischen Raum auf einem moderaten Niveau, auch wenn sie in einigen Ländern aufgrund stark anziehender Nahrungsmittelpreise jüngst gestiegen ist und über den jeweiligen Zielen der Zentralbanken liegt. Die konjunkturelle Entwicklung in Brasilien und Argentinien ist weiterhin sehr positiv. Beide Länder profitierten von den steigenden Rohstoffpreisen. Aufgrund steigender Nahrungsmittelpreise dürfte sich die Inflation im Jahresdurchschnitt auf 4,5 Prozent in Brasilien und auf 9,0 Prozent in Argentinien belaufen. Nach wie vor sind die finanziellen und politischen Rahmenbedingungen günstig, so dass mit einem weiterhin starken Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in beiden Ländern in den Jahren 2008 und 2009 zu rechnen ist. Allerdings dürfte sich der Anstieg in Argentinien aufgrund einer geringeren Ausweitung der Investitionen und der öffentlichen Ausgaben etwas verlangsamen.

Die wirtschaftliche Expansion in *Russland* verlief auch in der zweiten Jahreshälfte stärker

als erwartet. Insbesondere regte der hohe Ölpreis die Produktion an. Die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts dürfte im Jahr 2007 erneut über 7 Prozent liegen. Im Prognosezeitraum trägt eine expansive Fiskalpolitik zunehmend zum Anstieg der Nachfrage bei. Wegen einer restriktiveren Geldpolitik und der fortgesetzten realen Aufwertung des Rubel wird sich die Konjunktur in den nächsten beiden Jahren gleichwohl etwas abschwächen. Wir erwarten einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 6,5 Prozent im Jahr 2008 und 6,2 Prozent im Jahr 2009.

Ausblick: Weltwirtschaft verliert an Fahrt

Die Weltkonjunktur wird im kommenden Jahr merklich an Schwung verlieren. Die Produktion bleibt aber deutlich aufwärts gerichtet. Während das reale Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern spürbar schwächer steigen dürfte als das Produktionspotential, wird der Produktionsanstieg in den Schwellenländern im historischen Vergleich nach wie vor hoch sein.

Maßgeblich für das Abflauen der Weltkonjunktur ist die Abschwächung in den Vereinigten Staaten, wo die Immobilienkrise anhält und sich nun die Dynamik des privaten Konsums wohl merklich vermindern wird. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird bis in die zweite Hälfte des Jahres hinein deutlich zurückgehen. Im Jahresdurchschnitt 2008 nimmt das reale Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich nur noch mit einer Rate von 1,8 Prozent zu (Tabelle 8). Auch für die übrigen Industrieländer ist eine spürbar verlangsamte konjunkturelle Expansion zu erwarten. Dämpfend wirken zum einen die durch die Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten ausgelösten Probleme an den internationalen Finanzmärkten. Hinzu kommt, dass Euro und Yen, in etwas geringerem Maße auch Pfund Sterling und Schweizer Franken, gegenüber dem US-Dollar erheblich aufgewertet haben, so dass sich die Exportaus-

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2007, 2008 und 2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e
Europäische Union 27	42,5	2,9	2,2	2,3	2,2	2,4	2,1	7,0	6,7	6,4
Schweiz	1,1	2,6	1,8	2,0	0,6	1,2	1,2	3,4	3,2	3,1
Norwegen	1,0	3,4	3,2	2,5	0,6	2,5	3,0	2,6	2,5	2,3
Vereinigte Staaten	38,8	2,2	1,8	2,2	2,7	2,3	2,3	4,6	5,0	4,8
Japan	12,9	1,9	1,1	1,7	0,0	0,2	0,2	3,9	4,0	3,8
Kanada	3,7	2,6	2,2	2,5	2,0	1,9	2,1	5,7	5,9	5,9
Länder insgesamt	100,0	2,5	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9	5,7	5,7	5,4

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cWest- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2004. — ^ePrognose.

Quelle: Eurostat (2007); OECD (2007a); Statistics Canada (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

sichten von Produzenten in diesen Währungs-räumen von Wechselkursseite her ebenfalls verschlechtert haben. Nicht zuletzt war vonseiten der Geldpolitik in Europa – und in geringerem Maße auch in Japan – ohnehin eine geringere konjunkturelle Dynamik angelegt. Mit einem Zuwachs von 1,1 Prozent (Japan) und 2,2 Prozent (Europäische Union) wird der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts auch in diesen Regionen etwas unterhalb der Wachstumsrate des Produktionspotentials liegen. In den Industrieländern insgesamt schwächt sich der Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 2008 voraussichtlich auf 1,9 Prozent ab. Für 2009 erwarten wir, dass die Konjunktur in den Industrieländern allmählich wieder anzieht. Im Jahresdurchschnitt wird das reale Bruttoinlandsprodukt mit einem Zuwachs von 2,2 Prozent aber immer noch etwas schwächer steigen als im mittelfristigen Trend (2,6 Prozent). Der Verbraucherpreisanstieg wird sich unter der Voraussetzung, dass die Rohstoffpreise im Prognosezeitraum, wie für die

Prognose unterstellt, leicht zurückgehen, allmählich wieder beruhigen. Die jahresdurchschnittliche Inflationsrate wird sich im Prognosezeitraum geringfügig verringern.

In den Schwellenländern wird die wirtschaftliche Dynamik im Prognosezeitraum hoch bleiben, wenngleich die Zuwachsraten auch hier im Vergleich zum laufenden Jahr etwas zurückgehen werden. In vielen Ländern wird die wirtschaftliche Aktivität weiterhin durch die hohen Rohstoffpreise gefördert. Dämpfende Wirkungen gehen hingegen allgemein von der Verlangsamung des Nachfrageanstiegs in den Industrieländern aus. Für China erwarten wir zudem, dass die Bemühungen der Regierung, eine weitere Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden und das hohe Expansionstempo bei den Investitionen zu verringern, zunehmend Wirkung zeigen. Für 2009 erwarten wir, dass der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts sich auf rund 10 Prozent verringern wird (Tabelle 9). Der weltweite Produktionsanstieg wird sich 2008 ebenso wie 2009 auf etwa 4,5 Prozent belaufen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 9:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2006–2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c	2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c
Weltwirtschaft	100	5,4	5,1	4,5	4,6	4,1	4,0	3,5	3,3
darunter:									
Industrieländer	51,0	2,9	2,5	1,9	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9
China	15,4	10,7	11,4	10,7	9,9	1,9	4,8	4,0	3,5
Ostasien ^d	6,9	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0	3,0
Lateinamerika	6,6	5,2	4,9	4,1	4,1	5,6	4,8	4,5	5,2
Indien	5,9	9,2	8,9	8,0	7,8	6,1	5,8	5,5	5,2
Russland	2,6	6,8	7,2	6,5	6,2	10,5	8,5	9,0	7,7
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		9,2	7,0	6,0	6,0

. = Nicht verfügbar. — ^aGewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparität. — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dOhne China und Japan.

Quelle: IMF (2007); OECD (2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Literatur

- Bank von England (2007). Inflation Report. August. London. Via Internet (20. November 2007) <<http://www.bankofengland.co.uk/inflationreport/iro7nov.pdf>>.
- Bernanke, B.S. (2007). National and Economic Overview. Rede vor der Handelskammer in Charlotte, North Carolina.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007). Deutschland: Dämpfer für Konjunktur und Wachstum. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 447/448. IfW, Kiel.
- Cabinet Office (2007). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (7. Dezember 2007) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Clark, T.E., und M.W. McCracken (2001). Test of Equal Forecast Accuracy and Encompassing for Nested Models. *Journal of Econometrics* 105 (1): 85–110.
- CESifo (Ifd. Jgg.). *World Economic Survey*. München.
- Conference Board (2007). Global Business Cycle Indicators. Via Internet (11. Dezember 2007) <http://www.conference-board.org/economics/bci/pressRelease_output.cfm?cid=1>.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2007). Weltkonjunktur verliert an Fahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.
- EUROFRAME (2007a). Euro Growth Indicator. Via Internet (6. Dezember 2007) <<http://www.euroframe.org/index.php?id=9>>.
- EUROFRAME (2007b) Economic Assessment of the Euro Area: Forecasts and Policy Analysis. Autumn Report. Via Internet (6. Dezember 2007) <<http://www.euroframe.org/index.php?id=120>>.

- Europäische Kommission (2007). Via Internet (10. Dezember 2007). <http://www.ec.europa.eu/economy_finance/indicators_en.thm>.
- Eurostat (2007). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007a). *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007b). Introductory Statement with Q & A. Via Internet (3. Dezember 2007) <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/iso71004.en.html>>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007c). Introductory Statement with Q & A. Via Internet (3. Dezember 2007) <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/iso71108.en.html>>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007d). Introductory Statement with Q & A. Via Internet (3. Dezember 2007) <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/iso71206.en.html>>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2007). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (2007a). Flow of Funds Accounts of the United States. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>>.
- Federal Reserve Board (2007b). Industrial Production and Capacity Utilization. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.federalreserve.gov/releases/g17/>>.
- Federal Reserve Board (2007c). Selected Interest Rates. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/>>.
- Feldstein, M. (2007). How to Avert Recession. *The Wall Street Journal*, 5. Dezember: A.25.
- Gern, K.-J., C.-P. Meier und J. Scheide (2006). Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge 430/431. IfW, Kiel.
- Granger, C.W.J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica* 37 (3): 424–438.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut gemeinnützige GmbH) (2007). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2007). *International Financial Statistics*. November. Washington, D.C.
- Institute for Supply Management (2007). ISM Manufacturing Report on Business. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.ism.ws/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=13339&navItemNumber=12958>>.
- Ministry of Land, Infrastructure and Transport (2007). New Dwellings Started. Via Internet (12. Dezember 2007) <<http://www.mlit.go.jp/toukeijouhou/chojou/stat-e.htm>>.
- National Association of REALTORS (2007). Existing Home Sales. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.realtor.org/Research.nsf/Pages/EHSdata>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007a). *Economic Outlook*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007b). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2007). Latest House Price Index. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.ofheo.gov/HPI.aspx>>.
- Office for National Statistics (2007). Economy. Via Internet (29. November 2007) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Rosa, C., und G. Verga (2005). The Importance of the Wording of the ECB. CEP Discussion Papers dp0694. Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science. London.

Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum

Alfred Boss, Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp und Joachim Scheide

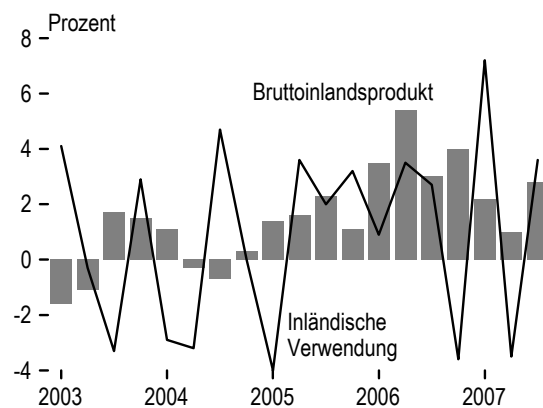
Zusammenfassung:

Im vierten Quartal des laufenden Jahres dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion abermals merklich gestiegen sein; im gesamten Jahr 2007 hat sie sich wohl um 2,6 Prozent (Prognose vom September: 2,7 Prozent) erhöht. Im kommenden Jahr erhält die Konjunktur Gegenwind durch die Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Anspannungen an den Finanzmärkten. Wir revidieren unsere Prognose für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2008 von 2,4 auf 1,9 Prozent. Im Jahr 2009 wird der Produktionsanstieg mit 1,6 Prozent vergleichsweise moderat ausfallen. Dafür spielt auch eine Rolle, dass die Wirtschaftspolitik ihren Kurs geändert hat. Mehr und mehr werden Maßnahmen diskutiert und beschlossen, welche die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt wieder verschlechtern und damit das Fundament des Aufschwungs schwächen.

Die Konjunktur in Deutschland hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres 2007 als robust erwiesen. So nahm die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung abermals zu, obwohl es eine Reihe von negativen Einflüssen gab. Zur restriktiven Finanzpolitik kamen externe Schocks hinzu, da sich Erdöl erheblich verteuerte und der Euro nochmals an Wert gewann. Ferner verschlechterten sich im Zuge der Finanzmarkturbulenzen die monetären Rahmenbedingungen. In der Folge trübten sich zwar das Geschäftsklima und das Konsumklima ein; die konjunkturelle Expansion hat sich aber kaum verlangsamt.

Tatsächlich expandierte die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal dieses Jahres deutlich rascher als im Vorquartal. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts belief sich auf das Jahr hochgerechnet auf 2,8 Prozent (Abbildung 1). Die Exporte wurden zwar deutlich ausgeweitet, die Importe legten aber noch stärker zu, so dass sich der Außenbeitrag verringerte. So war der kräftige Zuwachs der inländischen Verwendung ausschlaggebend für das höhere Tempo. Die privaten Konsumausgaben setzten ihre im Vorquartal begonnene Erholung fort, wenn auch die Zunahme moderat blieb. Überraschend schwach blieb allerdings der Zuwachs

Abbildung 1: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2003–2007^a



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

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

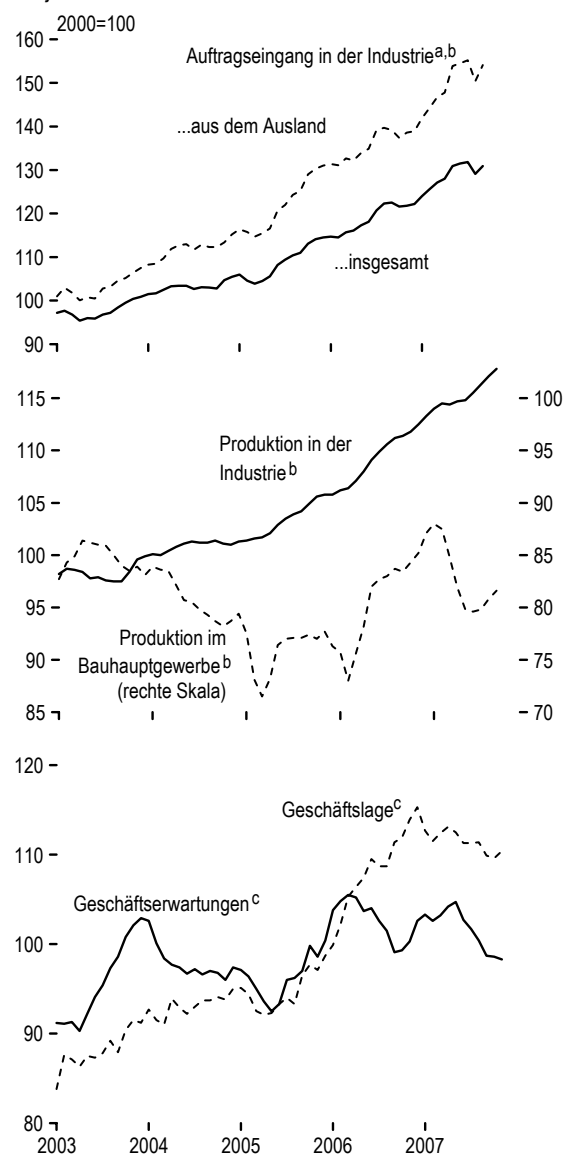
Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum

bei den Ausrüstungsinvestitionen. Aufgrund des nach wie vor guten Geschäftsklimas und der Tatsache, dass wegen der bevorstehenden Verschlechterung der Abschreibungsregeln mit einem Vorziehen von Käufen zu rechnen ist, hatten wir einen höheren Anstieg prognostiziert.

Die anhaltend positive Grundtendenz der Konjunktur spiegelt sich auch auf dem Arbeitsmarkt wider. So setzte sich der Anstieg der Beschäftigung bis zuletzt fort, wenn auch in etwas langsamerem Tempo als zuvor. Die Arbeitslosenquote ging kontinuierlich zurück; sie belief sich im November auf 8,6 Prozent, das sind 1,5 Prozentpunkte weniger als vor einem Jahr. Erheblich verschlechtert hat sich in jüngster Zeit das Preisklima. Seit dem Sommer sind die Verbraucherpreise beschleunigt gestiegen, getrieben vor allem von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen. Im November betrug die Inflationsrate im Vorjahresvergleich 3 Prozent.

Die Frühindikatoren sind derzeit schwer einzuschätzen, und daher ist die Prognose für die kurze Frist mit großer Unsicherheit behaftet. So haben sich die Auftragseingänge in der Industrie seit dem Sommer sehr unstetig entwickelt, auch weil sie wiederholt durch Großaufträge verzerrt waren. Insgesamt sind die Frühindikatoren immer noch günstig; daher rechnen wir damit, dass sich der kräftige Produktionsanstieg im vierten Quartal dieses Jahres fortgesetzt hat. Die Nachfrage nach Industriegütern hat im Herbst wieder zugenommen (Abbildung 2). Ferner sind die Auftragsbestände immer noch sehr hoch, auch wenn sie ihr Rekordniveau, das im vergangenen Sommer erreicht worden war, nicht halten konnten. Zudem wird die Geschäftslage durch die Unternehmen weiterhin günstig beurteilt; die Stimmung hat sich zuletzt sogar wieder leicht verbessert. Schließlich dürfte die Produktion davon angeregt werden, dass die Unternehmen Investitionsgüter noch in diesem Jahr anschaffen, um die günstigen steuerlichen Abschreibungsregeln zu nutzen; hierfür spricht die zuletzt sehr deutliche Zunahme der Inlandsaufträge bei den Investitionsgüterherstellern. Alles in allem ist die zugrunde liegende Dynamik der Konjunktur offenbar immer noch kräftig.

Abbildung 2:
Konjunkturindikatoren 2003–2007



^aReal. — ^bGleitender Dreimonatsdurchschnitt. — ^cGewerbliche Wirtschaft.

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

Allerdings erhält die Konjunktur nun erneut Gegenwind. Maßgeblich dafür sind die Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Anspannungen an den Finanzmärkten. Wir erwarten einen Dämpfer durch die Abschwächung der US-Konjunktur, die geringere preisliche Wettbewerbsfähigkeit sowie den höheren Ölpreis. Ferner sind die

Zinsen gestiegen, auch weil die Unsicherheiten und die Risikoprämien im Zusammenhang mit der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten zugenommen haben.

Während die negativen Schocks nach und nach an Wirkung verlieren dürften, werden die mittelfristigen Aussichten wesentlich dadurch bestimmt, wie sich das Produktionspotential in Deutschland entwickeln wird. Bei dem Potentialwachstum hat sich in den vergangenen Jahren einiges zum Besseren gewendet (Boss et al. 2007a); die Arbeitsmarktreformen und die dadurch geförderte Lohnzurückhaltung dürften dabei eine wichtige Rolle gespielt haben.¹ Seit einiger Zeit mehren sich allerdings die Anzeichen, dass die Wirtschaftspolitik ihren Kurs in die falsche Richtung ändert, insbesondere in der Arbeitsmarktpolitik.² So wurde die Bezugsdauer von Arbeitslosengeld für ältere Arbeitnehmer wieder verlängert, was die Anreize zur Arbeitsaufnahme verringert und so höhere Löhne begünstigt. Ferner erhöht die Einführung eines Mindestlohns für Briefzusteller auf dem vergleichsweise hohen Niveau der Post die Effektiventlohnung, und es ist zu befürchten, dass weitere Bereiche folgen werden, die die von der Politik genannten Voraussetzungen erfüllen. Auch wird diskutiert, die 2004 in Kraft getretene Deregulierung der Zeitarbeit teilweise wieder rückgängig zu machen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich der effektive Lohnanstieg bereits 2008 etwas stärker beschleunigen wird als bisher gedacht. Dabei spielt freilich auch das kräftige Anziehen der Verbraucherpreise eine Rolle; die im Vergleich zu unserer Prognose vom Herbst ausgeprägtere Senkung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung dürfte dagegen einen nur geringen dämpfenden Einfluss auf den Lohnanstieg haben. Im Jahr 2009 wird die Effektiventlohnung wohl abermals rascher steigen. Bei einem Anziehen

¹ Vgl. Boss et al. (2007a) sowie die später erschienenen Untersuchungen der Deutschen Bundesbank (2007a) und des Sachverständigenrats (2007), die zu ähnlichen Ergebnissen kommen.

² Auch andere Bereiche der Wirtschaftspolitik sind für das Wachstum wichtig, vor allem die Ausgaben- und Steuerpolitik des Staates, die Bildungspolitik usw.

der realen Arbeitskosten um 1 1/2 Prozent dürften erstmals seit 2003 von der Lohnseite keine nennenswerten Anregungen mehr auf die Beschäftigung ausgehen. Die strukturelle Arbeitslosigkeit wird voraussichtlich kaum noch sinken, so dass das Produktionspotential von Seiten des Arbeitseinsatzes keine Impulse mehr erhält.

Gegenwind für das Potentialwachstum kommt auch von der Ausgaben- und Steuerpolitik. Hier besteht ebenfalls die Gefahr, dass der aus wachstumspolitischer Sicht grobenteils richtige Kurs der jüngsten Vergangenheit nicht fortgesetzt wird. So werden vor dem Hintergrund der gefüllten Kassen zusätzliche Ausgaben beschlossen, und zwar vor allem im Bereich der Sozialausgaben. Es ist nicht auszuschließen, dass sich diese Politik mit dem näher rückenden Termin der Bundestagswahl noch einige Zeit fortsetzt. Gleichzeitig wird die Forderung, heimliche Steuererhöhungen zu vermeiden,³ häufig mit dem Hinweis abgelehnt, es gebe keinen Spielraum, die Steuern zu senken. Dabei geht es nicht um eine echte Steuersenkung, sondern lediglich darum, eine schleichende Erhöhung der Steuerbelastung zu vermeiden. Zwar sind die beschlossenen oder absehbaren Maßnahmen im Bereich der Arbeitsmarktpolitik und in der Finanzpolitik (noch) nicht so umfangreich, dass sie die Rate des Potentialwachstums schon spürbar drücken. Sie sind aber das Gegenteil einer Wirtschaftspolitik, die Wachstum und Beschäftigung mittelfristig fördern will.

Verschlechterte monetäre Rahmenbedingungen

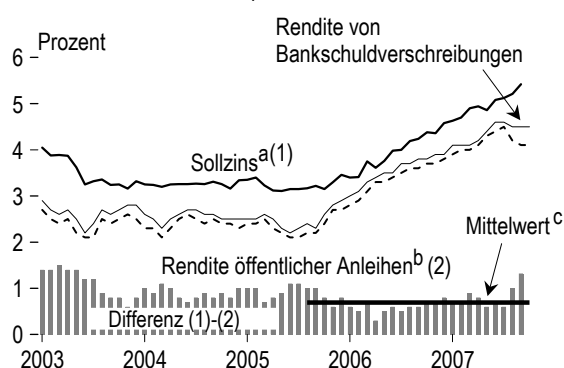
Die Verspannungen an den internationalen Finanzmärkten halten an. Zwar ließen die Schwierigkeiten am Geldmarkt bis Mitte November etwas nach – die Differenz zwischen dem Zins für unbesichertes Dreimonatsgeld

³ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2007: 59).

(Euribor) und dem für besichertes Dreimonatsgeld (Eurepo) verringerte sich gegenüber Anfang Oktober um etwa 25 auf 50 Basispunkte. Danach verschärften sich die Liquiditätsrisiken unter dem Eindruck weltweit steigender Verluste bei Banken allerdings wieder. Anfang Dezember hat der Drei-Monats-Euribor mit über 4,8 Prozent sogar einen neuen Jahreshöchstwert erreicht. Tagesgeld war dagegen zu 4 Prozent zu haben; hier macht sich bemerkbar, dass die Europäische Zentralbank (EZB) weiterhin die Banken ausreichend mit kurzfristiger Liquidität versorgt.

Die Finanzierungskosten von Haushalten und Unternehmen sind in den vergangenen Monaten trotz der Finanzmarkturbulenzen nur wenig gestiegen. Legt man die bis einschließlich September vorliegenden Daten aus dem Bank Lending Survey der EZB zugrunde, so sind die effektiven Zinsen für neue Unternehmenskredite über 1 Mill. Euro mit variabler Verzinsung oder mit einer Zinsbindung bis zu einem Jahr – auf dieses Segment entfällt etwa zwei Drittel des Neugeschäfts der Banken mit nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – seit Beginn der Schwierigkeiten im Juli nur um 0,3 Prozentpunkte auf 5,4 Prozent gestiegen (Abbildung 3). Dass der Anstieg nur moderat ausfiel, ist allerdings vor allem der Tatsache geschuldet, dass die Kapitalmarktzinsen in diesem Zeitraum rückläufig waren.

Abbildung 3:
Sollzins der Banken und Kapitalmarktzinsen 2003–2007



^aFür Unternehmenskredite über 1 Mill. Euro mit variabler Verzinsung oder Zinsbindung bis zu einem Jahr. — ^bMit einer Restlaufzeit von ein bis zwei Jahren. — ^cÜber den Zeitraum von August 2005 bis Juli 2006.

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

Anleihen der öffentlichen Hand mit vergleichbarer Laufzeit rentierten im September mit 4,1 Prozent um 0,4 Prozentpunkte niedriger als im Juli. Offenbar hat der Zinsaufschlag gegenüber öffentlichen Anleihen zugenommen. In der zurückliegenden Aufschwungphase von August 2005 bis Juli 2007 lag er im Mittel bei 0,7 Prozentpunkten, im September betrug er jedoch 1,3 Prozentpunkte. Die Banken gaben wohl die gestiegenen Refinanzierungskosten, die ihnen aus den Liquiditätsengpässen am Geldmarkt, aber auch aus höheren Risikoaufschlägen für Bankanleihen erwachsen, an die Kunden weiter; zudem dürfte es insgesamt zu einer Höherbewertung von Kreditrisiken gekommen sein. Dagegen haben die Banken in Deutschland – anders als die im übrigen Euroraum – ihre Kreditvergabestandards im dritten Quartal ungeachtet der Turbulenzen kaum verändert. Die Standards für Konsumentenkredite wurden sogar erneut leicht gelockert und die für Unternehmenskredite – sieht man von etwas höheren Anforderungen bei Unternehmensfusionen und -umstrukturierungen ab – nur geringfügig eingeschränkt. Auch für das vierte Quartal erwarten die befragten Banken nur eine leichte Verschärfung der Kreditvergabestandards.

Deutlich verschlechtert haben sich die monetären Rahmenbedingungen durch die Aufwertung des Euro. Der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar näherte sich Ende November bis auf einen Cent der Marke von 1,50 – bevor er wieder etwas nachgab. Entlastend wirkte, dass der Yen seit Ende Oktober wieder an Wert gegenüber dem Euro gewann. Alles in allem dürfte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen bis Anfang Dezember um etwa 1,5 Prozent gegenüber dem dritten Quartal verschlechtert haben.

Wir erwarten, dass die EZB die Leitzinsen im Euroraum im Prognosezeitraum nicht verändern wird (Dovern et al. 2007). Die Kapitalmarktzinsen werden im kommenden Jahr auf dem derzeitigen Niveau verharren und 2009 leicht anziehen (Tabelle 1). Für den Euro ist ein Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar von 1,46 unterstellt; die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen dürfte sich im Prognosezeitraum kaum verändern.

Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunktur 2007, 2008 und 2009

	2007				2008				2009			
	I	II	III	IV ^a	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b
Zinssatz für Dreimonatsgeld	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Rendite 9–10-jähriger Bundesanleihen	4,0	4,3	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,5
Tariflohnindex ^{c,d}	0,6	1,7	1,6	2,7	3,1	2,6	2,3	2,5	2,7	2,9	2,8	2,8
Wechselkurs US-Dollar/Euro	1,32	1,34	1,39	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ^e	97,8	98,3	98,6	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1
Industrieproduktion im Ausland ^{f,9}	3,8	2,8	5,6	0,3	0,6	0,8	1,2	1,7	1,9	3,0	3,3	3,1
Rohölpreis ^h	58,1	68,7	75,0	89,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0

^aTeilweise geschätzt. — ^bPrognose. — ^cVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^dAuf Stundenbasis. — ^eGegenüber 56 Ländern auf Basis der Verbraucherpreise, Index: 1999 I = 100. — ^fVeränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — ^gIn 30 Ländern: 18 Industrieländer, 8 neue EU-Mitgliedsländer sowie Russland, China, Hongkong und Südkorea. — ^hUS-Dollar pro Barrel North Sea Brent.

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

Finanzpolitik: Ende der Ausgaben- disziplin

Nachdem das Budgetdefizit des Staates im Jahr 2006 stark gesunken war, dürften die Einnahmen des Staates im Jahr 2007 seine Ausgaben etwas übersteigen (Tabelle 2). Das strukturelle Budgetdefizit wird in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 um rund einen Prozentpunkt abnehmen, nachdem es im Jahr 2006 rund 1 ¼ Prozent betragen hatte.

Im Jahr 2008 wird das strukturelle Defizit wieder zunehmen. Zwar werden die Ausgaben des Staates abermals schwächer als das nominale Produktionspotential – wenngleich deutlich stärker als im Jahr 2007 – steigen, aber die Belastung durch Steuern und Sozialversicherungsbeiträge insgesamt wird spürbar reduziert. Das Budget des Staates dürfte im Jahr 2008 – bei einer im Jahresdurchschnitt wenig veränderten Kapazitätsauslastung – wieder ein Defizit aufweisen.

Die Ausgaben des Staates werden im Jahr 2008 wohl um 2,5 Prozent zunehmen (2007: 0,9 Prozent). Zwar sinken die konjunkturabhängigen Ausgaben (insbesondere die für das Arbeitslosengeld und für das Arbeitslosengeld II)

Tabelle 2:

Ausgaben, Einnahmen und Budgetsaldo des Staates 2000–2009^a (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt)

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

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

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

nochmals deutlich, aber die sonstigen – quantitativ weitaus wichtigeren – Ausgaben werden merklich steigen. So werden die Löhne im öffentlichen Dienst erstmals seit Jahren merklich

angehoben; auch dürfte der Personalbestand wieder erhöht werden. Außerdem werden die Sachaufwendungen der Gebietskörperschaften (insbesondere in den Bereichen Verteidigung sowie Bildung und Forschung) aufgestockt; der Sachaufwand der Sozialversicherung (wie z.B. die Sachleistungen der gesetzlichen Krankenversicherung) wird merklich expandieren. Zudem werden angesichts der verbesserten Finanzlage des Staates die öffentlichen Investitionen sowie die Investitionszuschüsse (z.B. im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe „Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur“) ausgeweitet. Auch werden die Ausgaben für das Eltern- bzw. Erziehungsgeld weiter steigen. Ferner ist damit zu rechnen, dass zusätzliche Mittel im Bereich Kinderbetreuung eingesetzt und die Aufwendungen für Ausbildungsbeihilfen und für die Entwicklungshilfe beträchtlich erhöht werden. Überdies werden die Altersrenten zum 1. Juli 2008 deutlich angehoben (Boss et al. 2007b: 23). Ferner wird älteren Arbeitslosen mit einem Anspruch auf Arbeitslosengeld dieses über einen längeren Zeitraum gewährt, und es wird wohl ein Erwerbstätigenzuschlag für Beschäftigte, die trotz einer Wochenarbeitszeit von mehr als 30 Stunden einen niedrigen Lohn erhalten („vollzeitnah Beschäftigte“), eingeführt. Auch die Aufwendungen für arbeitsmarktpolitische Maßnahmen werden deutlich aufgestockt. Schließlich ist damit zu rechnen, dass der Regelsatz des Arbeitslosengeldes II stärker als gemäß der geltenden Regel, die eine Anpassung entsprechend der Anhebung der Altersrenten am 1. Juli 2008 vorsieht, erhöht wird und dass der Kreis derer, die einen so genannten Kinderzuschlag (anstatt des Sozialgeldes bei Bezug des Arbeitslosengeldes II) beanspruchen können, erweitert wird. Die über etliche Jahre hinweg geübte Ausgabendisziplin wird in den nächsten Monaten wohl weiter schwinden.

Die Belastung durch Steuern und Sozialbeiträge insgesamt dürfte im Jahr 2008 abnehmen. Zwar wird die Lohnsteuerbelastung progressionsbedingt – sogar verstärkt – steigen; beträchtliche Steuermindereinnahmen (6 1/2 Mrd. Euro) sind aber infolge der Reform der Unternehmens- und Kapitaleinkommensbesteuerung

zu erwarten.⁴ Der Beitragssatz in der Sozialversicherung insgesamt wird sinken. Der Beitragssatz in der sozialen Pflegeversicherung wird zwar zum 1. Juli 2008 um 0,25 Prozentpunkte erhöht, der in der Arbeitslosenversicherung aber bereits am 1. Januar 2008 um 0,9 Prozentpunkte gesenkt; die Beitragssätze in den übrigen Zweigen der Sozialversicherung dürften konstant bleiben.

Im Jahr 2009 dürften die Ausgaben des Staates in kaum verändertem Tempo zunehmen. Wahrscheinlich werden die Löhne im öffentlichen Sektor (mit rund 2 1/2 Prozent) ähnlich stark wie im Jahr 2008 angehoben. Der Personalbestand wird wohl etwas beschleunigt zunehmen, die Investitionen dürften aber – nach dem starken Anstieg in den beiden Jahren zuvor – deutlich abgeschwächt ausgeweitet werden. Einzelne Transfers wie z.B. das Kindergeld werden angesichts der im Herbst 2009 anstehenden Bundestagswahl vermutlich erhöht. Auch andere konjunkturunabhängige Ausgaben werden wohl angesichts der relativ günstigen Finanzlage angehoben werden. Die Abgabenbelastung insgesamt wird sich voraussichtlich nicht ändern. Die Belastung durch Sozialversicherungsbeiträge dürfte – anders als im Jahr 2008 – nicht sinken. Nennenswerte Änderungen der Besteuerung sind nicht zu erwarten. Was die Einkommensteuersätze betrifft, so wäre es zwar angebracht, diese (direkt oder indirekt über eine Reduktion des Solidaritätszuschlags) zu verringern, um die sonst resultierenden heimlichen Steuererhöhungen zu vermeiden (vgl. hierzu Boss et al. 2008); wir halten aber die Wahrscheinlichkeit, dass dies erst im Jahr 2010 geschieht, für größer als die dafür, dass schon im Jahr 2009 nennenswerte Steuersatzsenkungen in Kraft treten werden.

⁴ Das Steueraufkommen insgesamt wird im Jahr 2008 vermutlich um nur rund 3 Prozent steigen. Die Turbulenzen an den Finanzmärkten dürften in größerem Maße als im Jahr 2007 zu Mindereinnahmen bei der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer führen.

Auslandsabsatz stockt

Nach einem schwachen ersten Halbjahr 2007, dessen Dynamik allerdings durch die statistische Verbuchung besonders vieler Lieferungen im vierten Quartal 2006 unterzeichnet ist, hat die Ausfuhr im dritten Quartal wieder Fahrt aufgenommen. Der Export erhöhte sich mit einer laufenden Jahresrate von 12,8 Prozent. Die Lieferungen in alle Regionen nahmen deutlich zu, wobei die in die OPEC-Länder und die in die Vereinigten Staaten besonders stark expandierten. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar machte sich hier noch nicht bemerkbar. Sehr kräftig stiegen abermals die Ausfuhren in jene europäischen Länder, die nicht der EU angehören.

Im Schlussquartal des laufenden Jahres dürfte der Export etwa ebenso rasch ausgeweitet worden sein wie im Quartal zuvor. Zwar hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen in den vergangenen Monaten verschlechtert. Dies wirkt sich jedoch erfahrungsgemäß erst mit einer Verzögerung von einem Quartal spürbar aus. Wichtiger für die Entwicklung am aktuellen Rand ist der hohe Bestand an Auslandsorders, die vor allem in der ersten Jahreshälfte deutlich zugenommen hatten und nun verstärkt zu Ausfuhren führen werden – selbst wenn man in Rechnung stellt, dass es sich bei einem Teil des Auftragsbestands um Großaufträge handelt, die erst mit längerer Verzögerung produktionswirksam werden.

Für 2008 deuten die vorlaufenden Indikatoren auf eine merkliche Abschwächung der Exportkonjunktur hin. Zwar sind die Auftragseingänge aus dem Ausland zuletzt wieder gestiegen. Die Exporterwartungen haben sich jedoch merklich verschlechtert. Auch ist der Vertrauensindikator für die wichtigsten Handelspartnerländer, der sich aus der Gewichtung der nationalen Unternehmensvertrauensindikatoren mit den Anteilen am deutschen Export ergibt (Kasten 1), zuletzt merklich gesunken, wenn auch nicht so stark wie die Exporterwartungen. All dies deutet auf eine schwache Entwicklung der Exporte in der ersten Jahreshälfte 2008 hin. Auch im weiteren Jahresverlauf dürfte die

Exportdynamik vor dem Hintergrund einer nur verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Expansion im übrigen Euroraum und einer nahezu stagnierenden Produktion in den Vereinigten Staaten gering bleiben, zumal auch der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit weiter dämpfend wirkt. Allerdings dürfte die Abarbeitung der Auftragsbestände einen deutlichen Einbruch der Lieferungen ins Ausland verhindern. Für den Jahresdurchschnitt 2008 erwarten wir eine Zunahme der Ausfuhr um 4,2 Prozent, nach 8,7 Prozent im laufenden Jahr. Im Jahr 2009 dürften die Exporte dann mit der Belebung der Weltkonjunktur bei den allmählich entfallenden Bremseffekten durch die verschlechterte preisliche Wettbewerbsfähigkeit wieder etwas mehr Fahrt aufnehmen. Im Jahresdurchschnitt werden die Exporte dann voraussichtlich um 4,8 Prozent steigen.

Die Einfuhr hat sich im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 16,7 Prozent erhöht, nachdem sie im Quartal zuvor um knapp 7 Prozent gefallen war. Für das Schlussquartal erwarten wir eine ähnlich rasante Zunahme, denn sowohl die Ausrüstungsinvestitionen als auch der Export werden voraussichtlich rascher zulegen als im Vorquartal und der private Verbrauch weiter spürbar zunehmen. Für den Durchschnitt des Jahres 2007 ergibt sich voraussichtlich ein Importzuwachs um 6,8 Prozent. Im Verlauf des Jahres 2008 wird die Einfuhr durch die konjunkturelle Abschwächung gedämpft; sowohl die Binnennachfrage als auch die Exporte werden wohl spürbar langsamer steigen als im laufenden Jahr. Erst wenn sich im Jahr 2009 die gesamtwirtschaftliche Dynamik wieder erhöht und auch vom Export wieder mehr Impulse kommen, werden die Importe wieder etwas rascher steigen. Für die Jahre 2008 und 2009 erwarten wir jahresdurchschnittliche Zuwächse von 4,7 und 5,2 Prozent.

Die Einfuhrpreise sind im zurückliegenden Quartal etwas gefallen. Dem Anstieg des Ölpreises standen die effektive Aufwertung des Euro sowie ein Rückgang der Preise für nichtenergetische Rohstoffe gegenüber. Modellrechnungen zeigen, dass eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um einen bestimmten Prozentsatz den Deflator der Einfuhr im laufenden

Kasten 1:

Frühindikatoren für die Ausfuhr

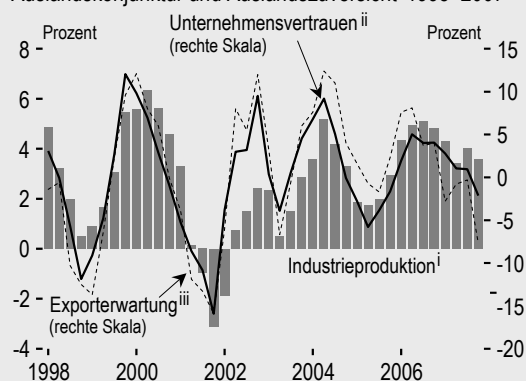
Die Prognose der Ausfuhr wird aus der Prognose für die Weltwirtschaft sowie der Annahme hinsichtlich der preislichen Wettbewerbsfähigkeit abgeleitet. Für den Beginn des Prognosezeitraums gehen in die geschätzte Ausfuhrdynamik aber weitere Informationen ein, die ggf. zu einer kurzfristigen Abweichung zwischen der prognostizierten Entwicklung und jener, die durch die weltwirtschaftliche Dynamik und die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit nahegelegt wird, führen. Diese Informationen werden aus Frühindikatoren abgeleitet. Hier sollen drei wichtige Frühindikatoren für die Ausfuhr näher untersucht werden, nämlich das Volumen der Bestellungen aus dem Ausland, die vom ifo Institut erhobenen Exportwartungen und ein neuer Indikator, der auf Angaben zur Zuversicht der Unternehmen in den wichtigsten Abnehmerländern basiert.

Von diesen Indikatoren steht das Volumen der Auslandsbestellungen in der engsten sachlichen Verbindung zum Export. Da – zumindest im Warenbereich – jeder Lieferung eine Bestellung voraus gehen dürfte, ist ein zeitlicher Vorlauf des Indikators gewährleistet. Zwar werden nur die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe erhoben, im Jahr 2005 entfielen auf diesen Wirtschaftszweig aber 85,5 Prozent des gesamten Exports. Zudem dürfte die Entwicklung in diesem Bereich Einfluss auf die Exportdynamik anderer Wirtschaftsbereiche haben (z.B. Transport, unternehmensnahe Dienstleistungen etc.). Ein Nachteil dieses Indikators ist, dass die zuerst veröffentlichten Daten häufig noch spürbar revidiert werden. Außerdem kann die Statistik durch Großaufträge verzerrt sein, die erst mit erheblicher Verzögerung zu entsprechenden Lieferungen führen. Schließlich sind Daten für den Prognosezeitraum erst relativ spät verfügbar; die Werte für den ersten Monat des Prognosezeitraums stehen typischerweise erst etwa 16 Tage nach Veröffentlichung der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das Vorquartal zur Verfügung.

Deutlich rascher verfügbar sind die Exporterwartungen, die aus Umfragen unter Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe hinsichtlich ihrer Ausfuhr in den kommenden drei Monaten ermittelt werden. Sie sind in der Regel drei bis vier Tage nach Veröffentlichung der Quartalsergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung verfügbar, und zwar jeweils schon für den zweiten Monat des Prognosezeitraums. Zudem werden die Ursprungsdaten nicht revidiert. Gegen Umfragedaten wird zuweilen eingewandt, dass sie nur Stimmungen einfangen und dass diese nicht unbedingt mit den „harten Fakten“ übereinstimmen müssen.

Theoretisch lässt sich gegen diese Kritik kaum etwas einwenden. Empirisch ist sie allerdings wenig stichhaltig. Dies zeigt sich auch an dem neuen von uns zusammengestellten Indikator. Er wird berechnet als gewogenes Mittel der Umfragedaten zur Zuversicht in der Industrie in insgesamt 41 Ländern, wobei als Gewichte, ähnlich wie bei der Konstruktion unseres Indikators für die Industriekonjunktur im Ausland, die Anteile der Länder am deutschen Warenexport im Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre verwendet werden. Es lässt sich zeigen, dass dieser Indikator eine sehr hohe Korrelation mit dem Indikator zur Industrieproduktion im Ausland aufweist (Abbildung K1-1); stellt man bei beiden Indikatoren auf Veränderungen gegenüber dem Vorjahr ab, so liegt die maximale Kreuzkorrelation über den Zeitraum von 1992Q1 bis 2007Q3 bei einem Vorlauf von einem Quartal, mit einem Koeffizienten von 0,78. Der entsprechende Koeffizient beträgt für die Exporterwartungen 0,71. Dies ist plausibel, denn die Exporterwartungen dürften zwar maßgeblich von der Auslandskonjunktur beeinflusst werden, jedoch nicht allein von ihr. Am aktuellen Rand haben sich die Exporterwartungen beispielsweise deutlicher eingetrübt als die Unternehmenszuversicht im Ausland, da neben der absehbaren Abschwächung der Auslandskonjunktur die Aufwertung des Euro auf den Perspektiven für die Ausfuhr lastet.

Abbildung K1-1:
Auslandskonjunktur und Auslandszuversichtⁱ 1998–2007



ⁱIn 46 Handelspartnerländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ⁱⁱIn 41 Handelspartnerländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ⁱⁱⁱVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: IMF (lfd. Jgg.); OECD (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Welche Vorlaufeigenschaften weisen die Indikatoren gegenüber dem Export auf? Um dieser Frage nachzugehen, berechnen wir wiederum Kreuzkorrelationen. Abermals wird auf Vorjahresvergleiche abgestellt. Es zeigt sich, dass alle drei Indikatoren ihre maximale Kreuzkorrelation bei einem Vorlauf von einem Quartal aufweisen (Tabelle K1-1). Sehr hoch ist diese mit 0,87 bei der Veränderung der Auftragseingänge aus dem Ausland. Die Korrelationskoeffizienten der Exporterwartungen und der Auslandszuversicht sind mit 0,55 bzw. 0,56 deutlich niedriger.

Darüber hinaus weist der Anstieg der Auftragseingänge kontemporär mit 0,84 eine nahezu ähnlich hohe Korrelation mit dem Exportzuwachs auf wie bei einem Vorlauf von einem Quartal. Insofern kann, wenn zusätzlich noch Informationen über das laufende Quartal vorliegen, die Prognose weiter verbessert werden. Dies wird jedoch durch die relativ späte Veröffentlichung der Auftragseingangsdaten erschwert. Immerhin kann eine Exportprognose, die mehr als 16 Tage nach Publikation der quartalsweisen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung erstellt wird, die Daten für den ersten Monat des Prognosezeitraums verwenden. Außerdem stehen dann die Umfragedaten bis zum zweiten Monat zur Verfügung und können zusätzliche wertvolle Informationen liefern.

Tabelle K1-1:

Kreuzkorrelationen zwischen dem Exportanstieg gegenüber dem Vorjahr und den Frühindikatorenⁱ

Vorlauf in Quartalen	Auslandsaufträge ⁱⁱ	Export-erwartungen ⁱⁱⁱ	Auslandszuversicht ⁱⁱⁱ
0	0,84	0,45	0,50
1	0,87	0,55	0,56
2	0,75	0,45	0,42
3	0,61	0,18	0,21

ⁱStützzeitraum 1992Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱRelative Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ⁱⁱⁱAbsolute Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

sowie im darauffolgenden Quartal etwa dreimal stärker dämpft, als ihn ein prozentual gleich starkes Anziehen des Weltmarktpreises für Rohöl erhöht. Eine Veränderung der Preise für nichtenergetische Rohstoffe hat von der Größenordnung her im laufenden Quartal etwa denselben Effekt wie der US-Dollar/Euro-Kurs, in den Folgequartalen allerdings nur noch geringfügige Wirkungen (Kasten 2). Im Schlussquartal des laufenden Jahres dürfte der Weltmarktpreis für Rohöl um etwa 15 Prozent über seinem Stand im Vorquartal liegen, während der Euro seinen Vorquartalsstand gegenüber dem Dollar um 4 Prozent übersteigt und die Preise für nichtenergetische Rohstoffe um knapp 3 Prozent gefallen sind. Die Tendenz sinkender Importpreise dürfte somit in abgeschwächter Form anhalten. Für den Jahresdurchschnitt erwarten wir einen Rückgang des Importdeflators um 0,4 Prozent. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums wird sich der leichte Rückgang des Importdeflators zunächst fortsetzen. Zwar verharren unseren Annahmen zufolge der Ölpreis und der US-Dollar/Euro-Kurs auf ihren zuletzt beobachteten Werten von 90 Dollar bzw. einem Kurs von 1,46. Der per saldo preisdämpfende Effekt der Aufwertung des Euro wird aber noch bis zum Ende des

kommenden Jahres spürbar sein. Erst für das Jahr 2009 erwarten wir ein Ende der Preisrückgänge. Jahresdurchschnittlich fallen die Importpreise im Jahr 2008 um 0,7 Prozent und im Jahr 2009 um 0,1 Prozent. Die Exportpreise werden im kommenden Jahr kaum mehr als stagnieren, weil die Eintrübung der Weltkonjunktur die Preisüberwälzungsspielräume begrenzt. Mit der Erholung der Weltwirtschaft werden sie im Jahr 2009 geringfügig zulegen. Im Jahresdurchschnitt werden sie im Jahr 2009 um 0,3 Prozent steigen, nach einem Rückgang um 0,1 Prozent im Jahr 2008 und einem Anstieg um 0,4 Prozent im laufenden Jahr. Die Terms of Trade verbessern sich damit 2007 und 2008 deutlich (+0,8 bzw. +0,6 Prozent) und 2009 leicht (+0,4 Prozent).

Kasten 2:

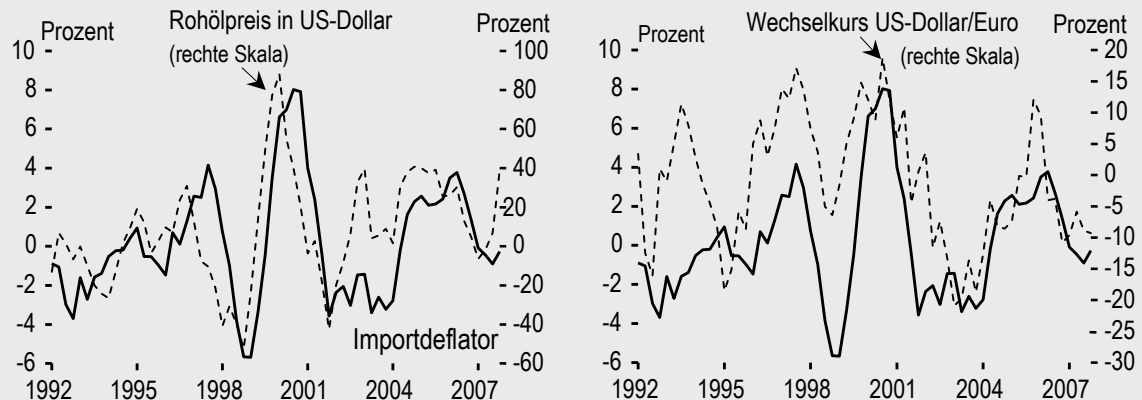
Zu den Bestimmungsgründen des Deflators der Einfuhr

Der Deflator der Einfuhr unterliegt deutlich größeren Schwankungen als die übrigen Deflatoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und stellt die Prognose der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vor besondere Herausforderungen. Fehler bei der Prognose des Importdeflators implizieren in der Regel eine Fehleinschätzung der Terms of Trade und damit der zu erwartenden Veränderung des Realeinkommens. Dies hat Rückwirkungen auf die Prognose der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Beschäftigung. Kenntnisse der Determinanten des Deflators und ihrer Wirkungen können somit nicht nur Prognosefehler bezüglich der Preisentwicklung, sondern auch hinsichtlich des realen Bruttoinlandsprodukts und der Beschäftigung verhindern helfen.

Maßgeblich für das kräftige Auf und Ab des Einfuhrdeflators sind zum einen Veränderungen bei den Wechselkursen, zum anderen Schwankungen der Rohstoffpreise, vor allem der Preis für Energieträger (Abbildung K2-1). Zwar machten die Importe von Erdöl und Erdgas sowie von Mineralölprodukten, Kokereierzeugnissen und Spalt- und Brutstoffen 2005 nur etwa 11 Prozent der gesamten Einfuhr aus. Durch die hohe Volatilität ihrer Preise haben sie gleichwohl großen Einfluss auf die Entwicklung des Einfuhrdeflators. Die Volatilität des wichtigsten Wechselkurses, des US-Dollar/Euro-Kurses, ist im Vergleich zu der des Weltmarktpreises für Rohöl deutlich geringer. Allerdings werden neben Importen aus dem Dollar-Raum auch nahezu alle Rohstoffe in US-Dollar abgerechnet; Wechselkursveränderungen betreffen insofern ein breites Spektrum von Gütern und können ggf. den Einfluss von Rohstoffpreisänderungen noch verstärken oder aber mildern.

Abbildung K2-1:

Importdeflator und Ölpreis bzw. Euro/Dollar-Kursⁱ 1992–2007



ⁱVeränderungen gegenüber dem Vorjahr.

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

Um den relativen Einfluss von Wechselkursen und Rohstoffpreisen auf den Deflator der Einfuhr sowie die Dynamik der Wirkungen einschätzen zu können, verwenden wir die folgende Gleichung, deren Parameter anhand von Quartalsdaten von zweitem Quartal 1992 bis zum zweitem Quartal 2007 geschätzt wurden (heteroskedastie-robuste *t*-Statistiken in Klammern, R^2 : 0,77, Residuen frei von Autokorrelation):

$$\Delta p_t^m = 0,297 \Delta p_{t-2}^m + 0,024 \Delta p_t^{\text{ÖL}} + 0,020 \Delta p_{t-1}^{\text{ÖL}} - 0,073 \Delta e_t^{\$/\text{€}} - 0,106 \Delta e_{t-1}^{\$/\text{€}} + 0,063 \Delta p_t^{\text{IND}}$$

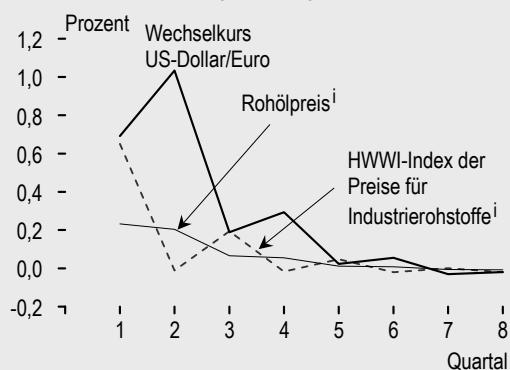
(4,05) (4,73) (3,88)
(5,20) (7,52) (6,50)

Dabei bezeichnet p^m den natürlichen Logarithmus des Deflators der Einfuhr, $p^{\text{öl}}$ den Logarithmus des Rohölpreises (Brent) in US-Dollar, $e^{\$/\text{€}}$ den Logarithmus des US-Dollar/Euro-Kurses und p^{Ind} den Logarithmus des HWWI-Preisindex für Industrierohstoffe, der aufgenommen wurde, um die Preisentwicklung bei den nichtenergetischen Rohstoffen zu berücksichtigen; Δ bezeichnet eine Veränderung zum Vorquartal.

Die geschätzten Koeffizienten implizieren, dass nach einer zehnprozentigen Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar die Veränderungsrate des Importdeflators im laufenden Quartal um 0,73 Prozentpunkte, im Folgequartal um 1,06 Prozentpunkte und in den beiden Quartalen danach immer noch um etwa 0,25 Prozentpunkte über der Referenzlösung liegt (Abbildung K2-2). Langfristig, d.h. über alle Quartale, die von der Wechselkursänderung betroffen sind, liegt der Anstieg des Importdeflators um 2,3 Prozentpunkte über der Rate ohne Wechselkursänderung. Der Effekt eines Ölpreisanstiegs in gleicher Größenordnung beträgt in den ersten beiden Quartalen 0,24 bzw. 0,20 Prozentpunkte, danach macht er maximal noch einen halben Prozentpunkt aus; langfristig ergibt sich ein Effekt von knapp 0,7 Prozentpunkten. Ein Anstieg der Preise für Industrierohstoffe kommt mit 0,63 Prozent im laufenden Quartal sowie 0,2 im dritten Quartal nach dem Schock nahe an die Wirkung des Wechselkurses, hat aber in den übrigen Quartalen kaum Wirkungen auf den Anstieg des Importdeflators; der Langfristeffekt liegt in der Größenordnung des Ölpreiseffekts.

Alles in allem zeigt sich, dass der Wechselkurseffekt auf die Importpreise für sich genommen mehr als dreimal so hoch ist wie die Effekte der Rohstoffpreise. Allerdings war die Volatilität des Rohölpreises in den vergangenen zehn Jahren, gemessen an der Standardabweichung der quartalsweisen Veränderungen, reichlich dreimal so ausgeprägt wie die des US-Dollar/Euro-Kurses. Insofern lässt sich sagen, dass die Schwankungen des US-Dollar-Kurses und die des Weltmarktpreises für Rohöl in ähnlichem Maße für die Schwankungen des Deflators der Einfuhr verantwortlich waren.

Abbildung K2-2:
Dynamische Reaktion der Veränderung des Deflators der Importe auf Veränderungen wichtiger Determinantenⁱ



ⁱAuf Dollarbasis. Veränderung des Deflators bei einer Veränderung der jeweiligen Determinanten um 10 Prozent.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Binnenkonjunktur trübt sich nur leicht ein

Die *Unternehmensinvestitionen* sind im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 3,2 Prozent gestiegen. Während die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern nur verhalten ausgeweitet wurde, stiegen die gewerblichen Bauinvestitionen und vor allem die Investitionen in sonstige Anlagen kräftig. Für das vierte Quartal erwarten wir vor allem bei den Ausrüstungsinvestitionen eine deutliche Beschleunigung, denn mit Beginn des kommenden Jahres gelten für Ausrüstungsgüter ungünstigere Abschreibungsregeln, so dass es profitabel ist, Investitionen, die ohnehin für die nähere Zukunft geplant sind,

schon im laufenden Jahr zu realisieren. Im kommenden Jahr fehlen die vorgezogenen Käufe dann allerdings. Dies ist ein Grund, warum die Investitionsdynamik wohl geringer ausfallen wird. Wichtiger ist, dass sich mit der Abschwächung der Weltkonjunktur die Absatzerwartungen etwas verschlechtern und dass die Ertragslage durch höhere Löhne belastet wird. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung ist jedoch ein Einbruch der Unternehmensinvestitionen nicht wahrscheinlich. Mit dem Anziehen der Weltkonjunktur im Jahr 2009 werden die Unternehmensinvestitionen dann wieder etwas rascher ausgeweitet. Voraussichtlich erhöhen sich die Unternehmensinvestitionen im Jahr 2007 um 8,7 Prozent, im Jahr 2008 um 3,0 Prozent und im Jahr 2009 um 3,2 Prozent (Tabelle 3).

Tabelle 3:

Reale Anlageinvestitionen 2006–2009 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Anlageinvestitionen	6,1	5,4	1,7	1,8
Unternehmensinvestitionen	6,3	8,7	3,0	3,2
Ausrüstungen	8,3	8,5	2,5	3,4
Sonstige Anlagen	6,7	6,1	5,6	5,6
Wirtschaftsbau	4,0	4,2	3,6	1,7
Wohnungsbau	4,3	1,0	-1,4	-1,3
Öffentlicher Bau	4,9	8,7	2,6	2,1
<i>Nachrichtlich:</i>				
Bauinvestitionen	4,3	3,0	0,7	0,1

^aPrognose.

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

Die Aussichten für die *Wohnungsbauinvestitionen* sind weniger günstig – darüber kann auch der Anstieg im dritten Quartal um 0,9 Prozent (laufende Jahresrate) nicht hinwegtäuschen. Die Auftragseingänge im Wohnungsbau befinden sich weiterhin im Sinkflug; der entsprechende Index steht nur noch knapp über der Marke von 50 und impliziert, dass sich das Auftragsvolumen gegenüber seinem Basisjahr 2000 nahezu halbiert hat. Auch die Baugenehmigungen liegen, trotz der leichten Aufwärtstendenz seit dem Frühjahr, immer noch unter ihrem Stand vom Ende vergangenen Jahres. Im Durchschnitt des laufenden Jahres dürften die Wohnungsbauinvestitionen allerdings mit einem Plus abschließen (1 Prozent); hier wirkt sich der kräftige Schub zu Jahresbeginn aus, der mit der Mehrwertsteuererhöhung zusammenhing. Entscheidend für die Entwicklung im Prognosezeitraum ist, dass es zwischen 2005 und 2007 in erheblichem Maße zu Vorzieheffekten beim Wohnungsbau gekommen ist, die sich nun dämpfend auswirken. Daher werden der etwas raschere Anstieg der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte und das alles in allem niedrige Niveau der Hypothekenzinsen kaum zu kräftigeren Wohnungsbauinvestitionen führen. Allerdings wird sich die Wohnraumsanierung beschleunigt fortsetzen, zum einen, weil die hohen Energiekosten

dies profitabel erscheinen lassen, zum anderen, weil die staatliche Förderung hierfür intensiviert wird. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Wohnungsbauinvestitionen im Jahr 2008 um 1,4 und im Jahr 2009 um 1,3 Prozent abnehmen.

Die *Bauinvestitionen des Staates* dürften im Jahr 2007 um 8,7 Prozent ausgeweitet worden sein. Sie werden in den Jahren 2008 und 2009 wohl verlangsamt expandieren, nachdem viele der in den vergangenen Jahren unterlassenen Investitionen im Infrastrukturbereich nachgeholt worden sind. Im gesamten Prognosezeitraum wird sich das Programm der KfW, das die energetische Sanierung kommunaler Gebäude subventioniert, positiv auf die Expansion der öffentlichen Bauinvestitionen auswirken; auch die Investitionen in Kindertagesstätten werden – angeregt durch die Förderung des Bundes – deutlich aufgestockt werden.

Das Niveau der *privaten Konsumausgaben* wird weiter durch die Mehrwertsteuererhöhung zu Jahresbeginn gedrückt. Nach einem Anstieg mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent im dritten Quartal übertraf das Ausgabenniveau nunmehr immerhin seinen Stand vom Vorjahr, wenn auch mit 0,2 Prozent nur geringfügig. Für das Jahresende 2007 erwarten wir eine ähnlich starke Zunahme des privaten Verbrauchs wie im dritten Quartal. Zwar dämpfen die deutlich angezogenen Energiekosten die Ausgaben. Dem steht aber eine raschere Einkommensexpansion infolge des fortgesetzt kräftigen Beschäftigungsaufbaus gegenüber. Im Jahresdurchschnitt 2007 werden die privaten Konsumausgaben um 0,2 Prozent unter ihrem Niveau im Jahr 2006 liegen.

Vor dem Hintergrund kräftig steigender real verfügbarer Einkommen der privaten Haushalte werden die privaten Konsumausgaben im Prognosezeitraum weiter spürbar ausgeweitet. Die Bruttolöhne und -gehälter werden im Jahr 2008 mit 4,0 Prozent trotz des konjunkturell bedingt langsameren Beschäftigungsaufbaus rascher steigen als im Jahr 2007, da die Effektivlöhne stärker anziehen als im Vorjahr. Netto ergibt sich immerhin noch ein Plus von 3,9 Prozent, da der Erhöhung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung ab Jahresmitte sowie der

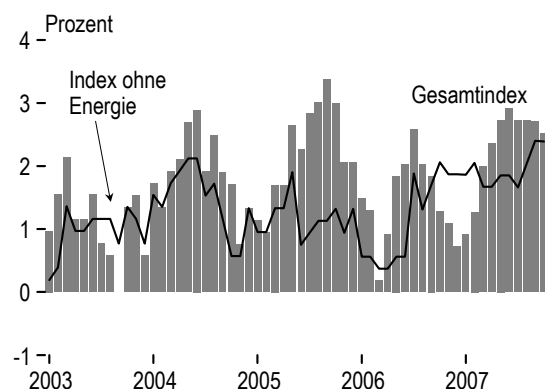
stärkeren Steuerprogression die Senkung des Beitragssatzes zur Arbeitslosenversicherung von 4,2 auf 3,3 Prozent zum Jahresbeginn entgegen steht. Stimuliert wird das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auch dadurch, dass die Altersrenten im Juli deutlich angehoben werden. Bei in etwa im selben Ausmaß wie im Vorjahr steigenden Gewinneinkommen werden die verfügbaren Einkommen im Jahr 2008 um 4,0 Prozent steigen und damit um 1,8 Prozentpunkte stärker als 2007. Die Sparquote, die mit der Kaufzurückhaltung nach der Mehrwertsteuererhöhung Anfang 2007 auf 10,9 Prozent kletterte, wird wohl auf 10,7 Prozent sinken. Für die privaten Konsumausgaben ergibt sich im Jahresdurchschnitt eine reale Zunahme um 2,2 Prozent.

Mit der konjunkturellen Erholung dürfte die Ausweitung der Erwerbstätigkeit im Verlauf des Jahres 2009 wieder etwas Fahrt aufnehmen. Entsprechend ist dann wieder mit einer stärkeren Expansion der real verfügbaren Einkommen zu rechnen. Im Jahresdurchschnitt wird der Anstieg der real verfügbaren Einkommen einen halben Prozentpunkt hinter dem des Vorjahres zurückbleiben. Hier wirkt sich die im Jahresdurchschnitt geringere Ausweitung der Beschäftigung aus; die Löhne werden hingegen sogar noch etwas rascher steigen als im Vorjahr. Die privaten Konsumausgaben dürften 2009 bei leicht fallender Sparquote um 1,1 Prozent zulegen.

Verbraucherpreisanstieg lässt nach

Der Anstieg des Verbraucherpreisniveaus hat sich in den vergangenen Monaten abermals beschleunigt. So zogen die Lebenshaltungskosten im September und im Oktober saisonbereinigt um jeweils 0,3 Prozent an; im November legten sie sogar um 0,5 Prozent zu. Auch die Verbraucherpreise ohne Energie zogen nach einer Verlangsamung in den Sommermonaten zuletzt wieder an (Abbildung 4). Hier macht sich vor allem die starke Verteuerung bei Nahrungsmitteln bemerkbar. Im Oktober stiegen die Nah-

Abbildung 4:
Verbraucherpreisanstieg 2003–2007^{a,b}



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

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

rungsmittelpreise gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um rund 2 Prozent. Bei einem Gewicht von rund 10 Prozent im Verbraucherpreisindex ergibt sich für Oktober ein Beitrag allein der Nahrungsmittelpreise für den Anstieg der Lebenshaltungskosten von rund 0,2 Prozentpunkten. Konjunkturell bedeutsam dürfte sein, dass die starke Anhebung der Nahrungsmittelpreise die Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Haushalte offenbar erheblich bestimmt.⁵ Dies könnte zum einen zu einem Abweichen der langfristigen Inflationserwartungen von der Zielrate der EZB führen; zum anderen könnte sich über die schwächer eingeschätzte Entwicklung der Realeinkommen ein dämpfender Effekt auf das Konsumverhalten ergeben.

Für den Prognosezeitraum unterstellen wir einen konstanten Ölpreis von 90 US-Dollar und einen Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar von 1,46. Der starke Ölpreisanstieg der vergangenen Monate dürfte sich gerade am Anfang des Prognosezeitraums preistreibend auswirken, wobei allerdings der Effekt durch die gleichzeitige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar abgeschwächt wird. Vonseiten der Importpreise gehen in den nächsten

⁵ Vgl. EZB (2007: Box 4) oder Deutsche Bundesbank (2007b: 56–57).

Quartalen leicht dämpfende Einflüsse auf den Preisaufrtrieb aus. Auch der Auftrieb der Nahrungsmittelpreise dürfte sich im Prognosezeitraum verlangsamen, wenngleich es vermutlich noch vereinzelt zu kräftigen Preiserhöhungen kommen wird. Zwar hat sich das Preisniveau für Agrarrohstoffe in den vergangenen Jahren durch veränderte Nachfragebedingungen strukturell erhöht. Allerdings ist nicht von dauerhaft steigenden Rohstoffpreisen auszugehen, auch weil ein großer Teil der Preisanstiege der jüngsten Zeit auf temporäre Angebotsknappheiten zurückzuführen ist (vgl. OECD 2007).

Die vorübergehende binnenwirtschaftliche Konjunkturabschwächung dürfte im kommenden Jahr die Preisüberwälzungsspielräume der Firmen verringern. Allerdings führt die verbesserte Arbeitsmarktlage zu tendenziell höheren Tarifabschlüssen und zu einer steigenden Lohn-drift; so werden die nominalen Lohnstückkosten im Jahresdurchschnitt um 1,7 Prozent anziehen, nachdem sie im laufenden Jahr um nur 0,4 Prozent steigen dürften. Für das Jahr 2009 rechnen wir sogar mit einem rascheren Anstieg der Lohnstückkosten um 2,0 Prozent im Jahresdurchschnitt. Aus diesem Grund beschleunigt sich der Preisaufrtrieb im Verlauf wieder etwas, nach einer Beruhigung durch die dämpfenden außenwirtschaftlichen Einflüsse im Jahr 2008.

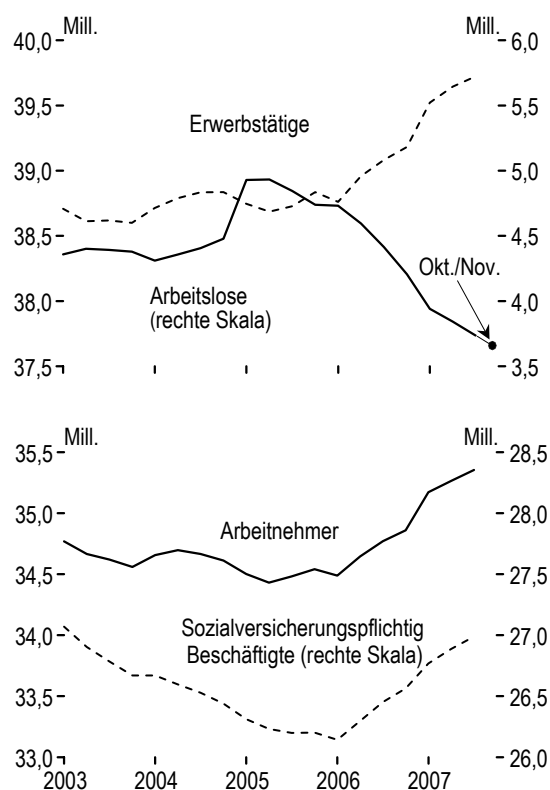
Die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) dürfte in den nächsten Monaten noch bei rund 3 Prozent liegen; dies impliziert, dass die Inflationsrate nach dem für die EZB relevanten harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) weiterhin sogar mehr als 3 Prozent betragen wird. Die Inflationsrate dürfte aber durch wegfallende Basiseffekte (Umsatzsteueranhebung Anfang diesen Jahres, Einführung von Studiengebühren) und die oben beschriebenen Faktoren zur Mitte nächsten Jahres wieder unter 2 Prozent sinken. Insgesamt steigen die Verbraucherpreise im laufenden Jahr wohl um 2,1 Prozent gegenüber dem Jahr 2006. Für das Jahr 2008 rechnen wir mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um 2,2 Prozent, wobei hier der statistische Überhang aus dem aktuellen Jahr mit 1,5 Prozentpunkten zu Buche schlägt. Für das

Jahr 2009 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,9 Prozent.

Beschäftigungsaufschwung setzt sich verlangsamt fort

Der Aufschwung am Arbeitsmarkt hat sich weiter gefestigt (Abbildung 5). Während die Zahl der Erwerbstätigen im dritten Quartal leicht abgeschwächt zunahm (+98 000), verzeichnete die Arbeitslosigkeit einen etwas stärkeren Rückgang (-106 000) als im Vorquartal. Die Differenz erklärt sich vor allem mit einem Rückgang des Arbeitsangebots. Die Arbeitslosenquote betrug im November nur noch 8,6 Pro-

Abbildung 5:
Arbeitsmarkt 2003–2007^a



^aSaisonbereinigt.

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

zent und lag damit um knapp 30 Prozent unter ihrem Höchststand vom März 2005 (12,1 Prozent). Im dritten Quartal stieg insbesondere die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung weiter an (+101 000). Die Zunahme fiel zwar schwächer aus als im Vorquartal, allerdings war im zweiten Quartal auch die geförderte sozialversicherungspflichtige Beschäftigung gestiegen, welche im dritten Quartal konstant blieb. Hingegen war die Zahl der ausschließlich geringfügig Beschäftigten wie auch im zweiten Quartal leicht rückläufig (-5 000). Aufgrund der guten Konjunktur haben offenbar in beträchtlichem Umfang bisher geringfügig Beschäftigte ein sozialversicherungspflichtiges Beschäftigungsverhältnis gefunden. Die Zahl der Selbständigen nahm wie im Vorquartal leicht zu. Die Zahl der Arbeitsstunden je Erwerbstätigen blieb im dritten Quartal annähernd konstant, so dass das geleistete Arbeitsvolumen ähnlich stark wie die Erwerbstätigkeit zunahm.

In der Tarifrunde 2008 stehen in bedeutenden Bereichen Tarifverhandlungen an. So laufen zum Jahresende 2007 im öffentlichen Dienst und im Frühjahr in vielen regionalen Bereichen der Chemieindustrie die Tarifverträge aus, im weiteren Jahresverlauf dann auch im Bankengewerbe (Juni) und in der Metall- und Elektroindustrie (Oktober).⁶ Außerdem läuft Ende Januar in mehreren Regionen der Eisen- und Stahlindustrie der Tarifvertrag aus; für die neue Tarifrunde fordert die Gewerkschaft IG Metall 8 Prozent höhere Einkommen. Zwar ist die Anzahl der hiervon betroffenen Mitarbeiter aus gesamtwirtschaftlicher Sicht gering, die im Vergleich zur vergangenen Tarifrunde höhere Forderung dürfte jedoch exemplarisch für andere Bereiche sein. Für den öffentlichen Dienst erwarten wir einen Anstieg der tariflichen Stundenlöhne von 2,5 Prozent und für die Metall- und Elektroindustrie einen Anstieg von 3,0 Prozent im Jahresdurchschnitt 2008. Für die Gesamtwirtschaft rechnen wir mit einer Zunahme um 2,6 Prozent, nach 1,7 Prozent im laufenden Jahr. Vor allem wegen der besseren Konjunktur werden die Effektivlöhne in noch

stärkerem Maß steigen. Gleichzeitig wird die Belastung durch Arbeitgeberbeiträge im Jahr 2008 zurückgehen. Während die Arbeitgeberbeiträge zur Pflegeversicherung im Juli 2008 um 0,125 Prozentpunkte zunehmen, werden zum Jahresbeginn 2008 die Arbeitgeberbeiträge zur Arbeitslosenversicherung um 0,45 Prozentpunkte gesenkt. Damit ergibt sich vor dem Hintergrund eines Preisanstiegs um 1,4 Prozent (gemessen am Deflator des Bruttoinlandsprodukts) eine Zunahme der realen Arbeitskosten je Stunde um 1 Prozent. Bei einem trendmäßigen Produktivitätsanstieg von 1,5 Prozent wird die Beschäftigung von dieser Seite weiter angeregt.

Für das Jahr 2009 rechnen wir mit einem stärkeren Anstieg der Tariflöhne, zum einen weil sich die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf erhöhen wird, zum anderen weil der Druck der Arbeitnehmer in den Tarifverhandlungen zunehmen wird. Dies wird nicht zuletzt begünstigt durch die Erhöhung der Lohnersatzleistungen (in Form einer längeren Bezugsdauer für ältere Arbeitslose), außerdem werden die Lohnforderungen auch vor dem Hintergrund anziehender Verbraucherpreise höher ausfallen. Des Weiteren dürften in weiteren Branchen Mindestlöhne (über Allgemeinverbindlicherklärungen oder über eine Ausweitung des Entsendegesetzes) eingeführt werden. Dadurch dürften die Effektivlöhne noch stärker steigen, da dann eine Beschäftigung zu geringeren Löhnen auch in den bis dahin nicht tarifgebundenen Unternehmen nicht mehr möglich ist. Alles in allem dürften sich die Arbeitskosten pro Stunde im Jahr 2009 um 3,2 Prozent erhöhen, real wird die Zunahme bei 1,5 Prozent liegen und damit erstmals seit mehreren Jahren nicht mehr unter der Rate des trendmäßigen Produktivitätsanstiegs.

Im Jahr 2008 wird die Zahl der Erwerbstätigen um 1,2 Prozent (knapp 470 000 Personen) und damit schwächer als im laufenden Jahr zunehmen (Tabelle 4). Dieser Zuwachs wird weitgehend von einem Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung getragen, die um 1,5 Prozent (knapp 400 000 Personen) steigen dürfte. Die Zahl der geringfügig Beschäftigten sowie die Zahl der Selbständigen werden,

⁶ Vgl. zu den Kündigungssterminen WSI-Tarifarchiv (2007).

Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum

Tabelle 4:
Arbeitsmarkt 2006–2009 (1 000 Personen)

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen (Inland, Mill. Stunden)	56 001	56 919	57 574	57 818
Erwerbstätige (Inland)	39 088	39 761	40 229	40 429
Selbständige ^b	4 392	4 447	4 494	4 534
Davon gefördert ^{c,d}	299	240	264	304
Arbeitnehmer (Inland)	34 696	35 314	35 735	35 895
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ^d	26 366	26 938	27 334	27 468
Ausschließlich geringfügig Beschäftigte ^d	4 819	4 850	4 899	4 932
Pendlersaldo	82	67	69	78
Erwerbstätige (Inländer)	39 006	39 694	40 160	40 351
Arbeitnehmer (Inländer)	34 614	35 247	35 666	35 817
Registrierte Arbeitslose	4 487	3 782	3 286	3 087
Arbeitslosenquote ^e (Prozent)	10,8	8,9	7,7	7,3
Erwerbslosenquote ^{f,g}	9,8	8,3	7,4	7,1

^aPrognose. — ^bEinschließlich mithelfender Familienangehöriger. — ^cExistenzgründungszuschuss („Ich-AG“), Überbrückungsgeld, Einstiegsgeld und ab 1. August 2006: Gründungszuschuss. — ^dBerechnet als Durchschnitt der Monatswerte. — ^eBundesagentur für Arbeit; bezogen auf alle zivilen Erwerbspersonen. — ^fStandardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept. — ^gMit dem Berichtsmontat September hat das Statistische Bundesamt die für die monatliche Berichterstattung zur Erwerbslosigkeit seit Januar 2005 als Übergangslösung verwendete Telefonerhebung durch eine neue Zeitreihe ersetzt. Die neue Zeitreihe basiert auf der EU-harmonisierten Arbeitskräfteerhebung. Die neuen Daten unterscheiden sich insbesondere aufgrund methodischer Unterschiede im Niveau. Die Zahl der Erwerbslosen ist nach der Umstellung im Durchschnitt annähernd 800 000 erwerbslose Personen höher als vor der Revision, der generelle Rückgang der Zahl der Erwerbslosen seit 2005 wird aber bestätigt (vgl. ausführlich Statistisches Bundesamt (2007)).

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

wie im Vorjahr, leicht zunehmen. Das Arbeitsvolumen wird sich in ähnlichem Ausmaß erhöhen wie die Zahl der Erwerbstätigen. Die Zahl der Arbeitslosen wird weiter spürbar zurückgehen (–500 000). Dazu trägt neben der konjunkturellen Entwicklung der sich fortsetzende Rückgang des Arbeitskräftepotentials bei. Für den Verlauf des Jahres 2009 erwarten wir wieder einen Anstieg der konjunkturellen Dynamik, im Jahresdurchschnitt dürfte sich der Produktionszuwachs jedoch vermindern. Vor diesem Hintergrund rechnen wir auch mit einem deutlich geringeren Anstieg des Arbeitsvolumens und der Erwerbstätigkeit im Jahresdurchschnitt. Die Zahl der Arbeitslosen wird in abgeschwächtem Maße – um 200 000 Personen – zurückgehen.

Ausblick: Vorübergehende Abschwächung der Konjunktur

Die konjunkturellen Auftriebskräfte in Deutschland sind nach wie vor intakt. Wahrscheinlich ist die Dynamik im Jahr 2007 sogar höher, als die Daten es gegenwärtig ausweisen (Kasten 3). Allerdings dürften die negativen Einflüsse der jüngsten Zeit die wirtschaftliche Aktivität vorerst beeinträchtigen. Mit der Aufwertung des Euro hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen verschlechtert; dies dürfte die Exporte bis weit in das kommende Jahr hinein dämpfen. Hinzu kommt, dass die Auslandsnachfrage etwas langsamer steigen wird, zumal die US-Konjunktur durch eine Schwächephase geht. Nicht zuletzt werden der höhere Ölpreis und die damit verbundene

Kasten 3:

Geschäftsklima deutet auf stärkeren Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2007 hin

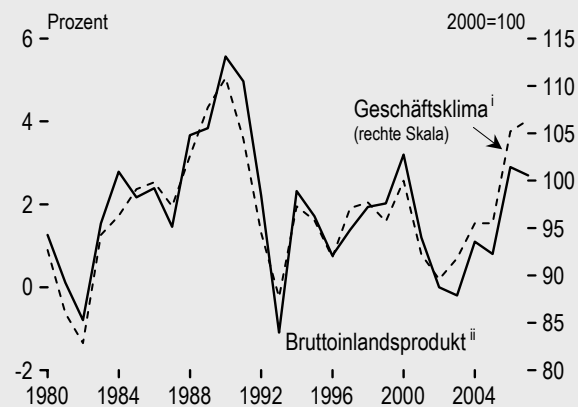
Vor einem Jahr hatten wir darauf hingewiesen, dass zwischen dem jahresdurchschnittlichen Niveau des Geschäftsklimas und dem jahresdurchschnittlichen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts über die vergangenen 45 Jahre ein sehr enger Zusammenhang besteht.^a Für das Jahr 2006 deuteten die im Dezember vorliegenden Daten für die ersten drei Quartale für sich genommen darauf hin, dass der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts mit damals plausiblen 2,5 Prozent wohl hinter der Dynamik zurückbleiben würde, die der langjährige Zusammenhang mit dem Niveau des Geschäftsklimas nahelegte; die Daten zum Geschäftsklima ließen eine Expansionsrate von über 3 Prozent erwarten. Nachdem die Daten zum Bruttoinlandsprodukt im Zuge der Revisionen des laufenden Jahres mittlerweile eine Zunahme um 2,9 Prozent für das vergangene Jahr anzeigen, kann die Hypothese eines langjährigen Zusammenhangs zwischen Geschäftsklima und gesamtwirtschaftlichem Produktionsanstieg für 2006 nicht mehr abgelehnt werden.

Im Dezember 2007 stellt sich die Situation ähnlich dar. Zwar haben sich die Geschäftserwartungen etwas eingetrübt, die Geschäftslage wird aber deutlich besser beurteilt als im vergangenen Jahr. Das Geschäftsklima ist im Jahresdurchschnitt sogar geringfügig besser als im vergangenen Jahr und spricht für eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr von über 3 Prozent. Nach derzeitigem Stand der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung erscheint für 2007 konservativ gerechnet jedoch allenfalls ein Produktionsplus von 2,6 Prozent möglich. Legt man den im vergangenen Jahr geschätzten Zusammenhang zwischen Geschäftsklima und Produktionsanstieg zugrunde, so liegt eine Expansionsrate von 2,6 Prozent klar außerhalb des 67-Prozent-Konfidenzintervalls und nur knapp innerhalb des 95-Prozent-Intervalls (Abbildung K3-1).

Vor diesem Hintergrund erwarten wir weitere Aufwärtsrevisionen der Produktionsdaten für das laufende Jahr, möglicherweise auch jener für 2006. Aus heutiger Sicht erscheinen sowohl für 2007 als auch für 2006 Anstiegsraten mit einer 3 vor dem Komma wahrscheinlich. Möglicherweise kommt es bei der nächsten größeren Überprüfung der Daten im August 2008 zu einer Revision in diese Richtung.

^aVgl. Boss et al. (2006: 24). Die Deutsche Bundesbank (2006: 40–41) kommt für die gesamtdeutschen Daten seit 1992 zu einem vergleichbaren Ergebnis.

Abbildung K3-1:
Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts und Geschäftsklimas
1980–2007



ⁱDezember-Wert geschätzt. — ⁱⁱZuwachsrate gegenüber dem Vorjahr.

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

Verteuerung anderer Energieprodukte die Kosten der Unternehmen steigern und die Kaufkraft der privaten Haushalte einschränken; begünstigend wirkt dabei allerdings der höhere Eurokurs. Damit wird die Binnenkonjunktur voraussichtlich eine Zeitlang schwächer verlaufen als bislang prognostiziert. Nach der Jahres-

wende dürften zudem die Ausrüstungsinvestitionen als Reaktion auf den im Jahr 2007 anfallenden Vorzieheffekt deutlich sinken (Tabelle 5). Alles in allem wird die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung in der ersten Jahreshälfte 2008 voraussichtlich leicht zurückgehen.

Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum

Tabelle 5:

Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland 2007, 2008 und 2009^a

	2007				2008				2009			
	I	II	III	IV ^b	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b	I ^b	II ^b	III ^b	IV ^b
Bruttoinlandsprodukt	2,2	1,0	2,8	3,2	0,8	0,7	1,1	1,6	1,7	2,1	1,8	1,8
Private Konsumausgaben	-7,6	3,2	2,2	2,2	1,9	1,8	1,6	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Konsumausgaben des Staates	7,3	-0,2	-0,2	1,2	3,1	2,3	2,5	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Ausrüstungsinvestitionen	16,0	3,6	1,5	20,0	-12,0	3,4	1,3	2,5	3,0	4,2	5,5	4,2
Bauinvestitionen	5,8	-13,3	2,3	1,3	0,3	-0,7	-1,3	0,2	1,0	1,4	1,8	1,4
Sonstige Anlagen	-10,9	15,1	11,9	22,3	-9,7	5,7	3,6	4,8	5,3	6,5	7,8	6,5
Vorratsveränderungen ^c	8,3	-4,3	1,7	-0,3	-0,1	0,4	0,0	0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,0
Inländische Verwendung	7,2	-3,5	3,6	3,3	0,5	2,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,5	1,5
Ausfuhr	-1,2	3,2	12,8	16,0	-3,0	-2,1	2,1	3,0	4,9	8,1	8,1	6,0
Einfuhr	9,6	-6,9	16,7	18,0	-4,3	1,0	3,0	3,5	4,5	8,0	8,5	6,0
Außenbeitrag ^c	-4,0	3,9	-0,2	0,8	0,1	-1,3	-0,1	0,2	0,7	1,0	0,8	0,7
Beschäftigte Arbeitnehmer im Inland ^d	35 170	35 264	35 353	35 470	35 598	35 704	35 805	35 835	35 845	35 865	35 912	35 960
Arbeitslose ^d	3 941	3 842	3 736	3 606	3 466	3 336	3 206	3 136	3 110	3 100	3 080	3 055

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

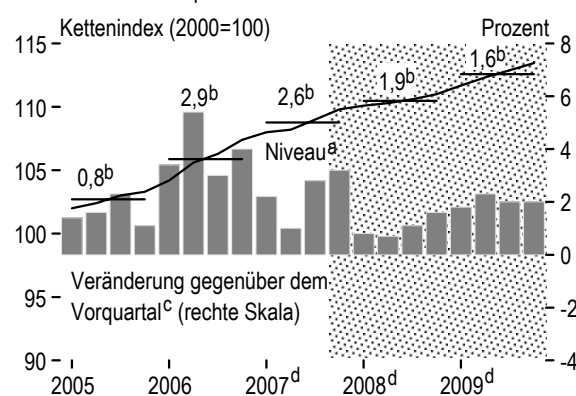
Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

Wenn die dämpfenden Effekte weitgehend abgeklungen sind, wird sich die Konjunktur erholen; damit ist für die zweite Jahreshälfte 2008 zu rechnen. Dazu dürfte beitragen, dass die Nervosität an den Finanzmärkten – so unsere Annahme – schwindet und sich dadurch die Zinsen auf dem Geldmarkt zurückbilden werden. Für das Jahr 2008 insgesamt erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,9 Prozent (Abbildung 6). Diese Rate ist spürbar niedriger als bei unserer Prognose vom September dieses Jahres (2,4 Prozent), wobei sich die Differenz weitgehend aus den Effekten infolge der veränderten Annahmen bezüglich des Wechselkurses einerseits und des Erdölpreises andererseits erklärt.⁷ Die Unsicherheit für unsere Prognose haben wir erneut anhand von Konfidenzintervallen dargestellt. Die Spanne, in der die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2008 mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit liegt, reicht von 0,3 bis 3,5 Prozent (Abbildung 7). Die Zahl der

⁷ Anfang September unterstellten wir vor dem Hintergrund der damals herrschenden Marktpreise, dass der Wechselkurs des Euro bei 1,36 US-Dollar liegen und der Rohölpreis 70 US-Dollar betragen würde (Boss et al. 2007c: Tabelle 2).

Arbeitslosen dürfte sich 2008 um rund 500 000 auf 3,29 Millionen verringern. Die Inflationsrate wird bis weit in das kommende Jahr hinein mehr als 2 Prozent betragen; im Jahresdurchschnitt werden die Verbraucherpreise voraussichtlich um 2,2 Prozent höher sein als im Vorjahr.

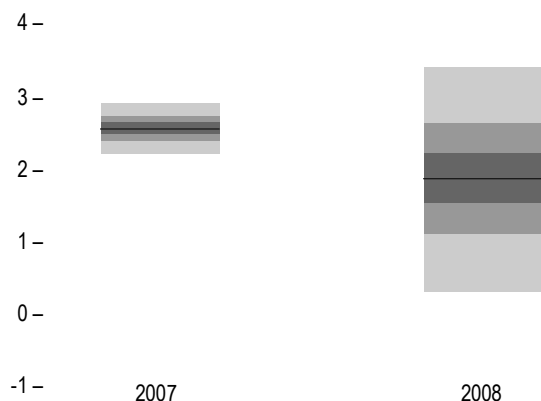
Abbildung 6:
Reales Bruttoinlandsprodukt 2005–2009^a



^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent, Ursprungswert. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2007 IV: Prognose.

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

Abbildung 7:
Prognoseintervalle für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2007 und 2008^a



^aPrognostizierter Anstieg (Linie) und Prognoseintervall (grau hinterlegte Flächen) bei Irrtumswahrscheinlichkeiten von 66, 33 und 5 Prozent (basierend auf Prognosefehlern des Instituts für Weltwirtschaft jeweils im vierten Quartal der Jahre 1994–2006).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Im Jahr 2009 werden die Auftriebskräfte wieder zunehmend die Oberhand gewinnen, und der Aufschwung wird sich fortsetzen. Dabei ist für den Jahresverlauf mit einem leichten Anstieg der Kapazitätsauslastung zu rechnen. Neben einer kräftigeren Binnenkonjunktur wird die Auslandsnachfrage rascher expandieren als zuvor, da die Konjunktur bei den Handelspartnern wieder Fahrt aufnimmt; vor allem ist für die Vereinigten Staaten mit einer spürbaren Erholung zu rechnen. Im Jahresdurchschnitt 2009 wird das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland voraussichtlich um 1,6 Prozent zunehmen. Diese Rate ist trotz der wieder höheren konjunkturellen Dynamik niedriger als die für das Jahr 2008, weil erstens der Arbeitstageeffekt deutlich negativ ist (0,4 Prozent) und zweitens der statistische Überhang gegen Ende 2008 geringer ausfällt als im Vorjahr. Die laufende Expansionsrate (saison- und kalenderbereinigt) wird 2009 mit 1,8 Prozent jedoch spürbar höher sein als im Jahr 2008 (1,1 Prozent). Dabei wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter bessern, die Zahl der Arbeitslosen wird 2009 nahe an die Marke von 3 Millionen herankommen (Tabelle 6). Die Inflation wird sich im Jahresdurchschnitt auf 1,9 Prozent belaufen.

Für die vorliegende Prognose ergibt sich die Unsicherheit im Wesentlichen aus der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten und den daraus resultierenden Unwägbarkeiten auf den Finanzmärkten. So ist für das kommende Jahr eine Rezession in den Vereinigten Staaten nicht auszuschließen (Dovern et al. 2007). Diese würde sich auch negativ auf die deutsche Wirtschaft auswirken, zumal in einem solchen Fall wohl der US-Dollar weiter abwerten würde. Daneben besteht bezüglich der Wirtschaftspolitik in Deutschland ein Risiko für die weitere Entwicklung. Mehr und mehr werden Maßnahmen diskutiert und beschlossen, welche die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt auf die mittlere Sicht wieder verschlechtern. Mit einem solchen Kurs werden sich die Arbeitsanreize verringern; vor allem wird sich der Druck auf die Tarifparteien vermindern, die zurückhaltende Politik bei den Löhnen fortzusetzen, bis sich die Arbeitslosenquote auf ein niedriges Niveau verringert hat, wie es beispielsweise in anderen entwickelten Volkswirtschaften herrscht.

Finanzpolitische Überlegungen

Zur Senkung des Beitragssatzes in der Arbeitslosenversicherung

Die Bundesagentur für Arbeit wird trotz der kräftigen Reduktion des Beitragssatzes zum Jahresbeginn 2007 auch in diesem Jahr einen hohen Überschuss erzielen (Tabelle 7). Anfang 2008 wird der Beitragssatz in der Arbeitslosenversicherung weiter – um 0,9 Prozentpunkte auf 3,3 Prozent – gesenkt. Auch wird der Bund im Jahr 2008 einen Teil der Einnahmen der Bundesagentur in Anspruch nehmen. Zwar wird der Aussteuerungsbetrag, den die Bundesagentur seit dem Jahr 2005 an den Bund zahlt und der sich im Jahr 2008 auf rund 2 Mrd. Euro belaufen würde, abgeschafft; es werden aber Ausgaben des Bundes in Höhe von rund 5 Mrd. Euro auf die Bundesagentur verlagert werden, was faktisch einer Reduktion des Zuschusses des

Deutschland: Gegenwind für Konjunktur und Potentialwachstum

Tabelle 6:
Jahresdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland 2006–2009

	2006	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
	Mrd. Euro	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent			
Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in Vorjahrespreisen					
Bruttoinlandsprodukt		2,9	2,6	1,9	1,6
Private Konsumausgaben		1,0	-0,2	2,2	1,1
Konsumausgaben des Staates		0,9	2,0	1,8	2,0
Anlageinvestitionen		6,1	5,4	1,7	1,8
Ausrüstungsinvestitionen		8,3	8,5	2,5	3,4
Bauinvestitionen		4,3	3,0	0,7	0,1
Sonstige Anlagen		6,7	6,1	5,6	5,6
Vorratsveränderung ^b		0,0	0,1	0,0	0,1
Inländische Verwendung		1,9	1,4	2,0	1,5
Ausfuhr		12,5	8,7	4,2	4,8
Einfuhr		11,2	6,8	4,7	5,2
Außenbeitrag ^b		1,1	1,2	0,1	0,2
Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in jeweiligen Preisen					
Bruttoinlandsprodukt	2 322,2	3,5	4,6	3,4	3,3
Private Konsumausgaben	1 357,5	2,3	1,7	4,2	3,0
Konsumausgaben des Staates	425,9	1,0	2,6	3,5	3,6
Anlageinvestitionen	417,1	6,7	8,5	2,2	2,3
Ausrüstungsinvestitionen	173,7	7,1	8,2	1,9	3,4
Bauinvestitionen	203,4	6,8	9,4	2,4	1,4
Sonstige Anlagen	26,3	3,7	3,4	2,0	3,5
Vorratsveränderung (Mrd. Euro)	-4,7	-4,7	-6,1	-14,8	-13,2
Inländische Verwendung	2 195,8	3,0	3,1	3,3	3,1
Ausfuhr	1 046,5	14,0	9,2	4,1	5,2
Einfuhr	920,1	14,3	6,4	4,0	5,1
Außenbeitrag (Mrd. Euro)	126,4	126,4	163,6	171,2	180,8
Bruttonationaleinkommen	2 344,4	3,5	4,5	3,6	3,4
Deflatoren					
Bruttoinlandsprodukt		0,6	1,9	1,4	1,7
Private Konsumausgaben		1,4	1,9	2,0	1,9
Konsumausgaben des Staates		0,2	0,6	1,7	1,6
Ausrüstungsinvestitionen		-1,1	-0,3	-0,6	0,0
Bauinvestitionen		2,4	6,2	1,6	1,3
Sonstige Anlagen		-2,8	-2,5	-3,4	-2,0
Ausfuhr		1,3	0,4	-0,1	0,3
Einfuhr		2,8	-0,4	-0,7	-0,1
<i>Nachrichtlich: Verbraucherpreise</i>		1,7	2,1	2,2	1,9
Einkommensverteilung					
Volkseinkommen		3,6	4,1	4,2	3,5
Arbeitnehmerentgelte		1,7	3,1	3,6	3,6
in Prozent des Volkseinkommens		65,6	65,0	64,6	64,7
Unternehmens- und Vermögenseinkommen		7,2	6,1	5,4	3,3
Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte		1,9	2,2	4,0	2,9
Sparquote (Prozent)		10,5	10,9	10,7	10,7
Lohnstückkosten, real ^c		-1,7	-1,5	0,2	0,4
Produktivität ^d		2,4	0,9	0,8	1,1
Arbeitslose (1 000)		4487,1	3781,7	3286,4	3086,7
Arbeitslosenquote (Prozent)		10,8	8,9	7,7	7,3
Erwerbstätige ^e (1 000)		39088,0	39760,9	40229,0	40429,1
Finanzierungssaldo des Staates					
in Mrd. Euro		-37,3	1,5	-4,7	5,2
in Relation zum Bruttoinlandsprodukt		-1,6	0,1	-0,2	0,2
Schuldenstand ^f		67,5	64,6	62,6	60,7

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

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

Tabelle 7:

Einnahmen und Ausgaben der Bundesagentur für Arbeit 2006–2009 (Mrd. Euro)

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Beiträge	51,18 ^b	32,30	26,39 ^c	27,37 ^c
Umlagen	1,12	1,03	1,05	1,07
Verwaltungskosten- erstattungen	2,36	2,34	2,35	2,35
Sonstige Einnahmen	0,72	0,99	1,35	1,35
Zuschuss des Bundes	0,00	6,47	2,58 ^d	2,78 ^d
Einnahmen	55,38	43,13	33,72	34,92
Eingliederungstitel	2,48	2,52	2,95	3,03
Arbeitslosengeld	23,61	17,72	16,60	16,40
Kurzarbeitergeld, Transfer- kurzarbeitergeld etc.	0,35	0,57	0,60	0,62
Umlagefinanzierte Ausgaben	1,09	1,02	1,05	1,07
Aussteuerungsbetrag	3,28	1,94	0,00	0,00
Verwaltungsausgaben	5,34	5,60	5,70	5,85
Sonstige Ausgaben	8,01	6,94	7,20	7,40
Ausgaben	44,16	36,31	34,10	34,37
Finanzierungssaldo	11,22	6,82	-0,38	0,55

^aPrognose. — ^bDavon 3,5 Mrd. Euro Extraeinnahmen infolge vorzeitiger Fälligkeit der Beiträge. — ^cBei einem Beitragssatz von 3,3 Prozent. — ^dNach Abzug der Erstattung von Eingliederungs- und Verwaltungsausgaben des Bundes etc. (5 Mrd. Euro).

Quelle: Bundesagentur für Arbeit, *Amtliche Nachrichten* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

des Bundes entspricht. Zudem werden die Ausgaben für arbeitsmarktpolitische Maßnahmen aufgestockt. Ferner wird das Arbeitslosengeld älteren Anspruchsberechtigten länger als bisher gewährt werden (Bundesagentur für Arbeit 2007), wenngleich nicht so lang wie vor der Reform im Rahmen der Agenda 2010; die Aufwendungen für das Arbeitslosengeld werden wegen des Rückgangs der Arbeitslosigkeit gleichwohl sinken. Angesichts all dieser Beschlüsse (vgl. auch Boss 2007b) wird die Bundesagentur im Jahr 2008 wieder ein Defizit aufweisen.

Der Beschluss der Bundesregierung, den Beitragssatz um fast einen Prozentpunkt zu senken, wird insbesondere vom Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kritisiert; nachhaltig könne der Beitragssatz um nur 0,3 Prozentpunkte auf 3,9 Prozent reduziert werden (Sachverständi-

genrat 2007: Ziffern 317–319). In der Argumentation des Sachverständigenrats bleibt aber unberücksichtigt, dass die Ausgaben der Bundesagentur für Arbeit mindestens teilweise von deren Einnahmen abhängen.⁸ Auch wird nicht beachtet, dass die Arbeitskosten bei einer größeren Senkung des Beitragssatzes geringer und die Beschäftigung höher als sonst ausfallen. Diese Effekte können mithilfe des gewählten methodischen Ansatzes allenfalls unzureichend einbezogen werden, so dass als mittelfristig notwendiger Mittelbedarf ein überhöhter Betrag errechnet wird. Auch wird dem Ausgaben mindernden Effekt der im Rahmen der Agenda 2010 verkürzten Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes für Ältere nicht voll Rechnung getragen; dieser Einfluss ist in den der Rechnung zugrunde liegenden Daten zu den Ausgaben verzerrt und zudem nicht voll enthalten. Schließlich ist der methodische Ansatz wegen anderer statistischer Brüche in den Zeitreihen (Sachverständigenrat 2007, Ziffer 317) problematisch.

Wird dies alles berücksichtigt, so ist sogar eine Verringerung des Beitragssatzes in der Arbeitslosenversicherung um 1,3 Prozentpunkte auf 2,9 Prozent⁹ möglich, wenn zusätzliche Ausgaben nicht beschlossen werden und wenn die deutsche Wirtschaft mittelfristig entsprechend der Rate des Wachstums des Produktionspotentials expandiert (Boss 2007a, 2007b). Selbst eine zeitweise ungünstigere wirtschaftliche Entwicklung schließt nicht aus, dass der Beitragssatz auf 2,9 Prozent reduziert werden kann; es könnten in diesem Fall zwar kurzfristig beträchtliche Defizite im Haushalt der Bundesagentur auftreten, es wären jedoch beträchtliche Reserven verfügbar, um diese abzudecken. In beiden Fällen wären die Ausgaben der Bundesagentur indes geringer als sonst, weil diese teilweise endogen sind. Vor allem aber wirkte sich eine zusätzliche Reduktion des Beitrags-

⁸ In der Vergangenheit hat es sich häufig gezeigt, dass neue Ausgabenprogramme gerade dann beschlossen wurden, wenn die Einnahmensituation der Bundesagentur positiv war.

⁹ Eine Reduktion des Beitragssatzes um zusätzlich 0,4 Prozentpunkte entspricht im Jahr 2008 – rein rechnerisch – einer Verringerung des Beitragsaufkommens um 3,2 Mrd. Euro.

satzes positiv auf die Beschäftigung aus; sie würde dazu beitragen, dass der Risikofall, für den manche Politiker und Kommentatoren Reserven anhäufen wollen, weniger wahrscheinlich würde.

Reduktion der Einkommensteuersätze erforderlich

Eine generelle Senkung der Einkommensteuersätze zum Jahresbeginn 2009 ist angezeigt, weil die Steuerbelastung seit der dritten Stufe der Einkommensteuerreform im Jahr 2005 infolge

heimlicher Steuererhöhungen nennenswert gestiegen ist und ohne eine Änderung des Einkommensteuertarifs weiter zunehmen würde. Dies würde die Arbeitsanreize schwächen und den Anstieg der Beschäftigung bremsen (Boss et al. 2007c: 62–64). Vermeiden lässt sich eine heimliche Steuererhöhung beispielsweise durch eine Indexierung der Abzugsbeträge bei der Berechnung des zu versteuernden Einkommens und des Einkommensteuertarifs entsprechend der Nominaleinkommensentwicklung im Durchschnitt (Boss et al. 2008).

Literatur

- Boss, A. (2007a). Wohin mit den Überschüssen der Bundesagentur für Arbeit? Kieler Arbeitspapiere 1384. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A. (2007b). Stärkere Senkung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung! *Wirtschaftsdienst* 87 (12). Erscheint demnächst.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2006). Gute Chancen auf einen langanhaltenden Aufschwung in Deutschland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge 436/437. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007a). Verbessertes Arbeitsmarktumfeld stärkt Wachstum des Produktionspotentials in Deutschland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Kieler Diskussionsbeiträge 441/442*. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier und J. Scheide (2007b). Aufschwung in Deutschland bleibt kräftig. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2007*. Kieler Diskussionsbeiträge 443/444. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007c). Deutsche Konjunktur: Aufschwungskräfte behalten die Oberhand. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007*. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.
- Boss, A., A. Boss und T. Boss (2008). Der deutsche Einkommensteuertarif: Wieder eine Wachstumsbremse? *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 9 (1): 102–124. In Vorbereitung.
- Bundesagentur für Arbeit (2007). Verwaltungsrat stellt BA-Haushalt 2008 fest. *BA-Presseinfo* 72 (15. November). Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Amtliche Nachrichten*. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Arbeitsmarkt in Zahlen – Beschäftigung in Deutschland – Monatszahlen*. Nürnberg.
- Deutsche Bundesbank (2006). *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2007a). Fortschritte bei der Stärkung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials. *Monatsbericht* (Oktober): 35–45.
- Deutsche Bundesbank (2007b). *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.

- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Janssen, F. Oskamp, B. van Roye, B. Sander und J. Scheide (2007). Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 447/448. IfW, Kiel. In Vorbereitung.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007). *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut gemeinnützige GmbH) (2007). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (10. Dezember 2007) <<http://www.hwwi.de/Rohstoffpreisindex.1042.o.html>>.
- ifo (ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.) (lfd. Jgg.). *ifo-Konjunkturperspektiven*. München.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007). *Agricultural Outlook 2007–2016*. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (lfd. Jgg.). *Main Economic Indicators*. Paris.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2007). *Aufschwung legt Pause ein. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2007*. RWI, Essen.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2007). *Das Erreichte nicht verspielen. Jahrgutachten 2007/08*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (2007). 40 Millionen Erwerbstätige im September 2007. *Pressemitteilung 432 vom 30. Oktober*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Wirtschaft und Statistik*. Stuttgart.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.2: Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktsberechnung*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen. Hauptbericht*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.3: Inlandsproduktsberechnung – Saisonbereinigte Vierteljahresergebnisse*. Wiesbaden.
- WSI-Tarifarchiv (2007). Tarifrunde 2008: Die Kündigungstermine. Via Internet (10. Dezember 2007) <http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/SID-3D0AB75D-566958CD/hbs/hs.xsl/547_88986.html>.

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

- 430./431. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006
Kiel, September 2006. 69 S. 18 Euro.
- 432./433. Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?
Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide
Kiel, Oktober 2006. 29 S. 18 Euro.
- 434./435. Schleswig-Holsteins Wirtschaft im Kräftefeld der Globalisierung
Klaus Schrader, Claus-Friedrich Laaser und Henning Sichelschmidt
Kiel, Dezember 2006. 50 S. 18 Euro.
- 436./437. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2006
Kiel, Dezember 2006. 45 S. 18 Euro.
438. Zur Reform des Internationalen Währungsfonds
Horst Siebert
Kiel, Januar 2007. 21 S. 9 Euro.
- 439./440. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2007
Kiel, März 2007. 76 S. 18 Euro.
- 441./442. Stärkeres Wachstum des Produktionspotentials in Deutschland
Alfred Boss, Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp und Joachim Scheide
Kiel, April 2007. 40 S. 18 Euro.
- 443./444. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2007
Kiel, Juni 2007. 35 S. 18 Euro.
- 445./446. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007
Kiel, Oktober 2007. 67 S. 18 Euro.
- 447./448. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007
Kiel, Dezember 2007. 18 Euro.

Mehr Informationen über Publikationen des IfW unter <http://www.ifw-kiel.de/pub/pub.htm>