



# *Kieler* **Diskussionsbeiträge**



## **Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008**

**Nr. 459/460 | Dezember 2008**

**Institut für Weltwirtschaft Kiel**

**Web: [www.ifw-kiel.de](http://www.ifw-kiel.de)**

#### 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](mailto: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** 3-89456-302-8

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2008.

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

---

## Weltkonjunktur auf Talfahrt 3

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

Kasten 1: Maßnahmen der Politik zur Krisenbewältigung in großen Ländern der Europäischen Union	18
--	----

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession 30

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

Kasten 1: Realwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzmarktkrise	35
Kasten 2: Zum Einfluss des Aktienkursverfalls auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte	44
Kasten 3: Inflationsentwicklung in verschiedenen Ölpreisszenarien	46

# Weltkonjunktur auf Talfahrt

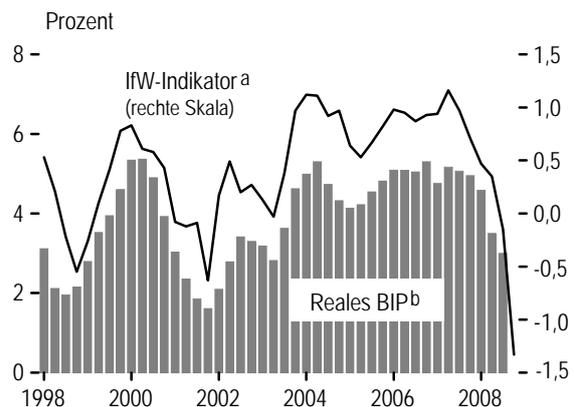
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern,  
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van  
Roye, Birgit Sander und Joachim Scheide

## Zusammenfassung:

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

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

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2008

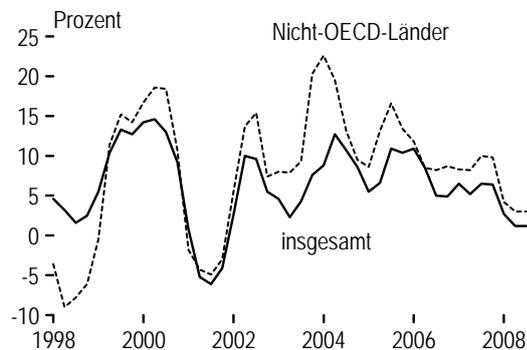


<sup>a</sup>Auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr; 3. Quartal 2008 teilweise geschätzt.

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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



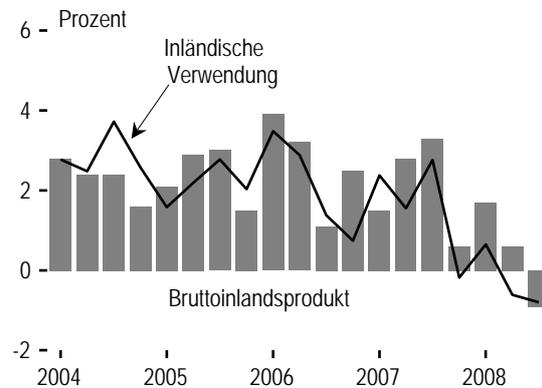
<sup>a</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, gleitender 2-Quartalsdurchschnitt. 3. Quartal geschätzt.

Quelle: OECD (2008a).

### Konjunkturelle Talfahrt aller Orten

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

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



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

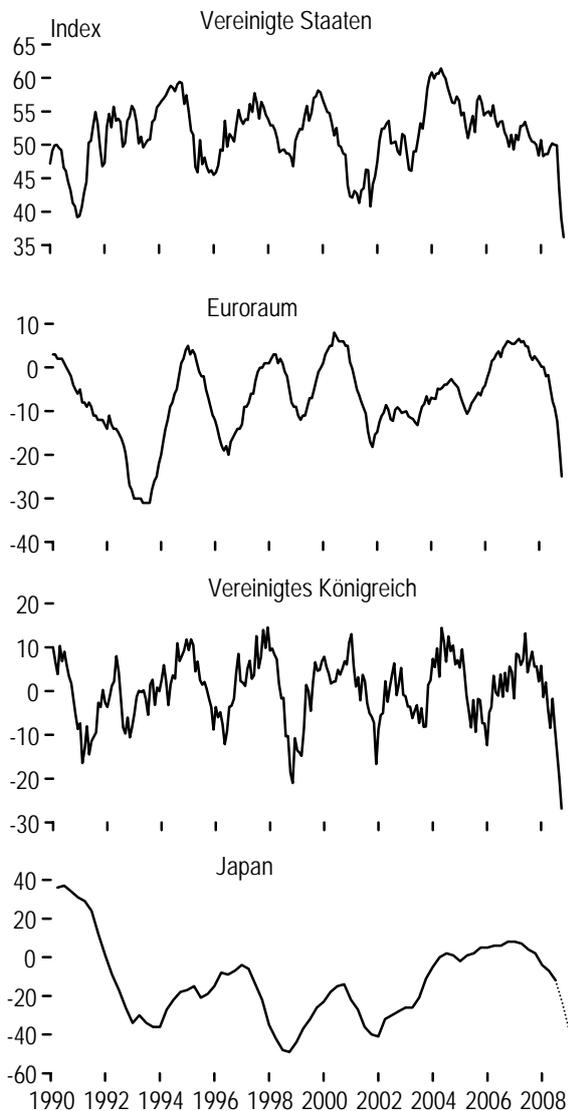
Quelle: OECD (2008a); eigene Berechnungen.

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

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

Abbildung 4:  
Geschäftsklima in großen Industrieländern 1990–2008



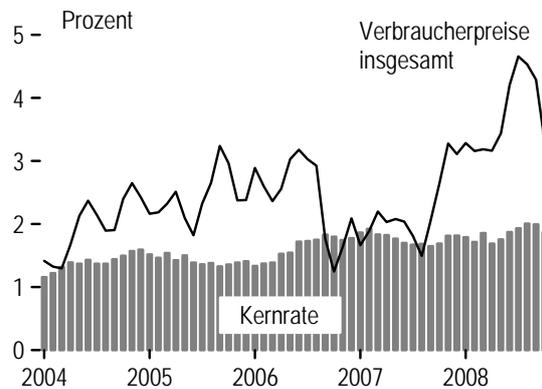
Quelle: The Institute for Supply Management USA; Bank of Japan (2008); OECD (2008a); Europäische Kommission über Thomson Financial.

### Inflation auf dem Rückzug

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

deutlich – auf schätzungsweise 1,6 Prozent – ab.

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



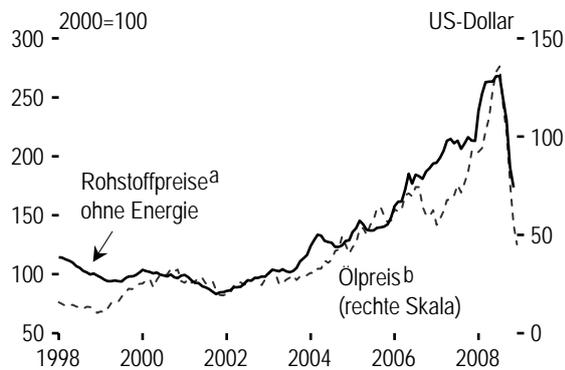
<sup>a</sup>Inflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2007.

Quelle: OECD (2008a); eigene Berechnungen.

Maßgeblich für den Rückgang der Inflation, ebenso wie für ihren Anstieg zuvor, war die Entwicklung der Rohstoffpreise. Sie brachen als Folge der konjunkturbedingt geringeren Nachfrage, vermutlich verstärkt durch die Investitionsentscheidungen von Finanzmarktinvestoren, massiv ein. Der Ölpreis sank von seinem Hoch bei 147 US-Dollar für ein Fass der Sorte Brent Anfang Juli 2008 auf wenig mehr als 40 Dollar Mitte Dezember (Abbildung 6), und dies, obwohl die OPEC auf den Preisverfall im Herbst mit einer Kürzung der Förderquoten reagiert hatte. Ähnlich drastische Preisrückgänge waren bei Getreide und bei vielen Metallen zu verzeichnen. Für die Prognose unterstellen wir, dass der Ölpreis über den Prognosezeitraum auf dem gegenwärtigen Niveau verharret, auch weil die OPEC das Angebot an die voraussichtlich weiter fallende Nachfrage anpassen dürfte. Für die übrigen Industrierohstoffe erwarten wir zunächst noch zurückgehende Notierungen und im Jahr 2010 mit der dann einsetzenden konjunkturellen Erholung wieder etwas steigende Preise (Tabelle 1).

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

Abbildung 6:  
Rohstoffpreise 1998–2008



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

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2008).

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

Tabelle 1:  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>
<b>Kurzfristige Zinsen</b>												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	3,0	2,3	3,3	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0	1,5	1,5
Japan (Tagesgeldzins)	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5
Euroland (Leitzins <sup>b</sup> )	4,0	4,0	4,0	3,4	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	1,0
<b>Wechselkurse</b>												
US-Dollar/Euro	1,55	1,56	1,44	1,32	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Yen/US-Dollar	105,2	104,5	107,0	97,5	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	96,7	122,5	115,6	58,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	254,2	267,9	267,9	189,5	181,9	177,2	177,2	177,2	178,1	180,7	184,2	188,6

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

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

### Wirtschaftspolitik im Kampf gegen die Krise

Maßgeblich für die massive Eintrübung der Stimmung im Herbst war wohl die Zuspitzung der Finanzmarktkrise mit dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers Mitte September als Höhepunkt. Die von den Regierungen aufgelegten Programme zur Stabilisie-

rung des Finanzsektors<sup>1</sup> haben im Verein mit einer massiven Zuführung von Liquidität durch die Notenbanken einen Systemkollaps vermieden, doch stiegen die Risikoprämien

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

auf Unternehmensanleihen und Staatspapiere minderer Bonität ebenso wie die Zinsaufschläge im Interbankenhandel nochmals deutlich an. Vor allem in den Vereinigten Staaten haben sich die Finanzierungsbedingungen für Private erheblich verschlechtert, aber auch in den übrigen Industrieländern wird die Kreditvergabe deutlich restriktiver gehandhabt.

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

Angesichts der drastischen konjunkturellen Eintrübung, in einigen Ländern verbunden mit dem Aufkeimen von Deflationsgefahren, haben die Notenbanken in den Industrieländern weltweit ihre Politik in raschen und zum Teil außergewöhnlich großen Schritten gelockert.<sup>2</sup> In den Vereinigten Staaten ist die Zentralbank im Dezember sogar zu einer Nullzinspolitik übergegangen und hat umfassende Maßnahmen angekündigt, mit denen zusätzliche Liquidität in die Wirtschaft gepumpt und die Zinssätze auch für längerfristige Papiere und die von Emittenten minderer Bonität gedrückt werden sollen. Vor diesem Hintergrund hat der Dollar wieder deutlich an Wert verloren, nachdem er gegenüber den europäischen Währungen seit dem Sommer stark aufgewertet hatte. Wir erwarten, dass die Noten-

---

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

bankzinsen auch im Vereinigten Königreich und im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 2009 in die Nähe von Null gesenkt werden.

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

---

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

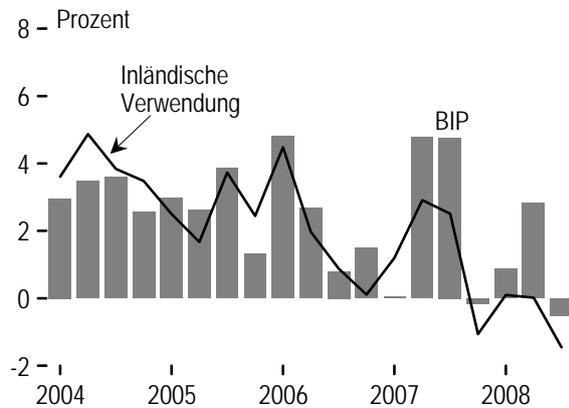
Die Vereinigten Staaten befinden sich seit mehr als einem Jahr in der Rezession.<sup>3</sup> In der ersten Jahreshälfte blieb der von vielen Beobachtern erwartete tiefe Abschwung zunächst zwar noch aus. Besonders die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal, mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 2,8 Prozent (Abbildung 7), überraschte positiv. Verantwortlich hierfür waren neben einem kräftigen Schub durch den Außenhandel, die Effekte des Konjunkturpakets, auch wenn es

---

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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



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

Quelle: US Department of Commerce (2008).

in Relation zum finanziellen Aufwand nur geringe Wirkungen entfaltet haben dürfte.<sup>4</sup> Im dritten Quartal setzten sich jedoch die rezessiven Kräfte wieder zunehmend durch; das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte mit einer laufenden Jahresrate von 0,5 Prozent. Grund war vor allem der Einbruch des privaten Konsums um 3,7 Prozent; einen so starken Rückgang gab es seit 1980 nicht mehr. Ursächlich waren einmal der Pessimismus der Verbraucher bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten und die daraus resultierende Erhöhung der Sparquote. Auch wirkten der Rückgang der Beschäftigung und die zurückhaltende Kredit-

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

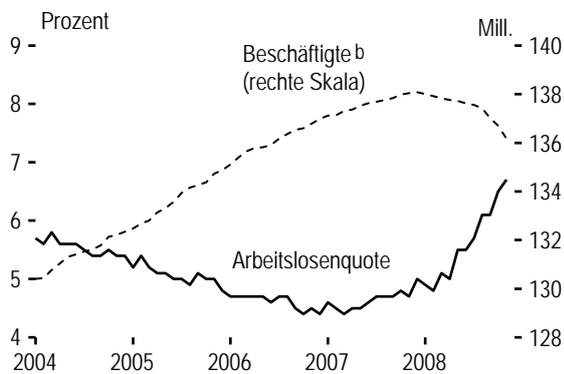
vergabe der Banken dämpfend. Verstärkt wurde der Rückgang des privaten Konsums zudem durch den Fortfall der stimulierenden Wirkung des Konjunkturpakets. Der Einbruch bei den Wohnungsbauinvestitionen setzte sich fort. Ihr Rückgang beschleunigte sich gegenüber dem Vorquartal sogar auf eine Rate von 17,6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

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

Der Immobilienmarkt befindet sich in einer tiefen Depression. Die Immobilienpreise sind stark rückläufig; gemessen am Case-Shiller-Index nahmen sie bereits um mehr als 20 Prozent ab. Alle Indikatoren, beispielsweise die Baubeginne und Baugenehmigungen oder das Verhältnis der nachgefragten Wohnimmobilien zu den zum Verkauf stehenden, deuten darauf hin, dass sich der Preisrückgang noch längere Zeit fortsetzt. Weiterhin werden viele Wohneigentümer, die zahlungsunfähig werden

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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



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

Quelle: US Department of Labor (2008a).

oder deren Kreditbelastung den Wert der Immobilie spürbar übersteigt, ihre Immobilien aufgeben, wodurch sich das Angebot an Wohnimmobilien weiter erhöht und die Preise zusätzlich unter Druck geraten. Auch ein Vergleich mit historischen Immobilienmarktkrisen legt nahe, dass die Immobilienpreise noch mindestens bis ins Jahr 2010 hinein rückläufig sein werden (vgl. Jannsen 2008).

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

Die US-Notenbank stemmt sich mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln gegen die Finanzkrise. Auch hat sich das Risiko eines Abrutschens in die Deflation erhöht. Im November lagen die Verbraucherpreise nur noch um 1,1 Prozent höher als ein Jahr zuvor, und für das kommende Jahr ist eine negative In-

flationsrate wahrscheinlich. Diese Entwicklung ist zwar vor allem dem Rückgang der Rohstoffpreise geschuldet und von daher konjunkturell stützend. Doch angesichts der rapide sinkenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung steigt die Wahrscheinlichkeit, dass auch die Kernrate in deflationäres Territorium gerät. Den Zielzinssatz senkte die Fed innerhalb von nur 16 Monaten von 5,25 Prozent im September 2007 auf einen Zielbereich zwischen 0,0 und 0,25 Prozent.<sup>5</sup> In dem vorangegangenen, im Januar 2001 begonnenen Zinssenkungszyklus hatte die Fed den Leitzins innerhalb von 30 Monaten von 6,5 Prozent auf 1 Prozent reduziert. Obgleich sie also somit vergleichsweise schnell auf die Krise reagierte, kann sie derzeit aufgrund der Friktionen an den Finanzmärkten über den Zinskanal kaum expansive Impulse setzen. Deshalb schuf die Fed zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken und ging dazu über, durch den Ankauf von Wertpapieren zusätzliche Liquidität in die Märkte zu injizieren (Quantitative Easing), um so die relevanten Zinssätze auf den Kredit- und Anleihemärkten zu senken.<sup>6</sup>

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

<sup>6</sup> Dafür hat die Fed seit Ende 2007 eine Reihe von Maßnahmen beschlossen. So erlaubt die Term Auction Facility (TAF) Geschäftsbanken, sich über besicherte Kredite zusätzlich mit Liquidität zu versorgen (zum 10. Dezember betrug das Volumen etwa 450 Mrd. Dollar). Im Rahmen der Primary Dealer Credit Facility (PDCF) können sich auch Investmentbanken gegen Sicherheit über Nacht mit Krediten versorgen (50 Mrd. Dollar), zudem wird ihnen über die Term Securities Lending Facility (TSLF) die Möglichkeit geboten, sich im Tausch gegen Kreditforderungen mit Staatsanleihen zu versorgen. Durch die Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) werden Kredite an Finanzinstitute vergeben, damit diese von Geldmarktfonds mit kurzläufigen Unternehmensanleihen (Commercial Paper) besicherte Wertpapiere ankaufen (40 Mrd. Dollar). Dadurch soll verhindert werden, dass Geldmarktfonds in Liquiditätsprobleme geraten und der Markt für Commercial Paper austrocknet. Mit der Commercial Paper Funding Facility (CPFF) greift die Fed direkt auf diesem Markt ein, indem sie versucht, durch den Aufkauf von Handelspapieren die Refinanzierung von Unternehmen zu erleichtern

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

Nach der Amtsübernahme der neuen Regierung im Januar 2009 ist mit einem kräftigen fiskalischen Stimulus zu rechnen. Zuletzt waren Beträge von bis zu einer Billion Dollar, verteilt über zwei Jahre, in der Diskussion. Auch wenn derzeit noch unklar ist, wie das Konjunkturprogramm konkret ausgestaltet wird, so scheint doch klar, dass Infrastrukturinvestitionen ein bedeutender Bestandteil eines solchen Paketes sein werden. In einem ersten Schritt dürfte verhindert werden, dass bereits beschlossene Investitionsmaßnahmen auf lokaler Ebene aufgrund wegbrechender Steuereinnahmen aufgegeben werden müssen. Inwieweit es möglich ist, darüber hinaus in einem relevanten Umfang kurzfristig Investitionen anzuschieben ist unklar, da die Planungs- und Genehmigungsphase die Umsetzung von Projekten lange hinauszögern kann. Ein zweiter Bestandteil des Konjunkturprogramms könnte in einer umfassenden Steuerreform bestehen, zumal eine Steuerentlastung der unteren und mittleren Einkommen im Wahlkampf angekündigt wurde und aufgrund des Auslaufens der im Jahr 2001 durchgeführten Steuersenkungen im Jahr 2010 ohnehin Handlungsbedarf besteht. Fest steht bereits

---

und die Zinssätze zu senken (310 Mrd. Dollar). Zuletzt wurden zwei größere Programme angekündigt. Zum einen versucht die Fed im Rahmen der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), die Neuvergabe von Konsumentenkrediten durch den Ankauf verbriefter Kreditforderungen in diesem Bereich (geplantes Volumen von bis zu 200 Mrd. Dollar) zu fördern. Zum anderen stützt sie den Hypothekenmarkt durch den direkten Ankauf von Schuldverschreibungen der Government Sponsored Enterprises (GSE) (100 Mrd. Dollar) sowie den Ankauf verbriefter Hypothekenkredite der GSEs Fannie Mae, Freddie Mac und Ginni Mae (bis zu 500 Mrd. Dollar).

jetzt, dass das laufende Haushaltsjahr, das am 30. September 2009 endet, mit einem Rekorddefizit schließen wird. Das Congressional Budget Office schätzt, dass sich das Defizit allein für die Monate Oktober und November 2008 bereits auf 408 Mrd. Dollar beläuft, wozu Ausgaben im Rahmen des Troubled Assets Relief Programs (TARP) etwa die Hälfte beigetragen haben dürften. Beträchtliche Einnahmeausfälle aufgrund des scharfen Konjunkturreinbruchs in Verbindung mit zusätzlichen Ausgaben für ein Konjunkturprogramm werden aus heutiger Sicht dazu führen, dass das Haushaltsdefizit 2009 auf reichlich eine Billion Dollar steigt, also mehr als 7 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Alle Konjunkturindikatoren deuten nach der nochmaligen Verschärfung der Finanzkrise im September auf einen regelrechten Einbruch der Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2008 sowie im ersten Quartal 2009 hin. Der private Konsum dürfte in diesem Zeitraum weiter stark zurückgehen. Neben dem zunehmenden Abbau von Beschäftigung wirken auch Vermögenseffekte, die restriktivere Kreditvergabe und eine steigende Sparquote bremsend. Auch die Ausrüstungsinvestitionen und der private Wohnungsbau dürften die wirtschaftliche Expansion weiter dämpfen. Zusätzlich drohen bisher stützende Faktoren wegzufallen. Der Wirtschaftsbau, der bislang noch expandiert hatte, dürfte aufgrund der verschlechterten Finanzierungsmöglichkeiten und aufgrund von Überkapazitäten zurückgehen. Die Exporte werden neben der schwachen Auslandskonjunktur zusätzlich durch die Aufwertung des Dollar im Vergleich zum Frühjahr dieses Jahres belastet.<sup>7</sup> Der Außenhandel dürfte zwar auch im Winterhalbjahr noch positiv zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts beitragen, dies jedoch nur wegen eines noch stärkeren Rückgangs der Importe. Im weiteren Verlauf des Jahres könnte der voraussichtliche kräftige fiskalische Impuls zu heftigen Ausschlägen des Bruttoin-

---

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

landsprodukts führen. Ein Konjunkturprogramm in dieser Größenordnung dürfte den Konjunkturverlauf spürbar beeinflussen, ohne allerdings die schwache konjunkturelle Grundtendenz nachhaltig zu verändern, die auf der Unsicherheit an den Finanzmärkten und der Korrektur am Immobilienmarkt beruht. Alles in allem erwarten wir für 2009 einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 Prozent. 2010 dürfte sich die Wirtschaft etwas beleben. Der Produktionsanstieg wird aber wohl mit einer Rate von 1 Prozent nochmals deutlich die Wachstumsrate des Produktionspotentials unterschreiten. Die Arbeitslosenquote wird in den kommenden Jahren stark – auf 7,8 bzw. 8,4 Prozent – steigen (Tabelle 2). Die Verbraucherpreise dürften vor allem wegen des Falls der Rohstoffpreise 2009 um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr zurückgehen, für das Jahr 2010 erwarten wir einen Anstieg von 1,6 Prozent.

Tabelle 2:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2007–2010

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

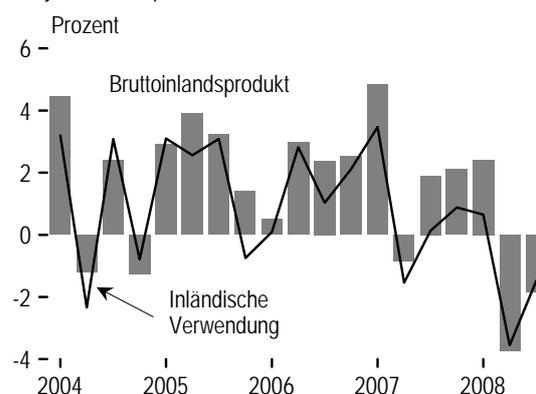
<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real. — <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

## Deutlicher Rückgang der Produktion auch in Japan

Die seit dem Jahr 2002 laufende Expansionsphase der japanischen Wirtschaft ist 2008 zu Ende gegangen. Seit dem Frühjahr ist die gesamtwirtschaftliche Produktion deutlich rückläufig (Abbildung 9). Unter dem Eindruck einer erheblich schwächeren Expansion des Welthandels und einer empfindlichen Aufwertung des Yen gingen die Exporte spürbar zurück. Die Unternehmensinvestitionen, die zweite wichtige Stütze des Aufschwungs, brachen angesichts einer ausgeprägten Verschlechterung der Absatz- und Ertragsersparungen und zunehmend ungünstig werdender Finanzierungsbedingungen sogar regelrecht ein. Der private Konsum schließlich gab in der Tendenz ebenfalls nach; er schrumpfte infolge sinkender Realeinkommen im Verlauf des Sommerhalbjahrs mit einer laufenden Jahresrate von knapp 1 Prozent. Maßgeblich war zum einen das rohstoffpreisbedingte Anziehen der Inflation; die Verbraucherpreise lagen im Sommer reichlich 2 Prozent über ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie in den Jahren zuvor weitgehend stabil gewesen waren. Zum

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

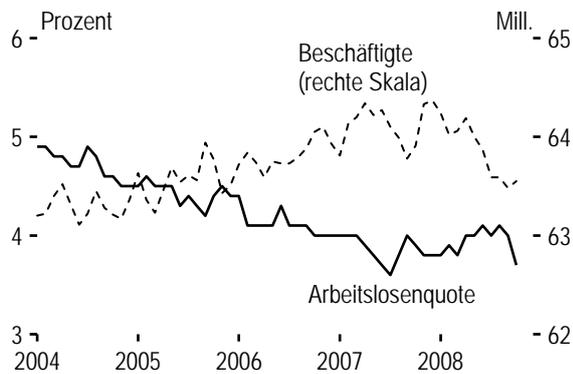


<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Cabinet Office (2008).

anderen hat sich der Anstieg der nominalen Arbeitseinkommen spürbar abgeschwächt. Ausschlaggebend hierfür war, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt zunehmend eintrübte. Die Arbeitslosenquote ist zwar bislang noch nicht gestiegen, sondern verharrte bis zum Herbst bei 4 Prozent (Abbildung 10). Doch kam der Beschäftigungsanstieg zum Stillstand, und das Verhältnis von angebotenen Stellen zu Bewerbern, das gemeinhin als guter Indikator für die konjunkturelle Situation am Arbeitsmarkt gilt, ist wie auch die Zahl der geleisteten Überstunden kräftig gesunken.

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



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: OECD (2008a).

Seit September hat sich das wirtschaftliche Umfeld weiter erheblich eingetrübt. Die Finanzmarktkrise hat auch in Japan ihre Spuren hinterlassen. So kam es im Oktober zum Zusammenbruch eines Immobilienfonds und einer Lebensversicherung, wodurch die zuvor vorherrschende Einschätzung, der japanische Finanzsektor würde von den Finanzmarkturbulenzen nur wenig berührt, in Frage gestellt wurde. Die Aktienkurse brachen in der Folge massiv ein; die wichtigsten Indizes lagen zuletzt rund 40 Prozent unter ihren Niveaus vom Sommer, seit Mitte 2007 haben sie mehr als die Hälfte ihres Wertes verloren. Der Aktien-

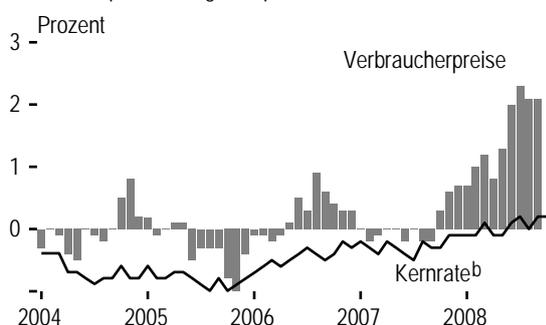
courseinbruch belastet die konjunkturellen Aussichten zum einen durch empfindliche Vermögenseinbußen für die privaten Haushalte, deren Konsumneigung in der Folge gedämpft werden dürfte. Zum anderen trägt er dazu bei, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen markant verschlechtert haben. Hinzu kommen die erhöhte Risikoprämie, die auf Unternehmensanleihen zu zahlen ist, sowie eine deutlich restriktivere Kreditvergabe seitens der Banken. In diesem Umfeld hat sich das Geschäftsklima drastisch verschlechtert; der von der Notenbank vierteljährlich ermittelte Diffusionsindex (Tankan) fiel von  $-14$  auf  $-24$  und die Erwartungen haben sich auf ein Niveau verringert, wie es zuletzt in den Rezessionsjahren 1998 und 2002 verzeichnet wurde.

Die Bank von Japan beschloss Ende Oktober, die von den Banken bei der Zentralbank gehaltenen Überschussreserven zu verzinsen, mit dem Ziel, die Liquidität im Geldmarkt zu erhöhen. Gleichzeitig senkte sie das Ziel für den Tagesgeldzinssatz leicht von 0,5 auf 0,3 Prozent. Mitte Dezember kehrte sie schließlich faktisch zur Nullzinspolitik zurück. Auch hat sie nun Schritte beschlossen, die eine Rückkehr zu der aggressiven Politik der „quantitativen Lockerung“, die die Notenbank in den Jahren nach 2000 betrieben hatte, um die Deflation zu bekämpfen, bedeuten. Diese Politik erscheint angemessen, denn der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe, der im Jahr 2008 zu verzeichnen war, ist ausschließlich auf die Rohstoffpreise zurückzuführen. Die Kernrate der Inflation verharrte bis zuletzt bei Null (Abbildung 11), und das Risiko eines Rückfalls in die Deflation ist angesichts rückläufiger gesamtwirtschaftlicher Produktion, des starken Yen und der Unsicherheiten im Finanzsektor erheblich.

Die Finanzpolitik hat zwar relativ früh auf die sich abschwächende Konjunktur reagiert; angesichts der enorm hohen Staatsverschuldung, die sich gemessen am Bruttoinlandsprodukt auf rund 180 Prozent beläuft, sind die

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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



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

Quelle: Statistics Bureau of Japan (2008).

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

Angesichts der anhaltenden Verschlechterung der Weltkonjunktur und der Probleme im Finanzsektor dürfte die Konjunktur in Japan bis weit in das nächste Jahr hinein abwärtsgerichtet bleiben. Die finanzpolitischen Impulse sowie die mit niedrigeren Energie-

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

Tabelle 3:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2007–2010

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

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

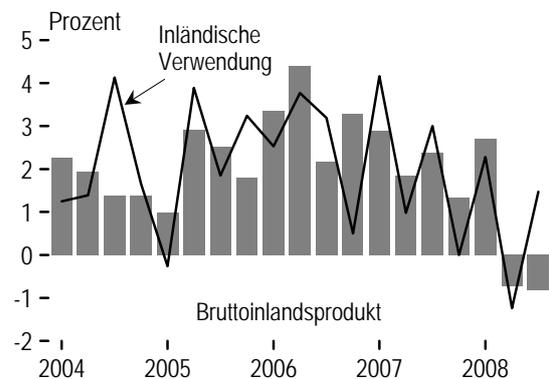
Quelle: Cabinet Office (2008); OECD (2008a, 2008b); eigene Berechnungen und Prognosen.

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

### Rezession im Euroraum verschärft sich

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

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



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

Quelle: Eurostat (2008).

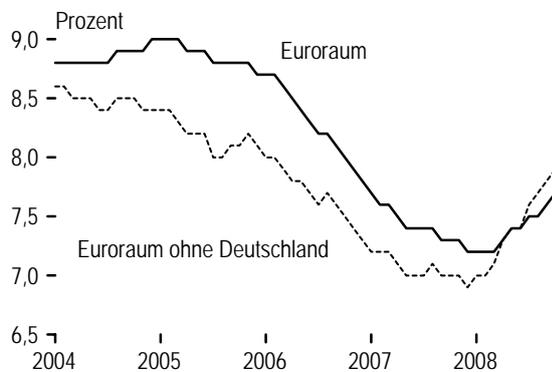
Die Wirtschaft im Euroraum wurde von mehreren Faktoren gedämpft. Bis in das dritte Quartal schwächte die hohe Inflation den privaten Konsum in allen Ländern, die Exporte wurden durch die abflauende Weltkonjunktur und nach der Jahresmitte durch eine Aufwertung des Euro beeinträchtigt, und die damit verbundene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

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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

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

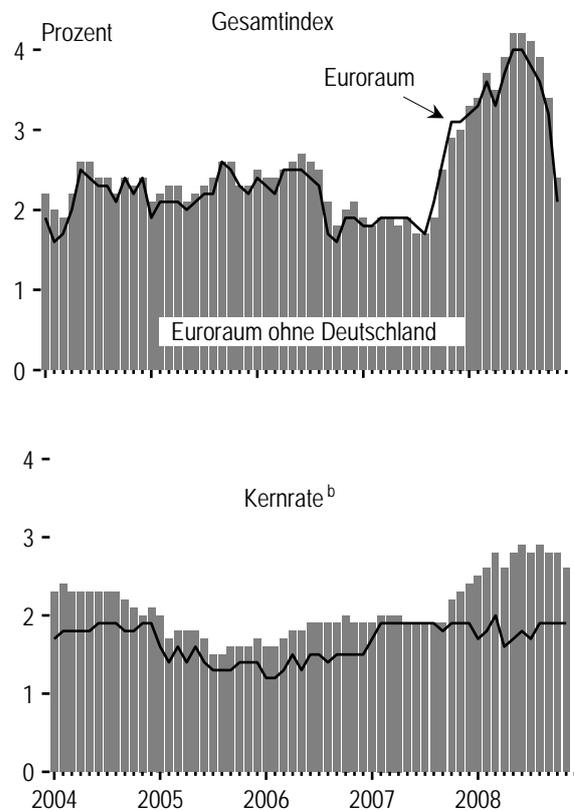


<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: EZB (2008); eigene Berechnungen.

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

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



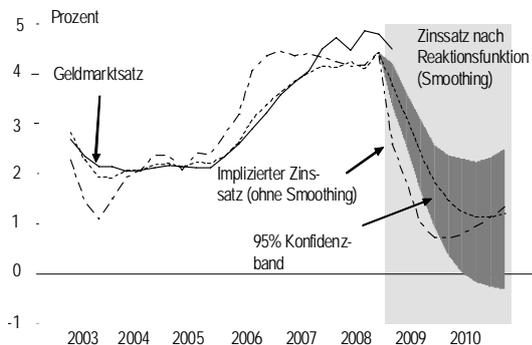
<sup>a</sup>Anstieg gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2008); eigene Berechnungen.

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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



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

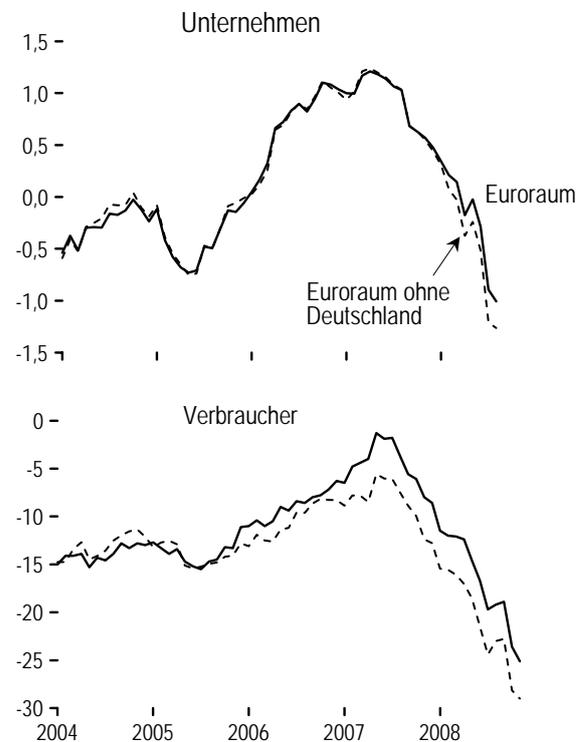
Quelle: EZB (2008); eigene Berechnungen.

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

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

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

Abbildung 16:  
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2004–2008



Quelle: Europäische Kommission (2008); eigene Berechnungen.

veaus zu vergleichen (Abbildung 16). Der Euroframe-Indikator befindet sich ebenfalls auf einem historisch extrem niedrigen Niveau (Abbildung 17). Die Krise betrifft den gesamten Euroraum. In nahezu allen Ländern ist mit einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu rechnen, der in einigen Fällen sogar außergewöhnlich groß sein wird (Tabelle 4). Der Abschwung der Weltkonjunktur trifft die Exporte, die Investitionen werden angesichts pessimistischer Absatz- und Ertragserwartungen sowie verschärfter Finanzierungsbedingungen einbrechen. In einigen Ländern des Euroraums wird auch der private Konsum angesichts steigender Arbeitslosigkeit sowie sinkender Vermögenspreise zurückgehen. Die bisher beschlossenen fiskalischen Maßnahmen zur Konjunkturstützung wirken zwar stützend; sie sind aber gemessen am Bruttoinlandsprodukt nur von relativ geringem Gewicht (Kasten 1). Selbst in Spanien,

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

Tabelle 4:

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

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

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

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

### Kasten 1:

Maßnahmen der Politik zur Krisenbewältigung in großen Ländern der Europäischen Union

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

### Tabelle K1-1:

Nationale Programme zur Stabilisierung des Finanzsystems

	Rekapitalisierung	Bürgschaften / Kredite	Einlagensicherung
Deutschland	Bis zu 80 Mrd. Euro	Bürgschaften im Wert von bis zu 400 Mrd. Euro	100 Prozent Garantie
Vereinigtes Königreich	Beteiligung an Großbanken im Umfang von bis zu 50 Mrd. Pfund	Bürgschaften im Wert von bis zu 500 Mrd. Pfund	Von 35 000 auf 50 000 Pfund erhöht
Frankreich	Bis zu 40 Mrd. Euro	Zwischen 100 und 115 Mrd. Euro langfristige Kredite an Banken; Bürgschaften in Einzelfällen	–
Italien	Programm zu Erwerb problematischer Wertpapiere: bis zu 40 Mrd. Euro angekündigt	Generell sind Bürgschaften an Banken möglich, es wurde noch keine Summe eingestellt.	–
Spanien	Programm zum Erwerb problematischer Wertpapiere: bis zu 50 Mrd. Euro	Bürgschaften im Wert von bis zu 100 Mrd. Euro	Auf 100 000 Euro erhöht
Niederlande	Staatliche Beteiligungsgesellschaft mit 20 Mrd. Euro	Bürgschaften im Wert von bis zu 200 Mrd. Euro; Niederländische Zentralbank vergibt zusätzliche Kredite	Auf 100 000 Euro erhöht

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

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

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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

Tabelle K1-2:  
Konjunkturprogramme in der Europäischen Union

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

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

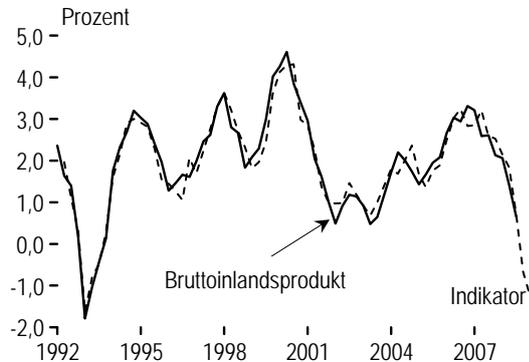
Quelle: Saha und von Weizsäcker (2008: 2).

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

wo vergleichsweise umfangreiche Programme aufgelegt wurden, wird eine tiefe Rezession wohl nicht verhindert werden können. Auch andere positive Faktoren, wie sinkende Energiepreise und Zinsen, werden wegen der Mas-

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

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



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

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

Tabelle 5:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2007–2010

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

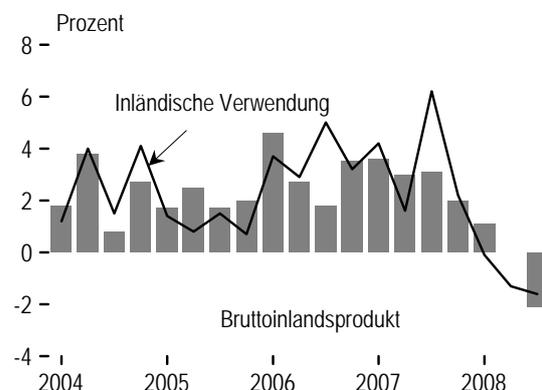
<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Privater Sektor. — <sup>d</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — <sup>e</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. —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

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

## Produktionseinbruch im Vereinigten Königreich

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

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



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

Quelle: Office for National Statistics (2008).

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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

Die britische Regierung hat angesichts der krisenhaften Entwicklungen in der Wirtschaft ihre fiskalischen Regeln außer Kraft gesetzt und nimmt eine drastisch steigende Neuverschuldung in Kauf, um über die konjunkturbedingte Verschlechterung der Staatsfinanzen hinaus den Finanzmarkt zu stabilisieren und der Konjunktur Impulse zu geben. Das Budgetdefizit dürfte sich im kommenden Jahr auf fast 9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen, nach knapp 5 Prozent im Jahr 2008 (Tabelle 6). Der Anstieg ist zum überwiegenden Teil konjunkturbedingt und Folge der Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors. Das Konjunkturpaket zur Stützung der Nachfrage, welches insbesondere eine auf das kommende Jahr befristete Senkung des Mehrwertsteuersatzes von 17,5 auf 15 Prozent vorsieht, macht dabei lediglich eine Größenordnung

von rund 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus.

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

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

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

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

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

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

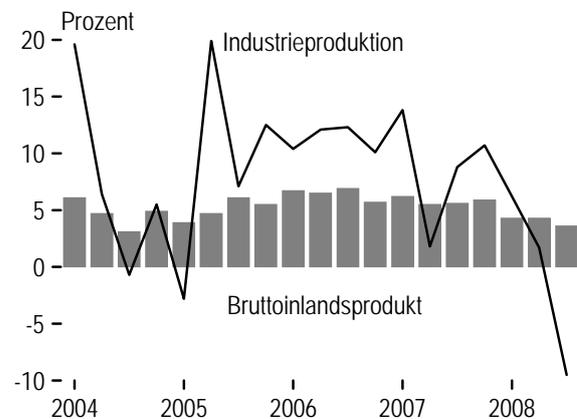
Schrumpfen des realen Bruttoinlandsprodukts mit Raten annualisiert von rund 3 Prozent. Die expansive Geldpolitik wird ihre Wirkung voraussichtlich nur allmählich entfalten, und die Produktion dürfte auch im zweiten Halbjahr wohl noch zurückgehen, wenn auch mit vermindertem Tempo. Erst für den Verlauf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

### Abschwung erfasst auch die neuen Mitgliedsländer der EU

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

Abbildung 19:

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



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

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

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

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

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

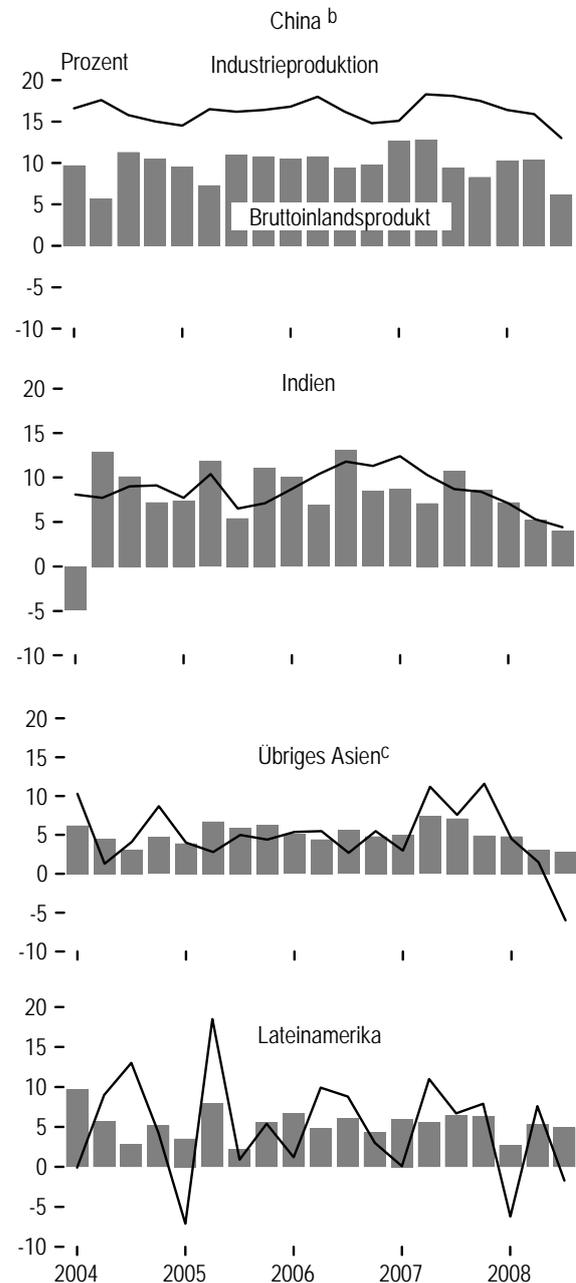
## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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

### Schwellenländer im Sog der Finanzkrise

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

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



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

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

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

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

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

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

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2007–2010

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Ausblick: Schwerer Einbruch der Weltkonjunktur

---

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

---

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

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

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

Tabelle 8:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Literatur

---

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

## Weltkonjunktur auf Talfahrt

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

# Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

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

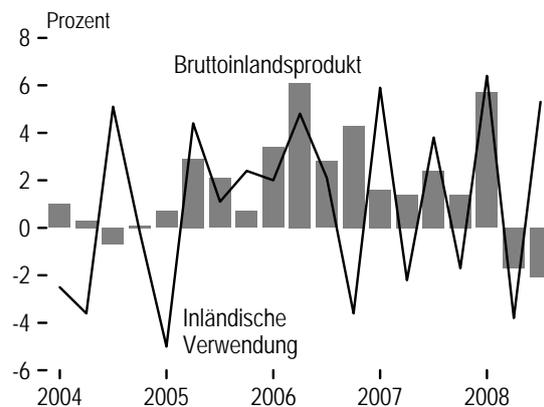
## Zusammenfassung:

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

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

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

Abbildung 1:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2004–2008<sup>a</sup>



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

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

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

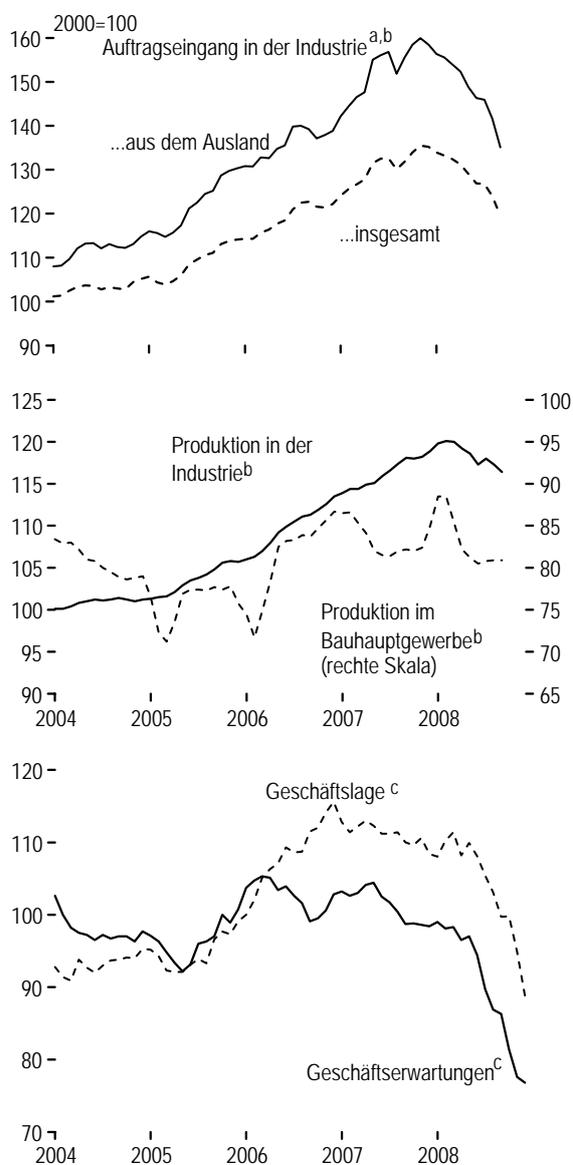
Auf dem Arbeitsmarkt geht der Aufschwung zu Ende. Zwar ist die Zahl der Erwerbstätigen im Oktober nochmals gestiegen, doch hat sich die Dynamik merklich abgeschwächt. Der Zuwachs betrug in den vergangenen sechs Monaten nur noch knapp 1 Prozent (laufende Jahresrate) nach 1,6 Prozent in den sechs Monaten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

### Zur Revision der Prognose

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

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

Abbildung 2:  
Konjunkturindikatoren 2004–2008

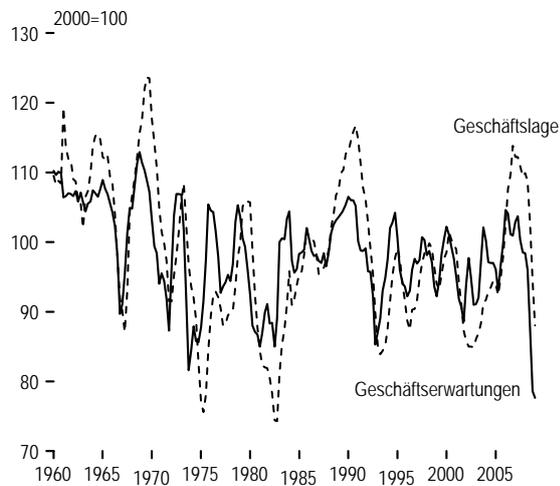


<sup>a</sup>Real. — <sup>b</sup>Saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt. — <sup>c</sup>Gewerbliche Wirtschaft.

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

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

Abbildung 3:  
Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft 1960–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Quartalsdurchschnitte. Von 1960–1968 nur ausgewählte Wirtschaftszweige des verarbeitenden Gewerbes. Bis einschließlich 1990 Daten für Westdeutschland, danach Daten für Deutschland. Westdeutsche Daten mit gesamtdeutschen im Jahr 1991 verkettet.

Quelle: ifo (Ifd. Jgg.).

samte, wird mittlerweile unterschritten. Dass die Krise hauptsächlich aus dem Ausland an Deutschland heran getragen wird, zeigt sich daran, dass sich die Exporterwartungen ebenfalls in der Nähe ihrer historischen Tiefstände notieren und sich der von uns berechnete Indikator der Unternehmenszuversicht in den Abnehmerländern deutscher Exporte – für den allerdings anders als für die Geschäftsklimaindikatoren noch kein Dezemberwert vorliegt – ebenfalls in der Nähe seines Allzeittiefs befindet.<sup>10</sup>

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

nehmen zeitweise ein leichtes Plus zu verzeichnen sein wird. Wir revidieren unsere im September abgegebene Prognose für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2009 von 0,2 Prozent auf –2,7 Prozent. Dies ist der schwerste Konjunkturerinbruch für die deutsche Volkswirtschaft seit dem Jahr 1974.

### Verschlechterte monetäre Rahmenbedingungen, aber keine Kreditklemme

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

Zwar ging nach den Zinssenkungen der EZB der Satz für unbesichertes Dreimonatsgeld graduell zurück, er liegt jedoch immer noch weit über dem Maß, das ohne Finanzmarktkrise für die momentane Ausrichtung der Geldpolitik normal wäre (Abbildung 4). Es scheint weiterhin so zu sein, dass zwar Liquidität bei den Banken vorhanden, das Vertrauen zwischen den Banken aber gestört ist; dafür spricht auch, dass die Banken vermehrt die Einlagefazilität der EZB in Anspruch nehmen (bei einem Zinssatz von zuletzt 2 Prozent), anstatt es für rund 3,5 Prozent an andere Banken auszuleihen.<sup>11</sup> Nachdem die EZB den Einlagensatz mit Wirkung zu Ende Januar 2009 gesenkt hat, dürfte diese Praxis an Bedeutung verlieren.

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

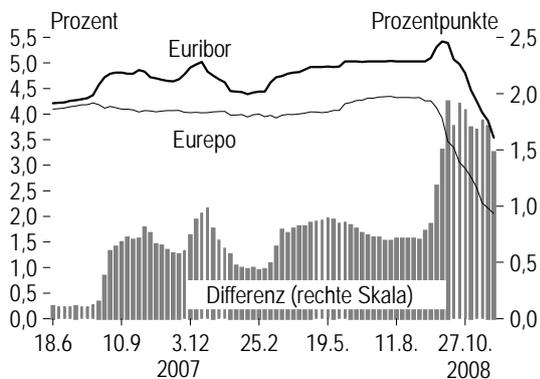
<sup>10</sup> Vgl. den Abschnitt „Exporte brechen dramatisch ein“ unten.

<sup>11</sup> Das Volumen der über die Einlagefazilität „geparkten“ Liquidität stieg im laufenden Jahr von durchschnittlich 980 Mio. Euro pro Tag in der Zeit vor Oktober auf durchschnittlich rund 1,9 Mrd. Euro pro Tag seit dem 1. Oktober.

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Abbildung 4:

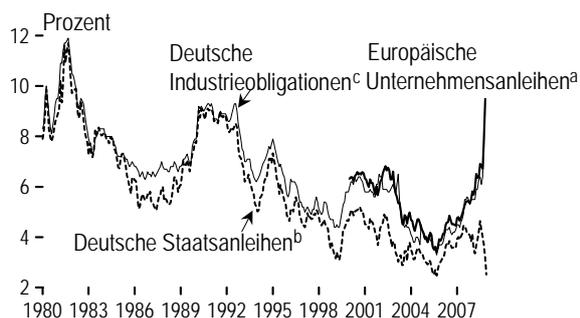
Geldmarktsätze für besichertes und unbesichertes Dreimonatsgeld 2007 und 2008



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

Abbildung 5:

Renditen auf Unternehmensanleihen und Kapitalmarktzinsen 1980–2008



<sup>a</sup>Mit BBB Rating und 5–7-jähriger Laufzeit. — <sup>b</sup>Mit 5-jähriger Laufzeit. — <sup>c</sup>Mit mittlerer Restlaufzeit von über drei Jahren.

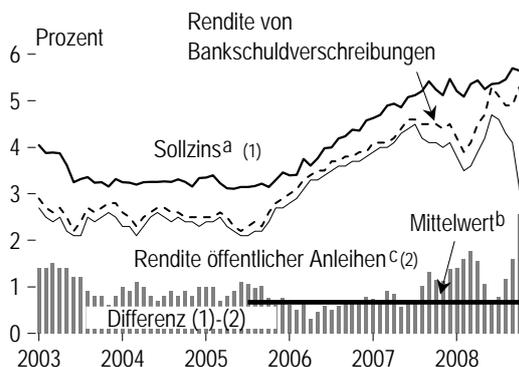
Quelle: Merrill Lynch via Thomson Financial Datastream; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.).

leihen vergleichbarer Laufzeit von über 6 Prozentpunkten und damit weit mehr als während des Abschwungs Mitte 2002 (damals maximal gut 4 Prozentpunkte); gemessen an der Rendite von Industrieobligationen deutscher Unternehmen sind die Risikoaufschläge auch im historischen Vergleich sehr hoch. Auch die Kosten für Kredite von Banken an Unternehmen, die in Deutschland seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 nahezu unverändert geblieben waren, stiegen im September und Oktober bei gleichzeitig fallenden Kapitalmarktzinsen auf rund 5,7 Prozent; der Aufschlag gegenüber der

Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand stieg damit auf gut 2,5 Prozentpunkte (Abbildung 6).<sup>12</sup>

Abbildung 6:

Sollzins der Banken und Kapitalmarktzinsen 2003–2008



<sup>a</sup>Für Unternehmenskredite über 1 Mill. Euro mit variabler Verzinsung oder Zinsbindung bis zu einem Jahr. — <sup>b</sup>Über den Zeitraum von August 2005 bis Juli 2007. — <sup>c</sup>Mit einer Restlaufzeit von 1–2 Jahren.

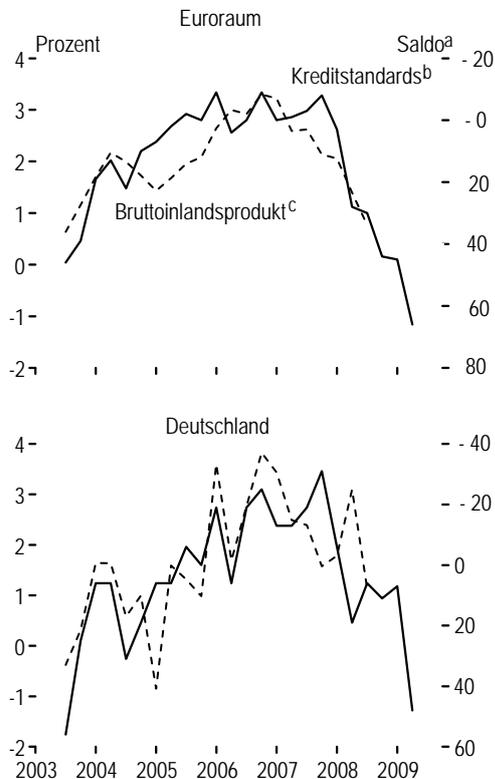
Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.).

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

<sup>12</sup> Die Untersuchung des historischen Gleichlaufs von Unternehmensanleihe-spreads und der Differenz zwischen dem Sollzinssatz auf neue Bankenkredite und Renditen von Anleihen der öffentlichen Hand anhand einer Regressionsanalyse lässt erwarten, dass sich der Spread im November und Dezember weiter vergrößert hat.

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

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



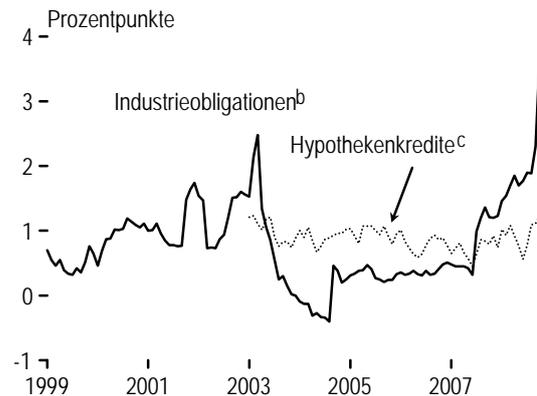
<sup>a</sup>Invertierte Skala. — <sup>b</sup>Nach Bank Lending Survey der EZB (Frage 6); um zwei Quartale nach rechts verschoben. — <sup>c</sup>Real; Veränderung zum Vorjahresquartal.

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

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

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

Abbildung 8:  
Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen und Hypothekenkredite in Deutschland 2003–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Jeweils gegenüber der Rendite von deutschen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. — <sup>b</sup>Mit mittlerer Restlaufzeit von über drei Jahren. — <sup>c</sup>Neugeschäft; Laufzeit von über zehn Jahren.

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

Aus außenwirtschaftlicher Sicht haben sich die monetären Rahmenbedingungen seit unserer vorherigen Prognose nur leicht verbessert. Zwar sank der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar von August bis Oktober von rund 1,45 auf 1,30 und schwankt seit Mitte Oktober in einer relativ engen Bandbreite zwischen 1,25 und 1,30.<sup>13</sup> In jüngster Zeit zog der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar aber sehr kräftig an und liegt derzeit wieder bei ungefähr 1,40.

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

<sup>13</sup> Real effektiv wertete der Euro von August bis November um knapp 2,5 Prozent ab.

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

### Kasten 1:

#### Realwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzmarktkrise

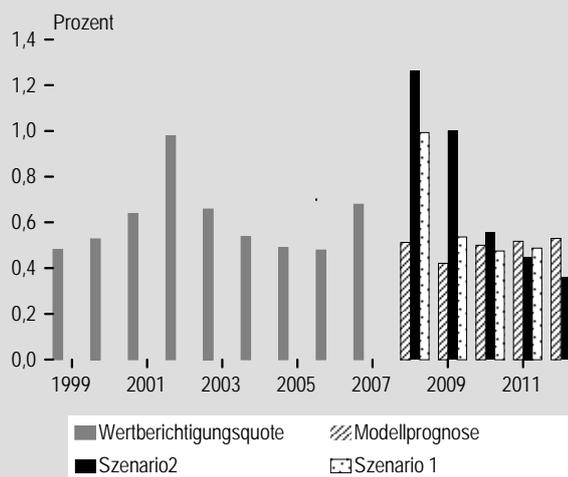
Nachdem sich die Krise an den Finanzmärkten nach der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers drastisch zugespitzt hat, stellt sich die Frage, in welchem Ausmaß sich die Probleme im Bankensektor auf die Gesamtwirtschaft auswirken. Die jüngst von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zahlen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

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

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

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

Abbildung K1-1:  
Wertberichtigungsquote im Bankensektor 1999–2012



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

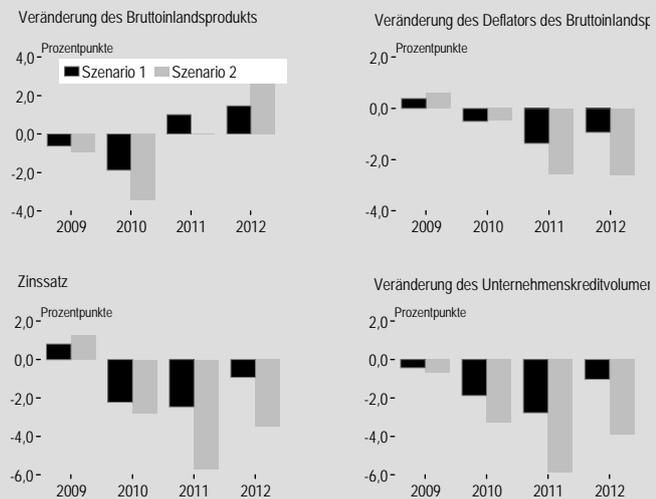
## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

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

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

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

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



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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunktur 2008, 2009 und 2010

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

<sup>a</sup>Geschätzt. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>Auf Stundenbasis. — <sup>f</sup>Gegenüber 36 Ländern auf Basis von Deflatoren für den Gesamtabsatz, Index: 1999 I = 100. — <sup>g</sup>Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — <sup>h</sup>In 45 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export. — <sup>i</sup>US-Dollar pro Barrel North Sea Brent.

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

dürfte sie den Hauptrefinanzierungssatz bis Mitte 2009 auf 0,5 Prozent senken und dann bis Mitte 2010, wenn eine Erholung der Konjunktur absehbar sein wird, auf diesem Niveau belassen. Aufgrund des trotz der staatlichen Rettungsprogramme im Euroraum nur langsam zurückkehrenden Vertrauens zwischen den Banken wird der Risikoaufschlag für unbesichertes Dreimonatsgeld wohl erst im Jahr 2010 wieder auf das Vorkrisenniveau fallen.<sup>14</sup>

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

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

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

### Finanzpolitik auf massivem Expansionskurs

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

<sup>14</sup> Im Hinblick auf die Wiederbelebung des Geldmarktes wäre es zu begrüßen, wenn vonseiten der Wirtschaftspolitik in Europa, wie derzeit diskutiert, für eine Übergangszeit eine staatliche, so genannte Clearingstelle eingerichtet würde, über die der Interbankenhandel abgewickelt werden könnte. Eine solche Stelle könnte die Geldmarktdarlehen garantieren bzw. die schon von staatlicher Seite bereitgestellten Garantien für den Interbankenmarkt verwalten. Wünschenswert wäre dabei, dass die länderübergreifende Eigenschaft des Geldmarkts im Euroraum erhalten bliebe. Dies würde erfordern, dass die Clearingstelle durch das Eurosystem organisiert wird.

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

Tabelle 2:

Ausgaben, Einnahmen und Budgetsaldo des Staates 2000–2010<sup>a</sup> (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt)

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

<sup>a</sup>Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. — <sup>b</sup>Einschließlich der Erbschaftsteuer und der der Europäischen Union zustehenden Steuern. — <sup>c</sup>Ausschließlich Erbschaftsteuer; nach Abzug der EU-Steuern. — <sup>d</sup>Die Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunklizenzen (2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) sind nicht als negative Ausgaben berücksichtigt. — <sup>e</sup>Prognose.

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

Im Jahr 2009 dürften die konjunkturbereinigten Ausgaben des Staates um 3,6 Prozent ausgeweitet werden.<sup>15</sup> Entscheidend für die

<sup>15</sup> Ein Teil des Anstiegs der Ausgaben (0,2 Prozentpunkte) hat allerdings nur buchungstechnische Bedeutung. Den Mehrausgaben stehen nämlich Mehreinnahmen gegenüber. Dies ist das statistische Resultat einer Änderung der Struktur der Zahlungen Deutschlands an die EU. Der EU fließen insbesondere so genannte Mehrwertsteuer-Eigenmittel und bruttonationaleinkommensbezogene Eigenmittel zu.

starke Expansion ist der Anstieg der Sachleistungen der Sozialversicherung, insbesondere der gesetzlichen Krankenversicherung; aber auch die Gebietskörperschaften werden ihre Sachausgaben insbesondere für Forschung und Entwicklung sowie für den Bildungssektor beträchtlich ausweiten. Die Löhne im öffentlichen Sektor werden wohl ähnlich stark wie im Jahr 2008 erhöht; der Personalbestand dürfte allerdings kaum noch zunehmen, der Lohnanstieg im öffentlichen Dienst wirkt dämpfend. Die öffentlichen Investitionen werden – trotz der sehr starken Expansion in den Jahren zuvor – kräftig steigen. Der Bund hat sein Investitionsbudget vor allem im Verkehrsbereich aufgestockt, viele Länder werden ihre Investitionen erhöhen, um der Konjunkturschwäche entgegenzuwirken.<sup>16</sup> Die kommunalen Investitionen werden angesichts der günstigen Finanzlage der meisten Gemeinden erhöht; Impulse kommen zudem von den Infrastrukturprogrammen der KfW Bankengruppe, ferner wird der Bund (trotz der verfassungsrechtlichen Problematik) Mittel bereitstellen, um finanzschwachen Kommunen Investitionen zu ermöglichen. Die Altersrenten dürften im Juli 2009 wegen des Eingriffs in die Rentenformel, aber auch wegen des im Jahr 2008 beschleunigten Lohnanstiegs um 1 ½ Prozentpunkte stärker als im Juli 2008 angehoben werden. Gleiches gilt für den Regelsatz des Arbeitslosengeldes II und den der Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung. Auch das Kindergeld wird deutlich aufgestockt. Weitere Ausgaben dürften erforderlich werden, weil der Staat aufgrund von Bürgschaften zugunsten von Banken in Anspruch genommen wird.

Erstere werden gesenkt, Letztere erhöht. Im System der VGR hat dies zur Folge, dass die Steuereinnahmen, die die Mehrwertsteuer-Eigenmittel nicht umfassen, zunehmen und die Staatsausgaben, zu denen die einkommensbezogenen Eigenmittel zählen, in gleichem Maße steigen.

<sup>16</sup> Bund und Länder werden darüber hinaus im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe „Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur“ zusätzliche Mittel investieren oder Investitionszuschüsse gewähren. Ferner werden Zinssubventionen geleistet, um private Investitionen in „Energieeffizienz“ anzuregen; das über die KfW laufende CO<sub>2</sub>-Gebäudesanierungsprogramm wird aufgestockt.

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Im Jahr 2010 wird sich der Anstieg der konjunkturbereinigten Ausgaben deutlich abschwächen. Er wird aber mit rund 2 ½ Prozent beträchtlich bleiben. Angesichts einer Arbeitslosenzahl von 3,9 Millionen (2009: 3,7 Millionen) werden hohe Mehraufwendungen für das Arbeitslosengeld, das Kurzarbeitergeld und das Arbeitslosengeld II anfallen.

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

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

Tabelle 3:

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

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

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

den.<sup>17</sup> Entsprechende Maßnahmen sind aber nicht beschlossen worden, sie sind auch nicht

<sup>17</sup> Zur Problematik der heimlichen Steuererhöhungen und zu Wegen, diese zu vermeiden, vgl. Boss et al. (2008).

zu erwarten. Voraussichtlich wird stattdessen der Grundfreibetrag bei der Einkommensbesteuerung (zusammen mit dem Kinderfreibetrag) erhöht; auch werden vermutlich die Steuersätze für Bezieher geringer und mittlerer Einkommen gesenkt. Wir erwarten eine Entlastung in Höhe von 8 Mrd. Euro. Zudem werden in Reaktion auf eine Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts die Regeln zur Entfernungspauschale korrigiert; dies wird aber wohl erst im Jahr 2010 Konsequenzen haben. Im Jahr 2009 wird die Reaktion auf das Urteil Mindereinnahmen des Staates in Höhe von schätzungsweise 6 Mrd. Euro (insbesondere in Form von Erstattungen für die Jahre 2007 und 2008) zur Folge haben. Insgesamt wird die Steuerbelastung im Jahr 2009 deutlich sinken.

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

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

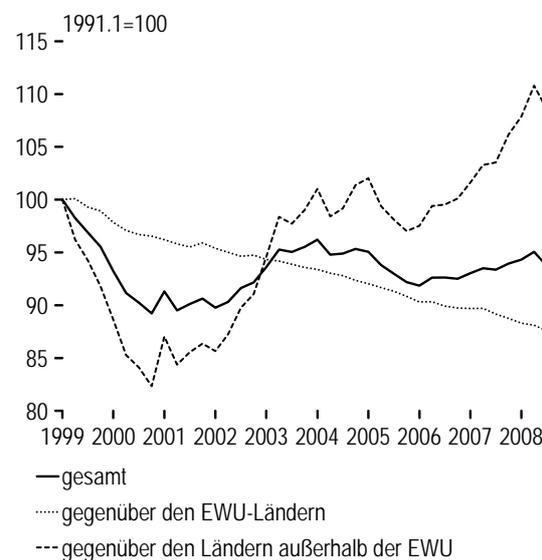
## Exporte brechen dramatisch ein

Bei den Exporten macht sich die Abschwächung der Weltkonjunktur zunehmend bemerkbar. Nach einer kräftigen Ausweitung bis zum ersten Quartal 2008 sind die Ausfuhren im Verlauf des Sommerhalbjahrs 2008 leicht zurückgegangen. Besonders deutlich nahmen die Lieferungen in die Vereinigten Staaten ab; aber auch in den übrigen Euroraum wurde weniger exportiert.

Zuletzt war auch eine merkliche Verlangsamung der Exportzuwächse in den asiatischen Raum, die mittel- und osteuropäischen Länder und in die OPEC-Staaten zu erkennen. Hier machte sich bemerkbar, dass die Nachfrage nach Investitionsgütern, die in den vergangenen Jahren den deutschen Export belebt hatte, als stützende Kraft ausfiel. In den ölexportierenden Ländern wirkte zusätzlich der starke Rückgang des Ölpreises nachfragedämpfend, so dass die Ausfuhren dorthin im dritten Quartal lediglich stagnierten.

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

Abbildung 9:  
Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit 1999–2008



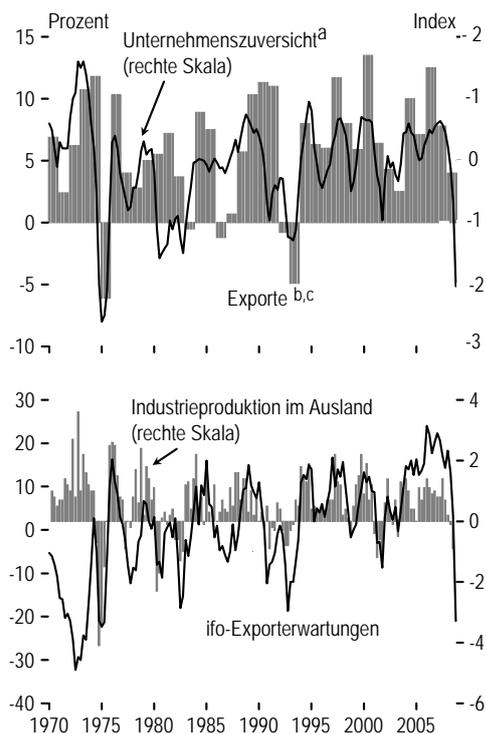
Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (I. Jg.).

Die Frühindikatoren für den deutschen Export deuten auf einen Einbruch der Ausfuhren in den kommenden Monaten hin. So sanken die

vom ifo ermittelten Exporterwartungen für das verarbeitende Gewerbe auf ihren niedrigsten Stand seit 1974/1975 (Abbildung 10). Auch sind die Auftragseingänge aus dem Ausland seit der Jahreswende 2007/2008 rückläufig, zuletzt hat sich der Rückgang sogar beschleunigt (Abbildung 11). Die Bestände an Auslandsaufträgen, die zuvor ein Rekordniveau erreicht hatten, verringerten sich in raschem Tempo. Zuletzt lag der Index nur noch knapp über dem Durchschnittswert seit 1991. Während die Auslandsbestellungen der Handelspartner im Euroraum schon seit Anfang des Jahres 2008 zurückgehen, brachen zuletzt auch die Auftragseingänge der Abnehmerländer außerhalb des Euroraums

ein. Der von uns ermittelte Indikator der Unternehmenszuversicht deutscher Handelspartner weist ebenfalls auf einen markanten Rückgang der Auslandsnachfrage hin. Im dritten Quartal fiel er auf einen Wert, der nur knapp über dem in der schweren Rezession 1974/1975 lag. Damals sanken die deutschen Exporte um über 6 Prozent.

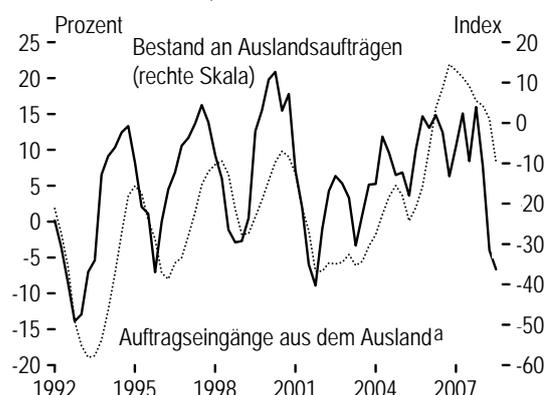
Abbildung 10: Indikatoren für den deutschen Export 1970–2008



<sup>a</sup>In 41 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Jahresdurchschnitte.

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

Abbildung 11: Frühindikatoren für den Export 1992–2008



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent.

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

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

leicht zulegen. Für das Jahr 2009 erwarten wir einen Rückgang der realen Exporte um 8,9 Prozent; für das Jahr 2010 ist mit einer leicht positiven Rate (2,6 Prozent) zu rechnen.

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

Seit der Jahresmitte hat sich der Auftrieb bei den Importpreisen, die zuvor infolge der Preissteigerungen bei Rohstoffen kräftig angezogen hatten, etwas verlangsamt. Trotz der Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar sind die Importpreise im vierten Quartal wohl gesunken. Im Zuge der weltweiten Rezession dürften sich die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen stark verringern. Die historischen Daten zeigen, dass sich dies mit einiger Verzögerung auf die Importpreise auswirkt.<sup>18</sup> Dämpfend auf die Importpreise wirkt auch, dass die Energie- und Nahrungsmittelpreise aufgrund der konjunkturellen Lage der Weltwirtschaft im Prognosezeitraum nicht steigen werden. Für den Prognosezeitraum gehen wir davon aus, dass der Ölpreis bei 45 US-Dollar pro Barrel liegt. Vor diesem Hintergrund und der Annahme von einem Euro/Dollar-Wechselkurs von 1,40 dürften die Importpreise im Verlauf des Prognosezeitraums leicht zurückgehen. Jahresdurchschnittlich fallen die Importpreise im Jahr 2009 um 4,5 Prozent und im Jahr 2010 um 2,1 Prozent.

Die Exportpreise werden vor dem Hintergrund der Rezessionen in den Abnehmerlän-

dern ebenfalls zurückgehen. Dabei dürften sie im Prognosezeitraum schwächer sinken als die Importpreise. Für 2009 und 2010 rechnen wir jeweils mit einem Rückgang von 0,1 Prozent. Die Terms of Trade werden sich dabei 2009 stark (+4,6 Prozent) und 2010 etwas leichter (2,0 Prozent) verbessern.

---

## Binnennachfrage stabilisiert Konjunktur

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

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

---

<sup>18</sup> Die höchste Korrelation zwischen der Abweichung der Importpreise von ihrem mittelfristigen Trend (HP-Filter) und der Weltkonjunktur ergibt sich mit 0,32 bei einer Verzögerung der Importpreise um zwei Quartale.

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

Tabelle 4:

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

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

<sup>a</sup>Prognose.

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 *privaten Konsumausgaben* werden im laufenden Winterhalbjahr durch deutlich rascher steigende real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte stimuliert. Maßgeblich für die verstärkte Expansion der Realeinkommen ist vor allem der Verfall der internationalen Rohstoffpreise, der sich insbesondere in spürbar sinkenden Energiekosten niederschlägt. Hinzu kommt, dass zum Jahresende vermehrt tarifvertraglich vereinbarte Einmalzahlungen anfallen. Nach dem Jahreswechsel wirken sich außerdem die Wiedereinführung der generellen

Entfernungspauschale inklusive der Rückzahlung der seit ihrer Abschaffung aufgelaufenen Steuerzahlungen und die von uns unterstellte Erhöhung des Grundfreibetrags bei der Einkommensteuer stimulierend aus. Im weiteren Verlauf des Jahres 2009 wird die Einkommensentwicklung zwar durch den Rückgang der Beschäftigung, den geringeren Lohnanstieg und die abnehmenden Selbstständigeneinkommen gedämpft. Da gleichzeitig aber die Transferleistungen rascher steigen – neben erhöhten Zahlungen an Arbeitslose schlägt hier die Erhöhung der Altersrenten zu Buche – bleibt die Änderung des verfügbaren Einkommens sowohl nominal als auch real im Plus (1,6 bzw. 0,9 Prozent). Die Sparquote dürfte leicht anziehen. Dabei spielen neben Vorsichtsgründen die Kursverluste an den Aktienbörsen eine Rolle (Kasten 2). Ungeachtet dessen dürften die Konsumausgaben der privaten Haushalte 2009 moderat steigen (um 0,5 Prozent), nach einem Rückgang im Jahr 2008 um 0,1 Prozent. Für 2010 erwarten wir einen Anstieg in derselben Größenordnung.

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

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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

### Kasten 2:

Zum Einfluss des Aktienkursverfalls auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte

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

Tabelle K2-1:

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

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

Quelle: Deutsche Bundesbank (2008); eigene Berechnungen.

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

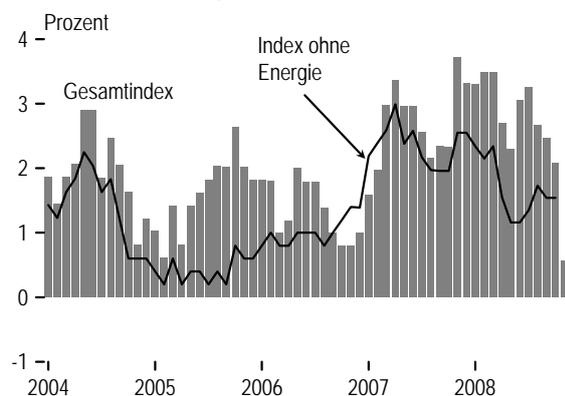
<sup>a</sup>Vgl. Lettau und Ludvigson (2001), Campbell und Cocco (2007) oder Koop et al. (2008).

## Deutlich nachlassender Anstieg der Verbraucherpreise

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

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

Abbildung 12:  
Verbraucherpreisanstieg 2004–2008<sup>a,b</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Veränderung in den vergangenen sechs Monaten auf Jahresrate hochgerechnet.

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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

### Kasten 3:

#### Inflationsentwicklung in verschiedenen Ölpreisszenarien

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

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

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

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

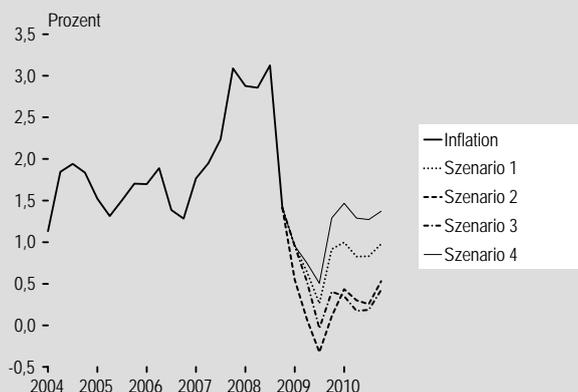
- Konstanter Ölpreis von 45 US-Dollar ab Januar 2009 (Annahme in der IfW-Prognose).
- Konstanter Ölpreis von 30 US-Dollar ab Januar 2009.
- Lineare Abnahme des Ölpreises von 45 US-Dollar im ersten Quartal 2009 auf 30 US-Dollar im vierten Quartal 2009.
- Linearer Anstieg des Ölpreises von 45 US-Dollar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

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

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

Abbildung K3-1:

Inflationsrate bei verschiedenen Ölpreisentwicklungen 2004–2010<sup>1</sup>



<sup>1</sup>Simuliert mit dem im Text beschriebenen VAR-Modell.

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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Tabelle K3-1:

Inflationsraten in verschiedenen Szenarien für die Ölpreisentwicklung<sup>1</sup> 2007–2010

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

<sup>1</sup>Jeweils Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr.

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

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

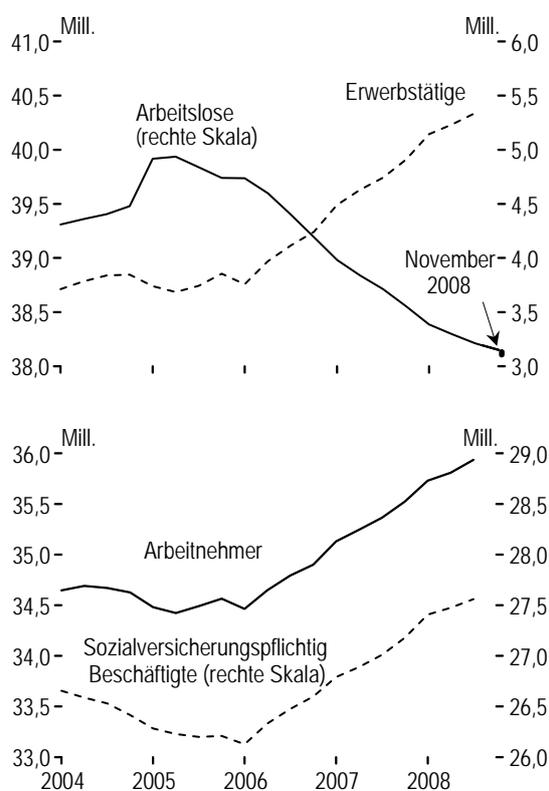
<sup>a</sup>Diese so genannte No-Change-Annahme resultiert aus der Überlegung, dass sich der Ölpreis wie ein Random-Walk verhält, für den die optimale Prognose gleich dem jeweils zuletzt beobachteten Wert ist.

## Spürbarer Anstieg der Arbeitslosigkeit

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

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

Abbildung 13:  
Arbeitsmarkt 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

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

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

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

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

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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Tabelle 5:  
Arbeitsmarkt 2007–2010 (1 000 Personen)

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

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Einschließlich mithelfender Familienangehöriger. — <sup>c</sup>Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit; bezogen auf alle zivilen Erwerbspersonen. — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept.

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

### Ausblick: Vorerst keine Erholung der Konjunktur

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

erbelastung spürbar. In der Folge werden die privaten Haushalte ihre Ausgaben ausweiten werden.

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

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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Tabelle 6:

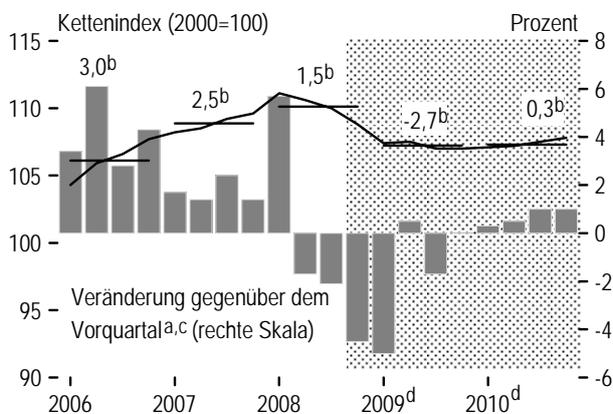
Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2008, 2009 und 2010<sup>a</sup>

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

<sup>a</sup>Kettenindizes. Saison- und arbeitstäglich bereinigt. Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Lundberg-Komponente. — <sup>d</sup>1 000 Personen.

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

Abbildung 14:  
Reales Bruttoinlandsprodukt 2006–2010<sup>a</sup>

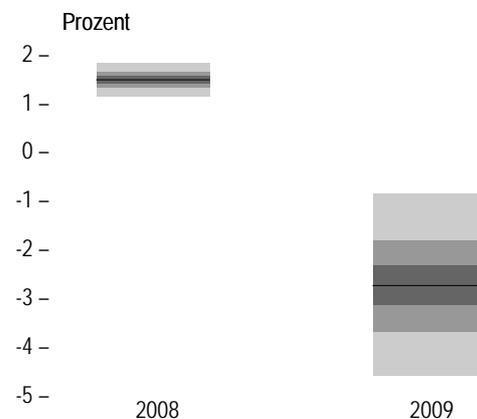


<sup>a</sup>Arbeitstäglich- und saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>d</sup>Ab 2008 IV: Prognose.

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

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

Abbildung 15:  
Prognoseintervalle für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2008 und 2009<sup>a</sup>



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

Quelle: Eigene Berechnungen.

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

## Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession

Tabelle 7:  
Jahresdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2007–2010

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

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Lundberg-Komponente. — <sup>c</sup>Arbeitnehmerentgelt je Beschäftigten bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen. — <sup>d</sup>Bruttoinlandsprodukt in Vorjahrespreisen je geleisteter Erwerbstätigenstunde. — <sup>e</sup>Inlandskonzept. — <sup>f</sup>In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

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

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

### Was kann die Wirtschaftspolitik tun?<sup>19</sup>

---

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

desregierung – zusammen mit Regierungen anderer Länder – rasch mit einem Rettungspaket für die Banken reagiert hat, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Die Folgen für die Wirtschaft wären verheerend gewesen, wäre es dazu gekommen. Das Problem ist damit aber nicht beseitigt, denn nach wie vor herrscht Misstrauen unter den Banken, und die Eigenkapitalbasis einer Reihe von Instituten ist empfindlich geschrumpft. Beides könnte sich in Zukunft negativ auf die Kreditvergabe auswirken; derzeit liegen in diese Richtung allerdings kaum Anzeichen vor. Die Rekapitalisierung der Banken macht nur zögernd Fortschritte. Mit einem Andauern der Schwierigkeiten vergrößert sich das Risiko einer Kreditklemme, denn im Zuge der Rezession sind bei den Banken erhebliche Abschreibungen auf Kredite zu erwarten. Um eine solche Zuspitzung zu verhindern, muss die Politik mehr tun. Die Rekapitalisierung kann die Regierung dadurch fördern und effizienter gestalten, dass sie öffentliche Mittel als Kapitalbeteiligung in dem Maße bereitstellt, in dem Banken privates Eigenkapital attrahieren. Notfalls müssen die systemisch relevanten Banken gezwungen werden, Kapitalhilfen des Bundes anzunehmen (vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2008: 33–41). Je früher es gelingt, eine Normalisierung der Situation herbeizuführen, umso eher werden andere Maßnahmen die Konjunkturaussichten verbessern.

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

---

<sup>19</sup> Vgl. auch IfW (2008).

zienz gewinnen, weil Zinssenkungen dann stärker auf das allgemeine Zinsniveau durchschlagen. Sollte die Situation im Bankensektor allerdings angespannt bleiben, kann es notwendig werden, dass die EZB – ähnlich wie in jüngster Zeit die amerikanische Notenbank – die Geldbasis über den Kauf von Anleihen erheblich stärker ausweitet, um einen Rückgang der weiter gefassten Geldmengenaggregate zu verhindern.

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

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

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

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

Darüber hinaus ist eine deutliche Entlastung der Bürger bei der Einkommensteuer sinnvoll. Zentral wären dabei eine Senkung der Grenzsteuersätze sowie eine Erhöhung des Grundfreibetrags. Der Vorteil wäre, dass man einerseits die Arbeitsanreize erhöhen, andererseits

auch Bezieher relativ niedriger Einkommen begünstigte. Wenn eine Einkommensteuersenkung nicht erwünscht ist oder nicht rasch realisiert werden kann, wäre es eine sinnvolle Alternative, den Solidaritätszuschlag abzuschaffen. Diese Maßnahme lässt sich schnell umsetzen, zumal es keine Auseinandersetzungen zwischen den Gebietskörperschaften gäbe, denn die Finanzierung erfolgte allein durch den Bund. Ferner sollten durch eine Verringerung der Steuersätze heimliche Steuererhöhungen verhindert werden. Es erscheint geradezu absurd, dass die

Belastung der Bürger in der Rezession zunimmt, weil die Steuerprogression greift.

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

## Literatur

---

- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2008a). Gesetz zur Umsetzung steuerrechtlicher Regelungen des Maßnahmenpakets Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung. Via Internet (25. November 2008) <[http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_69120/DE/Buergerinnen\\_und\\_Buerger/Gesellschaft\\_und\\_Zukunft/schutzschirm\\_fuer\\_arbeitsplaetze/002\\_bundesregierung\\_konkretisiert\\_massnahmenpaket\\_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_69120/DE/Buergerinnen_und_Buerger/Gesellschaft_und_Zukunft/schutzschirm_fuer_arbeitsplaetze/002_bundesregierung_konkretisiert_massnahmenpaket_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf)>.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2008b). Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung. Maßnahmenpaket der Bundesregierung. *Monatsbericht des BMF* (November): 11–14.
- Boss, A., A. Boss und T. Boss (2008). Der deutsche Einkommensteuertarif: Wieder eine Wachstumsbremse? *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 9 (1): 102–124.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Janssen, B. van Roye und J. Scheide (2008). Weltkonjunktur auf Talfahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.). Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 459/460. IfW, Kiel.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Amtliche Nachrichten*. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Arbeitsmarkt in Zahlen – Beschäftigung in Deutschland – Monatszahlen*. Nürnberg.
- Campbell, J.Y., und J.F. Cocco (2007). How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data. *Journal of Monetary Economics* 54 (3): 591–621.
- Deutsche Bundesbank (2008). Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2007. *Statistische Sonderveröffentlichung 4*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Bankenstatistik*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.
- Eurostat (2008). Historical Data. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.eurostat.org/eurostat/historical.html>>.
- Eurostat (2008). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.

- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Bank Lending Survey*. Frankfurt am Main.
- ifo (ifo Institut für Wirtschaftsforschung) (lfd. Jgg.). *ifo-Konjunkturperspektiven*. München.
- IfW (Institut für Weltwirtschaft) (2008). IfW-Fokus 56. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.ifw-kiel.de/presse/fokus/2008/fokus56>>.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Koop, G., S.M. Potter und R.W. Strachan (2008). Re-examining the Consumption-wealth Relationship: The Role of Model Uncertainty. *Journal of Money, Credit, and Banking* 40 (2/3): 341–367.
- Lettau, M., und S. Ludvigson (2001). Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 61 (3): 815–849.
- OECD (Organisation for Economic Co-ordination and Development) (lfd. Jgg.). *Main Economic Indicators*. Paris.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008). *Deutschland am Rande einer Rezession*. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008. Essen.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2007). Staatsverschuldung wirksam begrenzen. Expertise des Sachverständigenrats, Wiesbaden. Via Internet (18. Dezember 2008) <<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/publikationen/fipo07.pdf>>.
- Sorge, M. (2004). Stress-testing Financial Systems: An Overview of Current Methodologies. BIS Working Papers 165. Bank for International Settlements, Basel.
- 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.



# *Kieler* Diskussionsbeiträge

- 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. 55 S. 18 Euro.
- 449./450. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2008  
Kiel, April 2008. 69 S. 18 Euro.
451. Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten. Historischer Vergleich  
und Implikationen für den Konjunkturverlauf  
*Jonas Dovern und Nils Jannsen*  
Kiel, April 2008. 17 S. 9 Euro.
- 452./453. Der Kieler Subventionsbericht: eine Aktualisierung  
*Alfred Boss und Astrid Rosenschon*  
Kiel, Mai 2008. 74 S. 18 Euro.
- 454./455. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2008  
Kiel, Juni 2008. 37 S. 18 Euro.
- 456./457. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008  
Kiel, Oktober 2008. 79 S. 18 Euro.
458. Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen  
*Nils Jannsen*  
Kiel, Oktober 2008. 20 S. 9 Euro.
- 459./460. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008  
Kiel, Dezember 2008. 18 Euro.

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