

**Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur  
im Herbst 2007**

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

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

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: [harmen.lehment@ifw-kiel.de](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 3-89456-293-5

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2007.

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

# Inhalt

---

Weltkonjunktur verliert an Fahrt.	3
<i>Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp, Birgit Sander und Joachim Scheide</i>	
Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland.	28
<i>Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide</i>	
Deutsche Konjunktur: Aufschwungskräfte behalten die Oberhand.	40
<i>Alfred Boss, Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp und Joachim Scheide</i>	

Diese Analyse wurde als Grundlage für Diskussionen beim 76. Kieler Konjunkturgespräch (24.–25. September 2007) angefertigt und am 19. September 2007 abgeschlossen.



## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern,  
Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp,  
Birgit Sander und Joachim Scheide

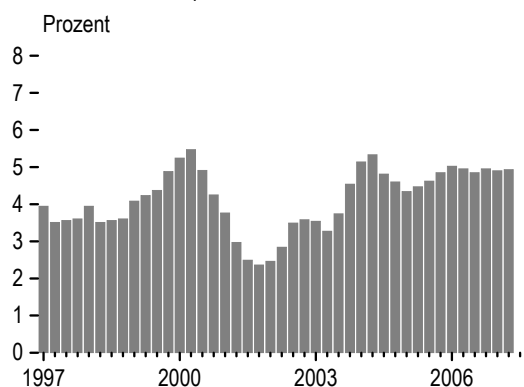
### Zusammenfassung:

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Phase ausgesprochen rascher Expansion. Auch in der ersten Hälfte des Jahres 2007 nahm die Weltproduktion in hohem Tempo zu. Der weltwirtschaftliche Ausblick wird zurzeit allerdings durch die Probleme an den internationalen Finanzmärkten überschattet. Die Risiken für die Konjunktur haben sich in den vergangenen Wochen deutlich erhöht. Die Einschätzung der Situation wird dadurch erschwert, dass in den vergangenen Jahren neue Finanzmarktinstrumente starke Verbreitung gefunden haben und es keine Erfahrungen gibt, wie sich diese in einer Phase finanziellen Stresses auswirken. Doch gibt es gute Gründe davon auszugehen, dass der Vertrauensverlust der Akteure im Finanzsektor die Entwicklung in der Realwirtschaft nicht massiv beeinträchtigen wird. Auch ist angesichts stark verbesserter Rahmenbedingungen in den Schwellenländern mit einem Anhalten der raschen wirtschaftlichen Expansion außerhalb der Industrieländer zu rechnen. Wir haben unsere Prognose für das Wachstum der Weltwirtschaft im nächsten Jahr im Vergleich zu der vom vergangenen Juni daher nur wenig – von 4,7 auf 4,4 Prozent – gesenkt.

Die Weltwirtschaft befindet sich nach wie vor in einem kräftigen Aufschwung. In der ersten Hälfte des Jahres 2007 setzte sich der Zuwachs der Weltproduktion in hohem Tempo fort (Abbildung 1), die Konjunktur hat im Verlauf sogar noch an Schwung gewonnen. Dabei ist die Dynamik in den Entwicklungs- und Schwellenländern weiterhin ausgesprochen hoch, während die wirtschaftliche Aktivität in den Industrieländern seit einem Jahr nur noch in moderatem Tempo zunimmt. Der Welthandel expandierte in der ersten Jahreshälfte zwar recht verhalten (Abbildung 2), doch deuten die jüngsten Daten auf eine merkliche Beschleunigung im Sommer hin.

Der weltwirtschaftliche Ausblick wird zurzeit durch die Probleme an den internationalen Finanzmärkten überschattet. Die Einschätzung der Situation wird hier dadurch erschwert, dass in den vergangenen Jahren in großem Umfang neue Finanzmarktinstrumente eingeführt wurden, und es keine Erfahrungen darüber gibt, wie diese auf finanziellen Stress reagieren. Die Risiken für die Konjunktur haben sich in den vergangenen Wochen auf diese Weise deutlich erhöht, insbesondere haben sich die Aussichten für die Vereinigten Staaten eingetrübt. Doch es gibt gute Gründe davon auszugehen, dass der

Abbildung 1:  
Reales Bruttoinlandsprodukt in der Welt 1997–2007<sup>a,b</sup>

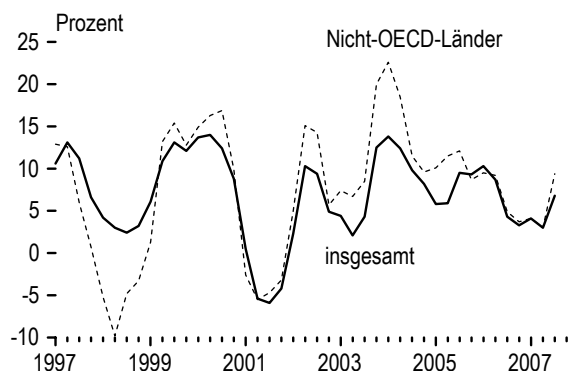


<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Geschätzt auf der Basis der großen Industrieländer (USA, Japan, Euroland, Vereinigtes Königreich, Kanada) sowie großer Schwellenländer (China, Indien, Russland, Brasilien, Mexiko und Südkorea).

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Abbildung 2:  
Welthandel 1997–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. 3. Quartal 2007: Geschätzt auf Basis der Werte für Juli und August aus dem CPB World Trade Monitor.

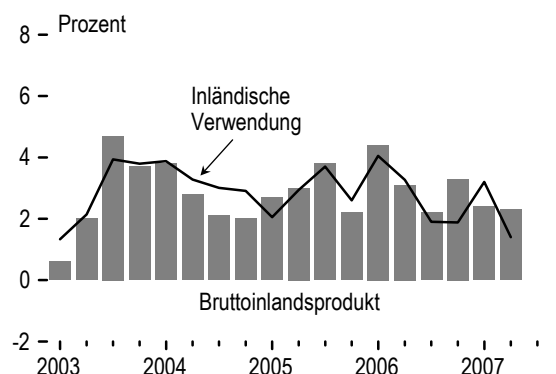
Quelle: OECD (2007b).

Vertrauensverlust der Akteure an den Finanzmärkten die Entwicklung in der Realwirtschaft nicht massiv beeinträchtigen wird.

## Moderater Produktionsanstieg in den Industrieländern – nach wie vor kräftige Expansion in den Schwellenländern

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den *Industrieländern* insgesamt blieb zwar weiter aufwärts gerichtet, doch kann seit etwa einem Jahr nicht mehr von einer hohen konjunkturellen Dynamik gesprochen werden. In den G7-Ländern beläuft sich der Anstieg seit Mitte vergangenen Jahres – bei Schwankungen von Quartal zu Quartal (Abbildung 3) – auf 2,2 Prozent. Er ist damit etwas niedriger als die Wachstumsrate des Produktionspotentials, die bei 2 1/2 Prozent liegen dürfte. Maßgeblich für das geringere Tempo des Produktionsanstiegs zu Jahresbeginn war zunächst die konjunkturelle Verlangsamung in den Vereinigten Staaten; in Japan und in Europa blieb die Konjunktur bis zum Frühjahr kräftig. Im zweiten Quartal 2007 allerdings kehrte sich das Bild um: Während

Abbildung 3:  
Konjunktur in den G7-Ländern 2003–2007<sup>a,b</sup>



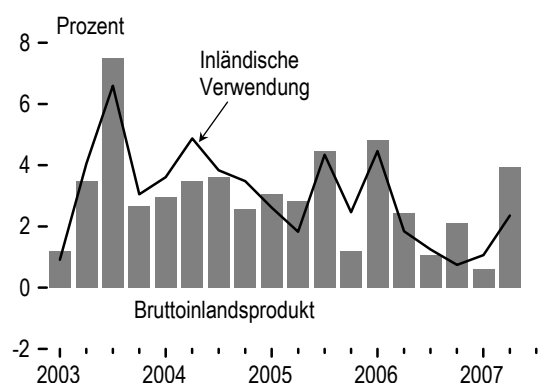
<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>b</sup>Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

die Produktion in den Vereinigten Staaten deutlich beschleunigt zunahm, geriet der Aufschwung in Japan und im Euroraum offenbar ins Stocken.

In den *Vereinigten Staaten* legte das reale Bruttoinlandsprodukt im Frühjahrsquartal mit einer laufenden Jahresrate von 4,0 Prozent zu; dies ist der stärkste Anstieg seit Anfang 2006 (Abbildung 4). Der Zuwachs ist jedoch primär als Gegenreaktion auf das sehr schwache erste Quartal und weniger als Verbesserung der kon-

Abbildung 4:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2003–2007<sup>a</sup>

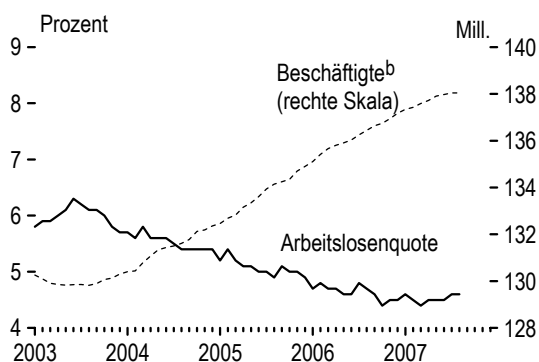


<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2007).

junkturrellen Grundtendenz zu interpretieren. Verantwortlich für die Beschleunigung waren zum einen die Exporte, auf deren Anstieg rechnerisch gut ein Viertel des Produktionszuwachses zurückzuführen ist. Durch den gleichzeitigen Rückgang der Importe wurde der Wachstumsbeitrag des Außenhandels noch verstärkt. Aber auch die Inlandsnachfrage nahm beschleunigt zu. Sowohl die Staatsausgaben als auch die Investition in Ausrüstungen und Software sowie die Wirtschaftsbauinvestitionen stiegen deutlich stärker als im ersten Quartal. Zunehmend dämpfend machte sich hingegen die Krise am Immobilienmarkt bemerkbar. Zum einen gingen die Wohnungsbauinvestitionen weiter deutlich zurück, zum anderen wurde nun offenbar auch der private Konsum fühlbar gedämpft, der außerdem durch den Kaufkraftentzug infolge des kräftigen Anstiegs der Kraftstoffpreise gedrückt wurde. Auf dem Arbeitsmarkt beginnt die Immobilienkrise offenbar zunehmend Spuren zu hinterlassen. So ging die Zahl der Beschäftigten im August zum ersten Mal seit vier Jahren zurück, wenn auch nur leicht, nachdem sich ihr Zuwachs bereits in den Monaten zuvor merklich abgeschwächt hatte. Die Arbeitslosenquote blieb gleichwohl stabil bei 4,6 Prozent, da sich gleichzeitig viele Erwerbspersonen aus dem Arbeitsmarkt zurückzogen (Abbildung 5).

Abbildung 5: Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2003–2007<sup>a</sup>



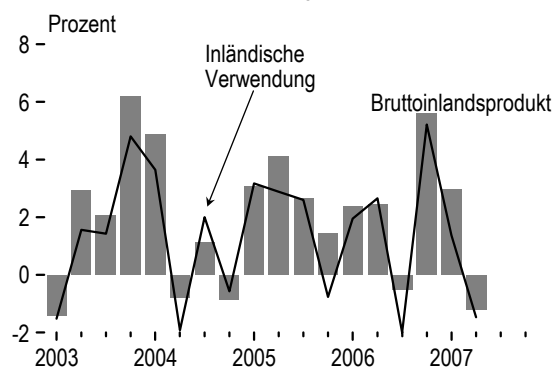
<sup>a</sup>Saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2007a).

In *Japan* ging das reale Bruttoinlandsprodukt nach den sehr kräftigen Zuwächsen, die im Winterhalbjahr verzeichnet worden waren, im Frühjahrsquartal zurück (Abbildung 6). Diese Entwicklung ist wohl zu einem Teil durch Sondereffekte bedingt. So wurde der Zuwachs des privaten Verbrauchs durch eine ungewöhnliche zeitliche Verteilung von Steuerzahlungen belastet; daneben dürfte die ungünstige Witterung mitverantwortlich für den Einbruch beim Wohnungsbau gewesen sein, der im zweiten Quartal zu verzeichnen war. Es deutet aber auch einiges darauf hin, dass die Konjunktur in der Grundtendenz ebenfalls an Fahrt verloren hat. Das Verbrauchervertrauen ist seit Jahresbeginn in der Tendenz rückläufig. Die Zahl der Beschäftigten steigt zwar weiter, und die Arbeitslosigkeit geht sukzessive zurück, doch nimmt vor allem die Zahl der Jobs mit relativ niedrigen Löhnen und mit relativ geringer Stundenzahl zu; die nominalen Lohneinkommen erhöhten sich in den vergangenen Monaten kaum. Schließlich wurde die Produktion zuletzt nur noch wenig vom Außenhandel gestützt, vor allem weil die Exporte merklich an Schwung verloren haben.

Auch im *Euroraum* legte der Aufschwung im zweiten Quartal dieses Jahres eine Pause ein. Nachdem der Zuwachs im ersten Quartal trotz negativer Einflüsse durch die Mehrwertsteuer-

Abbildung 6: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2003–2007<sup>a</sup>



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

Quelle: Cabinet Office (2007).

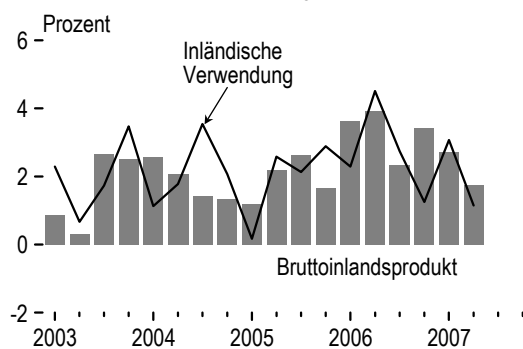
erhöhung in Deutschland recht kräftig gewesen war, erhöhte sich der vorläufigen Schätzung von Eurostat zufolge die gesamtwirtschaftliche Produktion mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 1,4 Prozent (Abbildung 7) und damit deutlich langsamer als das Produktionspotential. Die Verlangsamung des Produktionsanstiegs war überraschend angesichts der anhaltend guten Stimmung im Unternehmenssektor und eines hohen Verbrauchervertrauens. Für eine nach wie vor deutliche konjunkturelle Expansion spricht, dass sich die Situation am Arbeitsmarkt weiter verbessert hat. So setzte sich der Rückgang der Arbeitslosenquote fort – im Juli betrug sie 6,9 Prozent –, und die Beschäftigung blieb aufwärts gerichtet. So scheinen Witterungseinflüsse und Kalendereffekte die Zuwachsrate im Frühjahr spürbar gedrückt zu haben, mit der Folge, dass die konjunkturelle Grundtendenz durch den ausgewiesenen Produktionsanstieg unterzeichnet ist. Besonders betroffen war hiervon der Wohnungsbau, der im zweiten Quartal erheblich unter dem vom milden Winter begünstigten hohen Niveau des ersten Quartals zurückblieb, wodurch die Zuwachsrate der Anlageinvestitionen insgesamt deutlich gedrückt wurde. Hingegen beschleunigte sich der private Verbrauch nach der mehrwertsteuerbedingten Stagnation im ersten Quartal erheblich, obwohl die real verfügbaren Einkommen durch den Wiederanstieg der Benzinpreise belastet wurden. Während die Pro-

duktion durch den Außenhandel gestützt wurde – bei leicht beschleunigtem Exportanstieg verringerte sich die Expansion der Importe deutlich –, wirkte stark dämpfend, dass ein Teil der Nachfrage aus dem Lager bedient wurde. Die Endnachfrage expandierte mit einer Rate von 2,2 Prozent deutlich rascher als das Bruttoinlandsprodukt.

In den übrigen Ländern der Europäischen Union blieb der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion hingegen im Allgemeinen kräftig. Im *Vereinigten Königreich* erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt abermals mit einer laufenden Jahresrate von 3,4 Prozent (Abbildung 8) und damit stärker als das Produktionspotential. Stütze der Konjunktur war erneut der private Verbrauch, der bei zunehmender Beschäftigung und etwas beschleunigtem Reallohnanstieg ungeachtet der geldpolitischen Straffung weiter kräftig – mit einer Rate von 3 Prozent – zunahm. Für die Investitionen wurde hingegen trotz einer insgesamt guten Stimmung im Unternehmenssektor ein Rückgang registriert. Der Importüberschuss erhöhte sich weiter.

In den *Beitrittsländern zur Europäischen Union* ist die konjunkturelle Dynamik seit geraumer Zeit sehr hoch (Abbildung 9). Mit der Ausnahme von Ungarn, wo die Sparmaßnahmen der Regierung die Inlandsnachfrage stark dämpfen, steigt das reale Bruttoinlandsprodukt

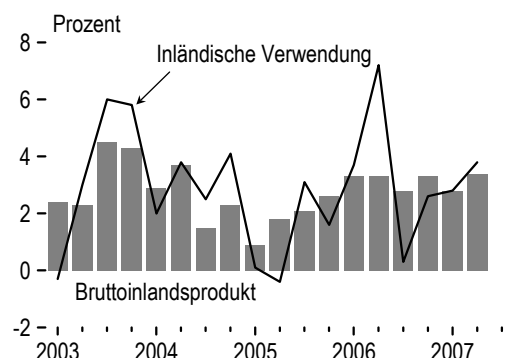
Abbildung 7: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2003–2007<sup>a</sup>



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

Quelle: Eurostat (2007).

Abbildung 8: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2003–2007<sup>a</sup>



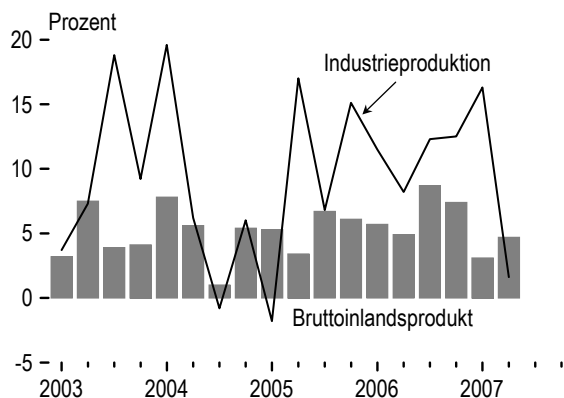
<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2007).



## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Abbildung 9:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

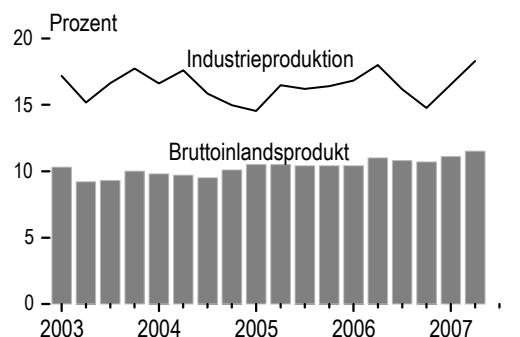
Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

im Vorjahresvergleich überall mit Raten von mehr als 5 Prozent, in den baltischen Ländern liegen die Raten sogar in der Nähe von 10 Prozent. Der Aufholprozess dieser Länder ist in vollem Gange. Hohe Zuwächse bei den Investitionen und ein stark zunehmender privater Verbrauch prägen das Bild. Rasche Produktivitätszuwächse erlauben kräftige Reallohnsteigerungen, ohne dass ein Aufschwung bei der Beschäftigung verhindert wird; die Arbeitslosigkeit geht seit nahezu drei Jahren erheblich zurück.

Der Produktionsanstieg in den *Entwicklungs- und Schwellenländern* setzte sich im ersten Halbjahr in hohem Tempo fort. Die wirtschaftliche Entwicklung wird nach wie vor von der fortschreitenden Integration in die Weltwirtschaft getrieben und von günstigen Rahmenbedingungen wie vergleichsweise niedrigen Zinsen gefördert; daneben profitieren viele Länder von den hohen Rohstoffpreisen.

In China hat sich die konjunkturelle Expansion nicht – wie von der Wirtschaftspolitik angestrebt – verlangsamt. Vielmehr verstärkte sich der Produktionsanstieg sogar nochmals spürbar; im zweiten Quartal war das reale Bruttoinlandsprodukt um nahezu 12 Prozent höher als ein Jahr zuvor (Abbildung 10). Triebkraft sind nach wie vor die Exporte und die Investitionen; der private Konsum expandiert angesichts stark steigender Reallöhne zwar eben-

Abbildung 10:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in China 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

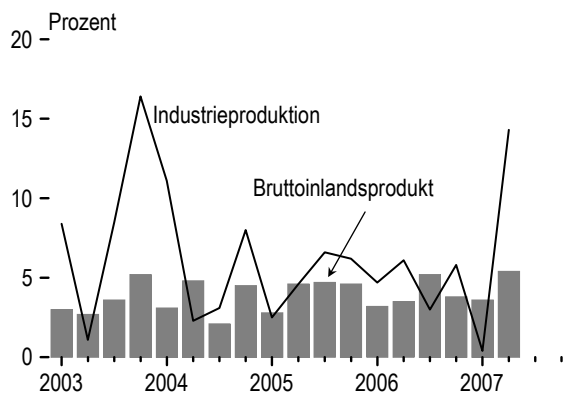
Quelle: National Bureau of Statistics of China (2007).

falls kräftig, doch immer noch in merklich geringerem Tempo als die gesamtwirtschaftliche Produktion. Auf das erneute Anziehen der Konjunktur und den zunehmenden Preisauftrieb – die Inflationsrate stieg im August vor allem aufgrund drastisch höherer Nahrungsmittelpreise auf 6,5 Prozent, den höchsten Wert seit mehr als zehn Jahren – reagierte die Zentralbank mit weiteren Zinserhöhungen. Seit März setzte sie den Zinssatz für Ausleihungen an bevorzugte Schuldner um 90 Basispunkte herauf. Die Zentralbank ist außerdem bestrebt, den Anstieg der Geldmenge zu begrenzen. Eine jüngst beschlossene Lockerung bei den Kapitalverkehrskontrollen soll Kapitalabflüsse erleichtern und den Aufwertungsdruck auf die chinesische Währung mindern.

Auch in den übrigen Schwellenländern setzte sich die kräftige wirtschaftliche Expansion fort. In Indien nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zum Vorjahr dank einer kräftigen Investitionstätigkeit mit Raten von rund 9 Prozent unverändert stark zu. In den kleineren asiatischen Ländern beschleunigte sich der Produktionsanstieg zuletzt sogar wieder merklich, nachdem im Winterhalbjahr zeitweise ein etwas moderateres Expansionstempo zu verzeichnen gewesen war (Abbildung 11). Während in Indien die Wirtschaftspolitik angesichts zunehmender Kapazitätsengpässe darum bemüht ist, eine konjunkturelle Überhitzung zu verhindern, ist

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

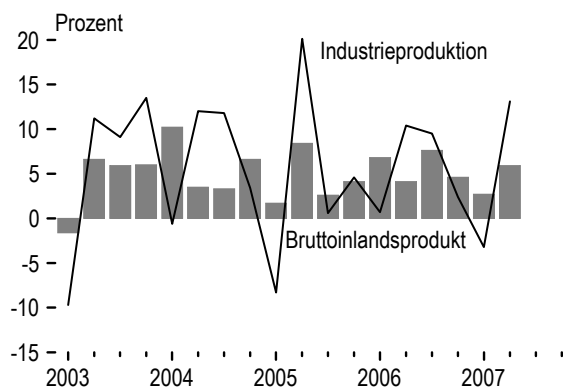
Abbildung 11:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in asiatischen Schwellenländern 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. Die Ländergruppe umfasst Südkorea, Indonesien, Taiwan, Thailand, die Philippinen, Malaysia, Hongkong und Singapur, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2007b); nationale Statistiken.

Abbildung 12:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in Lateinamerika 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. Auf Basis der Daten für Brasilien, Mexiko, Argentinien, Kolumbien, Chile, Peru und Venezuela, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2007b); nationale Statistiken.

der Inflationsdruck in den übrigen Ländern zu meist gering. In Lateinamerika setzte sich der kräftige wirtschaftliche Aufschwung in der Grundtendenz fort, auch wenn die konjunkturelle Verlangsamung in den Vereinigten Staaten den Produktionsanstieg insbesondere in Mexiko spürbar gebremst hat und das hohe Expansi-

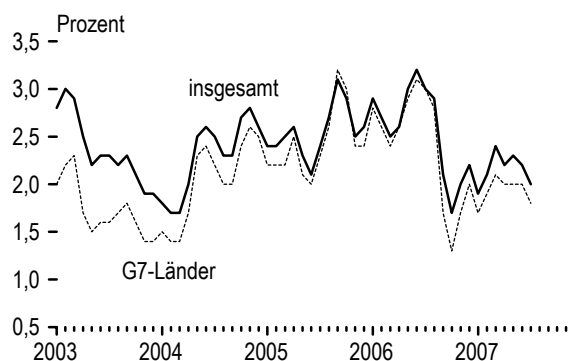
onstempo, das im Verlauf des vergangenen Jahres zu verzeichnen gewesen war, nicht mehr erreicht wurde (Abbildung 12). Russland schließlich profitiert nach wie vor besonders von den hohen Rohstoffpreisen, und die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im ersten Halbjahr mit Raten von mehr als 7 Prozent sehr kräftig zu. Zu diesem Produktionsanstieg trug der Rohstoffsektor zuletzt nur noch wenig bei; die Ölproduktion schrumpfte sogar merklich.

## Preisaufrtrieb hat etwas nachgelassen

In den Industrieländern war der Preisanstieg auf der Verbraucherebene in den vergangenen Monaten alles in allem moderat. Zwar ist die Inflationsrate nicht mehr so niedrig wie gegen Ende des vergangenen Jahres (Abbildung 13), vor allem weil die Ölpreise im Frühjahr wieder anzogen und inzwischen in der Nähe der im vergangenen Sommer verzeichneten Höchststände notieren (Abbildung 14). Mit einer Rate von 2,0 Prozent lag sie in den Ländern der OECD im Juli aber immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau.

In den Vereinigten Staaten verlief der Preisaufrtrieb alles in allem in ruhigen Bahnen. Die Verbraucherpreise lagen im Juli um 2,4 Prozent über ihrem Niveau im Vorjahr; die Inflations-

Abbildung 13:  
Verbraucherpreisanstieg in den OECD-Ländern 2003–2007<sup>a</sup>

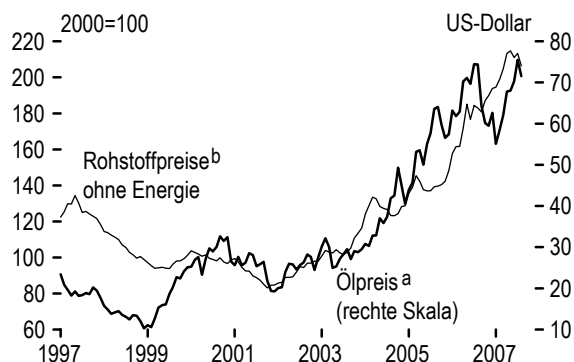


<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2007b); IMF (2007).

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Abbildung 14:  
Ölpreis und Rohstoffpreise ohne Energie 1997–2007

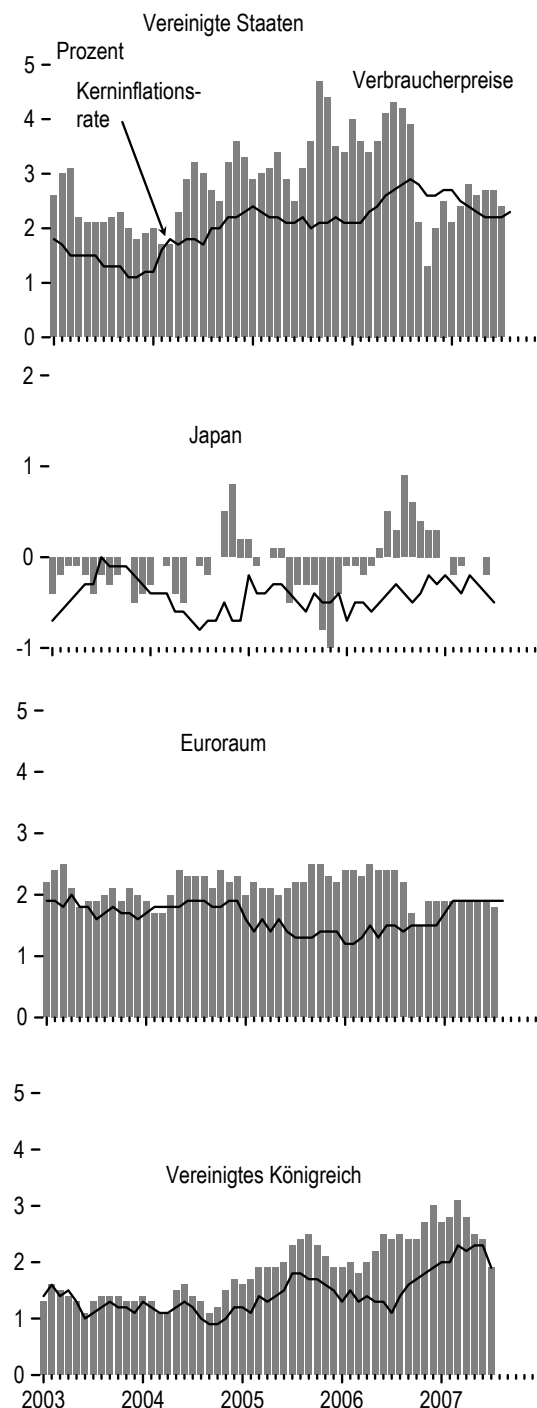


<sup>a</sup>Spotpreis Sorte Brent, London. — <sup>b</sup>HWWI-Index.

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

rate hat sich damit gegenüber den Vormonaten geringfügig abgeschwächt. Die Kerninflationrate (Preisentwicklung ohne Verteuerung bei Energie und Nahrungsmitteln) verharrt seit nahezu einem Jahr bei 2,2 Prozent. Beim Kerndeflator für den privaten Konsum, an dem sich die Notenbank orientiert, wurde im Juni die 2-Prozent-Marke unterschritten, die als Obergrenze des angestrebten Inflationskorridors gilt. Auch im Euroraum verlief die Preisentwicklung ruhig. Die Inflationsrate war im August den zwölften Monat in Folge unter 2 Prozent und entsprach damit annähernd der Vorgabe der Europäischen Zentralbank (EZB). Ein beruhigendes Signal kommt von der Kernrate, deren Anstieg sich seit dem Frühjahr nicht fortgesetzt hat (Abbildung 15). So haben sich die Chancen verbessert, dass das Stabilitätsziel der EZB auf mittlere Sicht erreicht wird, auch wenn die Marke von 2 Prozent in den kommenden Monaten wieder überschritten werden dürfte, weil dann der deutliche Rückgang der Kraftstoffpreise im vergangenen Jahr in die Vergleichsbasis eingeht. Im Vereinigten Königreich war die Tendenz bei der Inflation im Sommer deutlich abwärts gerichtet. Im Juli fiel die Inflationsrate zum ersten Mal seit 16 Monaten unter den Zielwert der Notenbank (2 Prozent). Auch die Kernrate ging zuletzt spürbar zurück, nachdem sie über ein Jahr hinweg kontinuierlich ge-

Abbildung 15:  
Verbraucherpreisanstieg in den großen Industrieländern 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: US Department of Labor (2007b); Office for National Statistics (2007); Statistics Bureau of Japan (2007); Eurostat (2007); Thomson Financial Datastream.

klettert war. In Japan ist die kurze Phase leicht steigender Preise, die im vergangenen Jahr zu verzeichnen gewesen war, bereits zu Ende. Die Verbraucherpreise unterschritten ihr Vorjahresniveau zuletzt nur geringfügig. Auch die Kernrate deutet auf eine anhaltende Tendenz zu sinkenden Preisen hin.

## Zu den Auswirkungen der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten

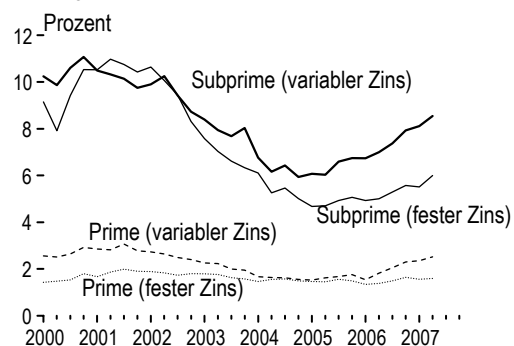
Bis vor wenigen Wochen ließen sich die Konjunkturaussichten für die Industrieländer insgesamt als sehr günstig beschreiben. Zwar war bereits absehbar, dass die konjunkturelle Dynamik in den Vereinigten Staaten im laufenden Jahr infolge der leicht restriktiv wirkenden Geldpolitik und der – teilweise damit zusammenhängenden – schwachen Entwicklung am Immobilienmarkt nicht hoch sein würde. Bisher schien es jedoch so, als blieben die Auswirkungen weitgehend darauf beschränkt, dass die Wohnungsbauinvestitionen nach Jahren des Booms auf ihr normales Niveau zurückgingen. Selbst wenn dieses Niveau im Zuge der Anpassung zeitweise auch unterschritten werden würde, so würde die Dynamik der privaten Konsumausgaben nur wenig in Mitleidenschaft gezogen; die Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft blieben begrenzt und für das Jahr 2008 wäre bereits wieder mit einer konjunkturellen Erholung in den Vereinigten Staaten zu rechnen, die sogar der leichten Ermüdung der konjunkturellen Auftriebskräfte im Euroraum und in Japan entgegenwirken würde. Dieses Bild hat sich in den vergangenen Wochen deutlich verändert. Zum einen zeichnet sich ab, dass die Probleme am amerikanischen Immobilienmarkt gravierender sind als bisher angenommen und dass sie voraussichtlich tiefere Spuren bei der Konjunktur hinterlassen werden. Zum anderen ist es, ausgelöst durch diese Probleme, zu einer allgemeinen Neubewertung von Kreditrisiken gekommen, in deren Zuge gegenwärtig

eine schwerwiegende Störung des internationalen Finanz- und Bankensystems aufgetreten ist.

### *Eintrübung der Konjunkturaussichten in den Vereinigten Staaten*

Einiges deutet darauf hin, dass die Konjunktur in den Vereinigten Staaten im Prognosezeitraum schwächer verlaufen wird als bisher angenommen. Insbesondere ist zu erwarten, dass die Belastung der privaten Haushalte durch Kreditzahlungsverpflichtungen infolge der zurückliegenden Straffung der Geldpolitik bis weit in das kommende Jahr zunehmen wird. Eine wichtige Rolle spielt dabei, dass bei vielen Hypothekendarlehen in diesem oder im nächsten Jahr jene meist für ein oder zwei Jahre vereinbarte Phase äußerst niedriger Zinsbelastung endet, mit der die Banken in den vergangenen Jahren auch Haushalte mit geringem Einkommen bzw. Vermögen für einen Immobilienkredit gewonnen haben. Es ist bereits zu einem deutlichen Anstieg der Zahl notleidender Hypothekenkredite gekommen (Abbildung 16), und die Zahl der Haushalte, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können, dürfte weiter steigen. In der Folge dürften vermehrt Häuser zum Verkauf angeboten werden und die Immobilienpreise werden wohl weiter sinken. Vor diesem Hintergrund dürfte sich die

Abbildung 16:  
Anteil der Hypothekenkredite mit Zahlungsrückstand in den Vereinigten Staaten 2000–2007



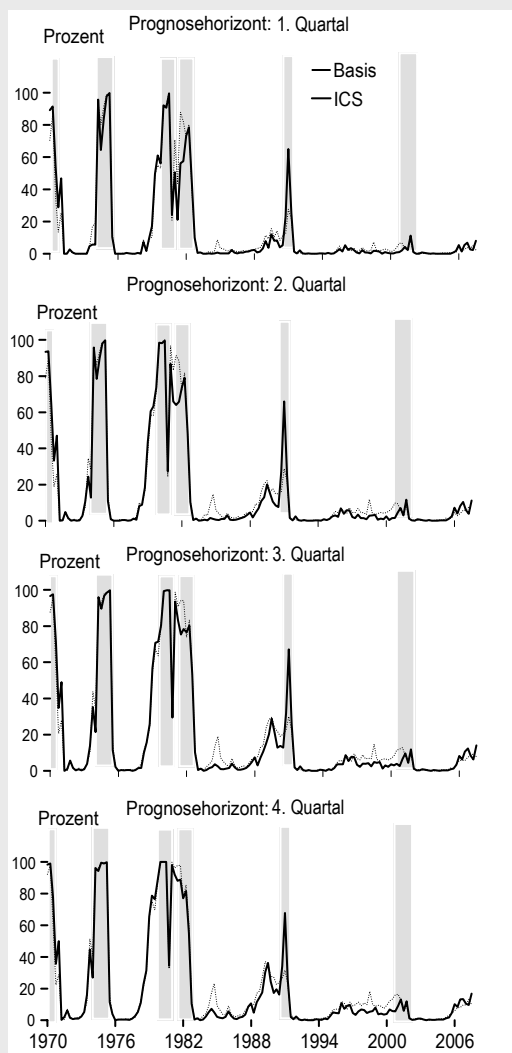
Quelle: Mortgage Bankers Association of America über Thomson Financial Datastream.

**Kasten 1:**

Zur Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten

Vor dem Hintergrund der Korrektur am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten wird gegenwärtig zunehmend die Frage diskutiert, in welchem Ausmaß sich die Wahrscheinlichkeit erhöht hat, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in den nächsten Quartalen in eine Rezession rutscht. Im Folgenden soll eine zeitreihenanalytisch fundierte

**Abbildung K1:**  
Rezessionswahrscheinlichkeiten für die US-Wirtschaft<sup>i,ii</sup>  
1970–2007



<sup>i</sup>Grau schraffierte Bereiche markieren die von NBER definierten Rezessionszeiten. — <sup>ii</sup>Wahrscheinlichkeiten wurden rekursiv unter Echtzeitbedingungen nach der im Text beschriebenen Methodik ermittelt.

**Quellen:** NBER (2007); University of Michigan (2007); eigene Berechnungen.

$P(E_{kt})$  wird dann geschätzt als der Anteil der Realisierungen, bei denen das Rezessionsereignis eintritt.<sup>c</sup> Die weiter unten beschriebenen Ergebnisse basieren auf jeweils 500 Replikationen.

Einschätzung gegeben werden, die auf einem vektorautoregressiven Modell (VAR) basiert, das wichtige makroökonomische Variablen sowie Frühindikatoren einschließt. Um die Prognosegüte verschiedener Modelle so realitätsnah wie möglich einschätzen zu können, werden bei den rekursiven Schätzungen lediglich solche Daten verwendet, die zu den jeweiligen Prognosezeitpunkten schon bekannt waren (sog. Echtzeitdaten).<sup>a</sup> In einem ersten Schritt wird für jeden Zeitpunkt  $t$  ein VAR geschätzt<sup>b</sup>

$$Y_t^t = \phi + \sum_{j=1}^m \Phi_j Y_{t-j}^t + \varepsilon_t,$$

wobei der Vektor  $Y_t^s$  die Zuwachsrate des Bruttoinlandsproduktes ( $y_t^s$ ), die Arbeitslosenquote, die Veränderung des Verbraucherpreisindex und den kurzfristigen Zinssatz sowie einen oder mehrere Frühindikatoren für die ökonomische Aktivität enthält. Dabei gibt der obere Index an, dass Zeitreihen genutzt werden, wie sie zum Zeitpunkt  $s$  bekannt waren.  $\phi$  und die  $\Phi_j$  sind Koeffizientenmatrizen. Es wird angenommen, dass die Störterme,  $\varepsilon_t$ , unabhängig voneinander und  $N(0, \Sigma)$  verteilt sind.

In einem zweiten Schritt wird über eine Monte-Carlo-Simulation die Wahrscheinlichkeit,  $P(E_{kt})$ , bestimmt, dass das Ereignis einer Rezession in den nächsten  $k$  Quartalen eintritt. Howrey (2001) zeigt, dass sich mit einer einfachen Regel, nach der eine Rezession dann auftritt, wenn ein gewichteter Durchschnitt der Zuwachsraten über drei Quartale in zwei aufeinander folgenden Quartalen negativ ist, die offizielle Rezessionsdatierung des NBER ziemlich genau nachbilden lässt. Der Anfang einer Rezession ist dabei definiert als das erste von zwei oder mehr aufeinanderfolgenden Quartalen, für die  $\bar{y}_t^s = 0,25y_{t-1}^s + 0,5y_t^s + 0,25y_{t+1}^s$  negativ ist. Analog dazu ist das Ende einer Rezession mit negativem  $\bar{y}_t^t$  das Ende einer Rezession.

Für die Schätzung von  $P(E_{kt})$  werden nun alternative Werte für  $Y_{t+1}^t, Y_{t+2}^t, \dots, Y_{t+k+1}^t$  generiert, die sich aus verschiedenen Realisierungen von  $\varepsilon_{t+1}, \varepsilon_{t+2}, \dots, \varepsilon_{t+k+1}$  ergeben. Dabei werden diese zukünftigen Schocks aus einer Normalverteilung mit Kovarianzmatrix  $\hat{\Sigma}$ , der geschätzten Kovarianz der Residuen des VAR, gezogen.

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Die untersuchten Frühindikatoren sind der Einkaufsmanagerindex, das von der University of Michigan (2007) veröffentlichte Konsumklima (*ICS*), der Frühindikator des *Conference Boards* (2007), die Veränderung des S&P 500-Index sowie die Differenz zwischen den Renditen von *Treasury Bonds* mit zehn Jahren Laufzeit und der *Federal Funds Rate*. Das mit *Basis* überschriebene Modell schließt nur die vier oben genannten makroökonomischen Variablen ein. Die Analyse wurde für den Zeitraum  $t_0 = 1970Q1$  bis  $T = 2007Q2$  durchgeführt. Alle Schätzungen basieren auf Daten ab 1960Q2. Um unter den zahlreichen verfügbaren Frühindikatoren denjenigen bzw. diejenige Kombination von Indikatoren zu finden, die am besten geeignet scheint, Rezessionen früh anzuzeigen, wenden wir als Gütemaß den Quadratic Probability Score (QPS) an:

$$QPS_k = \frac{2}{T} \sum_{t=t_0}^T [\hat{P}(E_{kt}) - R(E_{kt})]^2,$$

wobei  $R(E_{kt})$  gleich 1 ist, wenn das Ereignis  $E_{kt}$  wirklich stattfand, und sonst den Wert 0 annimmt.<sup>d</sup> Es zeigt sich, dass das Modell mit Konsumklima durchgehend die höchste Güte hat. Für alle Prognosehorizonte minimiert ein Modell mit Konsumklima mit einem Verzögerungsterm das Gütekriterium. Aus diesem Grund wird im Weiteren nur noch auf die Ergebnisse dieses Modells sowie die des Basismodells eingegangen. Dabei wird auch für letzteres auf die Spezifikation mit einem Verzögerungsterm zurückgegriffen.

Abbildung K1 zeigt die rekursiv geschätzten Rezessionswahrscheinlichkeiten über den Stützzeitraum bis zum aktuellen Rand für die zwei ausgewählten Modelle. Es zeigt sich, dass die Modelle die Rezessionen in den 1970er und 1980er sowie die Rezession Anfang der 1990er relativ gut abbilden. Für die Aufschwungsphasen zeigen sie stets Wahrscheinlichkeiten sehr nahe bei Null an. Auch diese Eigenschaft, keine falschen Rezessionssignale zu produzieren, ist bei der Beurteilung der Modellgüte wichtig. Allerdings ist das Modell nicht in der Lage, die leichte Rezession im Jahr 2001 durch hohe Wahrscheinlichkeiten anzuzeigen.<sup>e</sup> Gleichwohl wird auch hier die Wahrscheinlichkeit einer Rezession höher eingeschätzt als während der expansiven Phasen der Konjunkturzyklen.

Am aktuellen Rand zeichnet sich nun abermals eine spürbar erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeit ab. So liegt nach dem bevorzugten Modell die Wahrscheinlichkeit, dass sich die US-Wirtschaft im aktuellen Quartal in einer Rezession befindet, bei rund acht Prozent. Und die Wahrscheinlichkeit, dass sie innerhalb des nächsten Jahres in eine Rezession abrutscht, wird mit 17 Prozent eingeschätzt.<sup>f</sup> Dies ist beinahe das gleiche Wahrscheinlichkeitsniveau, das bei der letzten Rezession beobachtet werden konnte. Insgesamt wird deutlich, dass im Zuge der allgemeinen konjunkturellen Abschwächung, die in den Vereinigten Staaten seit Mitte vergangenen Jahres zu beobachten ist, sowie den Kreditmarkturbulenzen der vergangenen Monate die Wahrscheinlichkeit einer Rezession deutlich zugenommen hat.

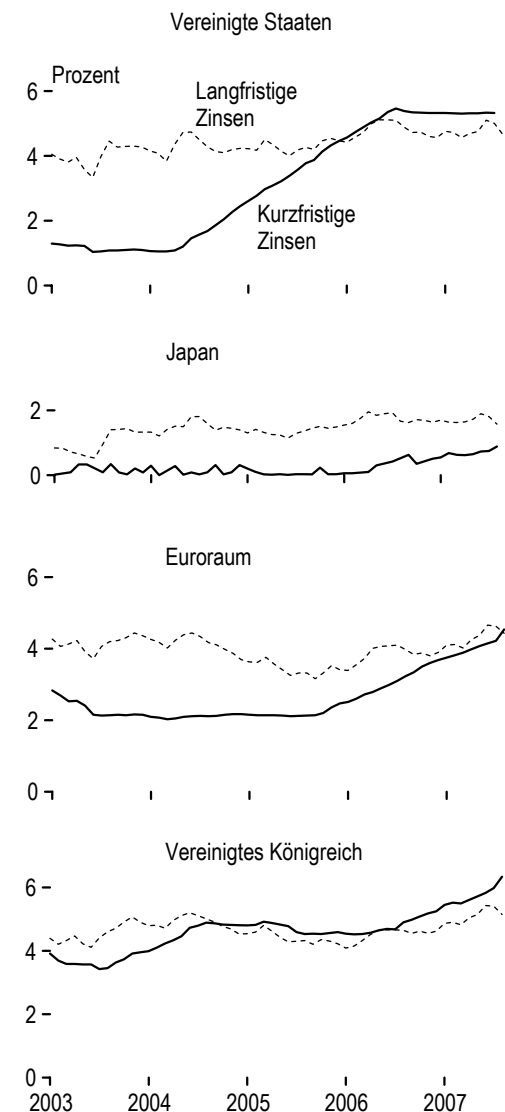
<sup>a</sup>Der Echtzeitdatensatz für eine Reihe von makroökonomischen Zeitreihen wird von der Federal Reserve Bank of Philadelphia (2007) zur Verfügung gestellt. — <sup>b</sup>Vgl. Howrey (2001) für diesen linearen Ansatz. In den vergangenen Jahren wurden auch mehr und mehr nicht-lineare, so genannte „Markov-switching-Modelle“ (Hamilton 1989) dazu angewandt, die verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus zu identifizieren und damit implizit auch konjunkturelle Wendepunkte zu bestimmen (vgl. Chauvet 1998; Kim und Nelson 1998; Clements und Krolzig 2003; Kholodilin und Yao 2005). Diese nichtlinearen Modelle weisen gegenüber linearen Modellen zwar eine bessere Anpassungsgüte im Stützzeitraum auf. Ihre Prognosegüte außerhalb des Stützzeitraums ist aber eher schlechter (vgl. Clements und Krolzig 1997). Außerdem sind die Modellergebnisse gewöhnlich nicht sehr robust in Bezug auf die genaue Spezifizierung der Modelle und Änderungen des Stützzeitraumes. — <sup>c</sup>So tritt zum Beispiel das Ereignis einer Rezession im nächsten Quartal, also  $E_{1t}$ , dann ein, wenn entweder  $\bar{y}_t^t < 0$  und  $\bar{y}_{t+1}^t < 0$  oder wenn  $\bar{y}_{t+1}^t < 0$  und  $\bar{y}_{t+2}^t < 0$ . — <sup>d</sup>QPS liegt zwischen 0 (wenn alle Ereignisse perfekt antizipiert werden) und 2 (wenn jeweils genau das Gegenteil prognostiziert wird). — <sup>e</sup>Dies ist unter anderem dadurch bedingt, dass der oben beschriebene gleitende Durchschnitt der Wachstumsraten in keinem der Rezessionsquartale im Jahr 2001 negativ war. Es gab zwar drei Quartale in denen das Bruttoinlandsprodukt saisonbereinigt rückläufig war; allerdings wurden diese Quartale jeweils von einem Quartal mit ansteigendem Bruttoinlandsprodukts unterbrochen. — <sup>f</sup>Diese Einschätzung deckt sich mit den Angaben von Morgan Stanley (2007), welche die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten im nächsten Jahr zwischen 1/6 und 1/5 angeben.

Sparquote, die in den Jahren zuvor durch den Effekt steigender Vermögenswerte gedrückt worden war, weiter erhöhen. Gleichzeitig werden die real verfügbaren Einkommen bei zunehmender Arbeitslosigkeit – nicht zuletzt bedingt durch umfangreiche Entlassungen im Bausektor und in der Finanzbranche – deutlich abgeschwächt zunehmen. Gleichwohl wird die gesamtwirtschaftliche Produktion aufwärts gerichtet bleiben. Darauf deutet auch eine ökonometrische Zeitreihenanalyse hin, die wir auf der Basis der bis Mitte September verfügbaren makroökonomischen Daten und Frühindikatoren vorgenommen haben (Kasten 1). Danach ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in den kommenden 12 Monaten in eine Rezession – im Sinne einer über mehrere Quartale sinkenden gesamtwirtschaftlichen Produktion – rutscht, zuletzt zwar deutlich gestiegen und war ähnlich hoch wie zu Beginn der rezessiven Phase im Jahr 2001. Absolut betrachtet ist sie mit unter 20 Prozent allerdings immer noch gering. Maßgeblich für dieses Ergebnis ist nicht zuletzt, dass sich das Konsumklima im dritten Quartal nicht nennenswert verschlechtert hat.

### *Turbulenzen an den Finanzmärkten belasten den Ausblick*

Auch das monetäre Umfeld in den Industrieländern konnte bis vor wenigen Wochen als insgesamt günstig beurteilt werden. Zwar gingen von den Notenbankzinsen im Allgemeinen keine deutlichen Anregungen mehr aus; in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich war die Geldpolitik zuletzt wohl sogar leicht restriktiv ausgerichtet. Doch bildeten im historischen Vergleich nach wie vor sehr niedrige Kapitalmarktzinsen (Abbildung 17), ausgesprochen niedrige Risikoprämien und steigende Aktienkurse ein Gegengewicht. Seit Mitte Juli ist es hier zu einer allgemeinen Neueinschätzung der Anlagerisiken gekommen, in deren Folge die Zinsdifferenzen zwischen als sicher geltenden Anleihen und Papieren mit höherer Risikobewertung zugenommen haben. Auch die

Abbildung 17:  
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen Industrieländern 2003–2007



Quelle: OECD (2007b).

Aktienkurse gerieten zeitweise unter Druck. Vor allem aber ist es im Interbankenmarkt zu schweren Störungen gekommen. Ausgelöst wurden die Turbulenzen an den Finanzmärkten durch die zunehmenden Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten in den Vereinigten Staaten, vor allem bei Krediten, die an Schuldner mit geringer Zahlungsfähigkeit vergeben worden waren (so genanntes Subprime-Segment). Diese Ausfälle haben dazu geführt, dass die Qualität der mit solchen Hypotheken besicherten Finanz-

papiere, die im Zuge des stürmisch steigenden Handels mit verbrieften Kreditrisiken in den vergangenen Jahren an Finanzinvestoren weltweit verkauft worden waren, zunehmend in Zweifel gezogen wurde.

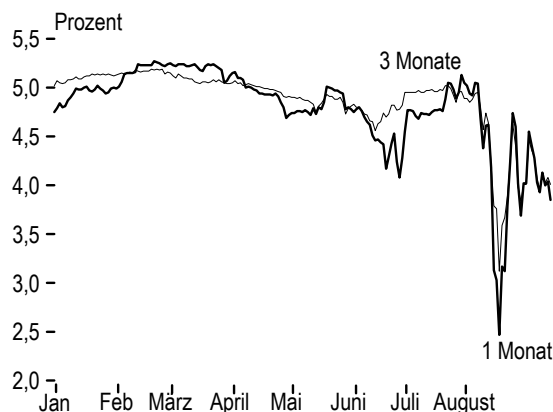
In der Folge entstand ein hohes Maß an Ungewissheit, dies nicht zuletzt deshalb, weil in den vergangenen Jahren zahlreiche neue Finanzinstrumente in großem Umfang in den Markt gekommen sind, über deren Verhalten bzw. Wirkungen in einer Phase von Spannungen an den Finanzmärkten keine Erfahrungen vorliegen. Unsicherheit herrscht vor allem über das Ausmaß der Kreditausfälle. Insbesondere ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht abzusehen, in welchem Umfang die Zahlungsrückstände bei Hypothekenkrediten zu Forderungsausfällen führen werden. Zwar ist davon auszugehen, dass die Forderungsausfälle zunächst weiter steigen werden, doch wird die Entwicklung auch von der Zinspolitik der US-Notenbank sowie von der weiteren Entwicklung der Immobilienpreise beeinflusst. Des Weiteren ist problematisch, dass aufgrund der zum Teil langen Verbriefungskette und der einzuhaltenden Fristen ein Forderungsausfall erst nach Monaten beim „Endgläubiger“ ankommt.<sup>1</sup> Ungewiss ist angesichts des weltweiten Handels mit Kreditrisiken zum anderen auch, welche Investoren letztlich diese Papiere in ihren Portfolios haben und ob sie die potentiellen Verluste verkraften können. Resultat war schließlich, dass nicht nur der Handel mit hypothekenbesicherten Wertpapieren zum Erliegen gekommen ist, sondern auch das Vertrauen der Banken untereinander derart gelitten hat, dass sie sich mit Ausleihungen deutlich zurück halten, so dass der Zins für Dreimonatsgeld seit Mitte August erheblich über dem Tagesgeldzins liegt.

<sup>1</sup> Eine Zahlung wird als rückständig eingestuft, wenn der Kreditnehmer mindestens 15 Tage in Verzug ist. Nach 90 Tagen wird die Kreditforderung als nicht eintreibbar betrachtet und der Prozess der Schuldumwandlung oder der Liquidierung setzt ein. Eine Schuldumwandlung kann die Stundung oder Reduzierung der Zinsbelastung umfassen. Die Liquidierung erfolgt in Form einer freiwilligen Eigentumsübertragung, welche bis zu 12 Monate dauern kann, oder in Form einer Zwangsvollstreckung, die bis zu 18 Monate dauern kann (Kiff und Mills 2007: 10).

Durch die Probleme an den Finanzmärkten haben sich zwar bislang die Kosten der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt nicht wesentlich erhöht. Denn während die Differenz zwischen den Renditen von Unternehmensanleihen und denen von Staatsanleihen im Rahmen der allgemeinen Neubewertung von Risiken spürbar stieg, ging das Niveau der Renditen auf Staatstitel deutlich zurück (Abbildung 18). Auch der Rückgang der Aktienkurse fiel vergleichsweise moderat aus. In den Vereinigten Staaten und in Europa wurde lediglich ein Teil der seit dem Beginn des Jahres verzeichneten Zugewinne verloren, und auch in Japan, wo der Kursrückgang stärker und die Aufwärtsentwicklung seit Anfang 2006 weniger ausgeprägt gewesen war, halten sich die Verluste in Grenzen (Abbildung 19).

Problematisch würde die Entwicklung vor allem dann, wenn infolge großer Unsicherheit oder aufgrund von Liquiditätsproblemen die Banken auch erstklassigen Schuldnern keine Kredite zu akzeptablen Bedingungen einräumen wollen (Kreditklemme). Wir erwarten dies nicht. Zwar haben sich offenbar die Kreditstandards in den vergangenen Monaten verschärft, vor allem in den Vereinigten Staaten. Doch war diese Tendenz nicht sehr ausgeprägt, und sie folgt einer Phase, in der Kredite ausgesprochen freigiebig vergeben wurden. Die Banken sind

Abbildung 18:  
Verzinsung kurzfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten Januar–August 2007



Quelle: Thomsen Financial Datastream.



## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

### Kasten 2:

#### Drei Risikoszenarien für die Vereinigten Staaten

Auch wenn es momentan viele Indizien dafür gibt, dass die Probleme am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten und die damit verbundenen Finanzmarkturbulenzen nur begrenzte negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben, ist es von Interesse zu analysieren, was im Falle einer krisenhaften Zuspitzung der gegenwärtigen Entwicklung zu erwarten wäre. Im Folgenden sollen dazu drei Szenarien analysiert werden, denen wir jeweils nur eine relativ niedrige Eintrittswahrscheinlichkeit beimessen. Die Simulationen werden mit dem NiGEM-Modell durchgeführt. Jedes Szenario beginnt im dritten Quartal des laufenden Jahres.

- *Einbruch der Immobilienpreise (Szenario 1)*: Infolge zunehmender Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten kommt es in den Vereinigten Staaten zu verstärkten Zwangsverkäufen von Wohnimmobilien; dies bewirkt einen Rückgang der Preise für Wohnimmobilien. Um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, simulieren wir in Anlehnung an Mishkin (2007) wir einen Einbruch der Hauspreise um insgesamt 20 Prozent verteilt über zwei Jahre.
- *Einbruch der Aktienmärkte (Szenario 2)*: Im Zuge erhöhter Unsicherheit an den Kapitalmärkten und aufgrund gestiegener Sorgen über den weiteren Verlauf der Konjunktur kommt es zu einem Einbruch der Aktienmärkte, der weit über die bislang gesehene Korrektur hinausgeht. Wir simulieren ein Einbrechen des Aktienmarktes in den Vereinigten Staaten um 30 Prozent (dies ist ungefähr das Ausmaß der in den Jahren 2001 bis 2003 gesehen Korrektur) über drei Quartale. Um die hohe Korrelation zwischen den internationalen Aktienmärkten zu berücksichtigen, nehmen wir an, dass die Aktienmärkte in Europa im gleichen Maße betroffen sind.
- *Erhöhte Risikoprämien (Szenario 3)*: Die Risikoeinschätzung für Investitionen und Kapitalanlagen infolge der Kapitalmarkturbulenzen ändert sich stark. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen guter Bonität gegenüber Staatsanleihen steigen wie in den Jahren 2002–2003 um rund einen Prozentpunkt.<sup>a</sup> Außerdem steigt die Zinsdifferenz zwischen den langfristigen und kurzfristigen Zinsen um rund 1,2 Prozentpunkte, von derzeit rund –0,3 Prozentpunkten auf ihr langjähriges Mittel von rund 0,9 Prozentpunkten.

Tabelle K2:

Konjunkturelle Auswirkungen verschiedener Risikoszenarien

	Vereinigte Staaten				Euroraum
	BIP <sup>i</sup>	Investitionen <sup>i</sup>	Konsum <sup>i</sup>	Inflation <sup>ii</sup>	BIP <sup>i</sup>
<i>Einbruch der Immobilienpreise (Szenario 1)</i>					
2007	0,3	0,6	0,2	0,2	0,0
2008	–0,3	–0,5	–0,9	0,6	0,0
2009	–1,1	–0,9	–2,4	–0,3	–0,1
<i>Einbruch der Aktienmärkte (Szenario 2)</i>					
2007	0,0	0,1	–0,1	0,0	0,0
2008	–0,4	0,0	–1,1	0,1	–0,2
2009	–0,6	0,4	–1,8	–0,2	–0,3
<i>Erhöhte Risikoprämien (Szenario 3)</i>					
2007	–0,1	–0,4	0,0	0,0	0,0
2008	–0,5	–2,0	–0,1	–0,2	–0,3
2009	–0,7	–1,6	–0,3	–0,7	–0,5
<i>Gemeinsames Eintreten aller Ereignisse (Szenario 4)</i>					
2007	–0,1	–0,2	–0,2	0,1	–0,1
2008	–1,5	–2,2	–2,8	0,2	–0,7
2009	–2,8	–1,9	–5,3	–1,3	–1,1

<sup>i</sup> Abweichung des Niveaus in Prozent. — <sup>ii</sup> Abweichung in Prozentpunkten.

Quelle: NiGEM (2007); eigene Berechnungen.

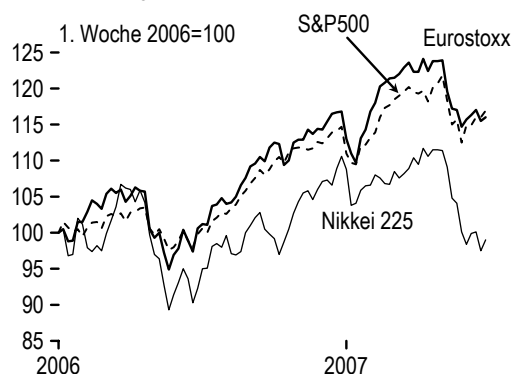
## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Folgende Ergebnisse lassen sich aus den Simulationen zusammenfassen (Tabelle K2). Es sind zwei Hauptkanäle erkennbar, über welche die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gedämpft wird. Auf der einen Seite wirken Vermögens-effekte; sowohl die sinkenden Hauspreise als auch die fallende Aktienpreise vermindern das Vermögen der privaten Haushalte, die daraufhin ihre Konsumausgaben einschränken. So wird das Niveau des privaten Konsums in den Vereinigten Staaten im Szenario 1 um bis zu 2,4 Prozent gedämpft; dieser maximale Effekt wird im Jahr 2009 erreicht. Das Bruttoinlandsprodukt wird dabei um bis zu 1,1 Prozentpunkte gemindert.<sup>b</sup> Die Reaktion des Bruttoinlandsprodukts in Szenario 2 ist rund halb so groß. Auf der anderen Seite bewirkt der Anstieg der Risikoprämien eine starke Dämpfung der Investitionen. In Szenario 3 fällt der Anstieg der Investitionen schon im Jahr 2008 um rund 1,6 Prozentpunkte niedriger aus. Der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg wird im laufenden Jahr um 0,1 Prozentpunkte, im Jahr 2008 um 0,4 Prozentpunkte und im Jahr 2009 um 0,2 Prozent gedämpft. Es wird deutlich, dass sich die Auswirkungen der hier betrachteten Störungen über mehrere Jahre hinziehen.

In *Szenario 4* wird das gleichzeitige Eintreten der ersten drei Szenarien unterstellt. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den Vereinigten Staaten wird dadurch im Jahr 2008 um 1,4 Prozentpunkte und im Jahr 2009 um 1,3 Prozentpunkte gedämpft. Dabei ist unterstellt, dass die Geldpolitik nach einer üblichen Reaktionsfunktion auf Veränderungen der Kapazitätsauslastung und der Inflation reagiert; die Fed würde bei Eintritt dieses Szenarios die kurzfristigen Zinsen bis zum Jahr 2009 um insgesamt 3 Prozentpunkte senken. Gleichwohl käme es wohl zu einer Rezession in den Vereinigten Staaten. Für den Euroraum ergäben sich bedeutend geringere Effekte; vor allem, weil hier der dämpfende Effekt sinkender Hauspreise fehlt. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts würde in den Jahren 2007 bis 2009 um 0,1, 0,6, bzw. 0,4 Prozentpunkte niedriger ausfallen.

<sup>a</sup>Wir setzten dieses Szenario in NiGEM um, indem wir den Risikoaufschlag der Kapitalnutzungskosten gegenüber dem Niveau der langfristigen Zinsen für die nächsten zehn Quartale um eben jenen 1 Prozentpunkt erhöhen. Die Kapitalnutzungskosten sind in NiGEM folgendermaßen definiert:  $uc = [(lrr + prem) * (1 - tax) + depr] / (1 - tax)$ , wobei  $uc$  für die Kapitalnutzungskosten,  $lrr$  für den langfristigen Realzins,  $prem$  für den Risikoaufschlag,  $tax$  für den effektiven Unternehmenssteuersatz und  $depr$  für die Abschreibungsrate steht. — <sup>b</sup>Vgl. dazu auch die Ergebnisse in Mishkin (2007: 33–37). Der Autor kommt dort, basierend auf dem makroökonomischen Modell des Federal Reserve Boards, zu sehr ähnlichen Ergebnissen.

Abbildung 19:  
Aktienkurse in großen Industrieländern 2006 und 2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Wochendurchschnitt, letzter Wert: 17.–21. September 2007.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

generell gesund und erwirtschafteten bis zuletzt hohe Gewinne, so dass von dieser Seite her eine ausgesprochene Zurückhaltung bei der Kreditgewährung nicht zu erwarten ist. Zudem befinden sich die Unternehmen in einer Situation, in

der sie ihre Investitionen zu großen Teilen selbst finanzieren können.

Angesichts der erheblichen Unsicherheiten über den weiteren Fortgang der Ereignisse am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten und an den internationalen Finanzmärkten haben wir gleichwohl alternative Szenarien entwickelt und mithilfe eines makroökonomischen Weltmodells Simulationsrechnungen durchgeführt (Kasten 2). Dabei zeigt sich, dass ein deutlicher Rückgang der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten, ein Einbruch der Aktienmärkte in den Industrieländern sowie international höhere Finanzierungskosten aufgrund gestiegener Risikoprämien jene Ereignisse sind, die die Konjunktur in den kommenden Jahren merklich dämpfen könnten, wobei die Bremseffekte in den Vereinigten Staaten um einiges höher ausfallen würden als im Euroraum. Andererseits zeigen die Simulationsergebnisse auch, dass bei realistischen Größenordnungen für diese Ereignisse nicht mit einem nachhaltigen Einbruch der

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Weltkonjunktur zu rechnen ist. Bei einem gemeinsamen Eintreten von drastischem Immobilienpreisrückgang, Einbruch am Aktienmarkt und Anstieg der Fremdkapitalkosten wäre allerdings für die Vereinigten Staaten mit einer Rezession zu rechnen, die auch für die Konjunktur in der übrigen Welt negative Konsequenzen nach sich zöge.

### Zentralbanken vor großen Herausforderungen

Die Ereignisse an den Finanzmärkten stellen die Notenbanken vor große Herausforderungen. Sie müssen versuchen, die negativen Wirkungen der Probleme im Bankensektor auf die übrige Wirtschaft zu begrenzen, um eine unerwünscht starke Dämpfung der Konjunktur oder gar eine Rezession zu vermeiden. Gleichzeitig gilt es, das Ziel der Preisniveaustabilität im Auge zu behalten; die gegenwärtig noch fest verankerten, im historischen Vergleich geringen Inflationserwartungen, dürfen nicht gefährdet werden, bilden sie doch eine wichtige Voraussetzung für eine stabile wirtschaftliche Entwicklung. Außerdem sind die langfristigen Folgen eines Eingreifens der Zentralbanken für das Verhalten der Finanzinvestoren und ein gesundes Funktionieren der Finanzmärkte zu bedenken. So wäre vermutlich eine dauerhaft übererhöhte Risikoneigung der Investoren die Folge,

der gegenwärtigen Korrektur der Risikoeinschätzungen durch Maßnahmen der Notenbanken im Endeffekt zu einem erheblichen Teil sozialisiert werden.

Die Notenbanken haben im Angesicht der akuten Funktionsstörungen am Interbankenmarkt zunächst teilweise in großem Umfang Liquidität bereitgestellt, freilich ohne die Geldbasis damit dauerhaft zu erhöhen. Die Fed hat den Diskontsatz gesenkt und weitere Maßnahmen ergriffen, um die Versorgung von Banken mit Liquidität erleichtern. Vor dem Hintergrund der zuletzt moderaten Inflation haben zudem die Risiken für die Konjunktur nun offenbar ein größeres Gewicht bekommen. Dies gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten, wo sich die Hinweise mehren, dass die Wirtschaft deutlich an Fahrt verlieren könnte. Die Notenbank reagierte darauf, indem sie den wichtigsten Leitzins, die Federal Funds Target Rate, Mitte September um 50 Basispunkte auf 4,75 Prozent senkte. Wir erwarten, dass dieser Zinssatz im Herbst noch einmal auf 4,5 Prozent reduziert wird (Tabelle 1); in dem von uns unterstellten Fall einer sich bald wieder normalisierenden Situation an den Geld- und Kreditmärkten dürfte die Notenbank danach erst einmal innehalten, um zu vermeiden, dass durch eine übermäßige Lockerung Inflationserwartungen geweckt und ein unzureichendes Risikobewusstsein an den Finanzmärkten wieder begünstigt werden.

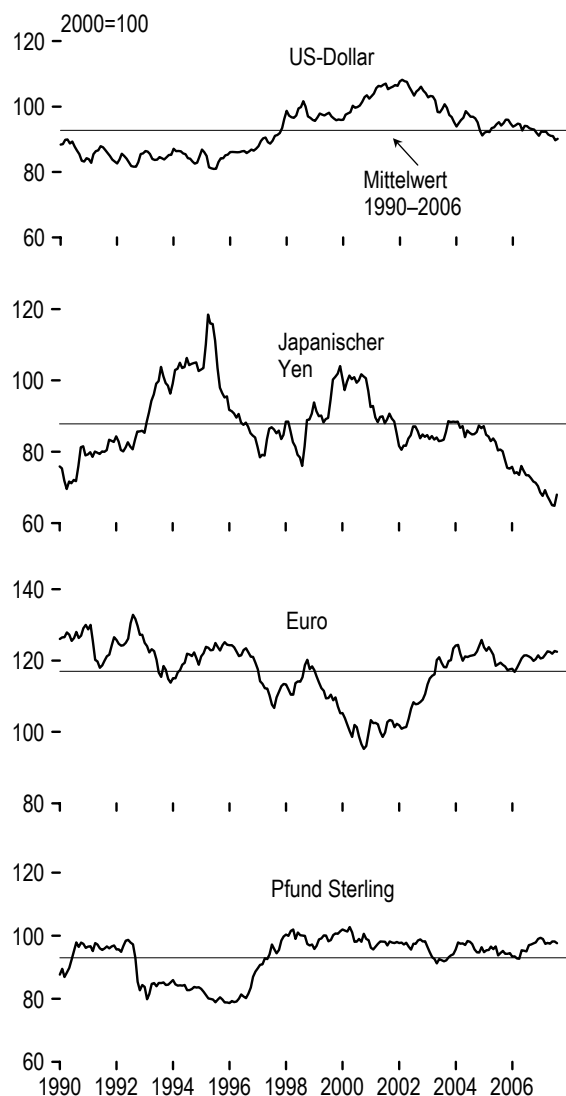
Tabelle 1:  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	4,5	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0	4,7	4,5	4,5	4,5
Japan (Tagesgeldzins)	0,0	0,0	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	0,8
Euroraum (3-Monatszins)	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8	4,1	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,20	1,26	1,27	1,32	1,32	1,34	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
Yen/US-Dollar	116,9	114,4	116,2	117,7	119,4	120,7	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	61,9	69,8	70,1	59,7	58,1	68,7	72,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	171,1	196,0	203,6	208,1	216,7	235,6	225,1	219,3	216,5	214,8	214,3	214,3

<sup>a</sup>Prognose.

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

Abbildung 20:  
Realer effektiver Wechselkurs der wichtigsten Weltwährungen  
1990–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Auf Basis der Verbraucherpreise.

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

Für die EZB wird die Entscheidung zusätzlich dadurch erschwert, dass die Geldmenge ebenso wie die Kredite an den privaten Sektor nach wie vor weit stärker expandieren als auf mittlere Sicht mit dem Ziel der Preisniveaustabilität vereinbar erscheint.<sup>2</sup> Zwar hat sie vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Situation auf eine

<sup>2</sup> Für eine Analyse des Zusammenhangs zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation im Euroraum vgl. Carstensen (2007).

Leitzinserhöhung verzichtet. Falls sich die Situation an den Finanzmärkten in den kommenden Monaten jedoch – wie angenommen – allmählich normalisiert, dürfte sie gegen Jahresende ihre Zinsen noch einmal um 25 Basispunkte anheben, um dem Aufkeimen von Inflationserwartungen entgegenzuwirken. Damit dürfte dann aber die Zinsspitze erreicht sein.

Die Bank von Japan wird fürs erste wohl auf eine weitere Anhebung der Leitzinsen verzichten, ist doch das Preisniveau in den vergangenen Monaten wieder leicht gesunken. Auch wertete zuletzt der Yen spürbar auf (Abbildung 20). Ferner ist das Kreditvolumen in jüngster Zeit spürbar gesunken, und es mehren sich die Anzeichen für eine Abkühlung der Konjunktur.

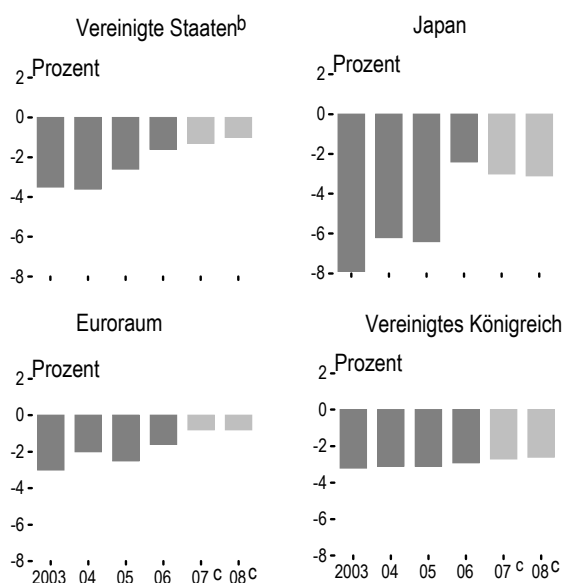
Die langfristigen Zinsen dürften mit Abklingen der Stockungen im Geldmarkt weltweit wieder anziehen, angesichts der nur noch moderaten konjunkturellen Expansion aber im historischen Vergleich auf niedrigem Niveau bleiben. Insgesamt werden sich die monetären Rahmenbedingungen über die bisher im Zuge der Risikoneubewertung eingetretene Verschlechterung hinaus im Prognosezeitraum nur wenig verändern. Allerdings besteht derzeit eine große Unsicherheit über die weitere Entwicklung im Bankensektor und ihre Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

### Finanzpolitik weitgehend neutral

Die Situation der öffentlichen Haushalte in den Industrieländern verbessert sich im laufenden Jahr weiter, insgesamt ist die Finanzpolitik leicht restriktiv ausgerichtet. Im kommenden Jahr dürfte sie kaum noch dämpfen.

In den Vereinigten Staaten wird das Budgetdefizit des Bundes 2007 trotz der konjunkturellen Abschwächung voraussichtlich weiter – von 1,6 auf 1,3 Prozent – zurückgehen (Abbildung 21). Für das kommende Jahr zeichnet sich derzeit eine weitere leichte Abnahme ab; die Finanzpolitik wird nach den bisherigen Planungen geringfügig restriktiv ausgerichtet sein. Allerdings hat die Regierung kürzlich Maßnahmen

Abbildung 21:  
Budgetsaldo in großen Industrieländern 2003–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>In Relation zum Bruttoinlandsprodukt. — <sup>b</sup>Bundshaushalt. — <sup>c</sup>Prognose

Quelle: OECD (2007a); Eurostat (2007); eigene Prognose.

angekündigt, mit denen Haushalten, die im Zuge der Immobilienkrise von Insolvenz bedroht sind, geholfen werden soll (The White House 2007). Die fiskalischen Kosten der bisher bekannt gegebenen Maßnahmen dürften zwar nicht sehr bedeutend sein. Gleichwohl wird erkennbar, dass die Regierung rasch mit expansiven Programmen reagieren wird, sollte die Wirtschaft in eine Rezession zu gleiten drohen.

In Japan wird das Defizit im Staatshaushalt im laufenden Jahr etwas höher ausfallen als 2006. Dies ist allerdings nicht auf eine expansive Politik zurückzuführen, sondern darauf, dass der Staatshaushalt in geringerem Maße durch Einmalmaßnahmen entlastet wird.<sup>3</sup> Um diesen Effekt bereinigt, geht das Budgetdefizit dank kräftig steigender Unternehmenssteuern und Einschnitten bei den öffentlichen Investitionen auch in diesem Jahr spürbar zurück. Für

das kommende Jahr erwarten wir, dass die realen Staatsausgaben wieder steigen und die Steuereinnahmen infolge der schwächeren Konjunktur langsamer zunehmen. Das Haushaltsdefizit wird kaum noch zurückgehen. Eine durchgreifende Konsolidierung der Staatsfinanzen, bei denen nach 15 Jahren hoher Budgetdefizite ein Bruttoschuldenstand von rund 170 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aufgelaufen ist, ist weiterhin nicht in Sicht. Vielmehr ist das Gegenteil der Fall: Ein kräftiger Anstieg der Zuschüsse aus dem allgemeinen Haushalt zur Deckung der steigenden Ausgaben der staatlichen Rentenversicherung ab dem Jahr 2010 ist ohne konkrete Finanzierung beschlossen worden. Die mittelfristig ins Auge gefasste und sehr unpopuläre Erhöhung der Mehrwertsteuer dürfte angesichts der problematischen Mehrheitsverhältnisse im japanischen Parlament weiter aufgeschoben werden.

Im Euroraum werden die gute Konjunktur, Steuererhöhungen in einzelnen Ländern sowie eine zumeist zurückhaltende Ausgabenpolitik in diesem Jahr dazu führen, dass das zusammengefasste Defizit im Staatshaushalt nochmals deutlich – von 1,5 Prozent auf 0,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – zurückgeht. Damit dürfte der Konsolidierungsprozess allerdings vorerst zum Ende kommen. Im Jahr 2008 werden Steuerentlastungen überwiegen, und die Ausgaben dürften beschleunigt zunehmen. Insgesamt wird die Finanzpolitik etwa neutral ausgerichtet sein. Für 2008 erwarten wir eine kaum veränderte Defizitquote.

Im Vereinigten Königreich bleibt die Finanzpolitik auf neutralem Kurs; das Haushaltsdefizit verringert sich in Relation zum Bruttoinlandsprodukt leicht. Dabei steigen die Ausgaben weniger kräftig als in den vergangenen Jahren. Gleichzeitig bleibt die Einnahmenquote weitgehend stabil, die im Verlauf der vergangenen zehn Jahre von rund 38 auf 41,5 Prozent gestiegen ist.

<sup>3</sup> Um die Verschuldung zu reduzieren, wurden im Jahr 2006 Mittel in Höhe von 1,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts vom *Reserve Fund* der *Fiscal Loan Fund Special Accounts* in den Haushalt der Zentralregierung übertragen. Eine solche Operation erfolgt auch 2007, doch in geringerem Umfang (0,6 Prozent).

## Ausblick: Weltwirtschaft mit weniger Schwung

Die Weltkonjunktur wird im Prognosezeitraum merklich an Dynamik verlieren, wenngleich der Zuwachs der Produktion gemessen am historischen Durchschnitt hoch bleiben dürfte. Ursache hierfür sind weniger die aktuellen Probleme an den Finanzmärkten, von denen wir erwarten, dass sie in den kommenden Wochen und Monaten abklingen und ohne gravierende Wirkungen auf die Realwirtschaft bleiben werden. Zwar dürfte der weltweite Produktionsanstieg dadurch gebremst werden, dass aufgrund der Neueinschätzung der Kreditrisiken Finanzierungen weniger günstig zu bekommen sein werden als in den vergangenen Jahren. Wichtiger ist aber, dass jene Faktoren an Gewicht verlieren, die bewirkt haben, dass die Weltkonjunktur das Ende des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten, ihres langjährigen Hauptmotors, bislang gut verkräftet hat. Während sich die Schwäche in der US-Wirtschaft bislang im Wesentlichen auf den Wohnungsbau konzentrierte, wird sich nun die Dynamik des privaten Konsums in den Vereinigten Staaten wohl merklich vermindern. Im Euroraum und in Japan laufen nun zudem die expansiven Wirkungen der Geldpolitik aus. Mit der insgesamt deutlichen konjunkturellen Abflachung in den Industrieländern dürfte auch der Produktionsanstieg in den Entwicklungs- und Schwellenländern gedämpft werden. Eine ausgeprägte Abschwächung der Konjunktur im Gefolge der jüngsten Finanzmarkturbulenzen erscheint aber nicht wahrscheinlich, zumal viele unter ihnen von den hohen Rohstoffpreisen stark profitieren und sich die Anfälligkeit für Finanzmarktkrisen in vielen Ländern in den vergangenen Jahren drastisch verringert hat. So treten die Schwellenländer in größerem Umfang als eigenständige Triebkraft der Weltwirtschaft auf als in früheren Zyklen.

In den *Vereinigten Staaten* wird sich die konjunkturelle Dynamik im zweiten Halbjahr dieses Jahres und im nächsten Jahr weiter abschwächen. Maßgeblich hierfür ist eine verlangsamte Ausweitung des privaten Konsums (Ta-

belle 2), die sich bereits in den Erwartungsindikatoren für das Konsumentenvertrauen andeutet. Bei zunehmender Arbeitslosigkeit – nicht zuletzt bedingt durch umfangreiche Entlassungen im Bausektor und in der Finanzbranche – dürften die real verfügbaren Einkommen deutlich langsamer zunehmen. Hinzu kommt die Belastung durch die Kreditzahlungsverpflichtungen. In der Folge wird sich die Sparquote weiter erhöhen. Die Wohnungsbauinvestitionen werden vorerst weiter zurückgehen, wenn auch nicht mehr so rasch wie in den vergangenen zwölf Monaten. Die Unternehmensinvestitionen dürften vor dem Hintergrund der noch hohen Kapazitätsauslastung weiter deutlich aufwärts gerichtet bleiben. Stützend wirkt des Weiteren eine kaum nachlassende Nachfrage aus dem Ausland, auch bedingt durch den schwachen US-Dollar, die dazu führt, dass der Wachstumsbeitrag des Außenhandels im Prognosezeitraum positiv sein wird. Alles in allem erwarten wir, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2007 und 2008 mit 2,0 bzw. 1,8 Prozent spürbar langsamer zunehmen wird als das Wachstum des Produktionspotentials.

Tabelle 2:  
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2005–2008

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,1	2,9	2,0	1,8
Inlandsnachfrage	3,3	2,8	1,5	1,6
Privater Verbrauch	3,2	3,1	2,7	1,4
Staatsnachfrage	0,7	1,8	1,8	2,2
Anlageinvestitionen	6,9	2,4	-2,2	1,2
Ausrüstungen und Software	9,6	5,9	0,8	2,3
Gewerbliche Bauten	0,5	8,4	10,8	5,4
Wohnungsbau	6,6	-4,6	-14,0	-3,5
Lagerinvestitionen <sup>c,d</sup>	-0,2	0,0	-0,3	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-0,2	-0,1	0,4	0,1
Exporte	6,9	8,4	6,2	6,4
Importe	5,9	5,9	2,0	3,7
Verbraucherpreise	3,4	3,2	2,9	2,4
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	5,1	4,6	4,6	5,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	-6,1	-6,2	-5,7	-5,6
Budgetsaldo des Bundes <sup>f</sup>	-2,6	-1,6	-1,3	-1,0

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

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

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

In *Japan* dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Prognosezeitraum zwar wieder zunehmen. Die konjunkturelle Dynamik bleibt aber wohl mäßig. Vor allem verliert der bislang sehr kräftige Anstieg der Unternehmensinvestitionen spürbar an Schwung. Hierauf deuten sowohl der schwache Auftragseingang in den vergangenen Monaten als auch die abnehmende Kreditnachfrage seitens der Unternehmen hin. Die Exporte werden infolge nachlassender Auslandskonjunktur und der Aufwertung des Yen verlangsamt zunehmen und der Wachstumsbeitrag vom Außenhandel wird merklich schrumpfen (Tabelle 3). Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte sich 2008 nur noch um 1,4 Prozent erhöhen, nach 2,0 Prozent in diesem Jahr. Die Verbraucherpreise bleiben vorerst abwärts gerichtet und werden auch im Verlauf des kommenden Jahres nicht nennenswert steigen.

Tabelle 3:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2005–2008

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,9	2,2	2,0	1,4
Inlandsnachfrage	1,6	1,4	1,3	1,4
Privater Verbrauch	1,5	0,9	1,7	1,4
Staatskonsum	1,7	0,4	0,8	1,2
Anlageinvestitionen	2,6	3,6	1,0	1,4
Unternehmensinvestitionen	6,6	7,6	3,1	2,0
Wohnungsbau	-1,3	1,0	-2,0	0,6
Öffentliche Investitionen	-6,3	-7,6	-4,7	-0,7
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	-0,1	0,1	-0,1	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	0,3	0,8	0,8	0,1
Exporte	6,9	9,6	6,6	2,9
Importe	5,7	4,6	2,0	3,1
Verbraucherpreise	-0,3	0,3	0,0	0,2
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	4,4	4,2	3,8	3,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	3,8	4,1	4,1	3,7
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-6,4	-2,4	-3,0	-3,1

<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 (2007); OECD (2007a, 2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im *Euroraum* ist die konjunkturelle Grundtendenz nach wie vor kräftig; sie wird sich im zweiten Halbjahr wieder durchsetzen. Dies lässt

die nach wie vor gute Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern erwarten. Die Unternehmensinvestitionen werden angesichts hoher Kapazitätsauslastung und hoher Auftragsbestände weiter zügig steigen; der private Verbrauch dürfte bei leicht beschleunigt zunehmenden Realeinkommen etwas an Fahrt gewinnen. Im kommenden Jahr wird der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts an Schwung verlieren. Für den Jahresdurchschnitt erwarten wir einen Zuwachs von 2,2 Prozent, nach 2,6 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 4). Gedämpft wird die Produktion insbesondere dadurch, dass die Aktivität im Wohnungsbau voraussichtlich zurückgeht, die in einigen Ländern – so besonders in Spanien und in Irland – die Konjunktur wesentlich getragen hat. Für diese Länder erwarten wir die deutlichste Verlangsamung beim Produktionsanstieg (Tabelle 5). Die Entwicklung am Immobilienmarkt ist auch für die Konjunktur im Euroraum ein wesentliches Risiko. Eine Simulation eines starken Rückgangs der Preise für Wohnimmobilien in Frankreich und in Spanien mithilfe eines makroökonomischen Weltmodells zeigt, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion und ins-

Tabelle 4:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2005–2008

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,5	2,8	2,6	2,2
Inlandsnachfrage	1,7	2,5	2,7	2,5
Privater Verbrauch	1,5	1,7	1,7	2,3
Staatsverbrauch	1,4	2,0	1,9	2,0
Anlageinvestitionen	2,8	5,1	5,8	3,8
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	0,0	0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-0,2	0,3	0,2	-0,2
Exporte	4,2	8,2	6,5	5,3
Importe	5,2	8,0	6,3	6,0
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	2,2	2,2	1,9	2,1
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	8,5	7,7	6,7	6,4
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	-0,0	-0,2	-0,5	-0,5
Budgetsaldo <sup>f</sup>	-2,3	-1,5	-0,8	-0,9

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

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

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2006, 2007 und 2008

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>
Deutschland	20,6	2,9	2,7	2,4	1,7	1,9	2,0	8,4	6,4	5,8
Frankreich	15,6	2,1	1,8	1,7	1,9	1,4	1,8	9,4	8,6	8,2
Italien	13,0	1,9	1,9	1,4	2,2	1,7	1,9	6,8	6,0	5,9
Spanien	8,3	3,9	3,7	2,6	3,6	2,6	3,0	8,6	8,0	8,0
Niederlande	4,6	2,9	2,7	2,1	1,7	1,7	2,1	3,9	3,5	3,3
Belgien	2,7	3,0	2,8	2,2	2,0	1,4	2,0	8,2	7,6	7,0
Österreich	2,3	3,4	3,3	2,5	1,7	1,6	1,8	4,8	4,3	4,0
Griechenland	1,7	4,2	3,6	3,2	3,4	2,8	2,8	8,9	8,6	8,4
Irland	1,5	6,0	5,0	4,2	2,7	4,6	4,3	4,4	4,0	4,0
Finnland	1,4	5,5	3,8	3,2	1,3	2,0	2,5	7,7	6,8	6,4
Portugal	1,4	1,2	1,8	2,0	2,8	2,4	2,1	7,7	7,9	7,6
Luxemburg	0,3	6,2	4,5	4,0	3,0	2,0	2,5	4,7	4,8	4,8
Slowenien	0,3	5,1	5,2	4,5	2,5	3,1	3,2	6,4	6,0	5,7
Vereinigtes Königreich	16,2	2,8	2,9	2,5	2,3	2,5	1,9	5,3	5,6	5,5
Schweden	2,6	4,7	3,8	3,1	1,5	2,0	2,2	7,0	5,8	5,3
Dänemark	1,9	3,2	2,4	2,0	1,8	1,8	2,5	3,9	3,7	3,5
Polen	2,1	6,1	6,4	4,8	1,3	2,4	2,8	13,8	10,5	9,5
Tschechien	0,9	6,1	5,8	5,0	2,1	2,4	2,5	7,1	5,7	5,5
Ungarn	0,8	3,8	2,5	3,3	4,5	7,5	4,0	7,5	7,7	7,6
Rumänien	0,7	7,7	6,3	5,5	6,8	4,0	4,0	7,4	6,8	6,2
Slowakei	0,3	8,3	8,5	6,0	4,8	2,6	3,0	13,4	10,7	9,7
Litauen	0,2	7,5	7,8	6,5	3,7	4,8	5,0	5,6	5,4	5,2
Bulgarien	0,2	6,3	6,0	5,5	7,0	4,2	4,0	9,0	7,4	6,8
Zypern	0,1	3,8	4,0	3,5	2,5	2,3	2,5	4,7	4,5	4,4
Lettland	0,1	10,8	10,5	8,0	6,6	8,5	8,0	6,8	6,7	6,3
Estland	0,1	11,0	9,0	6,0	4,4	5,8	6,0	5,9	4,0	3,5
Malta	0,0	2,5	2,0	2,0	2,6	2,5	2,5	7,4	7,0	7,0
Europäische Union	100,0	3,0	2,8	2,4	2,2	2,1	2,2	7,8	6,8	6,4
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	94,3	2,8	2,7	2,2	2,1	2,0	2,1	7,3	6,5	6,2
Beitrittsländer <sup>f</sup>	5,9	6,2	5,9	4,9	3,2	3,6	3,3	9,9	8,2	7,6
Euroraum	73,6	2,8	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1	7,8	6,8	6,5
Euroraum ohne Deutschland	52,9	2,8	2,5	2,0	2,3	1,9	2,2	7,6	6,9	6,6

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (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 2005. — <sup>e</sup>Prognose. — <sup>f</sup>Beitrittsländer zur EU seit 2004.

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



besondere der private Verbrauch hier – wie auch im Vereinigten Königreich – empfindlich getroffen würden (Dovern et al. 2007). Ein weiteres Risiko bildet eine erhebliche Aufwertung des Euro, die dazu führen würde, dass sich der reale Außenbeitrag merklich stärker verringert, als in der zentralen Prognose erwartet.

Die wirtschaftliche Aktivität im *Vereinigten Königreich* wird im Prognosezeitraum durch die Geldpolitik gebremst. Der private Verbrauch leidet darunter, dass sich wegen der höheren Zinsen der Schuldendienst vergrößert, zumal die Verschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist. Auch dürfte das Immobilienvermögen langsamer zunehmen, so dass von dieser Seite der Konsum weniger angeregt wird. Die Investitionen werden voraussichtlich in schwächerem Tempo ausgeweitet. Im kommenden Jahr dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt um 2,5 Prozent zunehmen, nach 2,9 Prozent im Jahr 2007 (Tabelle 6).

Tabelle 6:  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2005–2008

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,8	2,8	2,9	2,5
Inlandsnachfrage	1,7	3,1	2,9	2,6
Privater Verbrauch	1,5	1,9	2,6	2,1
Staatsverbrauch	2,7	2,4	2,0	2,1
Anlageinvestitionen	1,5	8,0	2,6	2,9
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-0,1	0,0	-0,1	0,2
Außenbeitrag <sup>c</sup>	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exporte	8,2	11,7	-6,7	4,7
Importe	7,1	11,7	-5,9	4,7
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	2,0	2,3	2,5	1,9
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	4,8	5,3	5,6	5,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	-2,2	-3,4	-3,6	-3,5
Budgetsaldo	-3,2	-2,9	-2,7	-2,6

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

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

Für die *Industrielländer insgesamt* ergibt sich in diesem und im nächsten Jahr ein Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,4 bzw. 2,0 Prozent (Tabelle 7). Im kommenden Jahr nimmt damit die gesamtwirtschaftliche

Produktion erstmals seit 2003 wieder merklich langsamer zu als im mittelfristigen Trend (2,6 Prozent). Gleichwohl steigt die Arbeitslosigkeit nicht. In vielen Ländern geht sie sogar weiter zurück, was zum Teil auf moderate Lohnabschlüsse, zum Teil auf die Flexibilität des Arbeitsangebots zurückzuführen ist. Die Inflation bleibt moderat.

In den *Entwicklungs- und Schwellenländern* ist von der konjunkturellen Abschwächung in den Vereinigten Staaten bislang wenig sichtbar. Fraglich ist, ob sich die Konjunktur in den Schwellenländern dauerhaft von der in den Vereinigten Staaten abkoppeln kann. Hierfür spricht, dass die Abhängigkeit von Exporten in die Vereinigten Staaten in den vergangenen Jahren geringer geworden ist, nicht zuletzt weil der Außenhandel der Schwellenländer untereinander an Bedeutung gewonnen hat. Vor allem aber sind die Schwellenländer im Allgemeinen deutlich weniger anfällig gegenüber Schwankungen an den internationalen Finanzmärkten. Viele Länder haben dank hoher Exporterlöse und Kapitalzuflüsse einen enormen Bestand an Devisenreserven angehäuft; auch hat sich die fiskalische Position in vielen Ländern – nicht zuletzt in Lateinamerika – stark verbessert. Dies lässt das Risiko von spekulativen Angriffen auf den Wechselkurs – wie in den Jahren 1997 und 1998 im Zuge der Asien- bzw. Russlandkrise oder Anfang dieses Jahrzehnts in Argentinien und Brasilien – deutlich geringer erscheinen. Die Aktienkurse in den Schwellenländern sind in den vergangenen Wochen allenfalls kurzzeitig unter Druck geraten, und auch bei den Wechselkursen herrschte weitgehend Ruhe.<sup>4</sup> Allerdings wurden die Exporte bislang dadurch begünstigt, dass sich die Schwäche in den Vereinigten Staaten auf den Wohnungsbau und – in geringerem Ausmaß – auf die Ausrüstungsinvestitionen konzentrierte. Hingegen expandierte der private Konsum weiter in zügigem Tempo, ebenso wie die Einfuhr von Konsumgütern, die zu einem besonders

<sup>4</sup> Eine Ausnahme ist Indonesien, wo die Regierung im August kurzzeitig die Währung mit Interventionen stützte.

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2006, 2007 und 2008

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>
Europäische Union	42,5	3,0	2,8	2,4	2,2	2,1	2,2	7,7	6,8	6,4
Schweiz	1,1	2,7	2,2	1,8	1,0	0,6	1,0	4,0	3,6	3,4
Norwegen	1,0	2,9	3,0	2,7	2,3	1,0	2,5	3,5	2,7	2,6
Vereinigte Staaten	38,8	2,9	2,0	1,8	3,2	2,9	2,4	4,6	4,6	5,0
Japan	12,9	2,2	2,0	1,4	0,3	0,0	0,2	4,2	3,8	3,6
Kanada	3,7	2,8	2,4	2,4	2,0	2,2	2,0	6,3	6,3	6,4
Länder insgesamt	100,0	2,9	2,4	2,0	2,3	2,1	2,0	6,1	5,6	5,4

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Europa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2005. — <sup>e</sup>Prognose.

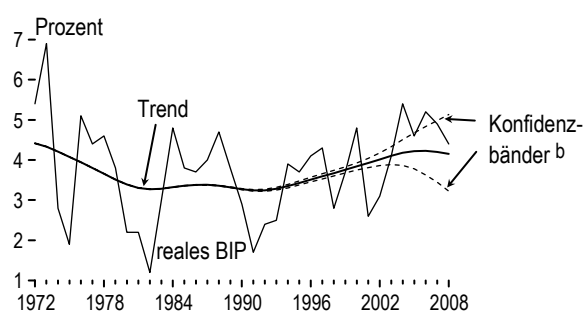
Quelle: Eurostat (2007); OECD (2007b); Statistics Canada (2007a, 2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

hohen Teil aus den Schwellenländern importiert werden. Sollte sich der Anstieg des privaten Konsums in den Vereinigten Staaten, wie wir erwarten, in den kommenden Monaten merklich abschwächen, dürften sich die Aussichten für die Ausfuhr der Entwicklungs- und Schwellenländer eintrüben. Dabei spielt auch die Abflachung der Konjunktur in den übrigen Industrieländern eine Rolle. Alles in allem erwarten wir zwar einen weiter kräftigen Produktionsanstieg in den Schwellenländern, doch dürfte das Tempo der Expansion im kommenden Jahr merklich nachlassen (Tabelle 8). Hierzu trägt auch bei, dass die Rohstoffpreise angesichts des schwächeren Anstiegs der weltweiten Nachfrage und weiter steigenden Angebots tendenziell zurückgehen dürften. Unserer Prognose haben wir einen moderaten Rückgang zugrunde gelegt. Ein ausgeprägter Fall der Notierungen – Rohstoffpreise reagieren häufig stark auf eine veränderte Einschätzung der Marktsituation – würde die Konjunktur in einer Reihe von Schwellenländern spürbar dämpfen und bildet ein Risiko für unsere Prognose.

Bei einer leicht verringerten Dynamik in den Schwellenländern erwarten wir eine Zunahme der Weltproduktion von 4,4 Prozent im nächs-

ten Jahr, nachdem im laufenden Jahr nochmals annähernd 5 Prozent verzeichnet werden dürften (Tabelle 9). Diese Rate ist zwar im langfristigen Vergleich nach wie vor hoch, sie liegt aber nur noch wenig über der aktuellen Rate des Trendwachstums (Abbildung 22), deren Schätzung freilich mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet ist (Gern et al. 2006; Gern et al. 2007).

Abbildung 22:  
Produktionsanstieg und Trendwachstum in der Weltwirtschaft 1972–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Trend ermittelt mithilfe eines Hodrick-Prescott(100)-Filters. — <sup>b</sup>95-Prozent Konfidenzintervall gemäß Ergebnissen einer Bootstrap-Simulation.

Quelle: IMF (2007); eigene Berechnungen und Prognose.

## Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2005–2008

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>			
		2005	2006	2007 <sup>c</sup>	2008 <sup>c</sup>	2005	2006	2007 <sup>c</sup>	2008 <sup>c</sup>
Südkorea	4,3	3,9	5,0	4,5	3,8	2,8	2,5	2,3	2,0
Indonesien	4,3	5,5	5,3	6,0	5,0	10,5	15,0	6,0	5,5
Taiwan	2,8	3,9	4,5	4,6	3,8	2,0	1,5	0,8	1,0
Thailand	2,4	4,7	4,8	4,3	4,5	4,5	4,6	2,2	2,6
Philippinen	1,8	4,8	5,2	5,5	4,6	7,7	6,5	4,0	4,0
Malaysia	1,3	5,3	5,9	5,5	4,6	3,0	3,5	2,2	2,5
Hongkong	1,0	6,0	6,5	6,4	4,8	1,2	2,0	2,0	2,2
Singapur	0,5	5,0	7,7	6,6	4,5	0,8	1,5	1,2	2,0
Insgesamt <sup>d</sup>	18,4	4,7	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0
China	41,1	9,9	10,7	11,4	10,5	1,8	1,9	4,8	4,0
Indien	15,9	9,2	9,2	8,9	8,0	4,2	6,1	5,8	5,5
Asien insgesamt <sup>d</sup>	75,4	8,5	8,5	9,0	9,4	3,1	3,8	4,6	4,1
Brasilien	6,9	2,9	3,7	4,5	4,0	6,3	4,5	3,5	3,0
Mexiko	4,7	3,0	4,8	2,9	2,7	4,0	4,2	3,8	3,5
Argentinien	2,3	8,7	8,2	7,5	5,5	9,7	11,5	9,0	9,0
Kolumbien	1,5	4,7	6,8	6,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,0
Chile	0,8	6,0	4,2	6,2	5,0	2,9	3,2	3,2	3,0
Peru	0,7	6,0	7,2	6,8	5,5	1,6	2,0	1,2	1,5
Venezuela	0,7	8,8	9,5	6,5	4,5	16,0	15,0	17,5	16,0
Lateinamerika insgesamt <sup>d</sup>	17,7	4,4	5,2	4,9	4,1	6,1	5,6	4,8	4,5
Russland	6,9	6,4	6,8	7,2	6,5	12,5	10,5	8,5	9,0
Insgesamt <sup>d</sup>	100,0	6,6	7,1	7,3	6,5	3,7	3,9	4,2	3,9

<sup>a</sup>Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Aufgeführte Länder.

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

Tabelle 9:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2005–2008

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>			
		2005	2006	2007 <sup>c</sup>	2008 <sup>c</sup>	2005	2006	2007 <sup>c</sup>	2008 <sup>c</sup>
Weltwirtschaft	100	4,7	5,1	4,9	4,4	3,8	4,1	4,1	3,8
darunter:									
Industrieländer	51,0	2,6	2,9	2,4	2,1	2,4	2,3	2,1	2,0
China	15,4	9,9	10,7	11,4	10,5	1,8	1,9	4,8	4,0
Ostasien <sup>d</sup>	6,9	4,7	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0
Lateinamerika	6,6	4,4	5,2	4,9	4,1	6,1	5,6	4,8	4,5
Indien	5,9	9,2	9,2	8,9	8,0	4,2	6,1	5,8	5,5
Russland	2,6	6,4	6,8	7,2	6,5	12,5	10,5	8,5	9,0
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		7,6	9,2	7,0	6,0	.	.	.	.

<sup>a</sup>Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparität. — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Ohne China und Japan.

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

## Literatur

---

- Cabinet Office (2007). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (12. September 2007) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Carstensen, K. (2007). Is Core Money Growth a Good and Stable Inflation Predictor in the Euro Area? Kiel Working Paper 1318. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Chauvet, M. (1998). An Econometric Characterization of Business Cycle Dynamics with Factor Structure and Regime Switching. *International Economic Review* 39 (4): 969–996.
- Clements, M.P., und H.-M. Krolzig (1997). A Comparison of the Forecast Performance of Markov-Switching and Threshold Autoregressive Models of US GNP. Warwick Economic Research Papers 489. University of Warwick.
- Clements, M.P., und H.-M. Krolzig (2003). Business Cycle Asymmetries: Characterization and Testing Based on Markov-Switching Autoregressions. *Journal of Business & Economic Statistics* 21 (1): 196–211.
- Conference Board (2007). Global Business Cycle Indicators. Via Internet (1. September 2007) <<http://www.conference-board.org/economics/bci/>>.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2007). Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.
- Eurostat (2007). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007). *Monatsbericht*. September. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of Philadelphia (2007). Real-Time Data Set. Via Internet (20. August 2007) <<http://www.philadelphiafed.org/econ/forecast/reaindex.html>>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2007). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Gern, K.-J., F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2006). Boom in der Weltwirtschaft geht zu Ende. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006. Kieler Diskussionsbeiträge 430/431. IfW, Kiel.
- Gern, K.-J., F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2007). Robuste weltwirtschaftliche Expansion. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 439/440. IfW, Kiel.
- Hamilton, J. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Non-Stationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica* 57 (2): 357–384.
- Howrey, E.P. (2001). The Predictive Power of the Index of Consumer Sentiment. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 175–207.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut) (2007). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (12. September 2007) <<http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2007). *International Financial Statistics*. September. Washington, D.C.
- Kholodilin, K.A., und V.W. Yao (2005) Measuring and Predicting Turning Points Using a Dynamic Bi-Factor Model. *International Journal of Forecasting* 21 (3): 525–537.
- Kiff, J., und P. Mills (2007). Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper 07/188. International Monetary Fund, Washington, D.C.

- Kim, C.-J., und C.R. Nelson (1998). Business Cycle Turning Points, a New Coincident Index, and Tests of Duration Dependence Based on a Dynamic Factor Model with Regime Switching. *The Review of Economics and Statistics* 80 (2): 188–201.
- Mishkin, F. (2007). Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Finance and Economics Discussion Series 2007-40. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board. Washington, D.C.
- Morgan Stanley (2007). Global Economic Forum: Predicting Recessions: An Alternative Framework. Via Internet (3. September 2007) <[www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070903-Mon.html](http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070903-Mon.html)>.
- NBER (National Bureau of Economic Research) (2007). Business Cycle Expansions and Contractions. Via Internet (1. September 2007) <<http://www.nber.org/cycles.html/>>.
- National Bureau of Statistics of China (2007). Via Internet (12. September 2007) <<http://www.stats.gov.cn/english/>>
- NiGEM (2007). Basic Model Details. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem3.pdf>>
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007a). *Economic Outlook*. June. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007b). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
- Office for National Statistics (2007). Economy. Via Internet (24. August 2007) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Statistics Bureau of Japan (2007). Consumer Price Index. Via Internet (12. September 2007) <http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>.
- Statistics Canada (2007a). Canadian Economic Observer. Via Internet (16. August 2007) <http://www.statcan.ca/english/freepub/11-010-XIB/11-010-XIB2007002.pdf>>.
- Statistics Canada (2007b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (31. August 2007) <http://www.statcan.ca/Daily/English/070302/d070302a.htm>>.
- The White House (2007). Fact Sheet: New Steps to Help Homeowners Avoid Foreclosure. Via Internet (2. September) <<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2007/08/20070831-4.html>>.
- University of Michigan (2007). Survey of Consumers. Via Internet (1. September 2007) <<http://www.sca.isr.umich.edu/main.php>>
- US Department of Commerce (2007). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2007a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2007b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (10. September 2007) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of the Treasury (2007). Monthly Treasury Statement. Via Internet (14. September 2007) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.

# Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide

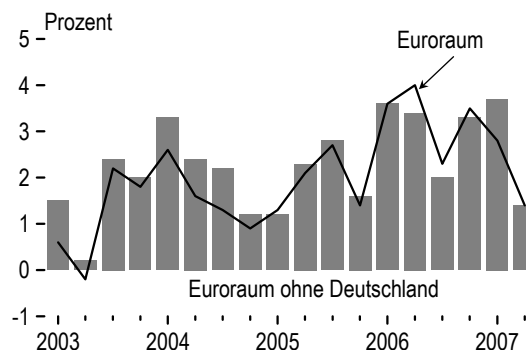
## Zusammenfassung:

Die konjunkturelle Grundtendenz im Euroraum ohne Deutschland hat sich etwas abgeschwächt, sie bleibt aber aufwärts gerichtet. Dabei ist nach wie vor der private Konsum eine Stütze der Konjunktur. Vor allem weil der Produktionsanstieg im zweiten Quartal in einer Reihe von Ländern des Euroraums deutlich schwächer ausfiel, als im Sommer aufgrund von positiven Konjunkturindikatoren zu erwarten gewesen war, nehmen wir unsere Prognose für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum ohne Deutschland für das laufende Jahr von 2,8 Prozent auf 2,5 Prozent zurück. Im Jahr 2008 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion um 2,1 Prozent ausgeweitet werden (vorher: 2,4 Prozent). Maßgeblich für die konjunkturelle Abschwächung sind die momentanen Finanzmarktunruhen, die Verlangsamung der Weltkonjunktur und die Wirkung der strafferen Geldpolitik.

Nach einem recht kräftigen Zuwachs im ersten Quartal nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland im zweiten Quartal nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 1,4 Prozent zu (Abbildung 1). Diese niedrige Zuwachsrate ist – ähnlich wie die für Deutschland – nicht im Einklang mit Indikatoren wie den Umfrageergebnissen zur Geschäftslage der Unternehmen und der Einschätzung der Einkaufsmanager, die gewöhnlich die konjunkturelle Dynamik relativ verlässlich anzeigen. Überraschungen gab es in einer Reihe von Ländern. Insbesondere in Frankreich, Italien und in den Niederlanden nahm das reale Bruttoinlandsprodukt schwächer zu als erwartet. Wahrscheinlich ist die Zuwachsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion im zweiten Quartal durch Sondereffekte, etwa Kalender- oder Witterungseffekte, gedrückt, und das zugrunde liegende konjunkturelle Fahrttempo war spürbar höher als von der Statistik ausgewiesen.

Eine wichtige konjunkturelle Stütze im Euroraum ohne Deutschland ist nach wie vor der private Konsum (Abbildung 2). Er expandierte im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,8 Prozent deutlich. Die Investitionen, die im Winterhalbjahr kräftig ausgeweitet worden waren, legten nur noch in moderatem Tempo zu. Hier dürfte sich ein Rückgang bei den Bauinvestitionen bemerkbar gemacht haben, der vermutlich zu einem Teil als Reaktion

Abbildung 1:  
Reales Bruttoinlandsprodukt 2003–2007<sup>a</sup>

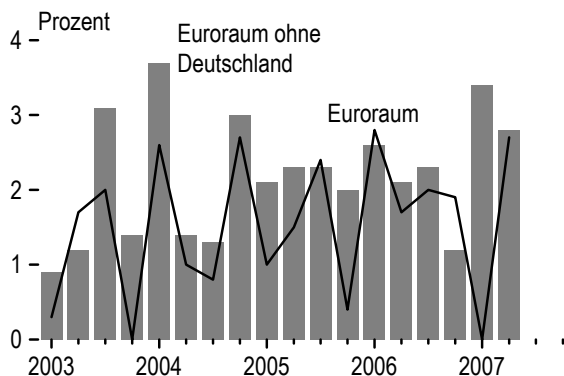


<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Abbildung 2:  
Privater Konsum 2003–2007<sup>a</sup>



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

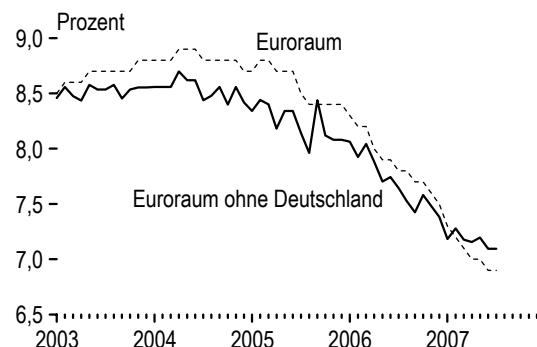
Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

auf ein witterungsbedingt hohes Niveau im ersten Quartal zu werten ist, aber wohl auch Ausdruck dessen ist, dass der langjährige Wohnungsbauboom als Folge der geldpolitischen Straffung und des zunehmenden Überangebots an den Immobilienmärkten zu Ende geht.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres weiter verbessert. Die Zahl der Beschäftigten nahm in der ersten Jahreshälfte in kräftigem Tempo – zuletzt mit einer laufenden Jahresrate von rund 2 Prozent – zu. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzte sich fort, auch wenn sich das Tempo der Abnahme seit dem Winter etwas verringert hat. Mit einer Rate von 7,1 Prozent ist die Arbeitslosenquote im Juli auf einem neuen Tiefstand gesunken (Abbildung 3).

Der Preisauftrieb im Euroraum ohne Deutschland verläuft seit geraumer Zeit in ruhigen Bahnen. Die Zunahme der Kernrate (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel), die bis zum Frühjahr zu verzeichnen gewesen war, hat sich nicht fortgesetzt. Der Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt lag im August bei einer Rate von 1,7 Prozent (Abbildung 4). Er unterschritt damit zum fünften Mal in Folge jenen in Deutschland, der nicht zuletzt durch die Mehrwertsteuererhöhung nach oben getrieben worden ist. Im Euroraum insgesamt lag die Inflationsrate im August im zwölften Monat in Folge unter der 2-Prozent-Marke.

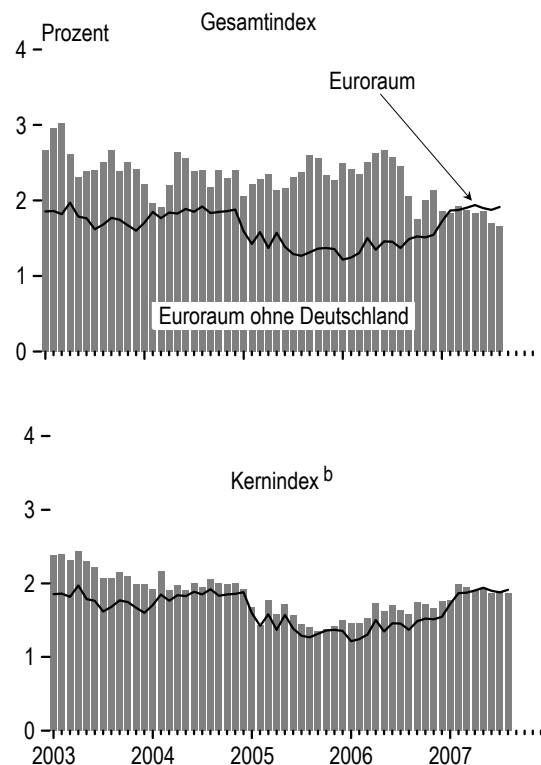
Abbildung 3:  
Arbeitslosenquote 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

Abbildung 4:  
Verbraucherpreise 2003–2007<sup>a</sup>



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

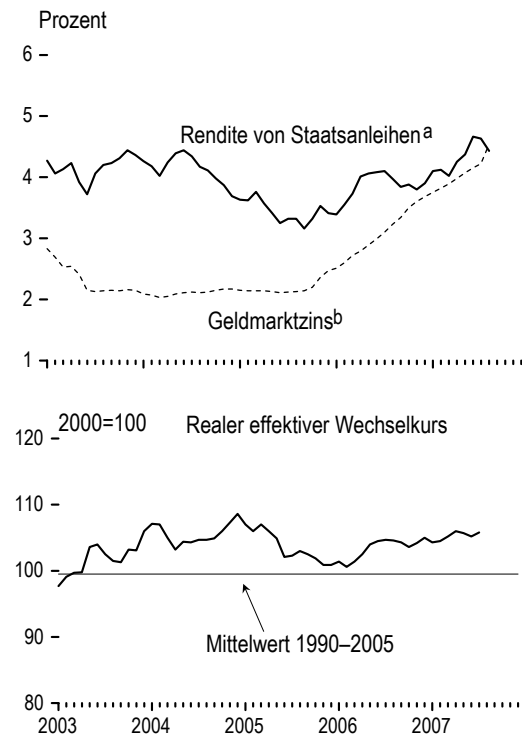
Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

## Monetäre Rahmenbedingungen verschlechtern sich

Aufgrund der Finanzmarkturbulenzen haben sich die Zinsen im Euroraum – wie auch in anderen Ländern – erheblich verändert. Hatten die Geldmarktzinsen bis Anfang Juli noch moderat angezogen, schnellten sie danach in die Höhe. So kostete Dreimonatsgeld zuletzt reichlich 4,7 Prozent; im Juli hatte der Satz noch 4,2 Prozent betragen. Der markante Zinsanstieg spiegelt das knappere Angebot an den Märkten, das offenbar daraus resultiert, dass das Vertrauen der Geschäftsbanken untereinander gelitten hat. Zeitweise drohte das Angebot sogar völlig zu versiegen. Als Reaktion darauf hat die Europäische Zentralbank (EZB) den Märkten an mehreren Tagen in massivem Umfang zusätzliche Liquidität zugeführt. In der Folge beruhigte sich die Lage, was den Handel mit Tagesgeld angeht, relativ rasch, und die Zinsen bildeten sich hier auf das normale Niveau zurück. Beim Dreimonatsgeld blieb es jedoch bei dem erhöhten Zinsniveau, obwohl die EZB zeitweise auch hier ein zusätzliches Angebot bereit stellte. Eine entgegengesetzte Bewegung gab es bei den Renditen für Staatsanleihen. Diese wurden offenbar als besonders sichere Anlagen angesehen und entsprechend stark nachgefragt. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen belief sich zuletzt auf rund 4,2 Prozent (Abbildung 5).

Infolge der Turbulenzen haben sich die monetären Rahmenbedingungen insgesamt spürbar verschlechtert; der kurzfristige Realzins, vereinfachend berechnet als der Nominalzins vermindert um die Inflationsrate, lag zuletzt bei etwa  $2\frac{3}{4}$  Prozent und damit deutlich höher als noch vor wenigen Monaten, als er mit rund 2 Prozent in etwa dem neutralen Niveau entsprach. Besonders deutlich haben sich die Finanzierungsbedingungen an den Aktienmärkten verschlechtert, da die Kurse kräftig gesunken sind. In dieselbe Richtung wirkt, dass es für Unternehmensanleihen in jüngster Zeit einen hohen Risikoaufschlag gab und so die Finanzierung zusätzlich erschwert wurde. Eine Folge der Turbulenzen war auch, dass der amerikanische Dollar gegenüber wichtigen Währungen zunächst

Abbildung 5:  
Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum 2003–2007



<sup>a</sup>Mit 10-jähriger Restlaufzeit. — <sup>b</sup>Dreimonatsgeld.

Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

etwas an Wert gewann. In jüngster Zeit hat der Euro jedoch wieder aufgewertet und ein Rekordhoch gegenüber dem US-Dollar erreicht. Gleichwohl hat sich der reale effektive Wechselkurs des Euro im Verlauf dieses Jahres nur geringfügig erhöht.

Für die Prognose ist unterstellt, dass sich die Unsicherheiten an den Märkten in nächster Zeit verringern, da mehr und mehr klar werden dürfte, wo Verluste infolge risikoreicher Investitionen auftreten werden. Die Wahrscheinlichkeit einer Stabilitätskrise im Bankensystem ist zwar in den letzten Wochen gestiegen; sie ist aber alles in allem immer noch gering, nicht zuletzt, weil die EZB deutlich gemacht hat, dass sie kurzfristigen Liquiditätsengpässen rasch und entschlossen entgegen zu treten gewillt ist. In nächster Zeit müssen hypothekengesicherte Anleihen refinanziert werden; bei der Umschuldung wird deutlich werden, welche Banken Probleme haben und welche nicht. Sobald die Transparenz hinsichtlich der Engagements



und der zu erwartenden Verluste wieder größer ist, werden sich die Zinsen am Geldmarkt normalisieren. Sie werden dann wieder vorwiegend die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Zinspolitik der EZB widerspiegeln. Sollte dieser Prozess, wie wir annehmen, in den nächsten Wochen weit vorankommen, werden die realwirtschaftlichen Auswirkungen des jüngsten Zinsanstiegs eng begrenzt bleiben. Der Satz für Dreimonatsgeld dürfte sich bis zum Jahresende auf einem Niveau von etwa 4,4 Prozent einpendeln.

Vor dem Hintergrund der Finanzmarktunruhen hat die EZB am 6. September den maßgeblichen Leitzins (Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems) unverändert gelassen. Dieses Stillhalten bei den Leitzinsen ist mit Blick auf die Inflationsperspektiven unproblematisch, denn die Prognosen für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts und des HVPI sind in den vergangenen Monaten nicht mehr angehoben, sondern teilweise sogar leicht gesenkt worden; dies gilt auch für die Projektionen des Stabes der EZB (Tabelle 1). Für den Prognosezeitraum rechnen wir nunmehr damit, dass die EZB den Leitzins nur noch ein weiteres Mal, auf 4,25 Prozent, erhöht. Dies impliziert einen Zinsschritt weniger, als von uns und von vielen Marktteilnehmern im Sommer erwartet worden war. Der Grund für die Korrektur unserer Einschätzung ist, dass der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum insbesondere deshalb, weil die Impulse aus dem Ausland etwas nachgelassen haben, schwächer verläuft als damals

erwartet, aber auch dass sich die Finanzierungskosten mit der Neubewertung der Risiken an den internationalen Finanzmärkten dauerhaft erhöht haben dürften. Die Kapazitätsauslastung im Euroraum wird etwas langsamer zunehmen. Sie spielt in der von uns verwendeten empirischen Reaktionsfunktion<sup>1</sup> eine wichtige Rolle. Aus der Schätzung folgt nun, dass die EZB den Leitzins voraussichtlich auf dem nach einer weiteren Anhebung erreichten Niveau von 4,25 Prozent belassen wird (Abbildung 6).<sup>2</sup> Dabei ist zum einen unsere Prognose bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung enthalten; zum anderen enthält die Gleichung die Erwartung der Professional Forecasters, nach der die Inflationsrate bei 2 Prozent verharren wird. Alles in allem wird die Geldpolitik im Prognosezeitraum in etwa neutral ausgerichtet sein.

Im Zusammenhang mit den Finanzmarktunruhen wurde vielfach gefordert, die EZB solle die Leitzinsen senken. Dafür, die Zinsen nicht zu senken, spricht jedoch die anhaltend rasche Geldmengenexpansion. Die EZB hat immer wieder betont, dass sie in der hohen Liquiditätsausstattung im Euroraum ein Risiko für die Preisniveaustabilität auf mittlere Sicht sieht. Seit Mitte 2004 hat die Geldmenge M3 beschleunigt zugenommen, die Zuwachsraten haben sich im Verlauf dieses Jahres sogar auf mehr als 11 Prozent erhöht. Auch wurden die Kredite an den privaten Sektor bis zuletzt sehr kräftig ausgeweitet. Die EZB sollte in der gegenwärtigen Situation ihre Zinsen auch deshalb nicht senken, wie dies die amerikanische Notenbank gerade getan hat, weil die konjunkturelle Situation im Euroraum eine andere ist als in den Vereinigten Staaten. Die Fed hatte die Zinsen früher und deutlich stärker erhöht als die EZB. Diese Straffung hat inzwischen größtenteils die gewünschten Wirkungen erzielt; so haben sich die Inflationsgefahren spürbar vermindert. Daher ist es für die Fed angemessen, auf die zunehmenden Konjunkturrisiken mit Zinssenkungen zu reagieren.

Tabelle 1:  
Projektionen von Experten des Eurosystems für den Euroraum<sup>a</sup>

Monat	BIP- Anstieg 2007	BIP- Anstieg 2008	Inflations- rate 2007	Inflations- rate 2008
Dezember 2006	2,2	2,3	2,0	1,9
März 2007	2,5	2,4	1,8	2,0
Juni 2007	2,6	2,3	2,0	2,0
September 2007	2,5	2,3	2,0	2,0

<sup>a</sup>Mittelwert der jeweils ausgewiesenen Intervalle.

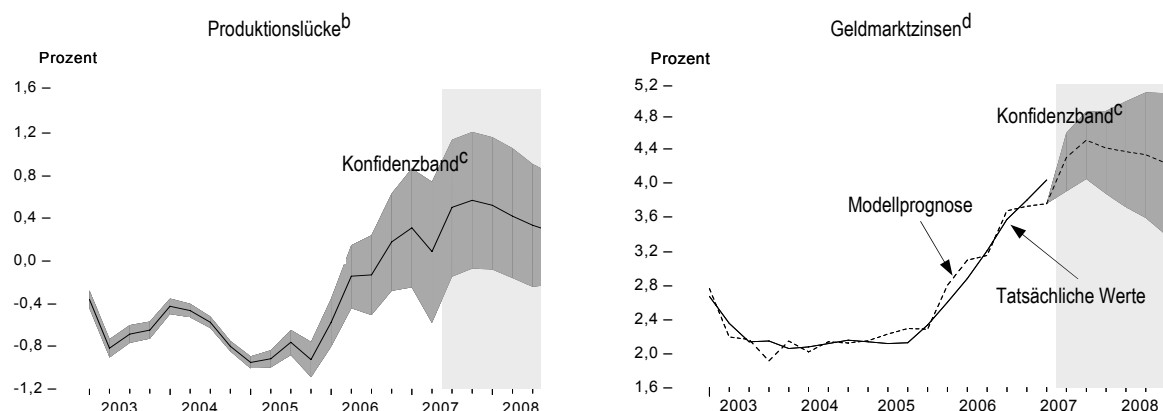
Quelle: EZB (2007).

<sup>1</sup> Zur Beschreibung der Gleichung und der Schätzmethode vgl. Gern et al. (2006: Kasten 1).

<sup>2</sup> Die Prognoseunsicherheit wird durch das angegebene Konfidenzintervall abgebildet.

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Abbildung 6:  
Geldmarktzinsen und Produktionslücke 2003–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognose ab 2007 III. — <sup>b</sup>Geschätzt mittels HP-Filter. — <sup>c</sup>90-Prozent-Konfidenzband; ermittelt durch Bootstrap-Simulation. — <sup>d</sup>3-Monatsatz.

Quelle: EZB (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Konjunkturbereinigte Budgetdefizite werden kaum zurückgeführt

In den Ländern des Euroraums ohne Deutschland dürften die Budgetdefizite im laufenden Jahr leicht sinken. Die zusammengefasste Defizitquote wird bei reichlich 1 Prozent liegen, nach 1,5 Prozent im Jahr 2006 (Tabelle 2). Die Lage der öffentlichen Finanzen dürfte sich allerdings nicht zuletzt deshalb verbessern, weil die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Durchschnitt dieses Jahres leicht zunehmen wird. Zum Teil setzt sich offenbar auch der ungewöhnlich starke Anstieg der Steuereinnahmen fort. Konsolidierungsmaßnahmen spielen hingegen in kaum einem Land eine wesentliche Rolle, vor allem nicht in denjenigen Ländern, die immer noch vergleichsweise große Fehlbeiträge aufweisen; das betrifft insbesondere Frankreich und Italien.

Zu den Ländern, gegen die das Defizitverfahren kürzlich aufgehoben wurde, gehören neben Deutschland auch Frankreich und Griechenland. Für Frankreich sind die Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen auf das Budget nur schwer abzuschätzen, zum Teil fehlen noch konkrete Beschlüsse. Auf der Einnahmenseite werden die Steuern und Abgaben deutlich gesenkt.

Tabelle 2:  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2005–2008<sup>a</sup>

	2005	2006	2007 <sup>b</sup>	2008 <sup>b</sup>
Deutschland	-3,2	-1,6	0,0	0,2
Frankreich	-3,0	-2,5	-2,7	-2,9
Italien	-4,2	-4,4	-2,5	-2,4
Spanien	1,1	1,8	2,0	0,9
Niederlande	-0,3	0,5	-0,3	0,5
Belgien	0,0	0,2	-0,3	-0,5
Österreich	-1,5	-1,2	-0,6	-0,6
Griechenland	-4,5	-2,3	-2,5	-2,1
Irland	1,0	2,9	1,0	0,2
Finnland	2,7	3,9	4,2	4,0
Portugal	-5,9	-3,9	-3,5	-2,9
Luxemburg	-1,0	0,1	0,5	0,5
Slowenien	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2
Euroraum	-2,3	-1,6	-0,8	-0,9
Euroraum ohne Deutschland	-2,0	-1,5	-1,2	-1,3

<sup>a</sup>In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — <sup>b</sup>Prognose.

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

Selbst wenn man unterstellt, dass es gelingt, den Ausgabenanstieg spürbar zu dämpfen, beispielsweise indem wie angekündigt die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst etwas verringert wird und Einschnitte bei der Rentenversicherung vorgenommen werden, dürfte das Haushaltsdefizit auf annähernd 3 Prozent steigen. Auch in Griechenland werden die Staatsausgaben diskretionär kaum gesenkt. Die Maß-

nahmen zur Verringerung des Defizits erstrecken sich vorwiegend auf die Einnahmenseite; so werden direkte und indirekte Steuern geringfügig erhöht, und einmalig werden Einnahmen beispielsweise durch den Verkauf von Grundstücken erzielt. In den Ländern, gegen die das Defizitverfahren noch läuft (Italien und Portugal), bleiben die Maßnahmen voraussichtlich ebenfalls hinter dem zurück, was gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) erforderlich wäre. In Italien werden die Sozialabgaben erhöht, und es wird versucht, die Steuerflucht zu bremsen; gleichzeitig bleibt der Pfad der Ausgaben aber weitgehend unverändert, weil den Kürzungen der Ausgaben im Zentralhaushalt und bei den Gemeinden eine hohe Zunahme der Sozialtransfers gegenübersteht. In Portugal werden einzelne Verbrauchsteuern angehoben; auf der Ausgabenseite soll geringfügig im Gesundheitswesen gespart werden.

Alles in allem werden die Defizite in diesem Jahr vermutlich etwas niedriger sein als in den jeweiligen nationalen Stabilitätsprogrammen projiziert; dies ist allerdings größtenteils der überraschend guten Konjunktur geschuldet. Die Haushaltskonsolidierung macht hingegen nur geringe Fortschritte; die Maßnahmen bleiben weit hinter dem zurück, was nach den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts erforderlich ist. Danach sollen Länder, die das mittelfristige Ziel eines Budgetausgleichs noch nicht erreicht haben, gerade in konjunkturell „guten Zeiten“ ihr strukturelles Defizit deutlich verringern, nämlich im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt um mehr als die Norm von 0,5 Prozentpunkten. Zwar sind die „guten Zeiten“ definiert als Jahre, in denen die Produktionslücke positiv ist.<sup>3</sup> Und dies ist nach den Schätzungen der Europäischen Kommission in diesem Jahr nicht gegeben. Gleichwohl hat sich der Ministerrat dafür ausgesprochen, die gegenwärtig günstige Konjunkturlage dazu zu nutzen, die Verringerung der Budgetdefizite zu beschleunigen (Europäische Kommission 2007b:

<sup>3</sup> Diese Definition wurde bei der Reform des SWP im Jahr 2005 eingeführt. Sie wurde unter anderem deshalb kritisiert (Benner et al. 2005: 326), weil die empirische Bestimmung der Produktionslücke nicht eindeutig ist und so eine klare Orientierung für die Finanzpolitik fehlt.

33). Dies ist zumeist nicht umgesetzt worden. Problematisch ist ferner, dass es kaum Hinweise auf konkrete Maßnahmen gibt, mit denen die Rückführung der strukturellen Defizite in den kommenden Jahren herbeigeführt werden soll. Für das Jahr 2008 ist eine nennenswerte Abnahme des strukturellen Budgetdefizits im Euroraum ohne Deutschland nicht zu erwarten. Die tatsächliche Defizitquote dürfte ähnlich hoch sein wie im laufenden Jahr.

### Anhaltend moderater Lohnkosten- auftrieb

---

Der Lohnauftrieb im Euroraum außerhalb Deutschlands hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2007 leicht beschleunigt; er blieb mit einem Zuwachs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von reichlich 3 Prozent im ersten Quartal (neuere Daten liegen noch nicht vor) freilich moderat. Der im Vergleich zum Vorquartal etwas höhere Anstieg der Arbeitskosten war vor allem darauf zurückzuführen, dass die Löhne im öffentlichen Dienst in Italien gegen Ende des vergangenen Jahres durch Sonderfaktoren gedrückt waren. Eine nachhaltige Beschleunigung des Lohnanstiegs zeichnet sich trotz der inzwischen recht hohen Kapazitätsauslastung nach wie vor nicht ab. Im Euroraum insgesamt belief sich der Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer auf 2,5 Prozent und war damit etwas höher als im Jahr 2006 (2,2 Prozent), weil die Löhne in Deutschland inzwischen leicht angezogen haben. Der Anstieg der Arbeitskosten je Stunde war hingegen zu Beginn des Jahres niedriger als im Durchschnitt des vergangenen Jahres. Die Tarifverdienste im Euroraum, für die bereits Informationen für das zweite Quartal vorliegen, nahmen weiterhin in dem moderaten Tempo zu, das nun schon seit einigen Jahren zu verzeichnen ist.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir für den Euroraum insgesamt eine weitere leichte Beschleunigung des Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Dies ist jedoch vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Schere bei der Arbeitskostenentwicklung zwi-

schen Deutschland und dem übrigen Euroraum weiter schließen dürfte. Außerhalb Deutschlands erwarten wir für 2007 und 2008 lediglich für die Niederlande, wo der Arbeitsmarkt inzwischen sehr angespannt ist, einen deutlich höheren Lohnanstieg als in den Vorjahren (Tabelle 3). Für die anderen Länder deuten die vorliegenden Informationen auf einen kaum veränderten Lohnanstieg hin; zum Teil ist sogar eine Abschwächung zu erwarten. Dies gilt vor allem für Spanien und Irland, wo der Boom am Immobilienmarkt zu Ende geht und die Nachfrage nach Arbeitskräften merklich verlangsamt zu nehmen dürfte.

Die Lohnstückkosten im Euroraum ohne Deutschland sind im vergangenen Jahr vor allem konjunkturbedingt langsamer gestiegen als im Jahr zuvor (Tabelle 4). Für dieses und das nächste Jahr erwarten wir hier eine weiterhin geringe Zunahme der Lohnstückkosten. Da gleichzeitig allerdings die Lohnstückkosten in Deutschland deutlich beschleunigt steigen werden (Boss et al. 2007), dürfte im Euroraum insgesamt der Kostendruck von der Lohnseite zunehmen. Der Anstieg der Lohnstückkosten wird allerdings weiter unter 2 Prozent bleiben. Damit wird die Entwicklung der Arbeitskosten nach wie vor mit dem Erreichen des Stabilitätsziels der EZB vereinbar sein.

Tabelle 3:  
Lohnanstieg im Euroraum 2005–2008<sup>a</sup>

	2005	2006	2007 <sup>b</sup>	2008 <sup>b</sup>
Deutschland	-0,1	1,1	1,7	3,0
Frankreich	2,8	3,3	3,0	2,8
Italien	2,9	3,0	3,0	3,0
Spanien	2,6	3,4	3,3	3,0
Niederlande	1,5	1,0	3,0	3,5
Belgien	2,4	2,7	2,5	2,5
Österreich	1,6	2,3	2,4	2,5
Griechenland	6,5	6,0	5,5	5,0
Irland	5,0	4,8	4,5	4,3
Finnland	3,8	3,4	2,7	3,2
Portugal	2,9	2,4	2,5	2,6
Luxemburg	3,7	2,3	2,8	2,5
Slowenien	5,4	4,8	5,0	5,0

<sup>a</sup>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>b</sup>Prognose.

Quelle: Europäische Kommission (2007a); eigene Prognosen.

Tabelle 4:  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2005–2008

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>b</sup>				
Euroraum	1,8	2,2	2,5	2,8
Euroraum ohne Deutschland	2,5	2,7	2,8	2,7
Arbeitsproduktivität <sup>b,c</sup>				
Euroraum	0,6	1,3	1,0	1,2
Euroraum ohne Deutschland	0,5	0,9	1,3	1,0
Lohnstückkosten <sup>b</sup>				
Euroraum	1,2	0,9	1,5	1,9
Euroraum ohne Deutschland	2,0	1,7	1,5	1,7

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Reales BIP je Beschäftigten.

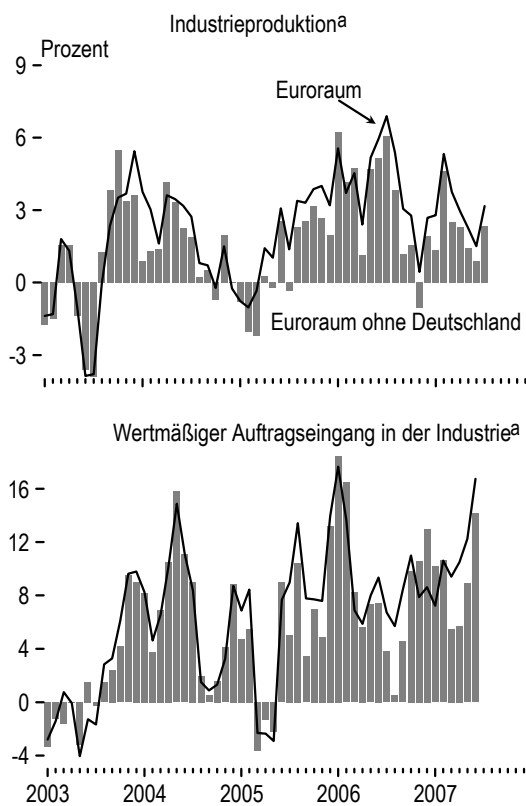
Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Ausblick: Kapazitätsauslastung im Euroraum ohne Deutschland nimmt kaum noch zu

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum ohne Deutschland im dritten Quartal wieder deutlich beschleunigt hat. So war die Industrieproduktion im Juli deutlich im Plus, und die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe sind nach der Flaute vom Frühjahr zuletzt wieder merklich rascher gestiegen (Abbildung 7). Ähnlich wie in Deutschland hat sich das Geschäftsklima im übrigen Euroraum zuletzt zwar leicht verschlechtert, befindet sich aber weiterhin auf einem im historischen Vergleich extrem hohen Niveau (Abbildung 8). Für eine positive Entwicklung spricht auch das Konsumklima. Auf eine zunächst noch hohe konjunkturelle Dynamik deutet zudem der EUROFRAME-Indikator hin (Abbildung 9). Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das dritte Quartal einen recht kräftigen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum ohne Deutschland, der teilweise als Korrektur des überraschend flachen Anstiegs im zweiten Quartal zu werten ist.

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Abbildung 7:  
Produktion und Nachfrage 2003–2007<sup>a</sup>

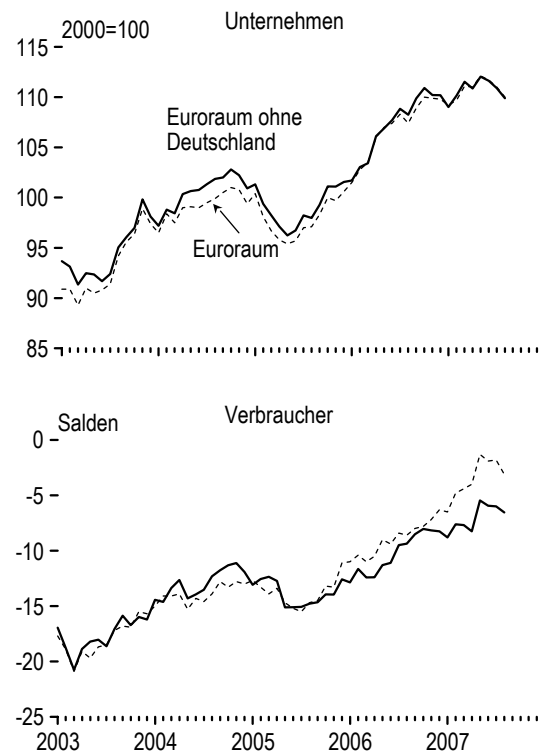


<sup>a</sup>Veränderung in den vergangenen drei Monaten auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

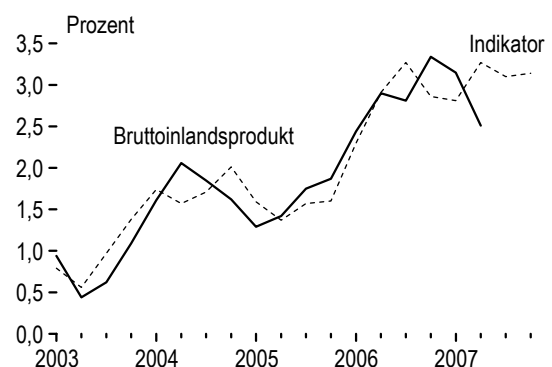
Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich die monetäre Straffung mehr und mehr bemerkbar machen. Ein wichtiger Kanal ist der Markt für Wohnimmobilien. Der Immobilienpreisanstieg, der in einer Reihe von Ländern lange Zeit sehr kräftig war, hat sich bedingt durch die höheren Zinsen seit etwa Mitte vergangenen Jahres stark abgeflacht; in Irland waren die Preise zuletzt sogar leicht rückläufig. Ein Ende des Booms am Immobilienmarkt dämpft zunächst über ein Nachlassen der Wohnungsbautätigkeit direkt die gesamtwirtschaftliche Produktion. Mit der zurückgehenden Beschäftigung im Bausektor sind darüber hinaus Einkommensverluste verbunden, die den privaten Konsum belasten. Hinzu kommt, dass der

Abbildung 8:  
Stimmungsindikatoren 2003–2007



Quelle: Europäische Kommission (2007c); eigene Berechnungen.

Abbildung 9:  
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2003–2007<sup>a,b</sup>



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

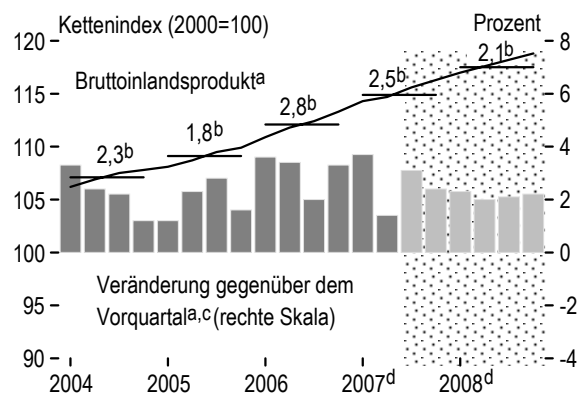
Quelle: Eurostat (2007); EUROFRAME (2007).

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

weitgehende Fortfall von Vermögenszuwächsen oder – im Fall von Preisrückgängen am Immobilienmarkt – sogar negative Vermögenseffekte darauf hinwirken, dass die Sparquote zunimmt. So wird der private Konsum im Euroraum ohne Deutschland im Verlauf an Schwung verlieren (Tabelle 5). Allerdings wirken ein anhaltender Beschäftigungszuwachs und höhere Reallohnzuwächse einer starken Abschwächung der Expansion des privaten Konsums entgegen. Angesichts weniger günstiger Absatzerwartungen und Finanzierungsbedingungen wird auch der Zuwachs der Unternehmensinvestitionen allmählich geringer. Schließlich lassen die Impulse von der Auslandsnachfrage nach; der reale Außenbeitrag dürfte sich im Prognosezeitraum verringern. Alles in allem wird das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland nach dem Herbst wohl tendenziell nicht mehr rascher steigen als das Produktionspotential. Im Jahresdurchschnitt 2008 dürfte es sein Vorjahresniveau um 2,1 Prozent übersteigen, nach 2,5 Prozent in diesem Jahr (Abbildung 10). Für den Euroraum insgesamt ergibt sich bei einer in Deutschland im zweiten Halbjahr 2007 etwas höheren konjunkturellen

Abbildung 10:

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2004–2008



<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 2007 III: Prognose.

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

Dynamik und bei im Verlauf des kommenden Jahres geringfügig kleineren Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion (vgl. Boss et al. 2007) ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in ähnlicher Größenordnung (Tabelle 6). Besonders deutlich fällt die Abschwächung

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,6	3,4	2,0	3,3	3,7	1,4	3,1	2,4	2,3	2,0	2,1	2,2	2,8	2,5	2,1
Inlandsnachfrage	1,6	5,0	1,8	4,8	2,2	2,5	3,0	2,8	2,5	2,2	2,1	2,2	2,6	2,4	2,3
Privater Verbrauch	2,6	2,1	2,3	1,2	3,4	2,8	2,4	2,5	2,5	2,2	1,8	1,8	2,2	2,2	2,0
Staatsverbrauch	5,0	1,2	2,1	2,4	2,1	1,8	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,4	1,4	2,0
Anlageinvestitionen	6,8	6,1	2,7	6,5	7,8	3,0	5,0	4,0	3,0	2,5	3,0	3,5	4,7	4,8	3,2
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-2,3	2,0	-0,5	1,9	-1,8	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,1	-0,2	-1,8	0,4	1,4	-1,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2
Exporte	9,3	6,1	0,5	8,2	5,1	3,6	7,5	4,0	3,5	3,5	4,0	4,0	6,1	5,3	4,2
Importe	6,2	6,5	4,9	7,0	1,7	6,0	7,0	4,8	4,0	4,0	4,0	4,0	6,3	4,9	4,6
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3	1,9	2,2
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,6	6,9	6,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,7	-1,9	-2,1
Budgetsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5	-1,2	-1,3

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,6	4,0	2,3	3,5	2,8	1,4	4,0	2,6	2,1	1,9	2,0	2,0	2,8	2,6	2,2
Inlandsnachfrage	1,4	4,6	2,1	2,1	3,7	1,0	3,0	3,1	2,3	2,7	2,2	2,6	2,4	2,2	2,3
Privater Verbrauch	2,8	1,7	2,0	1,9	0,0	2,7	2,6	2,6	2,5	2,1	1,7	1,7	1,8	1,5	2,0
Staatsverbrauch	4,2	0,8	2,1	1,7	3,4	1,1	1,7	1,7	2,4	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Anlageinvestitionen	2,5	11,4	2,9	7,0	8,0	0,8	6,3	5,8	2,9	2,9	3,3	3,7	5,3	5,1	3,5
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-1,6	1,0	-0,1	-0,8	1,1	-0,8	-0,3	0,0	-0,3	0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,2
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,6	0,5	-1,2	2,6	-0,3	0,3	0,7	-0,5	-0,1	-0,8	-0,2	-0,5	0,3	0,4	-0,2
Exporte	12,9	6,4	4,7	12,9	2,9	3,6	10,6	5,0	4,7	4,3	4,5	4,5	8,2	6,2	5,0
Importe	9,0	5,4	7,8	6,5	3,7	3,1	9,3	6,3	5,2	6,4	5,2	5,8	7,8	5,2	5,6
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,1	1,9	2,1
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,7	6,7	6,4
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,2	0,0	-0,2
Budgetsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5	-0,8	-0,9

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2006, 2007 und 2008

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>
Deutschland	28,0	2,9	2,7	2,4	1,7	1,9	2,0	8,1	6,4	5,8
Frankreich	21,2	2,1	1,8	2,0	1,9	1,4	1,8	9,5	8,6	8,2
Italien	17,7	1,9	1,9	1,4	2,2	1,7	1,9	6,8	6,0	5,9
Spanien	11,3	3,9	3,7	2,6	3,6	2,6	3,0	8,3	7,7	7,4
Niederlande	6,3	2,9	2,7	2,1	1,7	1,7	2,1	4,0	3,5	3,3
Belgien	3,7	3,0	2,8	2,2	2,0	1,4	2,0	8,2	7,6	7,0
Österreich	3,1	3,4	3,3	2,5	1,7	1,6	1,8	4,7	4,3	4,0
Griechenland	2,3	4,2	3,6	3,2	3,4	2,8	2,8	8,9	8,6	8,4
Irland	2,0	6,0	5,0	4,2	2,7	4,6	4,3	4,4	4,0	4,0
Finnland	1,9	5,5	3,8	3,2	1,3	2,0	2,5	7,7	6,8	6,4
Portugal	1,8	1,2	1,8	2,0	2,8	2,4	2,1	7,7	7,9	7,6
Luxemburg	0,3	6,2	4,5	4,0	3,0	2,0	2,5	4,7	4,8	4,8
Slowenien	0,3	5,1	5,2	4,5	2,5	3,1	3,2	6,4	6,0	5,7
Euroraum	100,0	2,8	2,6	2,2	2,1	1,9	2,1	7,7	6,7	6,4
Euroraum ohne Deutschland	52,9	2,8	2,5	2,1	2,3	1,9	2,2	7,6	6,9	6,6

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (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 2005. — <sup>e</sup>Prognose.

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

im kommenden Jahr in den Ländern aus, in denen die Veränderung der Dynamik am Immobilienmarkt am ausgeprägtesten ist (Spanien und Irland). In Frankreich dürfte sich die Konjunktur hingegen nicht verlangsamen (Tabelle 7), da spürbare Steuer- und Abgabensenkungen anregend wirken.

Die Zahl der Beschäftigten wird im Euro-raum ohne Deutschland ebenso wie im Euro-raum insgesamt trotz der nur noch moderaten konjunkturellen Expansion weiter steigen, wenn auch in spürbar verlangsamtem Tempo. Die Arbeitslosenquote geht auch im kommenden Jahr weiter zurück. Die Inflationsrate wird bei annahmegemäß unveränderten Ölpreisen moderat bleiben, dürfte aber im kommenden Jahr vor allem infolge eines beschleunigten Anstiegs der Lohnstückkosten wieder geringfügig höher als 2 Prozent ausfallen.

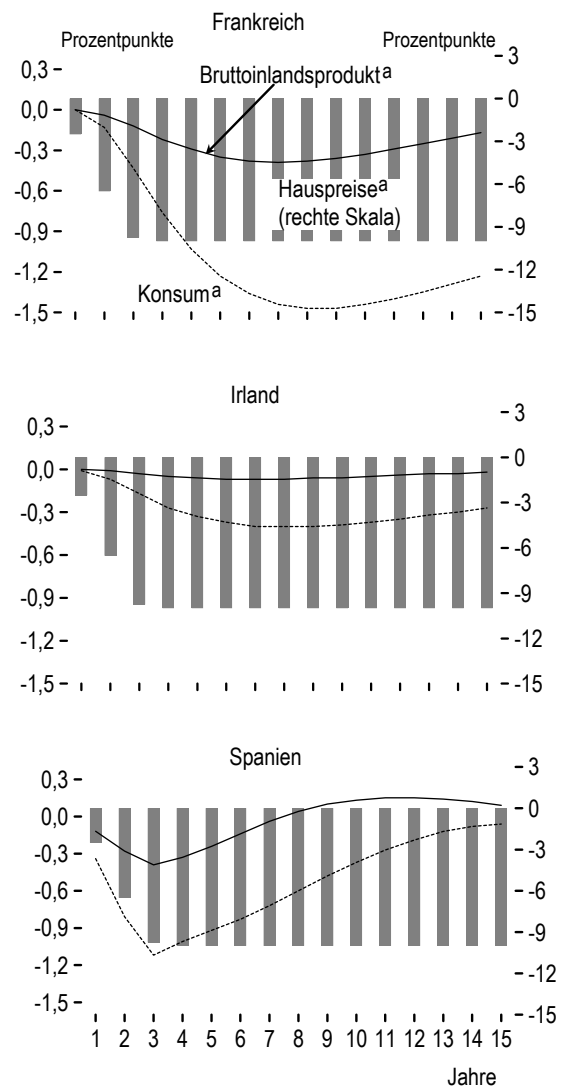
### Zum Risiko eines starken Rückgangs der Immobilienpreise in europäischen Ländern

Ein Risiko für die zentrale Prognose besteht in der Unsicherheit über die weitere Entwicklung auf den bislang boomenden Immobilienmärkten. Insbesondere in Frankreich, Irland und Spanien ist unklar, ob die stark gestiegenen Hauspreise durch fundamentale Faktoren gerechtfertigt sind oder ob es sich auch hier um spekulative Blasen handelt, die sich über stark sinkende Immobilienpreise auflösen werden. Im Folgenden soll ein solches Szenario für die drei Länder analysiert werden. Die beschriebenen Ergebnisse basieren auf Simulationen, die mit dem NiGEM-Modell (NiGEM 2007) durchgeführt wurden. Simuliert wurde jeweils ein Rückgang der Hauspreise gegenüber der Basislösung<sup>4</sup> um 10 Prozent, verteilt über vier Jahre.

<sup>4</sup> In der Basislösung in NiGEM (V 3.07d) schwächt sich der Preisanstieg der Hauspreise im Vorjahresvergleich ab dem Jahr 2007 auf rund 4 Prozent (Irland) bzw. rund 3 Prozent (Frankreich/Spanien) ab.

Abbildung 11 verdeutlicht dieses Szenario und zeigt die jeweiligen Effekte auf den privaten Konsum und das reale Bruttoinlandsprodukt für 15 Jahre. Das durch den Verfall der Hauspreise geschmälerte Vermögen der privaten Haushalte veranlasst diese, ihren Konsum einzuschränken (vgl. hierzu Barrell und Davis 2004). Der dämpfende Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt ist in allen Fällen weitaus weniger ausgeprägt, da andere Nachfragekomponenten wie Exporte oder Investitionen nicht direkt von den Vermögensverlusten betroffen sind.

Abbildung 11: Auswirkungen eines Immobilienpreisverfalls in ausgewählten Ländern



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber der Basislösung.

Quelle: NiGEM (2007); eigene Berechnungen.



Allerdings sind hinsichtlich der Größe und Persistenz der Effekte signifikante Unterschiede zwischen den Ländern erkennbar. Erstens zeigt sich, dass in Irland der Konsum in der Spitze nur um rund 0,4 Prozent unter dem Wert der Basislösung liegt, während er in Frankreich und Spanien mit 1,5 bzw. 1,1 Prozent weitaus kräftiger gedämpft wird. Betrachtet man den Effekt auf das jeweilige Bruttoinlandsprodukt, ergibt sich ein ähnliches Bild. Hier ist der Effekt in Frankreich und Spanien mit in der Spitze 0,4 Prozent sogar viermal so groß wie in Irland, wo das Bruttoinlandsprodukt maximal rund 0,1 Prozent hinter der Basislösung zurückbleibt. Dies ist dadurch zu erklären, dass der Anteil des privaten Konsums am gesamten Bruttoinlandsprodukt in Irland mit rund 47 Prozent gut 10 Prozentpunkte kleiner ist als in den beiden anderen Ländern.

Zweitens erfolgt die Anpassung in Spanien zügiger als in Frankreich und Irland, wo der maximale Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt erst nach neun Jahren erreicht wird. Barrell und Davis (2004) erklären solche Unterschiede mit den unterschiedlichen Verfassungen der Finanzmärkte, welche für die Liquiditätsbeschränkungen der Haushalte maßgeblich sind.

Außerdem zeigt sich, dass die Effekte auf die Inflations- und Wachstumsentwicklung im gesamten Euroraum so gering sind, dass die Europäische Zentralbank nicht mit Zinsänderungen reagiert. Denn nach den Simulationen bleiben die Effekte weitgehend auf das jeweilige Land beschränkt, solange die Hauspreise nicht in mehreren Ländern gleichzeitig einbrechen. Ein Einbruch der Immobilienpreise im Euroraum insgesamt ist allerdings wenig wahrscheinlich, da die Immobilienpreise wohl nur in einigen Ländern übersteigert sind.

## Literatur

---

- Barrell, R., und E.P. Davis (2004). Consumption, Financial and Real Wealth in the G-5. NIESR Discussion Papers 232. Via Internet (6. September 2007) <<http://www.niesr.ac.uk/pubs/dps/dp232.pdf>>.
- Benner, J., K.-J. Gern und J. Scheide (2005). Leicht anziehende Konjunktur in Euroland. *Die Weltwirtschaft* (3): 321–340.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007). Deutsche Konjunktur: Aufschwungkräfte behalten die Oberhand. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007*. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel. In Vorbereitung.
- EUROFRAME (2007). Eurogrowth Indicator. Via Internet (12. September 2007) <<http://www.euroframe.org>>.
- Europäische Kommission (2007a). Economic Forecasts. Spring. *European Economy* (2). Brüssel.
- Europäische Kommission (2007b). Public Finances in EMU – 2007. *European Economy* (3). Brüssel.
- Europäische Kommission (2007c). Business and Consumer Survey. Via Internet (5. September 2007) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/businessandconsumersurveys\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/businessandconsumersurveys_en.htm)>.
- Eurostat (2007). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007). *Monatsbericht*. September. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., C.-P. Meier und J. Scheide (2006). Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge 430/431. IfW, Kiel.
- NiGEM (2007). Basic Model Details. Via Internet (6. September 2007) <<http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem3.pdf>>.

## Deutsche Konjunktur: Aufschwungkkräfte behalten die Oberhand

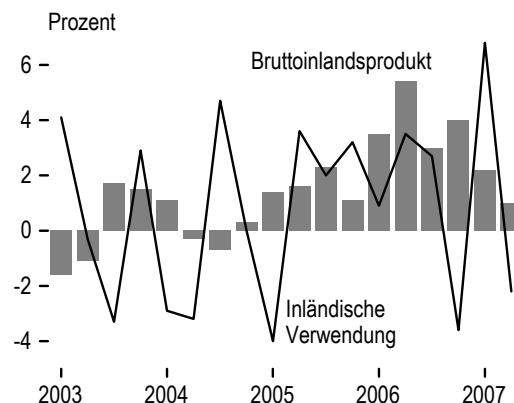
Alfred Boss, Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp und Joachim Scheide

### Zusammenfassung:

Die konjunkturelle Expansion in Deutschland hat sich abgeschwächt. Gleichwohl sind die Aufschwungkkräfte nicht erlahmt, dafür sprechen wichtige Indikatoren. Da der Produktionsanstieg im zweiten Quartal allerdings erheblich niedriger ausgefallen ist, als von uns vor dem Hintergrund der ungewöhnlich positiven Umfragedaten aus dem Unternehmenssektor erwartet worden war, haben wir unsere Prognose um einen halben Prozentpunkt gesenkt. Wir rechnen nun für das laufende Jahr mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,7 Prozent. Die Entwicklung im kommenden Jahr schätzen wir etwas ungünstiger ein. Dabei spielen zum einen die gegenwärtigen Finanzmarkturbulenzen eine Rolle, zum anderen die Abschwächung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten. Wir erwarten nun nur noch eine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 2,4 Prozent (vorher: 2,7 Prozent).

Die konjunkturelle Expansion in Deutschland hat sich in der ersten Hälfte dieses Jahres abgeschwächt. So stieg das reale Bruttoinlandsprodukt auch im zweiten Quartal langsamer als zuvor, die laufende Jahresrate betrug lediglich 1 Prozent (Abbildung 1). Damit ist die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erstmals seit reichlich einem Jahr wieder leicht gesunken. Maßgeblich für den Rückgang des konjunkturellen Tempos im ersten Halbjahr war zum einen, dass die Exporte, deren Anstieg im Jahr 2006 außerordentlich kräftig gewesen war, kaum noch zunahmen. Hier machte sich vor allem die schwächere Expansion der Industrieproduktion im Ausland bemerkbar. Zum anderen wurde die Inlandsnachfrage durch die restriktive Finanzpolitik gedämpft und hier insbesondere die privaten Konsumausgaben; Letztere gingen im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von 2,1 Prozent zurück. Dabei war der Entzugseffekt durch die höhere Mehrwertsteuer, auch sichtbar am Anstieg der Inflationsrate, beträchtlich. Allerdings weiteten die Verbraucher ihre Käufe, die sie zuvor auch als Folge des Vorzieheffekts deutlich verringert hatten, im zweiten Quartal wieder leicht aus. Eine Reaktion auf die Steueranhebung zeigte sich ebenfalls bei den Bauinvestitionen, die im zweiten Quartal deutlich sanken, nachdem noch

Abbildung 1:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2003–2007<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.

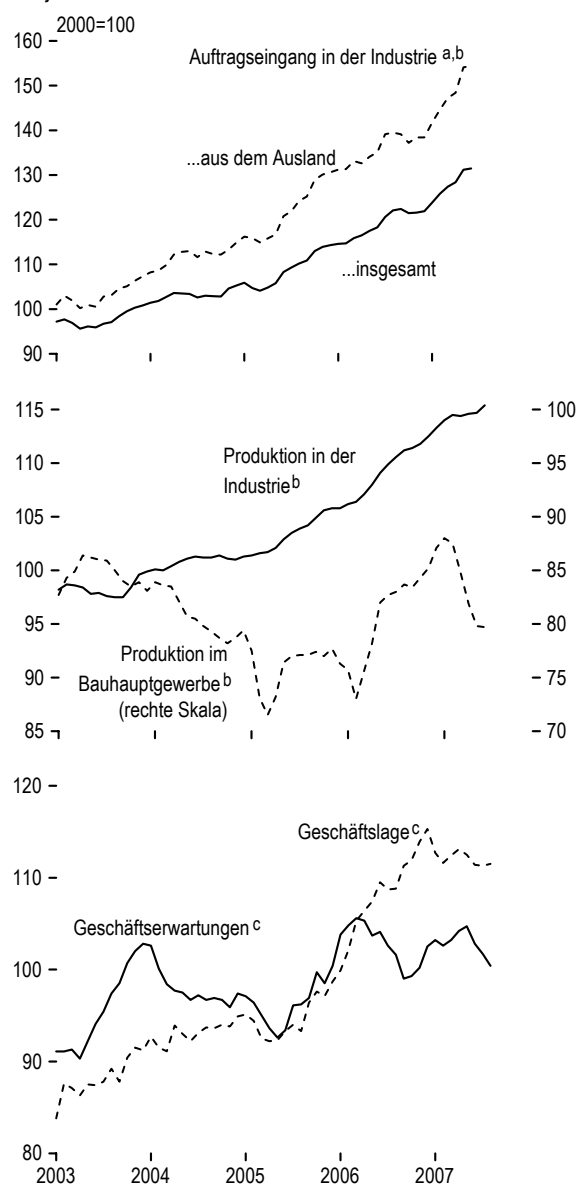
## Deutsche Konjunktur: Aufschwungskräfte behalten die Oberhand

kurz nach der Jahreswende Vorzieheffekte anregend gewirkt hatten; hier hatte sich zudem die milde Witterung günstig ausgewirkt. Alles in allem war das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr um knapp 2 1/2 Prozent (laufende Jahresrate) höher als in der zweiten Hälfte 2006.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich im Sommer weiter merklich verbessert. Allerdings nahm die Zahl der Beschäftigten – ebenso wie das Arbeitsvolumen – nicht mehr so rasch zu wie zuvor. Dies hängt zum einen mit der schwächeren konjunkturellen Expansion zusammen, zum anderen mit der Tatsache, dass die Beschäftigung in den Außenberufen zuvor durch das milde Wetter begünstigt worden war. Auch bildete sich die Arbeitslosigkeit etwas langsamer zurück; die Arbeitslosenquote (in der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit) war zuletzt mit 9,0 Prozent um reichlich einen halben Prozentpunkt niedriger als zu Jahresbeginn. Der Preisauftrieb hat sich nach dem Schub zu Jahresbeginn, der durch die Mehrwertsteuererhöhung bedingt war, wieder beruhigt, obwohl sich Energieprodukte und vor allem Nahrungsmittel zeitweise deutlich verteuerten. In den Sommermonaten belief sich die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) auf knapp 2 Prozent.

Trotz der konjunkturellen Verlangsamung sind die Aufschwungskräfte nach unserem Urteil keineswegs erlahmt. Dafür sprechen wichtige Indikatoren. So sind die Investitionen der Unternehmen bis zuletzt kräftig gestiegen, die Käufe von Ausrüstungsgütern legten im bisherigen Jahresverlauf weiterhin mit zweistelligen Raten zu. Für eine anhaltend positive Einschätzung der konjunkturellen Aussichten durch die Unternehmen spricht auch, dass die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im zweiten Quartal weiter merklich zugenommen hat. Eine positive Einschätzung durch die Unternehmen zeigt sich schließlich auch bei den Umfragen (Abbildung 2). Zwar wurde die Geschäftslage in den vergangenen Monaten etwas schlechter beurteilt als zuvor, der Index ist aber auf einem sehr hohen Niveau geblieben. Ferner sind die Auftragseingänge bei Industriegütern im Frühjahr auf breiter Front gestiegen. Der his-

Abbildung 2:  
Konjunkturindikatoren 2003–2007



<sup>a</sup>Real. — <sup>b</sup>Gleitender Dreimonatsdurchschnitt. — <sup>c</sup>Gewerbliche Wirtschaft.

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

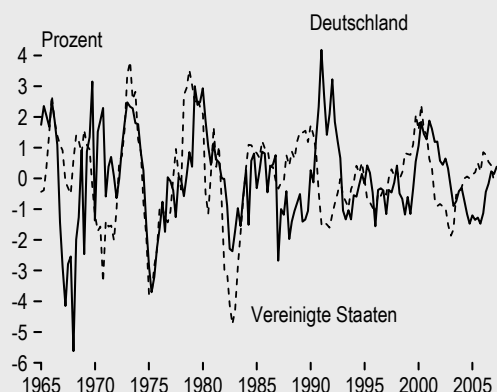
torisch hohe Auftragsbestand lässt erwarten, dass sich der Produktionsanstieg in der zweiten Jahreshälfte merklich beschleunigen wird. Diese Aussicht wird durch die Turbulenzen an den Finanzmärkten kaum beeinträchtigt. Wir erwarten nicht, dass sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen massiv verschlechtern werden. Ein Indiz für diese Einschätzung

### Kasten 1:

#### Zur Übertragung konjunktureller Impulse aus den Vereinigten Staaten

Zu den größten Risiken für die deutsche Konjunktur zählt gegenwärtig eine deutliche Abschwächung des Produktionsanstiegs in den Vereinigten Staaten. Vergleicht man die gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastungsgrade, gemessen durch die Abweichung des jeweiligen realen Bruttoinlandsprodukts von seinem mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters geschätzten Trends, so scheint ein hoher konjunktureller Gleichlauf zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten zu bestehen (Abbildung K1-1). Eine Kreuzkorrelationsanalyse über den Zeitraum vom ersten Quartal 1962 bis zum zweiten Quartal 2007 ergibt jedoch nur einen maximalen Korrelationskoeffizienten von 0,36 bei einem Vorlauf der amerikanischen Kapazitätsauslastung von einem Quartal. Allerdings ist der Zusammenhang seit Anfang der neunziger Jahre offenbar enger.

Abbildung K1-1:  
Gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung in Deutschland und in den Vereinigten Staaten 1960–2007<sup>1</sup>



<sup>1</sup>Gemessen als Abweichung von der Normalauslastung in Prozent. Normalauslastung geschätzt mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters.

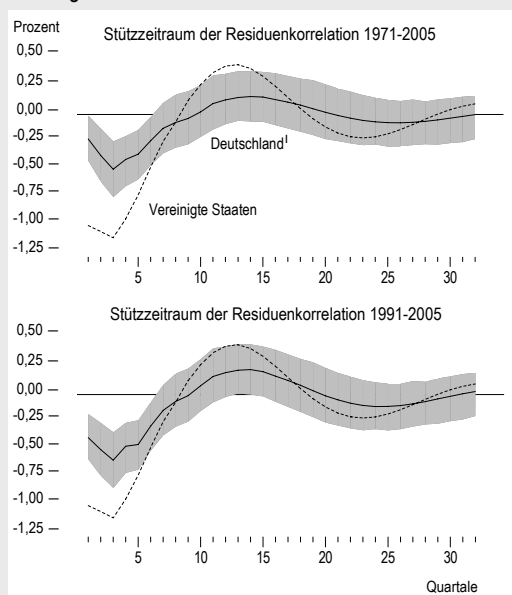
Quelle: US Department of Commerce (2007); Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen mithilfe des NiGEM-Weltmodells.

Größere Transmissionseffekte – in der Größenordnung von bis zu 0,5 Prozentpunkten – weist eine Studie des Sachverständigenrats (2001: 251–266) aus. Sie unterscheidet sich methodisch insofern von den obigen Analysen, als sie nicht auf einem strukturellen Modell der weltwirtschaftlichen Zusammenhänge beruht, sondern auf einem bivariaten vektorautoregressiven Modell (VAR) für die oben dargestellten gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastungsgrade in Deutschland und den Vereinigten Staaten. Eine Neuschätzung dieses Modells unter Berücksichtigung eines deutlich längeren Stützzeitraums (1964 I–2005 II statt 1975 I–2002 I),<sup>a</sup> der nunmehr alle Nachkriegsrezessionen in der Bundesrepublik umfasst, bestätigt die Ergebnisse des Sachverständigenrats.<sup>b</sup> Unterstellt man – um die Vergleichbarkeit mit den obigen Modellsimulationen zu gewährleisten – ein Zurückbleiben der US-Kapazitätsauslastung um durchschnittlich 1 Prozent hinter der Referenzlösung über einen Zeitraum von vier Quartalen, so folgt daraus für Deutschland im ersten Jahr ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung um 0,3 bis 0,5 Prozent (Abbildungen K1-2). Der höhere Wert ergibt sich, wenn man für die Analyse nur die Korrelation der Residuen seit Beginn der neunziger Jahre zugrunde legt, die deutlich höher ist als die im Gesamtzeitraum.

Wie lassen sich die Unterschiede bei den Simulationsergebnissen erklären? Einmal spielen unterschiedlich spezifizierte Wirkungsverzögerungen eine Rolle. Der wesentliche Grund dürfte allerdings in den unterschiedlichen Modellierungsansätzen liegen. Mit dem bivariaten VAR wird der empirischen Analyse nur ein Minimum an ökonomischer Struktur gegeben, die Ergebnisse sind hauptsächlich durch die Daten selbst bestimmt. Der Nachteil dabei ist, dass Effekte ursächlich der US-Konjunktur zugerechnet werden, die mit dieser zwar korreliert, aber nicht über einen Kausalzusammenhang verbunden sind. So besteht wahrscheinlich eine Korrelation

Um den Zusammenhang präziser zu quantifizieren, simulieren wir mit dem NiGEM-Weltmodell, welche Effekte auf die Konjunktur in der übrigen Welt zu erwarten sind, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten über zwei Jahre um einen Prozentpunkt hinter der Basislösung zurückbleibt. Unterstellt ist dabei, dass sich vor allem die privaten Konsumausgaben deutlich schwächer entwickeln als in der Referenzlösung. Für Deutschland ergibt sich, dass der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im ersten Jahr des Szenarios um knapp 0,2 Prozentpunkte gedämpft wird; im Jahr danach sind nur noch geringe Effekte zu erwarten. Dieses Ergebnis deckt sich in etwa mit jenem, das der IMF (2007a: 144–148) mithilfe seines Global Economic Model (GEM) für den Euroraum insgesamt ermittelt hat. Es entspricht auch in etwa den Schätzungen von Dees et al. (2007) für den Euroraum insgesamt mithilfe eines Globalen Vektorautoregressiven Modells (Global VAR). Eine vergleichbare Simulation der Arbeitsgemeinschaft (2001) mit dem Modell von Oxford Economic Forecasting ergab für das erste Jahr in Deutschland einen dämpfenden Effekt in Höhe von 0,1 und für das zweite in Höhe von 0,3 Prozentpunkten.

Abbildung K1-2:  
Reaktion der Kapazitätsauslastung in Deutschland auf einen Rückgang der Kapazitätsauslastung in den Vereinigten Staaten



<sup>i</sup>Graue Flächen geben 90-Prozent-Konfidenzintervalle an.

Quelle: Eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Der Stützzeitraum wurde auf die Zeit bis 2005 II begrenzt, um Verzerrungen der Schätzwerte für die Kapazitätsauslastungsgrade aufgrund der Endpunktproblematik bei Verwendung eines Hodrick-Prescott-Filters gering zu halten. — <sup>b</sup>Die Spezifikationsanalyse ergab, dass bis zu sieben Verzögerungen für das bivariate System notwendig sind, um die Dynamik der Daten hinreichend zu beschreiben. Um die Anzahl der Freiheitsgrade nicht zu gering werden zu lassen, wurden statistisch nicht von null verschiedene Koeffizienten aus den beiden Gleichungen eliminiert; da die Korrelation der Residuen der beiden Gleichungen über den gesamten Zeitraum mit 0,16 gering war, wurden die Parameter dieses „Near VAR“ gleichwohl mit der Methode der kleinsten Quadrate geschätzt. Dabei wurden die Beobachtungswerte vom zweiten Quartal 1990 bis zum ersten Quartal 1992 wegen des Wiedervereinigungsbooms, der ein singuläres Ereignis darstellt, unberücksichtigt gelassen. Für die Berechnung der Impulsantwortfolgen wurde unterstellt, dass Innovationen in den US-Daten zwar die deutschen Daten kontemporär beeinflussen können, deutsche Daten aber nicht die US-Daten.

zwischen der US-Konjunktur und der realen Zinsentwicklung in Deutschland, die jedoch nicht oder nur in geringem Umfang kausaler Natur ist. So weist das bivariate VAR die dämpfenden Effekte einer Straffung der monetären Rahmenbedingungen in Deutschland in dem Umfang der US-Konjunktur zu, wie diese mit der Kapazitätsauslastung in den Vereinigten Staaten korreliert sind. In dem Maße, wie die zugrunde gelegte Korrelation keinen Kausaleffekt darstellt, wird der Effekt der US-Konjunktur auf die deutsche Konjunktur überschätzt. Dieser Nachteil kann allerdings auch ein Vorteil sein, nämlich dann, wenn im Zuge dieser wenig vorstrukturierten Analyse theoretisch nicht berücksichtigte Kausaleffekte „mitgeschätzt“ werden.

Dass die Transmissionseffekte auf der Basis des bivariaten VAR höher ausgewiesen werden als bei den strukturellen Modellen, könnte somit entweder damit zusammenhängen, dass in Letzteren die Trennung der Transmissionseffekte von anderen, kausal nicht damit verbundenen Effekten besser gelingt. Es könnte jedoch auch als Indiz dafür aufgefasst werden, dass in diesen Modellen bestimmte Transmissionskanäle nicht hinreichend abgebildet werden. Insofern repräsentieren die verschiedenen Modellergebnisse, einschließlich der Konfidenzintervalle für die Effekte, das Spektrum der Unsicherheit über die zu erwartende Höhe der Transmissionswirkungen.

ist, dass die Geschäftserwartungen sich im Monat August zwar weiter eingetrübt haben, aber nicht eingebrochen sind. Auch die Aktienkurse sind, insbesondere wenn man von den Bankaktien absieht, immer noch auf einem sehr hohen Niveau.

Für das Jahr insgesamt dürfte sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts auf 2,7 Prozent belaufen. Da der Produktionsanstieg im zweiten Quartal erheblich niedriger ausgefallen ist, als von uns vor dem Hintergrund der ungewöhnlich positiven Umfragedaten aus dem Un-

ternehmenssektor erwartet worden war, haben wir unsere Prognose um einen halben Prozentpunkt gesenkt (vgl. Boss et al. 2007c). Unser Konjunkturbild für das laufende Jahr hat sich gleichwohl nur wenig geändert. Die Entwicklung im kommenden Jahr schätzen wir allerdings etwas ungünstiger ein. Dabei spielen zum einen die gegenwärtigen Finanzmarkturbulenzen eine Rolle, zum anderen die Abschwächung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten (Kasten 1).

## Finanzmarkturbulenzen verteuern Finanzierung

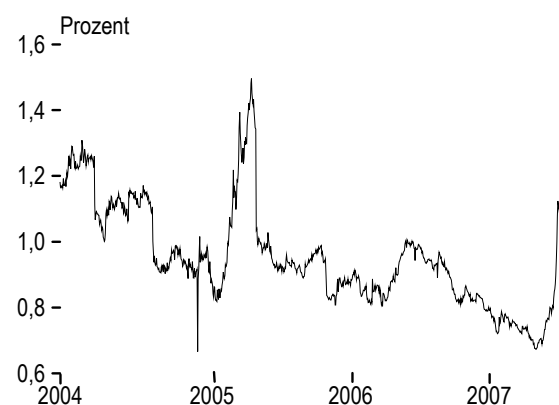
Die monetären Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft haben sich verschlechtert. Beträchtliche Zahlungsausfälle am amerikanischen Hypothekenmarkt haben in den vergangenen Wochen zu einer Krise an den internationalen Finanzmärkten geführt, die auch und gerade in Deutschland das Bankensystem in eine problematische Lage gebracht haben. Akutes Symptom ist seit Anfang August ein Verlust an Vertrauen im europäischen Interbankenmarkt aufgrund von Befürchtungen über massive Verluste bei einzelnen Marktteilnehmern. Die Geldmarktzinsen zogen daraufhin deutlich an. Zwar hat die EZB ebenso wie die amerikanische Notenbank durch rasche Bereitstellung kurzfristiger Liquidität eine Ausweitung der Krise verhindern können. Die Liquiditätsgespässe am Geldmarkt halten aber nach wie vor an. Inwieweit die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und Haushalte dadurch negativ beeinflusst wird, ist derzeit schwer auszumachen. Zwar wurde Dreimonatsgeld Anfang September zu einem Zinssatz von 4,75 Prozent gehandelt, einen halben Prozentpunkt höher als noch Mitte Juli. Doch ob damit spürbar steigende Kreditzinsen oder ungünstigere Vergabekonditionen einhergehen, ist noch nicht absehbar. Die Umfragedaten zum Geschäftsklima vom August deuten darauf hin, dass die Finanzmarkturbulenzen die Unternehmen bislang nicht berührt haben. Viel dürfte davon abhängen, ob in den Finanzinstituten und am Markt bald Klarheit darüber herrscht, wie viel Mittel wo benötigt werden, um Verluste aus risikobehafteten Engagements zu decken.

Unabhängig von den aktuellen Liquiditätsgespässen ist zu erwarten, dass die Finanzierungsbedingungen ungünstiger werden. Die Zahlungsausfälle am amerikanischen Hypothekenmarkt haben dazu geführt, dass Risiken an den internationalen Finanzmärkten insgesamt höher bewertet werden, insbesondere im Kreditbereich. So ist die Renditedifferenz zwischen

Unternehmensanleihen mittlerer Bonität (BBB-Rating) und Staatsanleihen seit Juli um etwa einen halben Prozentpunkt gestiegen; im langjährigen Vergleich ist sie freilich immer noch niedrig (Abbildung 3). Hinzu kommt, dass aufgrund der Finanzmarkturbulenzen nicht zuletzt auch in Deutschland das Eigenkapital der Banken verstärkt zur Begleichung von Verlusten und zur Finanzierung von vormals außerhalb der Bilanz (z.B. in so genannten Conduits) geführten längerfristigen Kapitalanlagen verwendet werden wird. Dies lässt erwarten, dass Kredite in Zukunft teurer werden bzw. die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte restriktiver gehandhabt wird. In welchem Umfang dies bereits der Fall ist, lässt sich allerdings nur schwer sagen, da aktuelle Daten zu den Kreditzinsen und den Kreditbedingungen nicht vorliegen.

Um eine Vorstellung davon zu bekommen, welche quantitativen Auswirkungen die Finanzmarkturbulenzen auf die Konjunktur haben könnten, haben wir mit dem NiGEM-Weltmodell zwei Szenarien simuliert. Für das erste wurde unterstellt, dass die Risikoprämie auf Fremdfinanzierungen, beginnend mit der zwei-

Abbildung 3:  
Renditedifferenz zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen 2004–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Tägliche Rendite von Anleihen von Unternehmen im Euroraum mit BBB-Rating und 5- bis 7-jähriger Restlaufzeit abzüglich der Rendite deutscher Bundesanleihen mit 5-jähriger Restlaufzeit in Prozent. Letzter Wert: 5. September 2007.

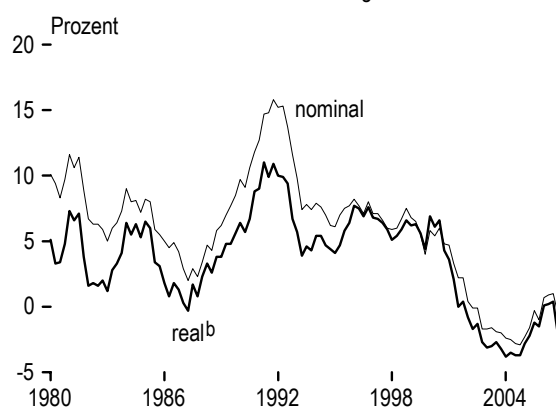
Quelle: Deutsche Bundesbank (2007d); Merrill Lynch, interne Arbeitsunterlage; eigene Berechnungen.

ten Hälfte des laufenden Jahres, weltweit dauerhaft um einen halben Prozentpunkt höher liegt als zuvor und sich die Kapitalnutzungskosten für die Unternehmen im selben Maße erhöhen. Unseren Ergebnissen zufolge würde dies den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland, im Euroraum sowie in den Vereinigten Staaten im nächsten Jahr jeweils um etwa 0,1 Prozentpunkte verringern (Tabelle 1). In einem zweiten Szenario wurde unterstellt, dass es infolge der Liquiditätssengpässe in der zweiten Jahreshälfte 2007 vorübergehend zudem zu einem Anstieg der Kreditkosten um einen halben Prozentpunkt kommt. Träte dieser Fall zusätzlich zu der Erhöhung der Risikoprämie aus Szenario 1 ein, so würde dies eine Dämpfung des gesamtwirtschaftlichen Produktionsanstiegs um weitere 0,1 Prozentpunkte nach sich ziehen. Alles in allem sind demnach die realwirtschaftlichen Auswirkungen moderat, solange sich die Finanzierungskosten nicht drastisch erhöhen.

Dämpfend auf die Fremdkapitalkosten wirkt am aktuellen Rand, dass sich das Niveau der Kapitalmarktzinsen (Bundesanleihen) wieder deutlich verringert hat, da die Investoren angesichts der Finanzmarkturbulenzen Staatsanleihen risikoreicherer Anlagen vorziehen; Anfang September verzinste sich Bundesanleihen mit

9–10-jähriger Restlaufzeit mit 4,3 Prozent, 0,3 Prozentpunkte niedriger als im Juni. Zu berücksichtigen ist ferner, dass Bankkredite im laufenden Aufschwung in Deutschland im Vergleich zu früher eine geringere Rolle für die Unternehmen spielen; real gerechnet ist das Volumen der Ausleihungen an Unternehmen und Selbstständige weiter rückläufig, in der ersten Hälfte des laufenden Jahres sogar wieder beschleunigt (Abbildung 4). Offenbar ist es den

Abbildung 4:  
Kredite an Unternehmen und Selbstständige 1980–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Anstieg gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>b</sup>Deflationiert mit dem Deflator des Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2007c).

Tabelle 1:  
Simulierte konjunkturelle Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen

	Vereinigte Staaten		Euroraum		Deutschland
	Bruttoinlandsprodukt <sup>a</sup>	Notenbankreaktion <sup>b</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>a</sup>	Notenbankreaktion <sup>b</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>a</sup>
<i>Längerfristige Erhöhung der Finanzierungskosten um 0,5 Prozentpunkte</i>					
2007	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,02
2008	-0,10	-0,15	-0,09	-0,06	-0,10
2009	-0,14	-0,27	-0,16	-0,14	-0,17
<i>Erhöhung der Finanzierungskosten um 0,5 Prozentpunkte im 2. Halbjahr 2007</i>					
2007	-0,02	-0,03	-0,02	-0,01	-0,02
2008	-0,06	-0,10	-0,05	-0,04	-0,06
2009	0,00	-0,05	-0,03	-0,04	-0,03

<sup>a</sup>Abweichungen der Anstiegsrate des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr von der Referenzlösung in Prozentpunkten. — <sup>b</sup>Abweichung des kurzfristigen Zinssatzes von der Referenzlösung in Prozentpunkten.

Quelle: Eigene Berechnungen mithilfe des NiGEM-Weltmodells.

Unternehmen in deutlich größerem Umfang als in früheren konjunkturellen Aufschwüngen möglich, ihre Investitionen aus den laufenden Einnahmen zu finanzieren.

Für die Prognose ist unterstellt, dass es den Banken in den nächsten Wochen gelingt, die Transparenz der Anlagen zu erhöhen und mögliche Verlustquellen zu identifizieren, und dass die EZB im Falle gravierender Liquiditätsprobleme dem Markt erneut Mittel zur Verfügung stellt. Unter diesen Annahmen dürfte sich die Vertrauenskrise und damit die Liquiditätsengpässe in naher Zukunft auflösen. Wir erwarten, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz im Euroraum im Dezember abermals um einen viertel Prozentpunkt anheben und ihn auf dem dann erreichten Niveau von 4,25 Prozent belassen wird (Doovern et al. 2007). Die Zinsen für Bundesanleihen dürften etwas steigen, sobald sich die Unsicherheit an den Märkten legt, was

für die Unternehmensfinanzierung nun aber höhere Kosten impliziert als bislang. Für den Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar ist ein Wert von 1,36 unterstellt (Tabelle 2); die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen, die sich bereits in den vergangenen Monaten kaum verändert hatte, dürfte damit auf dem derzeit erreichten Niveau verharren.

### Budgetüberschuss des Staates schon im Jahr 2007

Nachdem das Budgetdefizit des Staates im Jahr 2006 stark gesunken war, dürften die Einnahmen des Staates im Jahr 2007 seine Ausgaben übersteigen (Tabelle 3).<sup>1</sup> Dazu tragen sowohl

Tabelle 2:  
Rahmendaten für die Konjunktur 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>b</sup>	I <sup>b</sup>	II <sup>b</sup>	III <sup>b</sup>	IV <sup>b</sup>
Zinssatz für Dreimonatsgeld	2,6	2,9	3,2	3,6	3,8	4,1	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3
Rendite 9–10-jähriger Bundesanleihen	3,5	4,0	3,9	3,8	4,0	4,3	4,4	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5
Tariflohnindex <sup>c,d</sup>	1,0	1,6	0,3	1,5	0,6	1,6	2,6	2,7	3,1	2,6	2,3	2,2
Wechselkurs US-Dollar/Euro	1,20	1,27	1,27	1,32	1,32	1,34	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft <sup>e</sup>	96,1	97,2	97,6	97,8	98,3	98,3	98,2	98,7	98,9	99,2	99,1	98,9
Industrieproduktion im Ausland <sup>f,g</sup>	6,1	6,3	3,3	3,6	3,9	2,9	3,4	2,0	2,0	2,2	2,3	2,5
Rohölpreis <sup>h</sup>	61,9	69,8	70,1	59,7	58,1	68,7	72,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0

<sup>a</sup>Teilweise geschätzt. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>d</sup>Auf Stundenbasis. — <sup>e</sup>Gegenüber 56 Ländern auf Basis der Verbraucherpreise, Index: 1999 I = 100. — <sup>f</sup>Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — <sup>g</sup>In 30 Ländern: 18 Industrieländer, 8 neue EU-Mitgliedsländer sowie Russland, China, Hongkong und Südkorea. — <sup>h</sup>US-Dollar pro Barrel North Sea Brent.

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

<sup>1</sup> Dabei ist berücksichtigt, dass inländischen Anteilseignern ausländischer Kapitalgesellschaften im Prognosezeitraum (und wohl auch noch danach) gemäß einem Urteil des Europäischen Gerichtshofs Körperschaftsteuer erstattet wird, die bis zum Jahr 2000 in den damaligen EU-Staaten gezahlt und entsprechend dem damals geltenden deutschen Körperschaftsteuersystem nicht erstattet worden war.



Tabelle 3:  
Ausgaben, Einnahmen und Budgetsaldo des Staates 1999–  
2008<sup>a</sup> (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt)

	Ausgaben	Steuern <sup>b</sup>	Sozial- beiträge	Sonstige Einnah- men <sup>c</sup>	Budget- saldo
1999	48,1	24,5	18,7	3,4	-1,5
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	46,9	22,4	17,7	3,4	-3,4
2006	45,4	23,3	17,3	3,2	-1,6
2007 <sup>e</sup>	44,0	24,4	16,5	3,1	0,0
2008 <sup>e</sup>	43,1	24,1	16,3	2,9	0,2

<sup>a</sup>Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. —  
<sup>b</sup>Einschließlich der Erbschaftsteuer und der der Europäischen  
Union zustehenden Steuern. — <sup>c</sup>Ausschließlich Erbschaft-  
steuer; 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.

der kräftige Aufschwung als auch die Maßnahmen bei, mit denen das strukturelle Defizit reduziert wird. Das strukturelle Budgetdefizit des Staates dürfte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 um 0,7 Prozentpunkte abnehmen (Boss et al. 2007c: 21–22), nachdem es im Jahr 2006 rund 1 ¼ Prozent betragen hatte.

Im Jahr 2008 wird das strukturelle Defizit wohl nicht weiter sinken. Zwar werden die Ausgaben des Staates abermals schwächer als das nominale Produktionspotential – wenngleich deutlich stärker als im Jahr 2007 – steigen, aber die Belastung durch Steuern und Sozialversicherungsbeiträge insgesamt wird etwas reduziert. Das Budget des Staates dürfte im Jahr 2008 abermals einen Überschuss aufweisen.

Die Ausgaben des Staates werden im Jahr 2008 wohl um 2,2 Prozent zunehmen (2007: 1,0 Prozent). Zwar sinken die konjunkturabhängigen Ausgaben nochmals, aber die sonstigen Ausgaben werden merklich steigen. So werden die Löhne im öffentlichen Dienst erstmals seit Jahren deutlich angehoben; auch

dürfte der Personalbestand tendenziell erhöht werden. Außerdem werden die Sachaufwendungen der Gebietskörperschaften (insbesondere im Bereich Verteidigung) aufgestockt; der Sachaufwand der Sozialversicherung (wie z.B. die Sachleistungen der gesetzlichen Krankenversicherung) wird merklich expandieren. Zudem werden die öffentlichen Investitionen sowie die Investitionszuschüsse (z.B. im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe „Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur“) angesichts der verbesserten Finanzlage des Staates voraussichtlich nochmals ausgeweitet. Auch werden die Ausgaben für das Eltern- bzw. Erziehungsgeld weiter steigen. Ferner ist damit zu rechnen, dass zusätzliche Mittel im Bereich Kinderbetreuung eingesetzt und die Aufwendungen für Ausbildungsbeihilfen und für die Entwicklungshilfe beträchtlich erhöht werden. Überdies werden die Altersrenten zum 1. Juli 2008 deutlich, und zwar voraussichtlich um 1,7 Prozent, angehoben.<sup>2</sup> Schließlich ist damit zu rechnen, dass der Regelsatz des Arbeitslosengeldes II stärker als gemäß der geltenden Regel erhöht und der Kreis derer, die einen so genannten Kinderzuschlag (anstatt des Sozialgeldes bei Bezug des Arbeitslosengeldes II) beanspruchen können, erweitert wird.

Die Belastung durch Steuern und Sozialbeiträge insgesamt dürfte im Jahr 2008 etwas abnehmen. Zwar wird die Lohnsteuerbelastung progressionsbedingt – sogar verstärkt – steigen; beträchtliche Mindereinnahmen (6 ½ Mrd. Euro) sind aber infolge der Reform der Unternehmens- und Kapitaleinkommensbesteuerung zu erwarten. Der Beitragssatz in der Sozialversicherung insgesamt wird sinken. Der Beitragssatz in der sozialen Pflegeversicherung wird zwar zum 1. Juli 2008 um 0,25 Prozentpunkte

<sup>2</sup> Der (für die Rentenanpassung maßgebliche) Lohnanstieg im Jahr 2007 und der Nachhaltigkeitsfaktor hätten für sich genommen zwar eine Rentenerhöhung um fast 3 Prozent zur Folge, dem wirken aber die Anhebung des Beitragssatzes in der gesetzlichen Rentenversicherung im Jahr 2007 sowie die (weitere) Erhöhung des Altersvorsorgeanteils im selben Jahr entgegen. Bemerkenswert ist, dass der Nachhaltigkeitsfaktor abermals den Anstieg der Renten verstärkt. Er war eingeführt worden, um das Gegenteil zu bewirken.

erhöht, der Beitragssatz in der Arbeitslosenversicherung aber bereits am 1. Januar 2008 nach unserer Einschätzung um 0,5 Prozentpunkte gesenkt; die Beitragssätze in den übrigen Zweigen der Sozialversicherung dürften konstant bleiben.

Bei der absehbaren Finanzpolitik und der etwas verlangsamten Expansion der deutschen Wirtschaft wird sich die Finanzlage der Gebietskörperschaften (Bund, Länder und Gemeinden) im Jahr 2008 – anders als in den Jahren 2006 und 2007 – wohl nicht nennenswert verbessern. Deren Budgetsaldo in finanzstatistischer Abgrenzung, der sich in den Jahren 2007 und 2008 wohl ähnlich wie der in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) verändern wird, dürfte negativ bleiben. Das Defizit des Bundes wird wohl im Jahr 2008 sogar etwas zunehmen (2007 knapp 10 Mrd. Euro). Hier wirkt sich aus, dass der Bund im Jahr 2008 rund 6 Mrd. Euro an die Postpensionskasse überweisen wird; <sup>3</sup> auch ist unterstellt, dass die in den Bundeshaushalt 2007 und in den Haushaltsentwurf 2008 eingestellten Privatisierungsmaßnahmen teilweise in die Zeit nach 2008 verschoben werden. Die Länder insgesamt werden im Jahr 2008 wohl – wie im Jahr 2007 – einen geringen Budgetüberschuss aufweisen. Die öffentlichen Schulden dürften im Prognosezeitraum stark abgeschwächt zunehmen. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt dürften sie sich Ende 2008 auf 62,4 Prozent belaufen (Ende 2006: 67,5 Prozent).

Die Finanzlage der Sozialversicherung hat sich vor allem konjunkturbedingt verbessert. Die Bundesagentur für Arbeit wird trotz der kräftigen Reduktion des Beitragssatzes zum Jahresbeginn auch im Jahr 2007 einen hohen Überschuss erzielen. Im Jahr 2008 würde bei gegebener Rechtslage ein ähnlich hoher Überschuss entstehen, die Rücklage (Ende 2006: 11,2 Mrd. Euro) würde weiter deutlich zunehmen. Wir erwarten aber, dass der Beitragssatz

<sup>3</sup> In den Jahren 2005 und 2006 waren diese Zahlungen ganz, im Jahr 2007 zu einem sehr großen Teil ausgesetzt worden. So sollte das Budgetdefizit des Staates mit Blick auf die Verpflichtungen nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt manipuliert werden (Benner et al. 2005: Kasten 2).

in der Arbeitslosenversicherung zu Beginn des Jahres 2008 um 0,5 Prozentpunkte auf 3,7 Prozent (und damit stärker als gegenwärtig vorgesehen (3,9 Prozent)) gesenkt wird. Darüber hinaus dürfte der Bund im Jahr 2008 einen Teil der Einnahmen der Bundesagentur in Anspruch nehmen. Zwar soll der Aussteuerungsbetrag, den die Bundesagentur seit dem Jahr 2005 an den Bund zahlt, abgeschafft werden, er würde sich im Jahr 2008 auf rund 2 Mrd. Euro belaufen; es sollen aber Ausgaben des Bundes in Höhe von rund 5 Mrd. Euro auf die Bundesagentur verlagert werden. Der Überschuss der Bundesagentur wird deshalb im Jahr 2008 deutlich sinken (Tabelle 4).

Tabelle 4:

Einnahmen und Ausgaben der Bundesagentur für Arbeit 2005–2008 (Mrd. Euro)

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Beiträge	46,99	51,18 <sup>b</sup>	32,40	29,90 <sup>c</sup>
Umlagen	1,44	1,12	1,01	1,05
Verwaltungskostenerstattung	3,61	2,36	2,34	2,30
Sonstige Einnahmen	0,65	0,72	0,99	1,30
Zuschuss des Bundes	0,40	0,00	6,47	2,58 <sup>d</sup>
<b>Einnahmen</b>	<b>53,09</b>	<b>55,38</b>	<b>43,21</b>	<b>37,13</b>
Eingliederungstitel	3,56	2,48	2,60	2,70
Arbeitslosengeld	27,78	23,61	18,10	15,30
Kurzarbeitergeld, Transfer-				
kurzarbeitergeld	0,64	0,35	0,45	0,45
Umlagefinanzierte Ausgaben	1,45	1,09	1,03	1,05
Aussteuerungsbetrag	4,56	3,28	1,90	0,00
Verwaltungsausgaben	5,98	5,34	5,56	5,70
Sonstige Ausgaben	9,12	8,01	7,06	7,60
<b>Ausgaben</b>	<b>53,09</b>	<b>44,16</b>	<b>36,70</b>	<b>32,80</b>
<b>Saldo</b>	<b>0,00</b>	<b>11,22</b>	<b>6,51</b>	<b>4,33</b>

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Davon 3,5 Mrd. Euro Extraeinnahmen infolge vorzeitiger Fälligkeit der Beiträge. — <sup>c</sup>Bei einem Beitragssatz von 3,7 Prozent. — <sup>d</sup>Nach Abzug der Erstattung von Verwaltungsausgaben des Bundes (5 Mrd. Euro).

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

In der gesetzlichen Rentenversicherung wurde der Beitragssatz Anfang 2007 von 19,5 auf 19,9 Prozent angehoben. Zusammen mit der günstigen Arbeitsmarktentwicklung bewirkt dies einen kräftigen Anstieg des Beitragsaufkommens. Bei nur wenig zunehmenden Ausga-

ben, die vor allem Ausgaben für Altersrenten sind, wird sich das Defizit der Rentenversicherung im Jahr 2007 stark verringern. Im Jahr 2008 dürfte sogar ein Überschuss entstehen (Anhang, Tabelle A1). Auch in der gesetzlichen Krankenversicherung wurde der Beitragssatz zum Jahresbeginn kräftig angehoben; er dürfte im Jahresdurchschnitt 2007 für die Krankenkassen im Durchschnitt um 0,6 Prozentpunkte höher sein als im Jahr 2006 (14,2 Prozent). Dies trägt dazu bei, dass das Beitragsaufkommen sehr stark zunimmt. Die Ausgaben der Krankenkassen dürften im Jahr 2007 um 3,6 Prozent steigen. Insgesamt werden die Einnahmen abermals die Ausgaben übersteigen, obwohl der Zuschuss des Bundes an die gesetzliche Krankenversicherung von 4,2 auf 2,7 Mrd. Euro verringert wurde (Anhang, Tabelle A2). Für das Jahr 2008 erwarten wir, dass die Ausgaben der gesetzlichen Krankenversicherung ähnlich rasch wie im Jahr 2007 steigen werden. Bei der erwarteten konjunkturellen Entwicklung dürften die Einnahmen (bei unverändertem Beitragssatz) die Ausgaben abermals übersteigen.

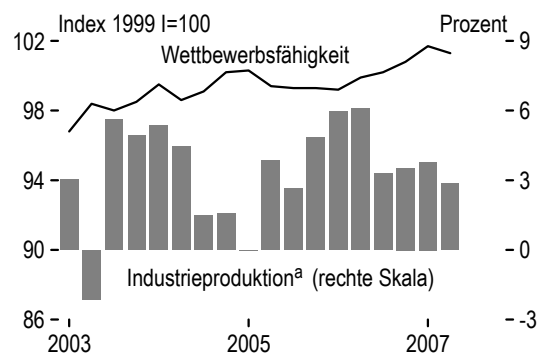
## Abkühlung der Weltkonjunktur dämpft Exportzuwächse

Die Zunahme der Ausfuhr hat sich im ersten Halbjahr 2007 beruhigt. Nachdem die Exporte seit Mitte 2005 mit zweistelligen Raten zugenommen hatten, expandierten sie in der ersten Hälfte des laufenden Jahres deutlich langsamer, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, dass die Expansionsrate für das vierte Quartal 2006 deutlich überhöht sein dürfte; vermutlich sind diese Lieferungen zum großen Teil bereits im ersten Halbjahr 2006 angefallen. Der Anstieg der Industrieproduktion weltweit hat jedenfalls bereits seit Mitte vergangenen Jahres spürbar an Dynamik eingebüßt. Der Ausstoß in den wichtigsten Handelspartnerländern expandiert seither (auf Jahresrate hochgerechnet) mit etwa 3,5 Prozent und damit 2 Prozentpunkte langsamer als in den drei sehr kräftigen Quartalen

zuvor (Abbildung 5). Dämpfend auf den Export wirkte auch die Aufwertung des Euro; seit Anfang 2006 hat sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Hersteller dadurch um 2 Prozent verschlechtert. Die Lieferungen in die übrige Welt dürften auch deshalb stagniert haben – die in die Vereinigten Staaten sanken sogar –, während die ins übrige Europa aufwärtsgerichtet blieben (Abbildung 6).

In der zweiten Jahreshälfte dürfte der Ausfuhranstieg wieder etwas Fahrt aufnehmen. So sind die Auslandsauftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe im bisherigen Jahresverlauf deutlich gestiegen, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, dass ungewöhnlich viele Großaufträge eingingen. Außerdem sind die Exporterwartungen, trotz einer gewissen Verschlechterung in jüngster Zeit, weiter auf hohem Niveau. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das zweite Halbjahr 2007 eine Zunahme des Exports mit einer laufenden Jahresrate von 6,6 Prozent. Im gesamten Jahr 2007 beläuft sich der Exportzuwachs voraussichtlich auf 7,7 Prozent. Im kommenden Jahr dürfte die Ausfuhrdynamik etwas nachlassen, da die Weltwirtschaft an Schwung verliert, nicht zuletzt bedingt durch die konjunkturelle Abschwächung in den

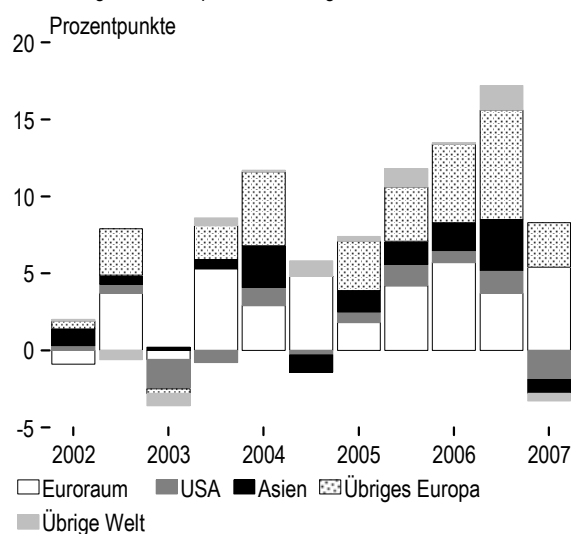
Abbildung 5:  
Industrieproduktion und preisliche Wettbewerbsfähigkeit 2003–2007



<sup>a</sup>Industrieproduktion in 30 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export; Anstieg gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

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

Abbildung 6:  
Wertmäßige Warenexporte nach Regionen<sup>a</sup> 2002–2007



<sup>a</sup>Halbjahresdaten. Lundberg-Komponenten in Prozentpunkten.

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

Vereinigten Staaten. Zwar wird der Export zunächst durch die immer noch kräftige Konjunktur im Euroraum stimuliert. Doch werden die Auftriebskräfte hier im Jahresverlauf voraussichtlich etwas nachlassen. Alles in allem erwarten wir für 2008 eine Ausweitung des Exports um 6,9 Prozent.

Die Einfuhr ist in der ersten Jahreshälfte im Vergleich zu den eineinhalb Jahren zuvor ebenfalls nur moderat gestiegen. Dämpfend wirkte hier, neben der geringeren Expansion der Exporte, die Anhebung der Mehrwertsteuer im Januar. Zwar nahm die Einfuhr im ersten Quartal noch deutlich zu, möglicherweise auch weil die kräftige Ausweitung des Wohnungsbaus zu erhöhten Baumaterialeinfuhren geführt hat. Im zweiten Quartal kam es dann aber zu der erwarteten Abwärtsbewegung. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte die Einfuhr merklich Fahrt aufnehmen. Im laufenden Jahr erhält sie sowohl von der wieder rascher steigenden Exportnachfrage als auch im Zuge der Ausweitung der privaten Konsumausgaben und der Ausrüstungsinvestitionen Impulse. Im kommenden Jahr schwächen sich diese zwar allmählich ab, und die Zunahme der Importe

verliert damit im Jahresverlauf etwas an Tempo. Im Jahresdurchschnitt wird sie aber voraussichtlich mit 8,4 Prozent deutlich höher sein als im Jahr 2007 (5,7 Prozent).

Die Einfuhrpreise waren im Durchschnitt der ersten Jahreshälfte zwar weiter rückläufig; im Verlauf zogen sie jedoch erstmals seit einem Jahr wieder an. Hintergrund sind die stark gestiegenen Weltmarktnotierungen für Rohstoffe, wobei nicht nur der neuerliche Anstieg des Ölpreis eine Rolle spielte, sondern auch die fortgesetzte Verteuerung anderer Rohmaterialien; so übertraf der HWWI-Index für Industrierohstoffe im August seinen Vorjahreswert um 8,7 Prozent. Allerdings dürfte mittlerweile der Gipfel der Preissteigerungen erreicht sein. Im Zuge der von uns erwarteten Abkühlung der Weltkonjunktur werden die Preise für Industrierohstoffe zurück gehen, und für den Ölpreis ist ein konstanter Wert von 70 US-Dollar je Barrel unterstellt. Die Preise für die übrigen Importgüter werden nur moderat zulegen. Vor diesem Hintergrund werden die Importpreise im weiteren Verlauf dieses Jahres leicht und im nächsten Jahr etwas stärker fallen. Die Exportpreise werden im laufenden Jahr voraussichtlich stagnieren, auch weil die Senkung der Beiträge zur Sozialversicherung den Kostenanstieg der Exporteure dämpft. Im kommenden Jahr ziehen die Exportpreise mit leicht steigenden Arbeitskosten und den konjunkturell gegebenen Preisüberwälzungsspielräumen etwas an. Die Terms of Trade verbessern sich im laufenden Jahr leicht (+0,3 Prozent) und im kommenden Jahr merklich (+1,5 Prozent).

### Private Konsumausgaben steigen kräftig – Investitionsdynamik lässt nach

Die Unternehmensinvestitionen sind im vergangenen Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von 7,8 Prozent ausgeweitet worden und damit in ähnlichem Tempo wie in den zurückliegenden zwei Jahren. Nach wie vor sorgt die

kräftige Konjunktur im In- und Ausland für ein günstiges Investitionsklima. Angesichts der hohen Auslastung der Produktionskapazitäten, gefüllter Auftragsbücher und nach wie vor aufwärts weisender Geschäftserwartungen dürfte dies in der zweiten Jahreshälfte 2007 so bleiben. Im weiteren Verlauf dieses Jahres werden die Investitionen in Ausrüstungen und sonstige Anlagen zudem dadurch stimuliert, dass ab dem kommenden Jahr die degressive Abschreibungsmöglichkeit entfällt. Es ist daher profitabel, Investitionen, die ohnehin für die nähere Zukunft geplant sind, bereits im laufenden Jahr zu realisieren, um noch in den Genuss der Steuervorteile zu gelangen. Wir veranschlagen die Größenordnung dieser Vorzieheffekte auf 3 Mrd. Euro. Unter Berücksichtigung einer dadurch spürbar beschleunigten Ausweitung der Ausgaben für Ausrüstungen und sonstige Anlagen sowie ebenfalls positiver gewerblicher Bauinvestitionen in der zweiten Jahreshälfte, dürften die Unternehmensinvestitionen alles in allem im Jahr 2007 um 10,1 Prozent steigen (Tabelle 5). Im kommenden Jahr wird die Expansion der Unternehmensinvestitionen etwas langsamer ausfallen, vor allem weil mit der Abschwächung der Weltkonjunktur die Absatzperspektiven nicht mehr ganz so günstig sein wer-

den. Auch die Ertragslage wird sich angesichts etwas rascher steigender Löhne sowie erhöhter Kapitalkosten weniger positiv darstellen. Außerdem fehlen die ins Jahr 2007 vorgezogenen Käufe. Auch aufgrund des hohen Niveaus zu Jahresbeginn dürften die Unternehmensinvestitionen im Durchschnitt des Jahres immer noch um 7,5 Prozent über dem Stand vom Vorjahr liegen.

Der im Wesentlichen durch Steuerrechtsänderungen bedingte Aufschwung beim Wohnungsbau ist vorüber. Rund zwei Jahre waren die Wohnungsbauinvestitionen hauptsächlich deshalb gestiegen, weil die zukünftigen Hauseigentümer die Anfang 2006 weggefallene Eigenheimzulage noch in Anspruch nehmen und/oder die mit der Erhöhung der Mehrwertsteuer verbundenen Mehrkosten vermeiden wollten. Zu Anfang des laufenden Jahres wurden, begünstigt durch eine sehr milde Witterung, diese Bauvorhaben weitgehend abgeschlossen, im Folgequartal brachen die Investitionen ein. Die weiteren Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen sind nicht günstig. Für die zweite Hälfte des laufenden Jahres deuten die merklich gefallenen Bauaufträge und Baugenehmigungen im Wohnungsbau darauf hin, dass sich der zuletzt verzeichnete Rückgang fortsetzen wird. Zwar dürfte sich mit dem beschleunigten Anstieg der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, den wir für den weiteren Verlauf des Prognosezeitraums erwarten, tendenziell auch die Wohnungsnachfrage erhöhen. Auch dürfte angesichts der gestiegenen Energiepreise verstärkt in Energieeinsparmaßnahmen investiert werden. Diesen anregenden Faktoren stehen jedoch die negativen Auswirkungen der Vorzieheffekte in den vergangenen beiden Jahren gegenüber; im nächsten Jahr dämpft zudem das gestiegene Zinsniveau die Nachfrage. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Wohnungsbauinvestitionen im Verlauf des kommenden Jahres geringfügig zurückgehen werden. Im Durchschnitt des laufenden Jahres werden die Wohnungsbauinvestitionen wohl in etwa auf dem Stand des Vorjahres liegen (-0,1 Prozent); im Jahr 2008 werden sie voraussichtlich um 0,8 Prozent sinken.

Tabelle 5:  
Reale Anlageinvestitionen 2005–2008 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Anlageinvestitionen	1,0	6,1	6,0	5,3
Unternehmensinvestitionen	4,0	6,3	10,1	7,5
Ausrüstungen	6,0	8,3	11,0	9,2
Sonstige Anlagen	4,8	6,7	6,1	9,3
Wirtschaftsbau	-0,9	4,0	2,8	4,7
Wohnungsbau	-3,8	4,3	-0,1	-0,8
Öffentlicher Bau	-5,0	4,9	8,7	2,0
<i>Nachrichtlich:</i>				
Bauinvestitionen	-3,1	4,3	1,7	1,5

<sup>a</sup>Prognose.

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

Die Bauinvestitionen des Staates sind im Jahr 2006 – nach einem über viele Jahre dauernden Rückgang – gestiegen, und zwar preisbereinigt um 4,9 Prozent. Sie dürften im Jahr 2007 um fast 9 Prozent und im Jahr 2008 um 2 Prozent zunehmen. Die verbesserte Finanzlage des Staates lässt dies erwarten, obwohl auch die Preise für die Bauleistungen, die der Staat kauft, kräftig gestiegen sind und weiter erhöht werden dürften.<sup>4</sup>

Die privaten Konsumausgaben waren im ersten Halbjahr 2007 um 2,1 Prozent (laufende Jahresrate) niedriger als im zweiten Halbjahr 2006. Maßgeblich hierfür war die Erhöhung der Mehrwertsteuer, zum einen über die dadurch ausgelösten Vorzieheffekte, zum anderen durch den Realeinkommensentzug. Die Steuererhöhung hat die Verbraucherpreise im ersten Halbjahr 2007 für sich genommen um schätzungsweise 1 ½ Prozentpunkte (laufende Jahresrate) erhöht (vgl. den folgenden Abschnitt) und mit dafür gesorgt, dass die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte mit einer laufenden Jahresrate von 0,8 Prozent zurück gingen. Der deutliche Anstieg der Sparquote um 0,4 Prozentpunkte im ersten Halbjahr 2007 dürfte auch mit den ins vergangene Jahr vorgezogenen Käufen in Verbindung stehen.

In der zweiten Hälfte des laufenden Jahres dürfte sich die Sparquote wieder etwas verringern. Angesichts des von uns erwarteten beschleunigten Produktionsanstiegs und der damit verbundenen Ausweitung des Arbeitsvolumens sowie der Gewinneinkommen werden die privaten Konsumausgaben deutlich rascher steigen als im ersten Halbjahr. Diese Tendenz wird sich in etwas abgeschwächter Form im kommenden Jahr fortsetzen. Das Arbeitsvolumen dürfte abermals deutlich zulegen, zudem werden die Stundenlöhne erstmals seit sechs Jahren wieder um mehr als 2 Prozent anziehen; die Bruttolöhne und -gehälter werden vor diesem Hintergrund 2008 mit 4,7 Prozent sehr kräftig steigen. Die Beiträge zur Sozialversicherung werden weiter sinken; zwar wird der Beitragssatz zur Pflegeversicherung Mitte 2008 um

einen viertel Prozentpunkt angehoben, dem steht jedoch eine Abnahme des Beitragssatzes zur Arbeitslosenversicherung um vermutlich einen halben Prozentpunkt zu Jahresbeginn gegenüber. Die gesetzlichen Altersrenten werden stärker als im laufenden Jahr steigen; auch die Beamtenpensionen werden erhöht. Familien erhalten durch das im laufenden Jahr eingeführte Elterngeld erneut höhere Zuwendungen; zudem werden die BAföG-Sätze wohl angehoben. Unter Berücksichtigung der abermals spürbar anziehenden Selbstständigeneinkommen werden die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte ihr Niveau vom Vorjahr um 3,9 Prozent übertreffen; real wird der Anstieg voraussichtlich bei 1,9 Prozent liegen. Eine gegenüber 2007 leicht verringerte Sparquote in Rechnung gestellt, wird sich der Anstieg der privaten Konsumausgaben im Jahr 2008 wohl auf 2,1 Prozent belaufen, nach einem Rückgang um 0,1 Prozent im Jahr 2007.

### Verbraucherpreisanstieg weiterhin hoch

---

Der Anstieg der Lebenshaltungskosten ist weiterhin relativ hoch. Von Januar bis August sind die Verbraucherpreise mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent gestiegen (Abbildung 7). Eine wesentliche Rolle spielten dabei die wieder gestiegenen Energiepreise. So lag der Ölpreis (in Euro) im August um rund 18 Prozent über seinem Stand vom Januar. Außerdem wirken die Preiseffekte der Umsatzsteueranhebung zum 1. Januar; sie haben nicht zuletzt dazu geführt, dass auch die Verbraucherpreise ohne Energie im Verlauf des ersten Halbjahrs kräftig anzogen (laufende Jahresrate 1,8 Prozent). Allerdings dürfte die Preisüberwälzung mittlerweile abgeschlossen sein (Kasten 2). Vor allem im Juli trugen auch stark anziehende Lebensmittelpreise zum Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie bei. Nahrungsmittel verteuerten sich gegenüber Juni saisonbereinigt mit einer laufenden Jahresrate von 8,0 Prozent.

<sup>4</sup> Zur Entwicklung der Baupreise generell vgl. Boss et al. (2007c: 27).

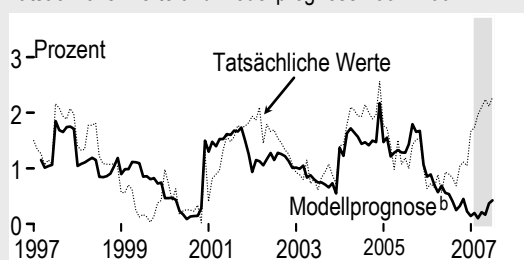
**Kasten 2:**

**Zu den Preiseffekten der Umsatzsteueranhebung**

Im Kontext der Umsatzsteueranhebung zum 1. Januar 2007 haben sich mehrere Beiträge mit der Frage befasst, in welchem Umfang und wann die erhöhte Steuerlast auf die Verbraucherpreise übergewälzt würde bzw. wurde (vgl. hierzu Boss et al. 2006b; Boss et al. 2007a; Deutsche Bundesbank 2007a). Ein drei Viertel Jahr nach der Anhebung sollen im Folgenden diese Schätzungen überprüft werden. Auch soll untersucht werden, ob die Preisüberwälzungen weitgehend abgeschlossen sind. Als Preisindikator wird dabei ein Index verwendet, der sowohl Produktkategorien, die dem ermäßigten Umsatzsteuersatz unterliegen, als auch Energie ausschließt. Letztere wird herausgerechnet, um die Effekte der Steueranhebung besser von den Effekten der sehr volatilen Energiepreise trennen zu können. In einem ersten Schritt wird eine Gleichung zur Beschreibung der Preisentwicklung geschätzt, mithilfe derer die ohne Steueranhebung zu erwarten gewesene Preisentwicklung ab Mai 2007 simuliert wird. Der Preiseffekt der Umsatzsteuererhöhung ergibt sich dann durch die Differenz der tatsächlichen Preisentwicklung zu den simulierten Werten. Nach der Simulation wird in einem zweiten Schritt der Effekt auf den gesamten Verbraucherpreisindex berechnet.

Für die Simulation wird eine Gleichung, mit der die Vorquartalsdifferenz des Preisindikators in Abhängigkeit von verzögerten Anstiegen der Lohnstückkosten, der verzögerten Produktionslücke, verzögerten Termen der Differenz des Preisindikators, elf Saisondummies sowie Dummies, die die Effekte der Tabaksteueranhebung und der Gesundheitsreform einfangen, beschrieben wird, über den Stützzeitraum April 1996 bis März 2006 geschätzt.<sup>a</sup> Abbildung K2-1 zeigt, dass die Gleichung in der Lage ist, die Entwicklung des Preisindex für den Zeitraum vor der Umsatzsteuererhöhung gut nachzuzeichnen. Dazu wurde rekursiv für jeden Zeitpunkt die Veränderung des Preisindikators über die jeweils zwölf nächsten Monate prognostiziert.

Abbildung K2-1:  
Tatsächliche Werte und Modellprognose 1997–2007<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Vorjahresvergleiche. — <sup>ii</sup>Basierend auf rekursiven Prognosen der Preissteigerungen über die jeweils zwölf nächsten Monate.

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

Um die Preiseffekte der Umsatzsteueranhebung einschätzen zu können, wurden Prognosen für den Zeitraum Mai 2006 bis Juli 2007 gemacht. Die Ergebnisse zeigen, dass das wirkliche Niveau des hier betrachteten Index im Juli um rund 2,1 Prozent über dem mithilfe des Modells prognostizierten liegt. Natürlich ist dieser durch die Prognose ermittelte Wert mit Unsicherheit behaftet; eine Bootstrap-Simulation zeigt allerdings, dass das wirkliche Preisniveau auch deutlich über der oberen Grenze eines 90-Prozent-Konfidenzbandes liegt. Wie bereits in den anderen Studien gezeigt, entfällt ein knappes Drittel der durch die Steueranhebung verursachten Preiserhöhungen auf die zweite Jahreshälfte 2006, vor allem auf den Oktober und den Dezember.

Zieht man in Betracht, dass die Preise für Nahrungsmittel und Mieten nicht von der Anhebung betroffen sind, dann ergibt sich für den gesamten Verbraucherpreisindex (VPI) ein Effekt zwischen 1,5 Prozent bei voller Überwälzung bei den Energiepreisen und rund 1,25 Prozent bei Nichtüberwälzung bei den Energiepreisen (Tabelle K2-1).

Tabelle K2-1:  
Preiseffekte der Umsatzsteueranhebung

	Preiseffekt <sup>i</sup> in Prozent
Preisindex ohne Nahrungsmittel, Mieten und Energie	2,10
VPI bei voller Überwälzung auf die Energiepreise	1,51
VPI bei Überwälzung von 2,1 Prozentpunkten auf die Energiepreise	1,44
VPI bei Nichtüberwälzung auf die Energiepreise	1,28

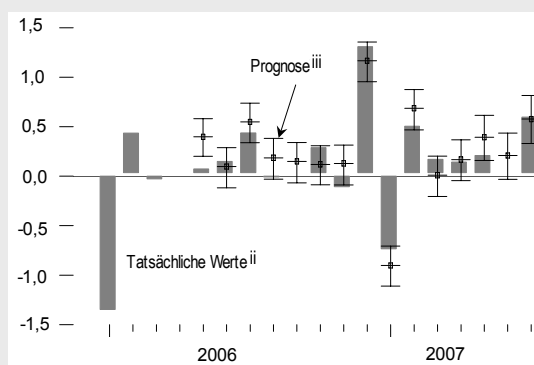
<sup>i</sup>Über den Zeitraum Mai 2006 bis Juli 2007.

<sup>a</sup>Vgl. Arbeitsgemeinschaft (2007: 38) für eine genaue Beschreibung der Spezifikation der Gleichung.

Ferner zeigt ein Blick auf die monatlichen Veränderungen des Preisindikators, dass die Preisanstiege in den vier Monaten von April bis Juli nicht mehr signifikant über denen lagen, die ohne Umsatzsteueranhebung zu erwarten gewesen wären (Abbildung K2-2). Unter der Annahme, dass die Überwälzung bei den Energiepreisen in gleichem Maße stattgefunden hat wie bei den übrigen betroffenen Preisen, liegt der Effekt auf den VPI bei rund 1,4 Prozent.

Dies entspricht etwa jenen 1,3 Prozent, die die Statistische Bundesamt (2005) schematisch als Effekt der Anhebung des Regelsatzes der Umsatzsteuer auf das Verbraucherpreisniveau bei voller Überwälzung berechnet hatte. Alles in allem dürfte die Überwälzung auf die Preise mittlerweile weitgehend abgeschlossen sein.

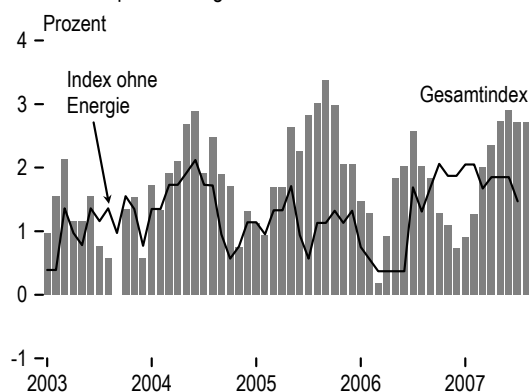
Abbildung K2-2:  
Effekt der Mehrwertsteueranhebung 2006 und 2007<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Veränderung gegenüber dem Vormonat. — <sup>ii</sup>Inklusive 90 Prozent Konfidenzintervall. — <sup>iii</sup>Verbraucherpreise ohne Energie, Nahrungsmittel und Mieten.

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

Abbildung 7:  
Verbraucherpreisanstieg 2003–2007<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* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

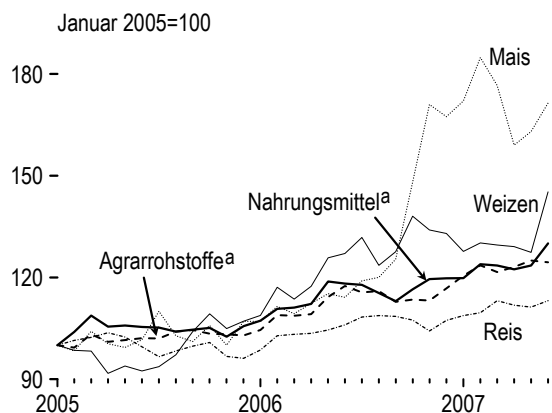
Für den Prognosezeitraum unterstellen wir einen Ölpreis von 70 US-Dollar sowie einen Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar von 1,36. Wir erwarten, dass der durch die Ölpreiserhöhung der ersten Jahreshälfte verursachte Inflationsdruck bis zum Ende des Jahres langsam abklingt und dass im weiteren Prognosezeitraum von außenwirtschaftlicher Seite kein Aufwärtsdruck auf die Preise ausgehen wird, zumal die Preise für nichtenergetische Importe im Zuge der sich etwas abschwächenden Weltkonjunktur wohl leicht fallen werden. Dagegen

erwarten wir, dass sich Nahrungsmittel in den kommenden Monaten weiter verteuern werden. Die erhöhte weltweite Nachfrage nach Lebensmitteln sowie die immer häufiger werdende Verwendung von Getreide (hauptsächlich Mais) zur Energiegewinnung sorgen für Knappheiten auf den internationalen Märkten für Nahrungsmittel und führen zu steigenden Preisen (Abbildung 8). Im Prognosezeitraum werden diese Preisanstiege wohl zum Teil durch den Einzelhandel an die Konsumenten weitergegeben. Dabei bewirkt eine Erhöhung der Nahrungsmittelpreise um 1 Prozent einen Anstieg der gesamten Verbraucherpreise von rund 0,1 Prozent.

Potential für einen weiteren Preisauftrieb ergibt sich auch aus der Binnenkonjunktur. Der Tariflohnanstieg wird sich im Prognosezeitraum beschleunigt fortsetzen, gleichzeitig steigt die Arbeitsproduktivität etwas schwächer. Dadurch werden die Lohnstückkosten im Jahr 2008 nominal um 1,9 Prozent zulegen, nachdem sie im laufenden Jahr nur um 0,7 Prozent anziehen dürften. Auftragsbestände und Kapazitätsauslastung der Firmen sind auf sehr hohem Niveau, so dass der Spielraum für Preiserhöhungen gegeben ist. Insgesamt erwarten wir einen Anstieg der Verbraucherpreise um 1,9 Prozent im Jahr 2007. Für das Jahr 2008 dürfte die Verbraucherpreisinflation aus den oben genannten Gründen 2,0 Prozent betragen.



Abbildung 8:  
Preise für Agrarrohstoffe 2005, 2006 und 2007



<sup>a</sup>Composite Index des IMF.

Quelle: IMF(2007b).

## Weiterhin spürbarer Aufschwung am Arbeitsmarkt

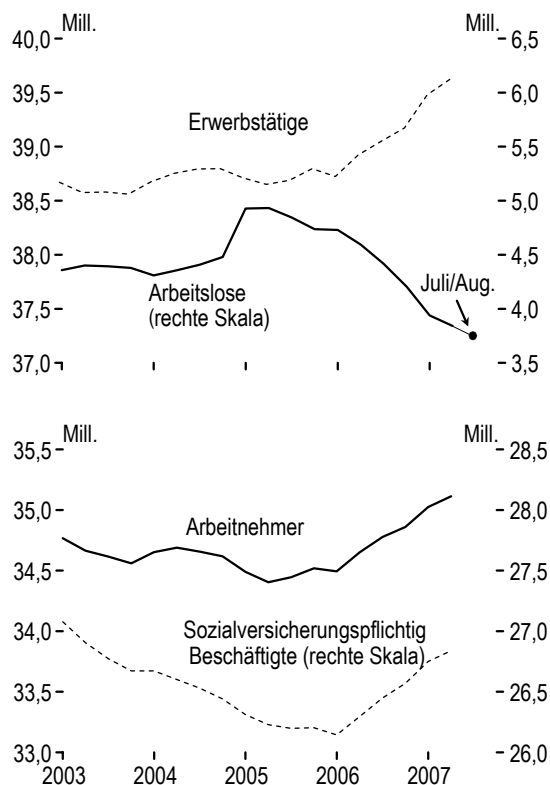
Der Arbeitsmarkt hat sich in den Sommermonaten weiter positiv entwickelt (Abbildung 9). Die Zahl der Erwerbstätigen nahm im zweiten Quartal deutlich zu (+111 000) und die Zahl der Arbeitslosen ging spürbar zurück (-97 000). Im Vergleich zum ersten Quartal nahm die Dynamik allerdings ab. Insbesondere der Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung war zuletzt deutlich schwächer als noch zu Jahresbeginn. Dies ist jedoch nicht auf eine Veränderung der konjunkturellen Grundtendenz zurückzuführen, sondern als Gegeneffekt zu den Sonderfaktoren, wie die relativ milde Witterung zu Jahresbeginn, zu interpretieren.

Am Arbeitsmarkt sind erste Knappheitstendenzen erkennbar. Der Stellenindex der Bundesagentur für Arbeit (BA-X) ist bis zuletzt gestiegen.<sup>5</sup> Außerdem hat laut einer Analyse der Bundesagentur die Vakanzzeit bei Stellenbesetzungen spürbar zugenommen.<sup>6</sup> Vor diesem Hin-

<sup>5</sup> Der BA-X umfasst alle der Bundesagentur bekannten Stellenangebote mit Ausnahme der geförderten Stellen und der Saisonstellen.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu Bundesagentur für Arbeit (2007: 8).

Abbildung 9:  
Arbeitsmarkt 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

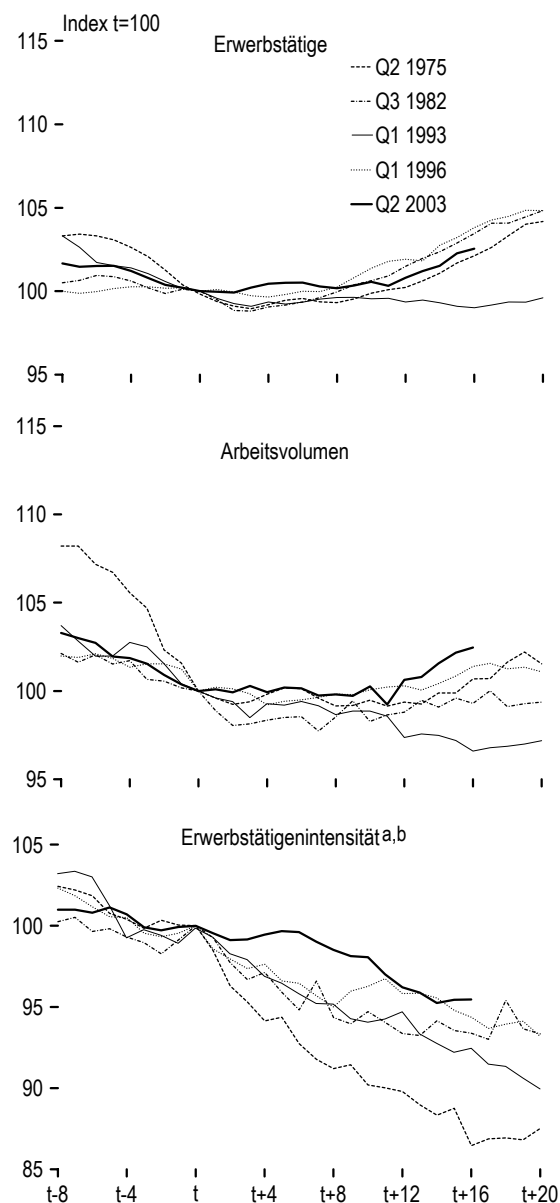
Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3, Inlandsproduktsberechnung* (Ifd. Jgg.); Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* (Ifd. Jgg.).

tergrund profitieren zunehmend auch die Langzeitarbeitslosen von der guten Konjunktur. Im August lag die Zahl der Langzeitarbeitslosen um 21,4 Prozent unter dem Vorjahresstand (nach - 6,0 Prozent im Januar).

Vergleicht man die Entwicklung des Arbeitsmarkts über alle zurückliegenden Aufschwungsphasen seit 1970, zeigen sich erhebliche Übereinstimmungen (Abbildung 10).<sup>7</sup> Der Verlauf der Erwerbstätigkeit im gegenwärtigen Aufschwung ähnelt grundsätzlich weitgehend dem vergangener Aufschwungsphasen. So erreichen

<sup>7</sup> Aus Gründen der Vergleichbarkeit wurde die Datierung der Tiefpunkte von der Deutschen Bundesbank (2007b: 47) übernommen. Allerdings wurden die Daten für einen weiteren Zyklus, mit dem Tiefpunkt erstes Quartal 1996, ergänzt. Diese ergeben sich beispielsweise nach der Methode zur Zyklusbestimmung von Bry und Boschan (1971), vgl. Schirwitz (2006).

Abbildung 10:  
Zyklusvergleich<sup>a</sup> zum Arbeitsmarkt



<sup>a</sup>Wert im jeweiligen Zyklentiefpunkt – gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt – gleich 100 gesetzt. — <sup>b</sup>Zahl der Erwerbstätigen je Einheit des realen Bruttoinlandsprodukts.

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

die Zahl der Erwerbstätigen und das Arbeitsvolumen typischerweise ihren zyklischen Tiefpunkt später als die gesamtwirtschaftliche Produktion. Erst etwa vier Quartale danach geht es auch am Arbeitsmarkt wieder aufwärts; ein

Anstieg des Arbeitsvolumens ging damit freilich nur in der Spätphase des Aufschwungs der achtziger Jahre sowie im laufenden Aufschwung einher. Während in den vergangenen Aufschwüngen die Arbeitszeit je Erwerbstätigen weiter zurückging, ist sie im gegenwärtigen Zyklus annähernd konstant geblieben. Dies dürfte Folge der flexibleren Arbeitszeiten sowie der Verlängerung der tariflichen Arbeitszeit sein. Auch hat sich die Erwerbstätigenintensität – gemessen als Zahl der Erwerbstätigen je Einheit des realen Bruttoinlandsprodukts – deutlich besser entwickelt als in vergangenen Phasen. Hierfür dürfte die Lohnzurückhaltung in den vergangenen Jahren maßgeblich gewesen sein (Dovern und Meier 2007).

Im Prognosezeitraum bleibt der Lohnanstieg alles in allem moderat. Nach den Abschlüssen in der Metall- und Elektroindustrie sowie in der Chemieindustrie liegt nun in einem weiteren wichtigen Bereich, dem Bauhauptgewerbe, ein Tarifabschluss vor. Nach 2,3 Prozent in diesem Jahr werden die Tariflöhne im kommenden Jahr verstärkt, um 3,2 Prozent, zulegen. Alles in allem rechnen wir für die Gesamtwirtschaft mit einem Plus bei den Tariflöhnen von 2,5 Prozent im Jahr 2008, nach rund 2 Prozent in diesem Jahr.

Der Lohnanstieg steht damit der Fortsetzung der konjunkturellen Dynamik nicht im Weg. Dies ist insbesondere damit zu erklären, dass die Tarifvertragsparteien mit dem Instrument der Einmalzahlungen einen Weg gefunden haben, um einerseits die Arbeitnehmer an der guten konjunkturellen Entwicklung teilhaben zu lassen und andererseits eine langfristig wirksame, übermäßige Erhöhung der Lohnkosten zu vermeiden.<sup>8</sup> Die Abschlüsse in der diesjährigen Tarifrunde weisen zudem eine starke Differenzierung auf. Neben der unterschiedlichen wirtschaftlichen Lage zeigt sich in den Abschlüssen auch die relative Verhandlungsmacht der Tarif-

<sup>8</sup> Rechnet man aus den Tariflohnzuwächsen die Einmalzahlungen heraus, so fallen die Zunahmen zum Teil deutlich geringer aus. So lag der Tariflohnindex auf Monatsbasis mit Einmalzahlungen im Jahr 2006 um 1,3 Prozent höher als im Vorjahr. Ohne Einmalzahlungen betrug der Zuwachs nur 0,9 Prozent. Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank (2007b: 51).

## Deutsche Konjunktur: Aufschwungskräfte behalten die Oberhand

Tabelle 6:  
Arbeitsmarkt 2005–2008 (1 000 Personen)

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen (Inland, Mill. Stunden)	55 740	56 001	57 075	58 116
Erwerbstätige (Inland)	38 846	39 088	39 762	40 287
Selbständige <sup>b</sup>	4 356	4 392	4 446	4 503
Davon gefördert <sup>c,d</sup>	322	299	241	266
Arbeitnehmer (Inland)	34 490	34 696	35 317	35 783
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte <sup>d</sup>	26 236	26 364	26 951	27 373
Ausschließlich geringfügig Beschäftigte <sup>d</sup>	4 771	4 820	4 934	5 009
Pendlersaldo	97	82	60	58
Erwerbstätige (Inländer)	38 749	39 006	39 702	40 229
Arbeitnehmer (Inländer)	34 393	34 614	35 257	35 726
Registrierte Arbeitslose	4 861	4 487	3 780	3 222
Arbeitslosenquote <sup>e</sup> (Prozent)	11,7	10,8	8,9	7,6
Erwerbslosenquote <sup>f</sup>	9,1	8,1	6,4	5,8

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Einschließlich mithelfender Familienangehöriger. — <sup>c</sup>Existenzgründungszuschuss („Ich-AG“), Überbrückungsgeld, Einstiegsgeld und ab 1. August 2006: Gründungszuschuss. — <sup>d</sup>Berechnet als Durchschnitt der Monatswerte. — <sup>e</sup>Bundesagentur für Arbeit; bezogen auf alle zivilen Erwerbspersonen. — <sup>f</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.

vertragsparteien.<sup>9</sup> Während der hohe Abschluss in der Metall- und Elektroindustrie die gute Branchenkonjunktur widerspiegelt, führte der zunehmende Wettbewerbsdruck bei der Deutschen Telekom AG zu einer Auslagerung von etwa 50 000 Beschäftigten in Tochtergesellschaften mit verschlechterten Tarifbedingungen. Der Gewerkschaft Deutscher Lokführer scheint es offenbar zu gelingen, für ihre Mitglieder einen Lohnanstieg durchzusetzen, der über dem für die anderen Bahnmitarbeiter beschlossenen Lohnanstieg liegt.

Die realen Arbeitskosten, die im Jahr 2007 auch aufgrund der Senkung der Beiträge zur Sozialversicherung zurückgehen, werden 2008 zum ersten Mal seit 2001 wieder rascher steigen als die Produktivität; dabei spielt auch eine Rolle, dass die Effektivlöhne mit 2,9 Prozent je Stunde abermals rascher anziehen dürften als die Tariflöhne. Aufgrund der zunehmenden Knappheiten am Arbeitsmarkt dürften die Unternehmen zunehmend bereit sein, Aufschläge auf die Tariflöhne zu zahlen, um geeignetes Personal für sich zu gewinnen.

Die Erwerbstätigkeit wird im Prognosezeitraum weiter sehr schwungvoll zunehmen. Bedingt durch die gute Konjunktur und die alles in allem moderate Lohnentwicklung wird die Zahl der Erwerbstätigen 2007 ihren Vorjahresstand um 1,7 Prozent oder 670 000 Personen übersteigen (Tabelle 6).<sup>10</sup> Diese Zunahme resultiert überproportional aus dem Anstieg der Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Im Verlauf des Jahres 2008 dürfte der Beschäftigungsaufbau infolge der dann schwächeren Konjunktur an Schwung einbüßen. Im Jahresdurchschnitt wird die Zahl der Erwerbstätigen um 1,3 Prozent über ihrem Vorjahresstand liegen und dann erstmals die Marke von 40 Millionen überschreiten. Die registrierte Arbeitslosigkeit wird bei alledem weiter deutlich sinken. Im laufenden Jahr wird sie sich – auch bedingt durch Maßnahmen zur Bereinigung der Statistik und durch ein rückläufiges Arbeitskräfteangebot – um reichlich 700 000 Personen verringern. Im kommenden Jahr dürfte sie nochmals

<sup>9</sup> Vgl. hierzu auch Deutsche Bundesbank (2007b: 50).

<sup>10</sup> Der zusätzliche Anstieg im Vergleich zu unserer Prognose vom Juni 2007 resultiert aus einer deutlichen Aufwärtsrevision der bisherigen Erwerbstätigenzahlen für die ersten Monate des 2007.

deutlich – um 560 000 Personen – sinken, so dass die Arbeitslosigkeit im Jahresdurchschnitt bei 3,2 Millionen liegen dürfte.

### Ausblick: Produktionsanstieg schwächt sich etwas ab

Die konjunkturelle Dynamik in Deutschland wird im Verlauf des zweiten Halbjahrs spürbar höher sein als in den ersten sechs Monaten (Tabelle 7). So dürften die Exporte nach der vorübergehenden Flaute wieder an Schwung gewinnen; dazu trägt eine Belebung im übrigen Euro-Raum bei (Doveryn et al. 2007). Vor allem aber wird die Inlandsnachfrage beschleunigt steigen, da die dämpfenden Effekte der restriktiven Finanzpolitik allmählich abklingen. Besonders der private Konsum dürfte kräftig zulegen, denn mit dem fortgesetzten Aufschwung am Arbeitsmarkt und dem wieder geringeren Preis- auftrieb nehmen die realen verfügbaren Ein-

kommen deutlich zu; auch dürfte sich die Sparquote, die sich zu Jahresbeginn sprunghaft erhöhte, normalisieren. Die Investitionsdynamik wird hoch bleiben, denn die Absatz- und Ertragsersparungen sind nach wie vor positiv. Im weiteren Verlauf dieses Jahres werden die Unternehmen ihre Investitionen voraussichtlich sogar beschleunigt ausweiten, um die günstigen Abschreibungsbedingungen, die ab dem Jahr 2008 nicht mehr gelten, auszunutzen. Alles in allem wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Halbjahr deutlich rascher expandieren als das Produktionspotential. Für das Jahr 2007 insgesamt prognostizieren wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,7 Prozent (Abbildung 11). Die Spanne, in der die Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2007 mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit liegt, reicht von 2,3 bis 3,1 Prozent (Abbildung 12). Die Zahl der Arbeitslosen dürfte sich im Jahresdurchschnitt um rund 700 000 auf 3,8 Millionen verringern. Die Verbraucherpreise werden voraussichtlich um 1,9 Prozent zulegen.

Tabelle 7:  
Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland 2006, 2007 und 2008<sup>a</sup>

	2006				2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	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	3,4	5,4	3,0	4,0	2,2	1,0	4,2	2,1	1,8	1,5	1,5	1,6
Private Konsumausgaben	3,4	0,7	1,4	3,4	-7,0	2,5	2,5	2,3	1,9	1,8	1,5	1,5
Konsumausgaben des Staates	2,2	-0,5	2,1	0,0	6,9	-0,7	0,3	0,4	3,5	2,3	1,9	1,9
Ausrüstungsinvestitionen	-2,2	24,3	-2,4	10,9	15,7	10,3	12,0	16,0	4,0	6,0	6,0	6,0
Bauinvestitionen	-15,1	32,7	8,0	6,2	5,8	-18,0	0,8	2,2	0,6	1,5	1,8	1,8
Sonstige Anlagen	5,1	10,7	7,8	10,3	-10,9	13,1	12,0	17,0	4,0	6,0	6,0	6,0
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	0,0	-1,8	0,8	-6,9	7,7	-2,5	0,5	-0,2	-0,5	0,6	0,2	1,2
Inländische Verwendung	0,9	3,5	2,7	-3,6	6,8	-2,2	3,5	3,0	1,8	2,9	2,3	3,3
Ausfuhr	21,1	7,2	13,9	23,0	-1,2	3,6	8,0	7,0	7,0	6,0	5,5	5,5
Einfuhr	16,0	2,9	14,9	5,4	8,7	-3,5	7,0	10,0	8,0	10,0	8,0	10,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	2,9	1,9	0,3	7,5	-3,7	2,9	1,1	-0,4	0,4	-0,8	-0,3	-1,0
Beschäftigte Arbeitnehmer im Inland <sup>d</sup>	34 465	34 642	34 775	34 886	35 165	35 260	35 360	35 480	35 610	35 730	35 845	35 947
Arbeitslose <sup>d</sup>	4 729	4 596	4 418	4 204	3 939	3 842	3 744	3 594	3 434	3 284	3 144	3 024

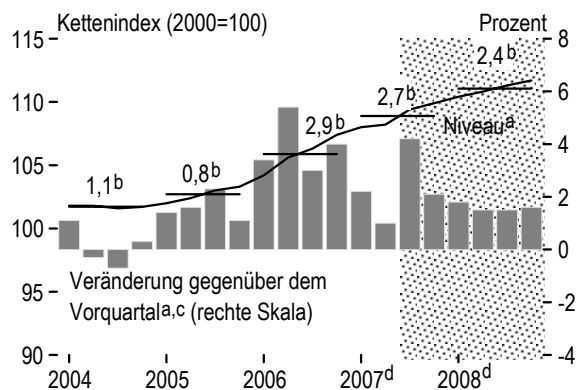
<sup>a</sup>Kettenindizes. Saison- und arbeitstäglich bereinigt. Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Lundberg-Komponente. — <sup>d</sup>1 000 Personen.

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

## Deutsche Konjunktur: Aufschwungskräfte behalten die Oberhand

Abbildung 11:

Reales Bruttoinlandsprodukt 2004–2008<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 2007 III: Prognose.

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

Abbildung 12:

Prognoseintervalle für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2007 und 2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognostizierter Anstieg (Linie) und Prognoseintervall (grau hinterlegte Flächen) bei Irrtumswahrscheinlichkeiten von 66, 33 und 5 Prozent (basierend auf historischen Prognosefehlern des Instituts für Weltwirtschaft jeweils im dritten Quartal der Jahre 1994–2006).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Im kommenden Jahr wird die gesamtwirtschaftliche Produktion nur noch in moderatem Tempo zunehmen, und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird – ausgehend von dem hohen Stand am Ende dieses Jahres – im Verlauf etwas sinken. Dabei wird die Inlands-

nachfrage allerdings weiter recht kräftig expandieren und die wesentliche Stütze der Konjunktur sein, während von der Außenwirtschaft anders als in den Vorjahren kein Wachstumsbeitrag zu erwarten ist. Bei anhaltend hoher Beschäftigungsdynamik werden die privaten Konsumausgaben deutlich rascher ausgeweitet werden als im laufenden Jahr. Dagegen werden die Unternehmensinvestitionen wohl etwas an Schwung verlieren. Zum einen ist dies ein Reflex auf das Vorziehen von Käufen in das Jahr 2007. Zum anderen wird aber auch die straffere Geldpolitik zunehmend wirksam. Auch werden die Finanzierungsbedingungen generell weniger günstig sein; hier dürften sich die veränderten Risikoeinschätzungen durch die Märkte bemerkbar machen. Daneben dürften sich für die deutschen Unternehmen die Absatzaussichten im Ausland etwas eintrüben. In der Weltwirtschaft wird das Expansionstempo nicht mehr so hoch sein wie in den Vorjahren. Für die deutschen Exporteure ist besonders bedeutsam, dass die Konjunktur im übrigen Euroraum etwas an Schwung verlieren wird und die Flaute in den Vereinigten Staaten erst allmählich überwunden werden dürfte.

Für das Jahr 2008 erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,4 Prozent (Tabelle 8). Dazu trägt der Arbeitstageeffekt 0,3 Prozentpunkte bei. Die Arbeitslosigkeit dürfte im Jahresdurchschnitt weiterhin deutlich sinken, sie dürfte sich auf etwa 3,2 Millionen belaufen, nach rund 3,8 Millionen im Vorjahr. Der Preisaufrtrieb wird mit einer Rate von 2,0 Prozent ähnlich hoch sein wie im Jahr 2007. Zwar drückt der Basiseffekt, der sich aufgrund der Mehrwertsteueranhebung im Jahr 2007 ergibt, die Rate im Jahr 2008; insbesondere die stärker anziehenden Lohnstückkosten führen jedoch zu stärkeren Preisanhebungen. Damit wird die Inflationsrate auch im kommenden Jahr ähnlich hoch sein wie im übrigen Euroraum.

Bei dieser Prognose bestehen zum jetzigen Zeitpunkt erhebliche Risiken, die wir anhand der Prognosefehler in der Vergangenheit ermitteln. Für das kommende Jahr reicht die Spanne, in der die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit

## Deutsche Konjunktur: Aufschwungskräfte behalten die Oberhand

Tabelle 8:  
Jahresdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland 2005–2008

	2006	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
	Mrd. Euro	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent			
Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in Vorjahrespreisen					
Bruttoinlandsprodukt		0,8	2,9	2,7	2,4
Private Konsumausgaben		-0,1	1,0	-0,1	2,1
Konsumausgaben des Staates		0,5	0,9	1,8	1,8
Anlageinvestitionen		1,0	6,1	6,0	5,3
Ausrüstungsinvestitionen		6,0	8,3	11,0	9,2
Bauinvestitionen		-3,1	4,3	1,7	1,5
Sonstige Anlagen		4,8	6,7	6,1	9,3
Vorratsveränderung <sup>b</sup>		0,1	0,0	0,1	0,0
Inländische Verwendung		0,3	1,9	1,6	2,7
Ausfuhr		7,1	12,5	7,7	6,9
Einfuhr		6,7	11,2	5,7	8,4
Außenbeitrag <sup>b</sup>		0,5	1,1	1,2	-0,2
Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in jeweiligen Preisen					
Bruttoinlandsprodukt	2 322,2	1,5	3,5	4,2	4,2
Private Konsumausgaben	1 357,5	1,4	2,3	1,6	4,1
Konsumausgaben des Staates	425,9	1,4	1,0	2,4	3,2
Anlageinvestitionen	417,1	0,9	6,7	8,7	5,9
Ausrüstungsinvestitionen	173,7	4,9	7,1	10,6	8,6
Bauinvestitionen	203,4	-2,2	6,8	7,8	3,7
Sonstige Anlagen	26,3	2,1	3,7	4,0	6,1
Vorratsveränderung (Mrd. Euro)	-4,7	-7,5	-4,7	-7,1	-14,6
Inländische Verwendung	2 195,8	1,5	3,0	3,0	4,0
Ausfuhr	1 046,5	8,3	14,0	7,8	7,6
Einfuhr	920,1	9,2	14,3	5,4	7,5
Außenbeitrag (Mrd. Euro)	126,4	113,3	126,4	157,5	169,9
Bruttonationaleinkommen	2 344,4	1,7	3,5	4,2	4,4
Deflatoren					
Bruttoinlandsprodukt		0,7	0,6	1,5	1,8
Private Konsumausgaben		1,5	1,4	1,8	2,0
Konsumausgaben des Staates		1,0	0,2	0,6	1,4
Ausrüstungsinvestitionen		-1,0	-1,1	-0,4	-0,6
Bauinvestitionen		0,9	2,4	6,0	2,2
Sonstige Anlagen		-2,6	-2,8	-2,0	-3,0
Ausfuhr		1,1	1,3	0,1	0,6
Einfuhr		2,4	2,8	-0,2	-0,8
<i>Nachrichtlich: Verbraucherpreise</i>		2,0	1,7	1,9	2,0
Einkommensverteilung					
Volkseinkommen		1,4	3,6	3,7	5,1
Arbeitnehmerentgelte		-0,6	1,7	3,5	4,3
in Prozent des Volkseinkommens		66,8	65,6	65,5	65,0
Unternehmens- und Vermögenseinkommen		5,9	7,2	4,1	6,6
Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte		1,7	1,9	1,9	3,9
Sparquote (Prozent)		10,5	10,5	10,7	10,6
Lohnstückkosten, real <sup>c</sup>		-1,7	-1,7	-0,7	0,1
Produktivität <sup>d</sup>		1,3	2,4	0,8	0,5
Arbeitslose (1 000)		4 861	4 487	3 780	3 222
Arbeitslosenquote (Prozent)		11,7	10,8	8,9	7,6
Erwerbstätige <sup>e</sup> (1 000)		38 846	39 088	39 762	40 287
Finanzierungssaldo des Staates					
in Mrd. Euro		-75,6	-37,3	0,7	5,0
in Relation zum Bruttoinlandsprodukt		-3,4	-1,6	0,0	0,2
Schuldenstand <sup>f</sup>		67,8	67,5	64,8	62,4

<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* (lfd. Jgg.); eigene Schätzungen und Prognosen.

liegt, von 0,2 bis 4,6 Prozent. Ein großes Risiko besteht derzeit darin, dass sich die Unsicherheit darüber, in welchem Umfang Banken von den Verlusten im Zusammenhang mit der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten betroffen sind, nicht rasch auflöst und die Liquiditätsengpässe an den Geldmärkten deshalb über längere Zeit bestehen bleiben. Dadurch würden die Finanzierungskosten für die Unternehmen steigen; außerdem wäre die Stabilität des Bankensystems andauernd bedroht. Erhebliche Abwärtsrisiken bestehen auch bei der Konjunktur im Ausland. Unsere Simulationen oben haben gezeigt, dass, wenn sich der Einbruch am amerikanischen Immobilienmarkt weiter verschärfen oder stärker als unterstellt auf die Konjunktur durchschlagen sollte, auch die deutsche Konjunktur davon betroffen wäre, zumal dann wohl auch der US-Dollar schwächer würde und somit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportunternehmen beeinträchtigt würde.

## Was sollte die Wirtschaftspolitik tun, damit der Produktionsanstieg kräftig bleibt?

---

### *Die Ausgangslage*

Die deutsche Wirtschaft wird sich nach unserer Prognose im Jahr 2008 im dritten Jahr des Aufschwungs befinden. Der Produktionszuwachs wäre bis dahin mit jahresdurchschnittlich fast 3 Prozent erheblich stärker als in den Jahren 2001 bis 2005. In jener Zeit nahm das reale Bruttoinlandsprodukt um durchschnittlich nur 0,6 Prozent pro Jahr zu, die Inlandsnachfrage ging sogar zurück. Zu einem großen Teil sind diese Unterschiede Ausdruck eines typischen Konjunkturzyklus. Teilweise kann man die Beschleunigung in jüngster Zeit allerdings darauf zurückführen, dass das Produktionspotential offenbar seit einiger Zeit schneller

wächst.<sup>11</sup> Nach unseren Schätzungen wird das reale Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr etwas höher sein als das Produktionspotential. Wie lange die Phase mit einer hohen Kapazitätsauslastung andauern wird und ob sich der Output Gap sogar noch vergrößert, lässt sich aus der Erfahrung nicht eindeutig ableiten. Die Konjunkturzyklen waren in den vergangenen Jahrzehnten sowohl unterschiedlich lang als auch unterschiedlich stark ausgeprägt; in manchen Zyklen war die Produktionslücke – nach den meisten Schätzungen – über mehrere Jahre ausgeprägt positiv, so auch in den Jahren 1999 bis 2002.

Häufig ging in der Vergangenheit ein Aufschwung dann zu Ende, wenn die Kosten übermäßig stiegen und von daher die Einhaltung des Inflationsziels gefährdet war. Sollte sich dies abzeichnen, muss eine auf Glaubwürdigkeit bedachte Notenbank wie die EZB die Zinsen so stark anheben, dass die Konjunktur einen Dämpfer erhält. Dieses Szenario ist für das kommende Jahr aber nicht zu erwarten. Der Anstieg der Arbeitskosten dürfte sich im Euroraum insgesamt in einem Rahmen bewegen, der als stabilitätskonform angesehen werden kann (Dovern et al. 2007). Insofern ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass es in nächster Zeit zu einer „Kollision der Lohnpolitik mit der Geldpolitik“ kommt, die früher häufig einen Abschwung einleitete oder sogar eine Rezession auslöste. Wichtig ist – auch mit Blick auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit –, dass der Anstieg der Arbeitskosten in Deutschland mäßig bleibt. Das Risiko, dass die sich weiter besessernde Lage auf dem Arbeitsmarkt zu einem stärkeren Lohndruck in der Zeit nach 2008 führt, besteht durchaus; dies zeigen auch unsere modellbasierten Schätzungen des Lohnsetzungsverhaltens. Ob dieses Risiko gering gehalten wird und der Anstieg der Löhne moderat bleibt, wird auch durch die Wirtschaftspolitik beeinflusst.

Entscheidend für den Produktionsanstieg in den kommenden Jahren ist letztlich, wie sich

---

<sup>11</sup> Zu den Ursachen für den rascheren Anstieg des Produktionspotentials in Deutschland vgl. Boss et al. (2007b).

die Wachstumsrate des Produktionspotentials entwickelt. Hierbei kommt der Wirtschaftspolitik eine entscheidende Rolle zu. Von der Finanzpolitik sind allerdings in nächster Zeit – abgesehen von der Reform der Unternehmens- und Kapitaleinkommensbesteuerung – keine größeren Impulse zur Stärkung des Potentialwachstums zu erwarten. Vor allem ist es offenbar nicht beabsichtigt, die Einkommensteuersätze in dieser Legislaturperiode zu verringern; damit würde das Wachstum sogar gebremst, denn die Belastung durch die Einkommensteuer wird durch die heimlichen Steuererhöhungen spürbar zunehmen. Auch soll der Spielraum für die Senkung der Sozialversicherungsbeiträge, der sich aus der günstigen Finanzlage der Bundesagentur für Arbeit ergibt, nicht voll genutzt werden. Die Politik sollte aber etwas unternehmen, um zu verhindern, dass die Wachstumsrate des Produktionspotentials bald wieder geringer wird. Insbesondere zwei Maßnahmen sollten erwogen werden: eine deutlichere Verringerung des Beitragssatzes in der Arbeitslosenversicherung und eine generelle Reduktion der Einkommensteuersätze. Eine weitere Flexibilisierung des Arbeitsmarktumfelds wäre ebenfalls wünschenswert, nicht zuletzt deshalb, weil so der Anstieg der Lohnkosten nach dem Jahr 2008 auf moderatem Niveau gehalten werden kann.

### *Stärkere Reduktion des Beitragssatzes in der Arbeitslosenversicherung wünschenswert<sup>12</sup>*

Der Beitragssatz in der Arbeitslosenversicherung soll nach derzeitiger Beschlusslage zum 1. Januar 2008 von 4,2 auf 3,9 Prozent verringert werden. Dies hätte bei der erwarteten konjunkturellen Entwicklung und bei den geltenden Regeln für die Ausgaben der Bundesagentur für Arbeit zur Folge, dass der Budgetüberschuss der Bundesagentur für Arbeit im Jahr

2008 rund 6 Mrd. Euro beträgt.<sup>13</sup> Eine Verringerung des Beitragssatzes um zusätzlich einen halben Prozentpunkt ist möglich, ohne dass im Fall einer wirtschaftlichen Abschwächung nach dem Jahr 2008 ein Defizit im Haushalt der Bundesagentur aufträte und damit ein Bedarf an Zuschüssen des Bundes entstünde. Wir halten eine Reduktion des Beitragssatzes auf 3,4 Prozent für angebracht.<sup>14</sup>

Dies bedeutet nicht, dass die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nicht für wichtig gehalten wird. Blicke es nämlich bei einem Beitragssatz von 3,9 Prozent, so würde der Überschuss der Bundesagentur im Jahr 2008 wohl nicht in dem Maße größer ausfallen, das sich aus dem Beitragssatzunterschied (als 4 Mrd. Euro bei 0,5 Beitragssatzpunkten) errechnen lässt; das Finanzpolster würde also nicht entsprechend stärker zunehmen. Vielmehr wäre angesichts der politischen Diskussion sowie der Erfahrungen wohl zu erwarten, dass es in diesem Fall zu zusätzlichen Ausgaben der Bundesagentur (beispielsweise für Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen) kommt und/oder dass der Bund seine Zuweisungen an die Bundesagentur kürzt.

### *Widerspricht eine Einkommensteuer-senkung dem Ziel der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte?*

Eine Reduktion der Einkommensteuersätze wird oft als nicht erforderlich angesehen, gelegentlich wird sie als nicht finanzierbar eingestuft. Ziel der Finanzpolitik sollte es gegenwärtig vor dem Hintergrund des hohen Schuldenstandes tatsächlich sein, die Nettokreditaufnahme zu verringern oder eine Neuverschuldung sogar zu vermeiden. Durch kräftige Ausgabenkürzungen, insbesondere bei den Finanz-

<sup>12</sup> Einen Vorschlag zur grundlegenden Reform der Arbeitslosenversicherung (Beschäftigungskonten) haben Boss et al. (2007d) vorgelegt.

<sup>13</sup> Ende 2008 wäre eine Rücklage in Höhe von 24 Mrd. Euro aufgebaut.

<sup>14</sup> Dies gilt selbst dann, wenn ein Teil der bereits vorhandenen Rücklage zur Finanzierung von Beamtenpensionen in der Zukunft „zurückgelegt“ wird.



hilfen des Staates,<sup>15</sup> lässt sich aber Spielraum für eine Verringerung der Einkommensteuersätze schaffen.

Selbst dann, wenn im Jahr 2008 – wie absehbar – beträchtliche Mehrausgaben getätigt werden, ist eine generelle Reduktion der Einkommensteuersätze beispielsweise zum Beginn des Jahres 2009 erwägenswert. Unterbleibt nämlich bei zunehmenden Nominaleinkommen eine Anpassung der Grenz- und damit der Durchschnittssteuersätze, so steigt die Steuerbelastung infolge heimlicher Steuererhöhungen, die Arbeitsanreize werden geschwächt, und das Wachstum des Produktionspotentials fällt geringer aus als sonst (Kasten 3).<sup>16</sup>

Anstatt alle Einkommensteuersätze beispielsweise in prozentual gleichem Ausmaß zu verringern, könnte der Solidaritätszuschlag (z.B. in zwei Stufen) abgeschafft werden. Dies hätte nicht – wie oft suggeriert – zur Folge, dass die Transfers zugunsten der neuen Länder geringer als sonst ausfielen; denn das Aufkommen, das der Solidaritätszuschlag erbringt (2007: 12,6 Mrd. Euro), ist nicht zweckgebunden für die Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung in den neuen Ländern. Es hätte aber zur Folge, dass die Mindereinnahmen ganz beim Bund anfielen, dem das gesamte Aufkommen an Solidaritätszuschlag zusteht. Wollte man alle Gebietskörperschaften an den Steuermindereinnahmen „beteiligen“, so müsste die Verteilung der so genannten Gemeinschaftssteuern (Einkommensteuer, Steuern vom Umsatz) auf Bund, Länder und Gemeinden geändert werden. Dies könnte sich politisch als schwierig erweisen.

Möglich ist es auch, das Problem der heimlichen Erhöhung der Einkommensteuer, die bei einem Anstieg des Preisniveaus und/oder bei einer Zunahme der Realeinkommen entsteht, dauerhaft zu lösen. Will man heimliche Erhöhungen systematisch vermeiden, so sind eine Indexierung der Abzugsbeträge bei der Ermitt-

lung des zu versteuernden Einkommens und aller Stufen des Einkommensteuertarifs entsprechend der Nominaleinkommensentwicklung erforderlich. Für jeden Steuerpflichtigen bliebe die Steuerbelastung konstant, wenn sich sein Realeinkommen wie im Durchschnitt für alle Beschäftigten veränderte. Die Anpassung des Einkommensteuertarifs – jedenfalls entsprechend dem Anstieg des Verbraucherpreisniveaus – ist keineswegs eine Seltenheit in den Industrieländern. So werden in den Vereinigten Staaten seit 1981 wichtige Elemente des Einkommensteuerrechts jedes Jahr angepasst, nämlich die persönlichen Freibeträge, die Standardabzüge und die Stufen des Tarifs.<sup>17</sup>

### *Weitere Flexibilisierung des Arbeitsmarkts erforderlich*

Die Lohnzurückhaltung in den vergangenen Jahren hat nicht nur zu einem höheren Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts und der Beschäftigung geführt, sie hat vor allem auch die Angebotsbedingungen verbessert und somit das Potentialwachstum gefördert (Boss et al. 2007b). Es zeigt sich, dass der moderate Anstieg der Löhne nicht allein ein zyklisches Phänomen war, die Konjunkturschwäche und die hohe Arbeitslosigkeit also den Anstieg der Löhne bremsen. Die Lohnzurückhaltung hat sich nicht zuletzt unter dem Druck des intensiveren internationalen Wettbewerbs und verschiedener Maßnahmen zur Flexibilisierung des deutschen Arbeitsmarkts ergeben. Sie war insofern strukturell bedingt, entsprechend führte sie zu einer Abnahme der strukturellen Arbeitslosigkeit. Eine Fortsetzung des moderaten Lohnanstiegs wäre der beste Beitrag für mehr Wachstum und Beschäftigung. Dass es dazu kommt, ist umso wahrscheinlicher, je mehr die Bundesregierung die Flexibilisierung auf dem Arbeitsmarkt vorantreibt und die Arbeitsanreize erhöht. Dann könnte das Produktionspotential rascher wachsen, und die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts wäre mittelfristig höher.

<sup>15</sup> Zu den Finanzhilfen und sonstigen Subventionen in Deutschland vgl. Boss und Rosenschon (2006).

<sup>16</sup> Der Bundeswirtschaftsminister schätzt die Situation offenbar ähnlich ein. „Im Jahr 2010 – 5 Jahre nach der letzten allgemeinen Steuersenkung – sollten die bis dahin angesammelten ‚heimlichen Steuererhöhungen‘ an die Bürger und Betriebe zurückgegeben werden“ (BMWi 2007: 9).

<sup>17</sup> Vgl. hierzu Rosen und Gayer (2008: 403–404).

*Kasten 3:*

Deutlicher Anstieg der Belastung bei unverändertem Einkommensteuerrecht – Der Einkommensteuertarif als Wachstumsbremse<sup>a</sup>

Die Einkommensteuersätze waren in den Jahren 2001, 2004 und 2005 deutlich gesenkt worden. Diese Änderungen des Einkommensteuertarifs bedeuten aber nicht, dass in geringerem Maße als zuvor mit heimlichen Steuererhöhungen zu rechnen ist. Auch der Einkommensteuertarif 2005 und der Tarif 2007<sup>b</sup> sind so geartet, dass es zu beträchtlichen heimlichen Steuererhöhungen kommt. Die Elastizität des Lohnsteueraufkommens, des weitaus größten Teils des Einkommensteueraufkommens, ist im Jahr 2007 bei unveränderter Beschäftigtenzahl mit einem Wert von 1,9 sehr hoch (vgl. Boss et al. 2006a). Sie wird in den nächsten Jahren bei unverändertem Einkommensteuertarif – in Abhängigkeit von dem unterstellten Lohnanstieg – zwar sinken, aber hoch bleiben. Die heimlichen Steuererhöhungen belaufen sich bei einem Lohnanstieg um jahresdurchschnittlich 2 Prozent auf rund 3 Mrd. Euro je Jahr.

Für einen Lohnsteuerpflichtigen mit durchschnittlichem Bruttolohn (und mit pauschalierten Werbungskosten und Sonderausgaben) beträgt der Durchschnittssteuersatz (Lohnsteuer bezogen auf das zu versteuernde Einkommen) im Jahr 2007 rund 18 Prozent, der Grenzsteuersatz beläuft sich auf reichlich 30 Prozent. Der Grenzsteuersatz des durchschnittlichen Lohnsteuerzahlers wird – bei einem unterstellten Lohnanstieg in Höhe von 1,5 Prozent je Jahr – in den Jahren 2007 bis 2011 von 30,2 Prozent auf 31,0 Prozent, der Durchschnittssteuersatz um ebenfalls 0,8 Prozentpunkte steigen (Boss et al. 2006a: 14–15). Auch dann, wenn man nicht nur die Einflüsse des Steuertarifs, sondern auch die der Regeln für die Abzugsbeträge berücksichtigt, zeigt sich, dass die Belastung typischer Gruppen der Beschäftigten um knapp einen Prozentpunkt steigen wird (Boss et al. 2006a: 17).

Dies bedeutete, dass der Nettoealohn schwächer als der Bruttoealohn steigt oder gar sinkt. Das Arbeitsangebot würde reduziert und bei nicht unelastischer Arbeitsnachfrage unter sonst gleichen Umständen das Wachstum des Produktionspotentials verringert. Das Ausmaß des dämpfenden Effekts hängt u.a. von der Elastizität des Arbeitsangebots in Bezug auf den Nettoealohn ab. Haan und Steiner schätzen die Elastizität der Zahl der Arbeitsstunden in Bezug auf eine einprozentige Änderung des Reallohns für Frauen auf 0,3 und für Männer auf 0,2 (Haan und Steiner 2004: 11–12). Angesichts dieser Werte könnte ein Anstieg der Steuerbelastung um knapp einen Prozentpunkt zu einem beträchtlichen Rückgang des Arbeitsangebots führen. Der Einkommensteuertarif würde sich als Wachstumsbremse erweisen.

<sup>a</sup>Die im Folgenden beschriebene Problematik wird ausführlich behandelt in einem Aufsatz, der im Januar 2008 in den „Perspektiven der Wirtschaftspolitik“ veröffentlicht werden wird (Achim Boss, Alfred Boss und Thomas Boss, Der deutsche Einkommensteuertarif. Wieder eine Wachstumsbremse?) — <sup>b</sup>Im Jahr 2007 gelten ein Eingangssteuersatz von 15 und (außer für gewerbliche Einkünfte) ein Spitzensteuersatz von 45 statt zuvor 42 Prozent für zu versteuernde Einkommen von mehr als 250 000 Euro je Jahr für Ledige bzw. 500 000 Euro je Jahr für Verheiratete.

Allerdings deuten die Pläne der Bundesregierung für den Rest der Legislaturperiode sowie die gegenwärtige Diskussion in den Parteien nicht auf entsprechende Maßnahmen hin. In mancher Hinsicht ist sogar mit einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen des Arbeitsmarkts zu rechnen. So soll der Mindestlohn offenbar auf weitere Bereiche ausgedehnt werden, obwohl die Argumente für die Einführung eines Mindestlohns nicht überzeugen (Sachverständigenrat 2006, Ziffern 536–543). Auch wird erwogen, selbst bei fehlender Bedürftigkeit einen so genannten Erwerbstätigenzuschlag für Geringverdiener zu zahlen, die bislang Arbeitslosengeld II beziehen (Creutz-

burg 2007). Dies würde zwar die Zahl der Empfänger des Arbeitslosengeldes II reduzieren, aber nur dadurch, dass die betroffenen Leistungsempfänger anders genannt würden. Es würde zudem den Kreis der Begünstigten vergrößern und hätte insofern zur Folge, dass ein Grundprinzip des Systems des Arbeitslosengeldes II ausgehöhlt würde, nach dem einerseits Nettolohn und Arbeitslosengeld II zusammen ein von der Gesellschaft als auskömmlich angesehenes verfügbares Einkommen ergeben, wenn Bedürftigkeit vorliegt, nach dem andererseits Arbeitslosengeld II nicht gewährt wird, wenn Bedürftigkeit nicht besteht. Im Gespräch ist auch eine Aufstockung des so ge-

nannten Kinderzuschlags (bisher 140 Euro je Monat).<sup>18</sup> Selbst eine Verlängerung des Zeitraums, in dem Arbeitslosengeld bezogen werden kann, also eine mindestens partielle Rück-

nahme einer zentralen Reformmaßnahme, wird gelegentlich gefordert. Hingegen werden Maßnahmen wie z.B. die Einführung von Einstellungsgutscheinen<sup>19</sup> relativ wenig diskutiert.

## Anhang

Tabelle A1:

Einnahmen und Ausgaben der gesetzlichen Rentenversicherung 2005–2008<sup>a</sup> (Mrd. Euro)

	2005	2006	2007 <sup>b</sup>	2008 <sup>b</sup>
Tatsächliche Sozialbeiträge	155,7	156,3	162,3	169,1
Unterstellte Sozialbeiträge	0,2	0,2	0,2	0,2
Empfangene Transfers vom Staat	78,8	78,4	79,7	79,9
Sonstige Einnahmen	0,9	0,9	0,9	0,9
Einnahmen insgesamt	235,6	235,8	243,1	250,1
Monetäre Sozialleistungen	233,1	234,8	236,8	240,2
Soziale Sachleistungen	3,7	3,4	3,4	3,5
Sonstige Ausgaben <sup>c</sup>	4,8	4,6	4,8	4,8
Ausgaben insgesamt	241,6	242,8	245,0	248,5
Finanzierungssaldo	-6,0	-7,1	-1,9	1,6

<sup>a</sup>Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Z.B. Löhne der Beschäftigten, Verwaltungsaufwand.

Quelle: Statistisches Bundesamt, interne Arbeitsunterlage; eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle A2:

Einnahmen und Ausgaben der gesetzlichen Krankenversicherung 2005–2008<sup>a</sup> (Mrd. Euro)

	2005	2006	2007 <sup>b</sup>	2008 <sup>b</sup>
Tatsächliche Sozialbeiträge	139,9	142,4	149,6	154,1
Unterstellte Sozialbeiträge	0,6	0,6	0,6	0,7
Empfangene Transfers vom Staat	4,6	6,4	4,7	4,7
Sonstige Einnahmen	0,9	0,8	0,9	0,8
Einnahmen insgesamt	146,0	150,2	155,8	160,3
Monetäre Sozialleistungen <sup>c</sup>	7,5	7,3	7,5	7,7
Soziale Sachleistungen	127,6	131,5	136,3	141,6
Sonstige Ausgaben <sup>d</sup>	8,8	9,2	9,5	9,6
Ausgaben insgesamt	143,9	148,0	153,3	158,9
Finanzierungssaldo	2,0	2,2	2,5	1,4

<sup>a</sup>Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Krankengeld und Ähnliches. — <sup>d</sup>Löhne der Beschäftigten, Verwaltungsaufwand etc.

Quelle: Statistisches Bundesamt, interne Arbeitsunterlage; eigene Berechnungen und Prognosen.

<sup>18</sup> Der Kinderzuschlag wird seit Jahresbeginn 2005 anstatt des Sozialgeldes (auf drei Jahre befristet) an Personen gezahlt, die selbst einen Anspruch auf Arbeitslosengeld II nicht haben, deren Kinder aber anspruchsberechtigt sind. Er ist ein Fremdkörper im Arbeitslosengeld-II-System, verursacht extrem hohe Verwaltungskosten (auch durch die Verknüpfung mit Wohngeldansprüchen), ist verteilungspolitisch problematisch (wegen seiner unterschiedlichen Wirkung in Abhängigkeit vom Alter der Kinder und vom Familienstand) und schwächt die Arbeitsanreize (Boss und

Elendner 2005: 175–176); zu einer ausführlichen Analyse vgl. Meister (2006). Der Kinderzuschlag sollte nicht erhöht und/oder einem größeren Personenkreis gewährt, sondern abgeschafft werden. Will man Haushalte mit Kindern unterstützen, so bieten sich Lösungen im Rahmen des Arbeitslosengeld-II-Systems an, die nicht die skizzierten Mängel aufweisen.

<sup>19</sup> Vgl. hierzu Boss et al. (2007e) sowie grundlegend Brown et al. (2006).

## Literatur

---

- Arbeitsgemeinschaft (Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V.) (2001). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2001*. Berlin.
- Arbeitsgemeinschaft (Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V.) (2007). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2007*. Berlin.
- Benner, J., A. Boss, A. Kamps, C.-P. Meier, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2005). Deutschland: Vorerst weiter schwache Konjunktur und kaum Aussicht auf höheres Wachstum. *Die Weltwirtschaft* (1): 36–63.
- BMWi (Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie) (Hrsg.) (2007). Wirtschafts- und finanzpolitische Mittelfriststrategie: „Goldener Schnitt 2012“. *Monatsbericht* (7): 7–11.
- Boss, A., und T. Elendner (2005). Verstärkte Arbeitsanreize durch das Arbeitslosengeld II? *Die Weltwirtschaft* (2): 168–196.
- Boss, A., und A. Rosenschon (2006). Der Kieler Subventionsbericht: Grundlagen, Ergebnisse, Schlussfolgerungen. Kieler Diskussionsbeiträge 423. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., A. Boss und T. Boss (2006a). Der deutsche Einkommensteuertarif: Weiterhin eine Wachstumsbremse? Kieler Arbeitspapiere 1304. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2006b). Aufschwung in Deutschland gewinnt zunächst noch an Fahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2006. Kieler Diskussionsbeiträge 428/429. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007a). Aufschwung in Deutschland setzt sich nur wenig verlangsamt fort. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 439/440. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007b). Verbessertes Arbeitsmarktumfeld stärkt Wachstum des Produktionspotentials in Deutschland. Kieler Diskussionsbeiträge 441/442. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier und J. Scheide (2007c). Aufschwung in Deutschland bleibt kräftig. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 443/444. IfW, Kiel.
- Boss, A., A.J.G. Brown und D.J. Snower (2007d). Beschäftigungskonten für Deutschland. Kieler Arbeitspapiere 1325. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., A.J.G. Brown, C. Merkl und D.J. Snower (2007e). Einstellungsgutscheine: Konkrete Ausgestaltung für Deutschland. Kieler Arbeitspapiere 1327. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Brown, A.J.G., C. Merkl und D.J. Snower (2006). Comparing the Effectiveness of Employment Subsidies. Kieler Arbeitspapiere 1302. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Bry, G., und C. Boschan (1971). *Cyclical Analysis of Time Series; Selected Procedures and Computer Programs*. NBER, New York.
- Bundesagentur für Arbeit (2007). *Monatsbericht*. August. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Amtliche Nachrichten*. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). *Arbeitsmarkt in Zahlen – Beschäftigung in Deutschland – Monatszahlen*. Nürnberg.
- Creutzburg, D. (2007). Koalition streitet über neue Sozialleistungen. *Handelsblatt*, 20. August: 3.
- Dees, S., F. diMauro, M.H. Pesaran und L.V. Smith (2007). Exploring the International Linkages of the Euro Area: a Global VAR Analysis. *Journal of Applied Econometrics* 22 (1): 1–38.
- Deutsche Bundesbank (2007a). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2007b). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.

- Deutsche Bundesbank (2007c). *Bankenstatistik*. Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1. Juni. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2007d). *Kapitalmarktstatistik*. Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2. August. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.
- Dovern, J., und C.-P. Meier (2007). Lohnanstieg und Konjunktur in Deutschland 2004–2008. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2007*. Kieler Diskussionsbeiträge 439/440. IfW, Kiel.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2007). Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007*. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel. In Vorbereitung.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Haan, P., und V. Steiner (2004). Distributional and Fiscal Effects of the German Tax Reform 2000. A Behavioral Microsimulation Analysis. DIW Discussion Papers 419. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.
- ifo (ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.) (lfd. Jgg.). *ifo-Konjunkturperspektiven*. München.
- IMF (International Monetary Fund) (2007a). *World Economic Outlook*. April. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2007b). *International Financial Statistics*. August. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Meister, W. (2006). Der Kinderzuschlag für Geringverdiener – ein Beispiel für mangelhafte Abstimmung im deutschen Transfersystem. *ifo Schnelldienst* 59 (16): 12–20.
- Rosen, H.S., und T. Gayer (2008). *Public Finance*. Eighth Edition. Boston, Mass.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2001). *Für Stetigkeit – gegen Aktionismus. Jahresgutachten 2001/02*. Wiesbaden.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2006). *Widerstreitende Interessen – Ungenutzte Chancen. Jahresgutachten 2006/07*. Wiesbaden.
- Schirwitz, B. (2006). A Comprehensive German Business Cycle Chronology. Via Internet (11. September 2007) <<http://www.tu-dresden.de/www/wlmak/schirwitz.pdf>>.
- Statistisches Bundesamt (2005). Pressemitteilung 297. Wiesbaden, 12. Juli.
- 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.
- US Department of Commerce (2007). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (11. September 2007) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.

# KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

- 428./429. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2006  
Kiel, Juni 2006. 32 S. 18 Euro.
- 430./431. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006  
Kiel, September 2006. 69 S. 18 Euro.
- 432./433. Das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten: Ein Risiko für die Weltwirtschaft und für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland?  
*Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide*  
Kiel, Oktober 2006. 29 S. 18 Euro.
- 434./435. Schleswig-Holsteins Wirtschaft im Kräftefeld der Globalisierung  
*Klaus Schrader, Claus-Friedrich Laaser und Henning Sichelschmidt*  
Kiel, Dezember 2006. 50 S. 18 Euro.
- 436./437. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2006  
Kiel, Dezember 2006. 45 S. 18 Euro.
438. Zur Reform des Internationalen Währungsfonds  
*Horst Siebert*  
Kiel, Januar 2007. 21 S. 9 Euro.
- 439./440. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2007  
Kiel, März 2007. 76 S. 18 Euro.
- 441./442. Stärkeres Wachstum des Produktionspotentials in Deutschland  
*Alfred Boss, Jonas Dovern, Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp und Joachim Scheide*  
Kiel, April 2007. 40 S. 18 Euro.
- 443./444. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2007  
Kiel, Juni 2007. 35 S. 18 Euro.
- 445./446. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007  
Kiel, Oktober 2007. 18 Euro.

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