

ZWEITES KAPITEL

Die wirtschaftliche Lage und Entwicklung in der Welt und in Deutschland

I. Weltwirtschaftliches Umfeld

1. Bestimmungsfaktoren der weltwirtschaftlichen Entwicklung
2. Vereinigte Staaten: Expansive Wirtschaftspolitik im Zeichen der Finanzkrise
3. Japan: Globale Konjunkturschwäche belastet japanische Exporte
4. Schwellenländer: Keine Entkopplung
5. Europäische Union: Abrupte Abkühlung

II. Die deutsche Volkswirtschaft im Abschwung

1. Konjunktureller Abschwung nach imposantem Jahresbeginn 2008
2. Die voraussichtliche Entwicklung im Jahr 2009: Deutschland in der Rezession

Literatur

Das Wichtigste in Kürze

Die wirtschaftliche Lage im Jahr 2008

- Mit einem realen Zuwachs der Produktion um 2,8 vH kühlte sich die **Weltwirtschaft** im Jahr 2008 merklich ab. Die globale Konjunkturabschwächung wurde dabei von Entwicklungen in den reifen Volkswirtschaften dominiert, in denen sich zunehmend die realwirtschaftlichen Folgen der globalen Finanz- und Immobilienkrise bemerkbar machten.
- Die Wirkungen der mit der **Finanzkrise** verbundenen Vermögenspreisdeflation und generellen Verunsicherung entfalteten sich in einem Umfeld, in dem die weltwirtschaftlichen Überhitzungstendenzen der letzten Jahre bereits einem deutlichen Abschwung den Weg bereitet hatten. Trotz im Vergleich zu den Industrienationen robusten Zuwachsraten kam es nicht zu einer Abkopplung der von der Finanzkrise zunächst weniger betroffenen Schwellenländer.
- Im Jahr 2008 betrug die **Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts** in Deutschland 1,7 vH. Einem überraschend starken ersten Quartal folgte dabei eine verzögerte, dafür aber umso abruptere Schwächephase, die zunächst von außenwirtschaftlichen Faktoren angetrieben wurde, gleichzeitig jedoch auch zyklische Komponenten aufwies.

Verwerfungen an den globalen Finanz-, Immobilien- und Rohstoffmärkten

- Die krisenhafte Zuspitzung auf den globalen Finanzmärkten, der damit einhergehende Vermögenspreisverfall sowie der Anstieg der Rohstoffpreise in der ersten Jahreshälfte stellen für Deutschland **externe Nachfrage- und Angebotsschocks** dar. Gleichzeitig müssen die jüngsten Entwicklungen im Kontext der vorangegangenen Überhitzungstendenzen und dem mit ihnen einhergehenden Aufbau globaler und sektoraler Ungleichgewichte gesehen werden.
- Von zentraler Bedeutung ist, welche **realwirtschaftlichen Effekte der Finanzkrise** zu erwarten sind. Bisher waren die Auswirkungen für Deutschland vor allem außenwirtschaftlicher Natur und beruhten auf den engen Handelsverflechtungen mit direkt betroffenen Wirtschaftsräumen. Eine ausgeprägte Verknappung der Kreditvergabe ist bisher ausgeblieben, wenngleich erste Indikatoren auf verschärfte Bedingungen hinweisen. Die Widerstandskraft der deutschen Realwirtschaft, die unter anderem in der Drei-Säulen-Struktur des deutschen Finanzsystems begründet liegt, würde jedoch bei anhaltend angespannter Marktlage erheblichen Belastungen unterworfen. Es ist deshalb entscheidend, dass die kürzlich beschlossenen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors auf möglichst breiter Ebene umgesetzt werden.
- Die Zuspitzung der Lage auf den Finanzmärkten ist in den hauptsächlich betroffenen Ländern eng mit einem plötzlichen **Fall der Preise für Immobilien** verbunden. Insbesondere kommt es bei einigen der wichtigen Handelspartner Deutschlands zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsdynamik. Gleichzeitig spiegelt die Entwicklung an den Immobilienmärkten eindrucksvoll die Mechanik der globalen Ungleichgewichte wider und erzwingt nun deren Abbau.
- Vermögenspreisdeflation und Finanzkrise traten in Kombination mit einem beschleunigten **Anstieg der Güter- und Rohstoffpreise** in der ersten Jahreshälfte auf. Hauptgrund für den Preis-

anstieg waren neben Angebotsbeschränkungen vor allem Nachfrageeffekte, die eine weiterhin dynamische Integration großer Schwellenländer in die Weltwirtschaft widerspiegeln. Der damit einhergehende Konvergenzprozess übt zwar einerseits eine stabilisierende Wirkung aus. Er ist jedoch andererseits Ausdruck einer auf Exportexpansion ausgerichteten geld- und währungspolitischen Strategie einzelner Länder, die entscheidend zum Aufbau der globalen Ungleichgewichte beigetragen hat.

- Der aus diesen Entwicklungen bis zur Jahresmitte resultierende Inflationsdruck stellte die Geldpolitik vor große Herausforderungen. Aufgrund tendenziell fixer Wechselkursregime importierten viele Schwellenländer die als Reaktion auf die Finanzkrise expansive Geldpolitik der Vereinigten Staaten, obgleich bei steigenden Inflationserwartungen Zinserhöhungen angebracht gewesen wären. Dagegen entschied sich die Europäische Zentralbank zunächst für einen tendenziell restriktiven Kurs, dessen realwirtschaftliche Wirkungen durch hohe Zinsaufschläge verstärkt wurden. Vor dem Hintergrund divergierender Reaktionen anderer Zentralbanken kam es zu starken Schwankungen des Außenwerts wichtiger Währungen, einschließlich einer in der ersten Jahreshälfte deutlichen **Aufwertung des Euro**, die zu der abrupten konjunkturellen Eintrübung in Europa maßgeblich beigetragen hat.

Die voraussichtliche Entwicklung im Jahr 2009

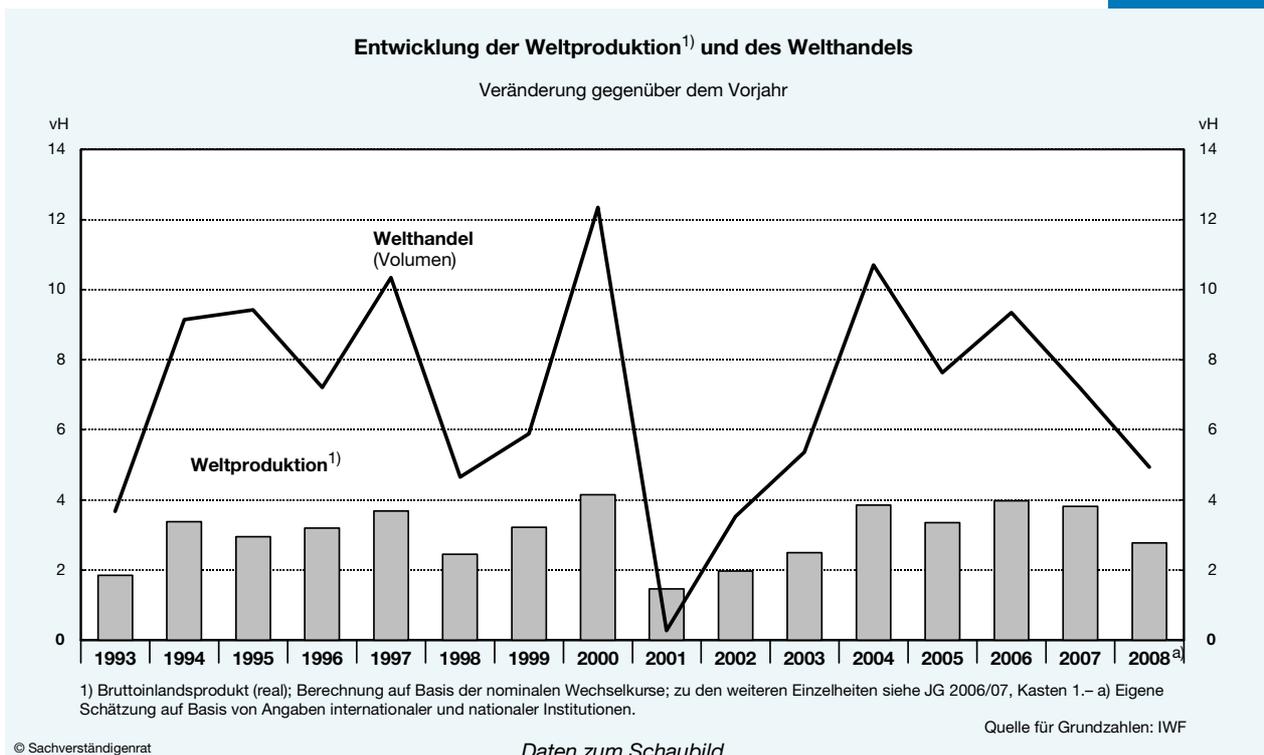
- Vor dem Hintergrund der Finanzkrise und des zu erwartenden Abbaus globaler Ungleichgewichte ist von einem auf absehbare Zeit schwächeren Weltwirtschaftswachstum auszugehen. Eine Erholung im Jahr 2009 wird deshalb allenfalls schleppend vorangehen. Das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland wird nach Einschätzung des Sachverständigenrates stagnieren. Die Risiken dieser Prognose sind aufgrund der weiterhin hohen Unsicherheit als Folge der Finanzmarkturbulenzen abwärts gerichtet. Eine Abweichung nach oben würde sich bei einer deutlich dynamischeren Binnennachfrage einstellen.
- Als Folge der Eintrübung ist davon auszugehen, dass die bislang positive Arbeitsmarktentwicklung auslaufen wird. Die Anzahl der Erwerbstätigen wird mit etwa 40,22 Millionen Personen die des Vorjahrs knapp unterschreiten, die Arbeitslosenquote mit 7,9 vH im Vergleich zum Vorjahr leicht ansteigen. Hierbei tragen Sonderfaktoren wie der immer noch hohe Bedarf an Fachkräften zu einer Stabilisierung bei. Gleichzeitig bleibt abzuwarten, ob die Reformen der letzten Jahre, die zu einer Dynamisierung des Arbeitskräfteaufbaus im Aufschwung geführt haben, ebenso eine höhere Sensitivität im Abschwung mit sich bringen.
- Konjunkturelle Impulse könnten im kommenden Jahr von fallenden Rohstoffpreisen sowie von der Wirtschaftspolitik ausgehen. Infolge des starken Rückgangs der Rohstoffpreise im Herbst 2008 und einer abgeschwächten Binnendynamik wird der Anstieg der Verbraucherpreise lediglich 2,1 vH betragen, nach 2,8 vH im abgelaufenen Jahr. Bei weiterhin auf niedrigem Niveau verankerten Inflationserwartungen eröffnen sich somit Spielräume für eine Senkung der Leitzinsen. Gleichzeitig wird eine Reihe bereits beschlossener finanzpolitischer Maßnahmen expansiv wirken.

I. Weltwirtschaftliches Umfeld

33. Die globale Konjunktorentwicklung im Jahr 2008 wurde von der sich verschärfenden **Finanz- und Immobilienkrise** dominiert. Deren realwirtschaftliche Folgen sind inzwischen auch außerhalb der Vereinigten Staaten deutlich spürbar. Die Wirkungen der daraus resultierenden Vermögenspreisdeflation und der generellen Verunsicherung entfalteten sich in einem Umfeld, in dem die **weltwirtschaftlichen Überhitzungstendenzen** der letzten Jahre bereits einer zyklischen Abkühlung den Weg bereitet hatten. Ihren Ausdruck fanden diese vor allem in einer Phase zunehmenden Inflationsdrucks, insbesondere als Folge zunächst **stark steigender Rohstoffpreise**.

Die Kombination von Nachfrageschwäche und angebotsseitigen Verwerfungen stoppte die in den letzten Jahren äußerst dynamische Expansion des Welthandels (Schaubild 2). Gleichzeitig kam es infolge divergierender geldpolitischer Reaktionen zu teilweise schlagartigen **Anpassungen im Wechselkursgefüge**, die sich insbesondere im Euro-Raum zusätzlich kontraktiv auswirkten. Insgesamt kühlte sich die Weltwirtschaft im Jahr 2008 mit einem Zuwachs von nur 2,8 vH merklich ab und wird im kommenden Jahr bestenfalls eine Periode schleppender Erholung durchlaufen.

Schaubild 2



Infolgedessen befindet sich eine Reihe von **Industrienationen** zumindest im technischen Sinne in oder am Rande einer Rezession (Kasten 2, Seiten 78 ff.): Im Vergleich zum Vorjahr schwächte sich das Wirtschaftswachstum der G7-Länder von 2,2 vH auf 1,2 vH ab, mit weiterhin fallender Tendenz (Tabelle 2). Hierbei fiel die Abkühlung in den Vereinigten Staaten zunächst etwas schwächer, die Verlangsamung im Euro-Raum etwas abrupter und stärker aus als erwartet. Zum einen erklärt sich dies durch die zeitliche Verzögerung, mit der die Vermögenspreisdeflation im Immo-

lienbereich und die damit verbundene Kreditverknappung in den betroffenen Regionen Europas eintrafen. Zum anderen spiegeln sich hierin Unterschiede in der geld- und fiskalpolitischen Reaktion auf die veränderten makroökonomischen Bedingungen wider. Teilweise kam es als Konsequenz dieser unterschiedlichen Reaktionen zu Wechselkursanpassungen, die die kurzfristige konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten zunächst stützten, den Abschwung in vielen europäischen Volkswirtschaften hingegen beschleunigten. Im Herbst dieses Jahres kehrte sich diese Entwicklung allerdings wieder um.

Tabelle 2

Die wichtigsten Volkswirtschaften für die Weltproduktion¹⁾

Land	Mrd US-Dollar (KKP)			Weltproduktion = 100 vH		
	2000	2007	2008	2000	2007	2008
Vereinigte Staaten	9 817,0	13 807,6	14 334,0	23,5	21,1	20,7
China	3 006,5	7 034,8	7 890,3	7,2	10,8	11,4
Japan	3 205,5	4 292,2	4 405,2	7,7	6,6	6,3
Indien	1 519,5	2 996,6	3 305,4	3,6	4,6	4,8
Deutschland	2 161,9	2 812,3	2 919,5	5,2	4,3	4,2
Russische Föderation	1 120,5	2 089,6	2 285,2	2,7	3,2	3,3
Vereinigtes Königreich	1 511,8	2 167,8	2 231,5	3,6	3,3	3,2
Frankreich	1 531,6	2 067,7	2 125,2	3,7	3,2	3,1
Brasilien	1 230,9	1 837,1	1 975,9	2,9	2,8	2,8
Italien	1 393,7	1 787,9	1 821,3	3,3	2,7	2,6
Kanada	886,0	1 269,7	1 307,1	2,1	1,9	1,9
Zusammen	27 384,9	42 163,3	44 600,6	65,5	64,4	64,3
Land	Mrd US-Dollar			Weltproduktion = 100 vH		
	2000	2007	2008	2000	2007	2008
Vereinigte Staaten	9 817,0	13 807,6	14 334,0	30,7	25,3	23,1
Japan	4 668,8	4 381,6	4 844,4	14,6	8,0	7,8
China	1 198,5	3 280,2	4 222,4	3,8	6,0	6,8
Deutschland	1 905,8	3 320,9	3 818,5	6,0	6,1	6,1
Frankreich	1 333,2	2 593,8	2 978,1	4,2	4,7	4,8
Vereinigtes Königreich	1 480,5	2 804,4	2 787,4	4,6	5,1	4,5
Italien	1 100,6	2 104,7	2 399,3	3,4	3,8	3,9
Russische Föderation	259,7	1 289,5	1 778,7	0,8	2,4	2,9
Brasilien	644,3	1 313,6	1 664,7	2,0	2,4	2,7
Kanada	725,2	1 436,1	1 564,1	2,3	2,6	2,5
Indien	461,9	1 100,7	1 237,4	1,4	2,0	2,0
Zusammen	23 595,4	37 433,1	41 628,9	73,9	68,5	67,0

1) Auswahl und Rangfolge nach den Daten für das Jahr 2008. Zu den weiteren Einzelheiten insbesondere bei der Berechnung der Werte für die Weltproduktion siehe statistischer Anhang zum World Economic Outlook des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom Oktober 2008. – www.imf.org.

Daten zur Tabelle

Gleichzeitig erfüllte sich die Hoffnung nicht, dass sich die **aufstrebenden Volkswirtschaften** vom Konjunkturverlauf in den Industrienationen entkoppeln könnten; die Zuwachsraten ihrer Pro-

duktion lag zwar noch über der der Industrienationen, schwächte sich im Vergleich zum Vorjahr jedoch deutlich von 7,8 vH auf 6,6 vH ab. Außerdem kam es in den letzten Monaten zu zunehmenden Ansteckungseffekten auf den Finanzmärkten, die sich vor allem in einem Fall der Aktienkurse und einem Anstieg der Zinsaufschläge bemerkbar machten. In einigen Schwellenländern, wie Ungarn und der Ukraine, spitzte sich die Situation in einem Maße zu, welches ein internationales Eingreifen beispielsweise in Form von IWF-Programmen notwendig machte.

1. Bestimmungsfaktoren der weltwirtschaftlichen Entwicklung

34. Die unmittelbaren Effekte der Verwerfungen an den globalen Finanz-, Immobilien- und Rohstoffmärkten für die kurzfristige Konjunkturentwicklung stehen verständlicherweise im Zentrum des öffentlichen und politischen Interesses. Dabei ist es wichtig, sie im Kontext des Abbaus von in den letzten Jahren entstandenen **globalen und sektoralen Ungleichgewichten** zu sehen. So sind insbesondere die Ursachen und zu erwartenden Wirkungen der anhaltenden Krise auf den Finanz- und Immobilienmärkten nur im Licht der weltwirtschaftlichen Konstellation globaler Leistungsbilanzungleichgewichte zu verstehen (JG 2006 Ziffern 141 ff. sowie Expertise 2008 Ziffern 204 ff.):

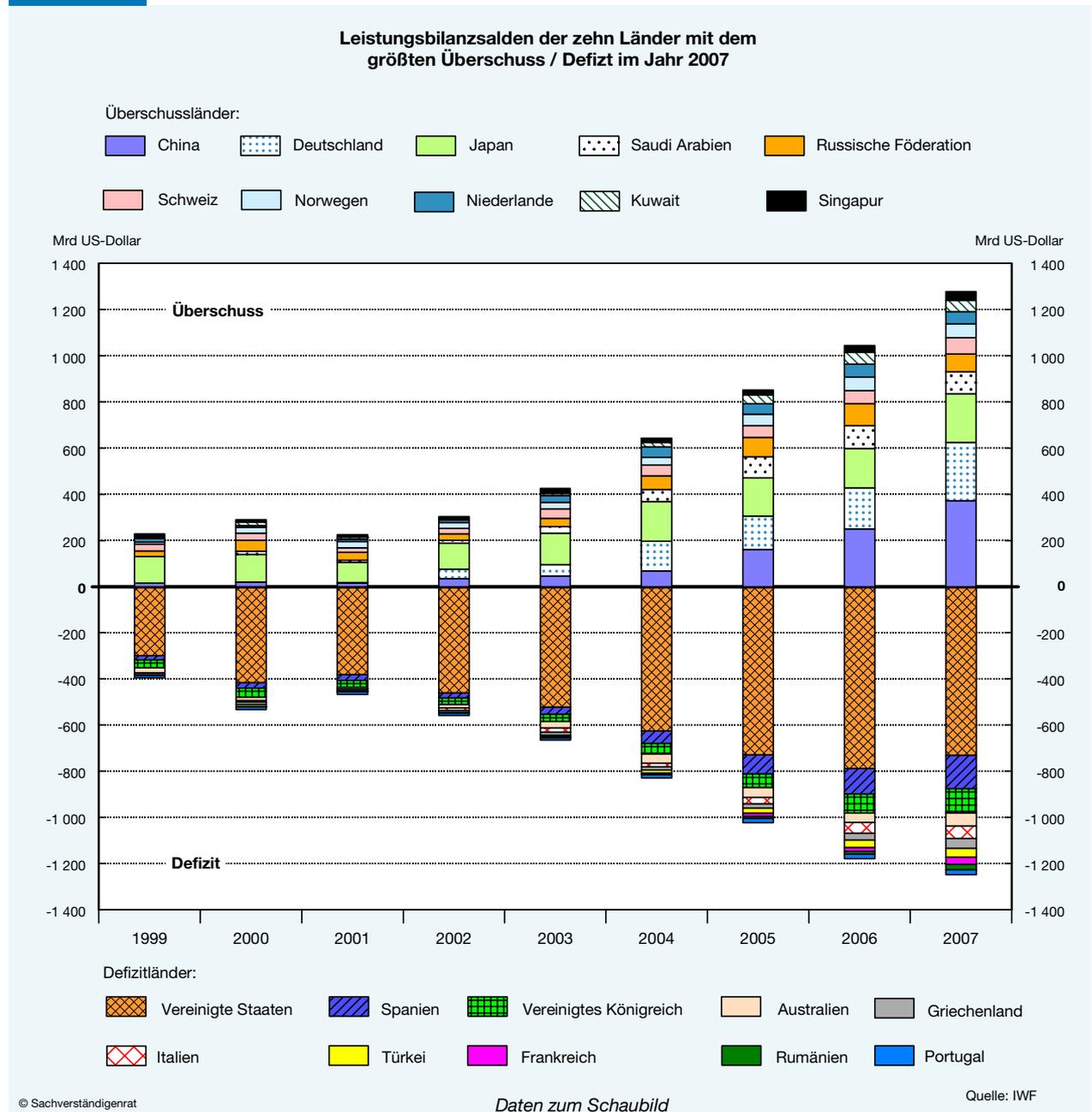
- Die Finanzierungs- und Anlagestrategien, die wesentlich zur Entstehung der Krise beigetragen haben, wären ohne das in den letzten Jahren äußerst niedrige globale Zinsniveau nicht möglich gewesen. Dieses resultierte aus den expansiven geldpolitischen Maßnahmen insbesondere in den Vereinigten Staaten und in Japan, die teils zur Vorbeugung deflationärer Tendenzen als Folge vorangegangener Episoden von Finanzmarktfragilität – wie dem Platzen der Vermögenspreisblase in Japan und dem Absturz der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten zwischen 2001 und 2003 – durchgeführt worden waren. Über den Mechanismus des Carry Trade blieben die Finanzierungsbedingungen für Investoren, die bereit waren, sich beispielsweise in Yen zu verschulden, selbst dann noch günstig, als die US-amerikanische Notenbank (Fed) wieder auf eine neutrale Linie einschwenkte.

Die vor allem mit der Verschuldungsneigung der privaten Haushalte einhergehende starke Passivierung der Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten hätte im Prinzip zu einer starken Abwertung des US-Dollar und über steigende Importpreise frühzeitig zu einer restriktiveren Zinspolitik in den Vereinigten Staaten führen müssen. Dieser realwirtschaftliche Anpassungsmechanismus wurde jedoch längere Zeit unterbunden, da viele Schwellenländer in hohem Maße US-Dollar ankauften, um eine handelspolitisch unerwünschte Aufwertung ihrer heimischen Währungen zu verhindern. Da sie die durch Devisenmarktinterventionen erworbenen Aktiva in den Vereinigten Staaten anlegten, sorgten sie für ein anhaltend niedriges Niveau selbst der langfristigen Zinsen und für eine reibungslose Finanzierung der zunehmenden Leistungsbilanzdefizite (Schaubild 3).

- Die im hohen Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten zum Ausdruck kommende Verschuldungsbereitschaft stellte bisher ein wichtiges Gegengewicht zu der gleichzeitig zu beobachtenden hohen Sparneigung anderer Volkswirtschaften dar. Hierzu zählen vor allem die Erdöl exportierenden Länder und sehr exportorientierte Staaten in Asien und Europa.

Eine hohe Verschuldungsbereitschaft und schnelle Immobilienpreisanstiege waren in der Periode, in der sich die globalen Ungleichgewichte aufbauten, nicht nur für die Vereinigten Staaten charakteristisch. In einigen europäischen Ländern ist es ebenfalls zu massiven und übersteigerten Anstiegen der Immobilienpreise gekommen (Ziffer 52 und Schaubild 9). Mittlerweile sind Preiskorrekturen zu beobachten, die für ganz Europa ein konjunkturelles Risiko darstellen.

Schaubild 3



Diese Konstellation wurde durch die Techniken der Verbriefung von Wertpapieren erheblich begünstigt. Sie erlaubten es de facto, dass beispielsweise ein deutscher Anleger, der seine Mittel in einem Geldmarktfonds investierte, als Kreditgeber für einen Immobilienkäufer in den Vereinigten Staaten fungierte, ohne dass dabei Banken direkt involviert waren.

- Das infolge der Finanzkrise geringere Kreditvergabepotenzial hat gravierende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Im aktuellen Umfeld hoher Risikoaversion werden Ungleichgewichte

im oben beschriebenen Ausmaß nicht mehr zu finanzieren sein. Bei einer zunächst weitgehend unveränderten Sparneigung in den Überschussländern wird die Anpassung insbesondere über eine geringe Absorption vor allem der privaten Haushalte in den Defizitländern erfolgen. Der Abbau der Ungleichgewichte dürfte daher eine spürbare Verlangsamung der Weltkonjunktur zur Folge haben.

Schließlich ist zu berücksichtigen, dass die in den letzten Jahren vorherrschende Konstellation globaler Leistungsbilanzungleichgewichte mit einer sektoralen Verlagerung von Ressourcen einherging. Diese reflektiert zumindest teilweise das Muster von Leistungsbilanzüberschüssen und -defiziten: Defizitäre Volkswirtschaften erlebten bei sinkenden Sparquoten ein starkes Wachstum von auf Vermögenspreisanstiegen basierenden Wirtschaftsaktivitäten, beispielsweise im Immobilien- und Finanzbereich. Überschusseinheiten wie viele ostasiatische Schwellenländer und ebenso reife Volkswirtschaften wie Deutschland waren bei steigenden Sparquoten durch eine zunehmende Ressourcenverlagerung in exportorientierte Industrien gekennzeichnet.

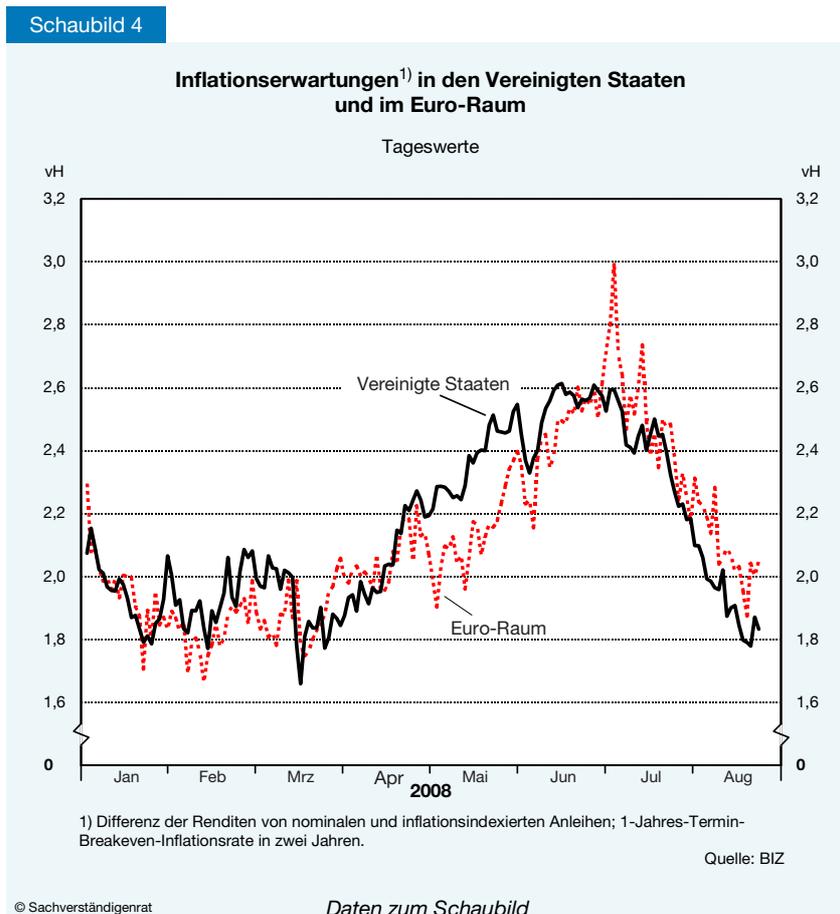
35. Das **simultane Auftreten einer globalen Rohstoffpreisinflation und Vermögenspreisdeflation** in der ersten Hälfte des Jahres 2008 spiegelt die Mechanik globaler Anpassungsprozesse eindrucksvoll wider. Hinter der ungewöhnlichen Koexistenz inflationärer und deflationärer Tendenzen standen neben Angebotsbeschränkungen vor allem Nachfrageeffekte aufgrund einer zunächst noch starken Konjunkturdynamik vieler Schwellenländer (Ziffer 105). Der mit dieser Dynamik einhergehende Konvergenzprozess übte zwar einerseits eine die Konjunktur stabilisierende Wirkung aus. Er ist jedoch andererseits Ausdruck einer auf eine Exportexpansion ausgerichteten geld- und währungspolitischen Strategie, die entscheidend zum Aufbau der globalen Ungleichgewichte beigetragen hat.

Aufgrund weitgehend fixer Wechselkursregime kam es seit Beginn der Finanzkrise zu einer Situation, in der vor allem die ostasiatischen Schwellenländer und Erdöl exportierenden Volkswirtschaften des Mittleren Ostens die expansive Geldpolitik der Vereinigten Staaten importierten. Die geldpolitische Reaktion auf eine zunächst nur einige Industrienationen betreffende Finanz- und Immobilienkrise führte somit zu weltweit laxeren monetären Bedingungen. Die zyklische Umkehrung der globalen Überhitzungstendenzen wurde dadurch hinausgezögert, mit der Folge eines temporär starken Anstiegs der Nachfrage nach Rohstoffen. Die Neigung zu relativ fixen Wechselkursregimen implizierte deshalb, dass deflationäre Tendenzen in den Vereinigten Staaten global inflationäre Folgen zeitigten und so die Handlungsspielräume der Notenbanken einschränkten.

In der zweiten Jahreshälfte 2008 kam es dann zu einem rapiden Verfall vieler Rohstoffpreise. Gerade vor dem Hintergrund des vorangegangenen Preisanstiegs und des global wirkenden „Deleveraging“ ist nicht auszuschließen, dass ein Teil dieser Preisentwicklung finanzmarktgetrieben ist. Die empirische Evidenz für solche Effekte ist jedoch schwach. Vielmehr ist davon auszugehen, dass der Hauptgrund für den jüngsten Preisverfall in einer durch die globale Konjunkturentwicklung ausgelösten Absenkung der Rohstoffnachfrage liegt.

36. Wie vor dem Hintergrund der beschriebenen Ungleichgewichte zu erwarten, kam es zunächst zu einer deutlichen **Abwertung des US-Dollar**, vor allem gegenüber dem Euro. In den letz-

ten Monaten hat sich diese Entwicklung jedoch zum Teil umgekehrt. Hierin schlug sich die Einschätzung der Marktakteure nieder, dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten tendenziell expansiv, die Geldpolitik im Euro-Raum verstärkt restriktiv ausgerichtet sein würde. Dies schürte Erwartungen, dass vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Wachstumsdynamik und nicht mehr steigender Rohstoffpreise die Europäische Zentralbank (EZB) mit Zinssenkungen auf die nachlassende Inflationsdynamik reagieren werde. Tatsächlich kann die Geldpolitik, insbesondere in Europa, im nächsten Jahr mit einer Erweiterung ihrer Handlungsspielräume rechnen. Da Geldpolitik auf Nachfrageschocks, wie sie als Folgen der Finanzkrise auftreten, besonders effektiv reagieren kann und da die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau verankert sind (Schaubild 4), sollten diese Spielräume voll ausgenutzt werden.



Die in jüngster Zeit beobachtete starke **Abwertung des Euro** gegenüber dem US-Dollar, die einhergehend mit äußerst starken Wechselkursschwankungen bei anderen Währungen wie dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken, ist im Kontext des durch die Finanzkrise ausgelösten Deleveraging-Prozesses zu sehen. Insbesondere kommt es zu einem abrupten Abbau von Carry Trades. Als Folge verschärfter Finanzierungsbedingungen und stark erhöhter Risikoaversion werden Verschuldungspositionen in den Währungen abgebaut, in denen bisher die Refinanzierung der Carry Trades erfolgte. Dies erfordert den Verkauf von Positionen in den Währungsräumen, in denen die auf dem Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel bisher angelegt wurden. So kam es insbesondere zu einer Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar und dem Euro. Diese Entwicklung wurde durch die Repatriierung von Finanzinvestitionen durch US-Anleger verstärkt, die sich besonders deutlich auf den Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar auswirkte.

Für viele Schwellenländer ist hingegen nicht mit einer deutlichen Zunahme der geldpolitischen Handlungsspielräume zu rechnen. Wie oben erläutert, war die Zinspolitik in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften lange Zeit expansiv ausgerichtet, mit zum Teil starken Folgen für die dort herrschenden Inflationserwartungen. Folglich befindet sich eine ganze Reihe dieser Länder in einer Situation, in welcher der aktuellen weltwirtschaftlichen Abkühlung nicht mit einer expansiven Geldpolitik begegnet werden kann.

37. Für die Weltwirtschaft und für die deutsche Ökonomie ist davon auszugehen, dass ein Großteil der Faktoren, die die Konjunkturdynamik im letzten Jahr beherrschten, im nächsten Jahr ebenfalls eine entscheidende Rolle spielen wird. Während sich die jüngsten globalen Entwicklungen im Finanz- und Immobiliensektor, auf den Rohstoffmärkten und im internationalen Währungsgefüge zu einem beträchtlichen Teil als Konsequenz von Anpassungsprozessen erklären lassen, stellen sie für die deutsche Volkswirtschaft Schocks dar. In der Summe führen diese zu einem deutlichen Einbruch der außenwirtschaftlichen Nachfrage. Gleichzeitig können zunehmend ausgeprägte Wirkungen auf inländische Nachfragekomponenten die Folge sein, insbesondere aufgrund verschlechterter Finanzierungsbedingungen. Einer solchen Entwicklung ist mit einer zügigen und effektiven Umsetzung des beschlossenen Stabilisierungsprogramms für die Finanzmärkte entgegenzuwirken (Ziffern 232 ff.).

Realwirtschaftliche Folgen der Finanzkrise

38. Finanzkrisen wirken sich auf vielfältige Weise auf realwirtschaftliche Größen aus. Der zentrale Transmissionskanal besteht hierbei in einer **Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen**, die sich ausgehend vom Finanzsystem auf Unternehmen, Haushalte und in Extremfällen auf staatliche Einheiten ausweitet. Des Weiteren geht der üblicherweise mit Finanzkrisen verbundene **Vermögenspreisverfall** mit einer Einschränkung der Konsum- und Investitionsausgaben einher. Zudem steigt das Ausmaß **fundamentaler Unsicherheit**, mit dem die Wirtschaftssubjekte konfrontiert werden. Als Reaktion werden Investitions- und Konsumpläne in einer Weise angepasst, die zu einer zusätzlichen Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führt. Die Schrumpfung derjenigen Sektoren, die im Vorfeld der Krise besonders stark von den allokativen Verzerrungen der Finanzkrisen üblicherweise vorausgehenden Vermögenspreisblasen profitiert hatten, wirkt weiterhin konjunkturhemmend. Im Kontext der aktuellen Krise ist davon auszugehen, dass die **Kontraktion des Finanzsektors und des Bereichs Bau- und Wohnungswirtschaft** besonders ausgeprägt ausfallen wird. Schließlich ist zu betonen, dass die der Krise meist folgende realwirtschaftliche Schwächephase **Rückwirkungen auf das Finanzsystem** selbst zeitigt, die sich dann in einem weiteren Anstieg problembehafteter Kredite und Wertpapiere, in erneuten Abschreibungen und in verschlechterten Ertragsaussichten bemerkbar machen.

39. Die Mechanismen, die der durch Finanzkrisen bedingten Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für den realen Sektor zugrunde liegen, können vereinfacht wie folgt beschrieben werden: Am Anfang stehen **Wertberichtigungen bei Finanzinstitutionen**, die zu einer Reduktion ihres Eigenkapitals führen. Im aktuellen Fall konzentrieren sich diese zunächst auf diejenigen Finanzprodukte, die eine hohe Bindung an Immobilienpreisentwicklungen aufweisen. Mit zunehmender Krisendauer steigt jedoch das Ausmaß der Belastungen, da neben Problemen bei hypothekenbesicherten Wertpapieren Verluste bei weiteren Aktiva treten, beispielsweise als Folge

von Solvenzproblemen anderer Finanzinstitutionen. Da die hierdurch bedingte Reduktion des Eigenkapitals das Ausmaß der Kreditverknappung wesentlich mitbestimmt, hängt die Intensität der durch die Krise ausgelösten Effekte stark von der Höhe dieser Verluste ab. Diesbezügliche Schätzwerte gehen weit auseinander und haben sich in den letzten Monaten stark erhöht (Tabelle 3). So geht die Bank of England inzwischen davon aus, dass sich die Gesamtverluste aus der Krise auf 2,8 Bio US-Dollar belaufen werden (Bank of England, 2008).

Tabelle 3

Mögliche Verluste¹⁾ des Finanzsektors durch die Finanzkrise²⁾

Schätzungen des IWF, Stand: Oktober 2008

	Unverbriefte US-amerikanische Kredite (I)				
	Gesamt- volumen	Verluste			Ausfallraten ⁴⁾
		insgesamt	darunter:		
			Verluste der Banken ³⁾		
	Mrd US-Dollar		vH ⁵⁾	vH	
Subprime	300	50	35	70	17
Alt-A	600	35	20	57	6
Prime	3 800	85	25	29	2
Gewerbliche Immobilien	2 400	90	60	67	4
Konsumentenkredite	1 400	45	30	67	3
Unternehmenskredite	3 700	110	80	73	3
Leveraged Loans	170	10	5	50	6
Unverbriefte Produkte (I)	12 370	425	255	60	3
	Verbrieftes US-amerikanische Kredite (II)				
	Gesamt- volumen	Mark-to-Market Abschreibungen			Ausfallraten ⁴⁾
		insgesamt	darunter:		
			Verluste der Banken ³⁾		
	Mrd US-Dollar		vH ⁵⁾	vH	
ABS	1 100	210	100	48	19
ABS CDO	400	290	145	50	73
Prime MBS	3 800	80	20	25	2
CMBS	940	160	80	50	17
Consumer ABS	650	0	–	X	X
Unternehmenskredite	3 600	210	110	52	6
CLO	350	30	15	50	9
Verbrieftes Produkte (II)	10 840	980	470	48	9
Insgesamt (I + II)	23 210	1 405	725	52	6

1) Einzelheiten siehe IWF (2008a).– 2) Zur Erklärung der Abkürzungen siehe Glossar im Dritten Kapitel, Seiten 186 ff.– 3) Unterer Rand der IWF-Schätzung.– 4) Geschätzte Verluste in Relation zum Gesamtvolumen.– 5) Anteil der auf die Banken entfallenden Verluste der betreffenden Kategorie in vH des Gesamtvolumens.

Daten zur Tabelle

Ein seit Beginn der Krise wichtiger Verstärkungsmechanismus, der die Verlustschätzungen beträchtlichen Unsicherheiten unterwirft, besteht in der in den letzten Jahren stark gewachsenen Bedeutung derjenigen Bilanzierungsregeln, die die Bewertung von Finanzinstrumenten zu aktuellen Marktpreisen vorschreiben. Wenn diese Marktpreise aufgrund von Panikverkäufen unter die Werte sinken, die bei einer Bewertung anhand zukünftig erwarteter Zahlungen gerechtfertigt wären, kommt es zu selbstverstärkenden Effekten. Gleichzeitig werden Überschätzungen der oft auf aktuellen Marktpreisen beruhenden Schätzungen der Gesamtverluste wahrscheinlicher.

40. Im Verlauf der Krise wurde es für Finanzinstitute zunehmend schwierig, andere Akteure, wie beispielsweise Staatsfonds als Kapitalgeber zu gewinnen. Kann die durch Verlustabschreibungen ausgelöste Reduktion des Eigenkapitals nicht über den Kapitalmarkt ausgeglichen werden, müssen die Finanzinstitutionen ihre **Eigenkapitalquoten** auf andere Weise auf das Niveau zurückführen, das gemäß der Einschätzung anderer Finanzmarktakteure – einschließlich der Regulierungsinstanzen – mit einer dauerhaften Weiterführung der Geschäftstätigkeit bei angemessenem Risiko konsistent ist. Hierzu können beispielsweise riskante durch weniger riskante Aktiva ersetzt oder das Ausmaß bestehender Forderungen und Verbindlichkeiten kann reduziert werden. Als Folge der notwendigen Bilanzkorrekturen sinkt die Fähigkeit und Bereitschaft des Finanzsystems, die Realwirtschaft mit Krediten zu versorgen.

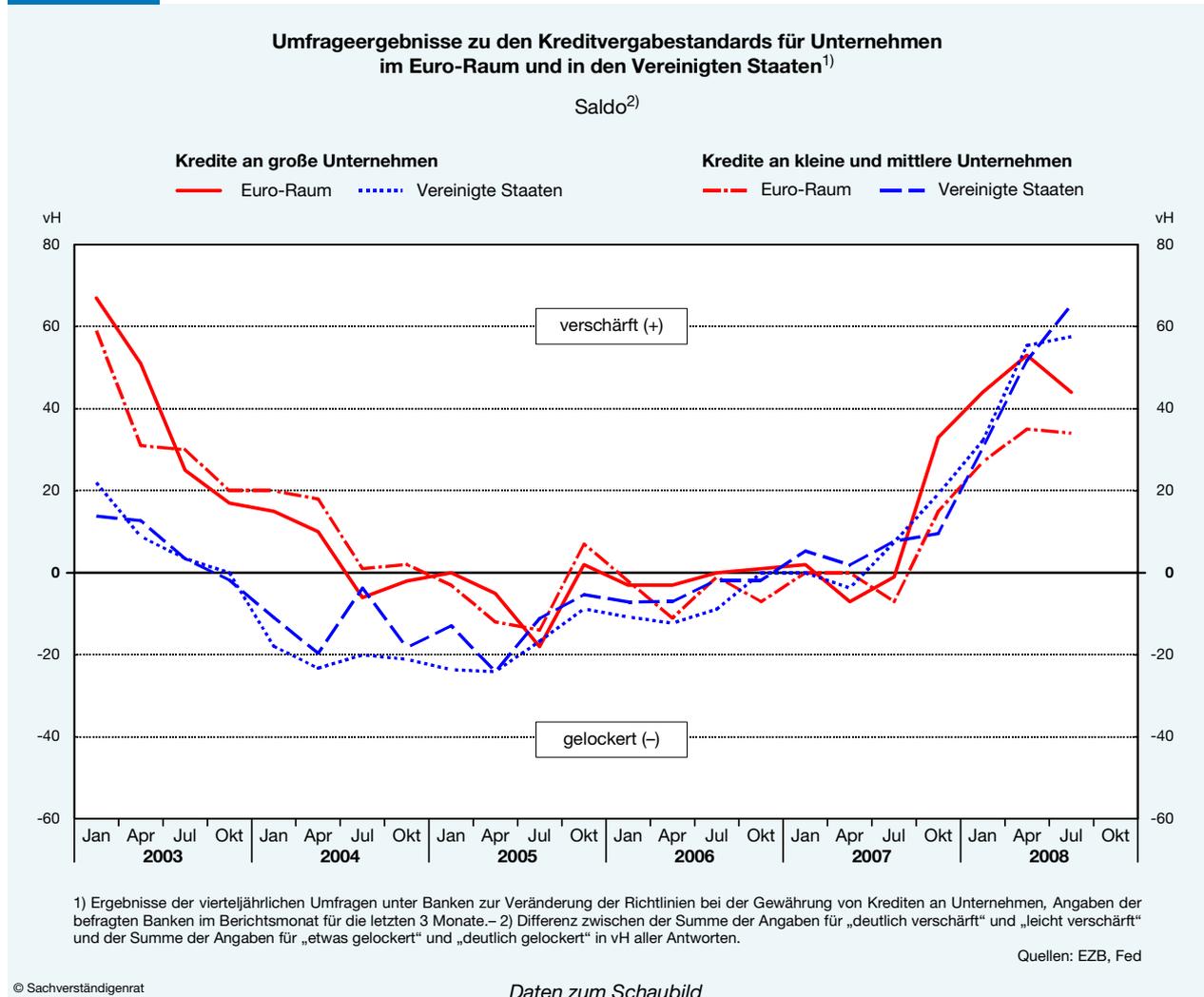
Bei der Einschätzung der Stärke dieses Effekts ist zu berücksichtigen, dass die Größenordnung der Kreditverknappung den Rückgang der Eigenkapitalausstattung oft um ein Vielfaches übersteigt. Beispielsweise ergeben Modellrechnungen für die Vereinigten Staaten, dass aggregierte Verlustabschreibungen bei **Finanzinstitutionen mit hohem Verschuldungsgrad** (Leverage) in Höhe von 100 Mrd US-Dollar zu einer Kontraktion der Summe der von Finanzinstitutionen gehaltenen Aktiva um bis zu rund 1 Bio US-Dollar führen könnten, unter der Annahme, dass 50 vH der vorangegangenen Verluste durch neues Eigenkapital ersetzt werden und der Finanzsektor insgesamt seinen Verschuldungsgrad um 5 vH reduziert (Greenlaw et al., 2008). Wird herausgerechnet, dass ein beträchtlicher Teil der Reduktion der Aktiva innerhalb des Finanzsektors selbst vonstattengeht, bleibt es im Fall der Vereinigten Staaten bei einer Kreditverknappung für die Realwirtschaft, die die ursprünglichen Verluste um den Faktor vier übersteigt.

41. Ein wichtiger Indikator für die zu erwartende Stärke der Kreditverknappung kann aus Umfragen ermittelt werden (Schaubild 5, Seite 28). Es zeigt sich, dass die seit Beginn der Krise eingetretene **Verschärfung der Kreditvergabebedingungen** ein globales Phänomen ist, das allerdings in bestimmten Regionen und für bestimmte Sektoren besonders markant ausfällt.

42. Aus der Reduktion der Kreditvergabe resultiert in der Folge eine **Verlangsamung oder Kontraktion der Konsum- und Investitionsausgaben**, die sich wiederum negativ auf gesamtwirtschaftliche Einkommensgrößen auswirkt. Die entsprechenden Effekte sind umso ausgeprägter, je größer die Bedeutung kreditfinanzierter Ausgaben ist. In Volkswirtschaften, in denen der Verschuldungsgrad der Unternehmen und Haushalte überdurchschnittlich hoch ist, muss deshalb mit besonders starken konjunkturellen Einbußen gerechnet werden (Schaubild 6, Seite 29).

43. Die Prognose der entsprechenden Auswirkungen wird durch sich selbstverstärkende Effekte deutlich erschwert. Sinkt beispielsweise die Verfügbarkeit von Hypothekarkrediten, kommt es zu einem stärkeren Verfall der Hauspreise, da neu auf den Markt kommende Objekte keinen Käufer finden. Hieraus folgen einerseits negative Vermögenseffekte, die den Konsum weiter schwächen.

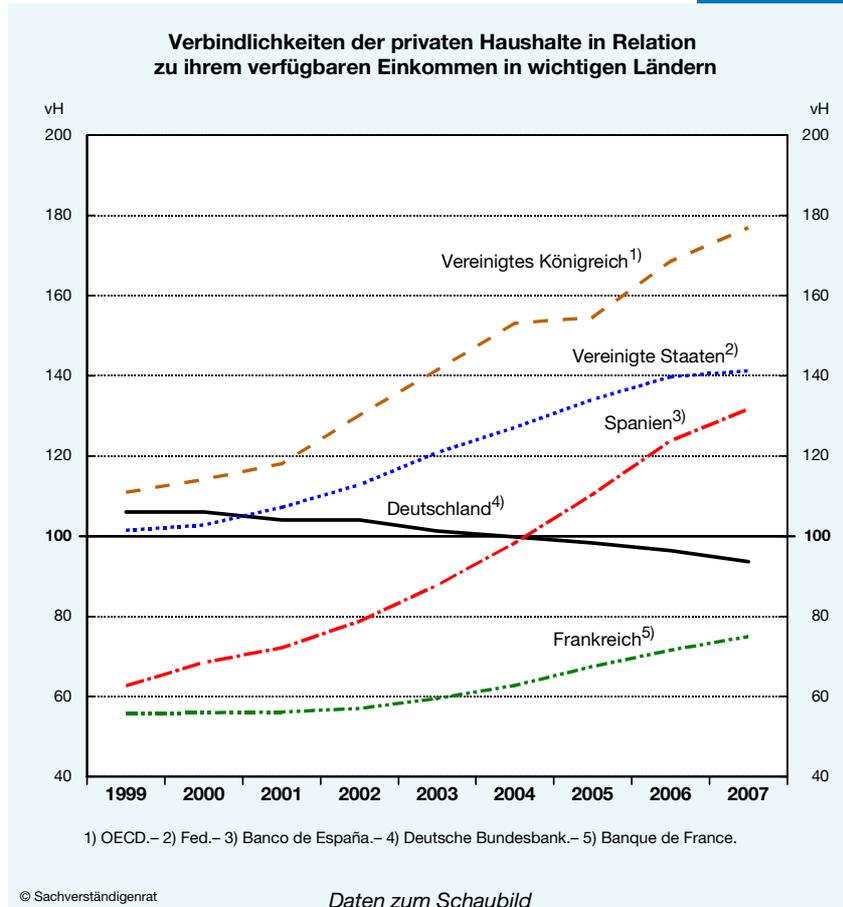
Schaubild 5



Andererseits steigt bei fallenden Hauspreisen der Anteil der Haushalte, deren Nettoimmobilienvermögen negativ wird. Da eine Nicht-Begleichung der Hypothekenschulden mit einem Vermögensgewinn einhergeht, entscheiden sich Haushalte vermehrt zu einer Einstellung ihrer Zahlungen. Dies führt wiederum zu erhöhten Verlustabschreibungen. Weiter fallende Preise für Wohn- und Geschäftsimmobiliën, eine Verschlechterung der Kreditqualität in Branchen außerhalb des Immobiliensektors sowie ein Mangel an Ertragsquellen für Finanzinstitutionen sind die Folge. Das tendenziell unterkapitalisierte Bankensystem wird deshalb auf absehbare Zeit in einem schwierigen Umfeld agieren.

44. Die **Auswirkungen der beschriebenen Wirkungsketten** machten sich zunächst vor allem in den Vereinigten Staaten bemerkbar und dort auf breiter Basis. Die Einschränkung der Kreditvergabe betrifft hier inzwischen Konsumenten und in verstärktem Maß Unternehmen. Selbst einige Gebietskörperschaften verloren zwischenzeitlich weitgehend ihren Zugang zum Kapitalmarkt.

Schaubild 6

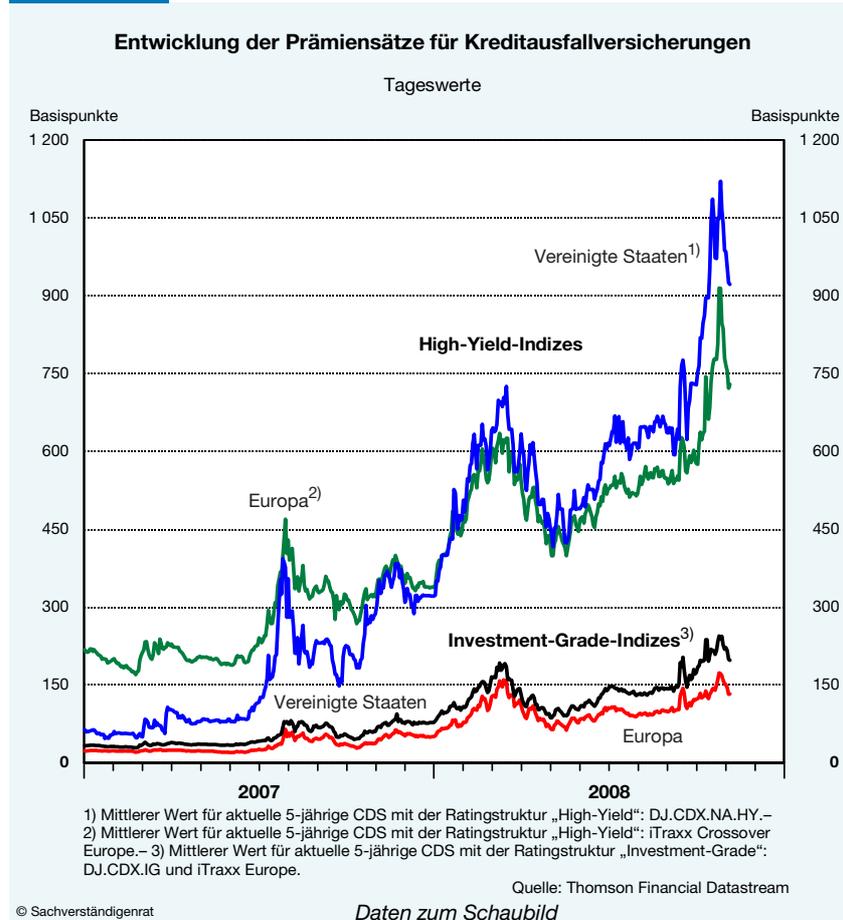


In anderen Industrienationen, einschließlich einigen Ländern Europas, ist inzwischen ebenfalls eine deutliche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu spüren. Wie in den Vereinigten Staaten schlägt sich diese insbesondere in merklich erhöhten Prämiensätzen nieder (Schaubild 7, Seite 30). Unternehmen, die sich kurzfristiger Geldmarktpapiere (Commercial Papers) bedienen, um Liquiditätsengpässe aufzufangen, waren hiervon ebenso betroffen.

Während Ansteckungseffekte der Finanzkrise auf die meisten Schwellenländer anfänglich nur sehr begrenzt auftraten, führte die jüngste Verschärfung zu einem deutlichen Anstieg der Zinsaufschläge, die von staatlichen und privaten Emittenten am Kapitalmarkt aufzubringen waren (Schaubild 24, Seite 62). Gleichzeitig kam es zu Einbrüchen an den Aktienmärkten. Jüngste Studien belegen, dass von solchen Schwankungen der Vermögenspreise in Schwellenländern selbst bei niedriger Marktkapitalisierung starke realwirtschaftliche Effekte hervorgerufen werden können (IWF, 2008a).

45. Schließlich könnten in der aktuellen Situation realwirtschaftliche Effekte deshalb besonders ausgeprägt ausfallen, weil das für eine lange Zeit am stärksten betroffene Marktsegment, **Interbanken Kredite mit einer Laufzeit von drei Monaten**, für viele Finanzmarktprodukte als Referenzwert dient. Die dort besonders hohen Zinsaufschläge, die als wichtigster Indikator für das mangelnde Vertrauen zwischen Banken gelten, werden daher auf eine große Anzahl von Kreditformen übertragen. Dies führt beispielsweise dazu, dass sich die Verzinsung variabel verzinsten Hypothekenkredite mitunter beträchtlich erhöht.

Schaubild 7



46. Ein empirisch nur schwer zu erfassender, aber aufgrund des Ausmaßes der aktuellen Krise möglicherweise bedeutsamer Kanal realwirtschaftlicher Krisenfolgen besteht in der **Zunahme der Verunsicherung bezüglich der zukünftigen Konjunktorentwicklung**. Umfragen unter Konsumenten und Unternehmen zeigen, dass die Krise an den Finanzmärkten zu einem ausgeprägten Vertrauensverlust geführt hat (Schaubild 8). Als Folge kommt es zu Anpassungen der Konsum- und Investitionspläne, wobei Vorsichtsmotive unter anderem zu einem temporären Aufschieben ursprünglich geplanter Ausgaben führen.

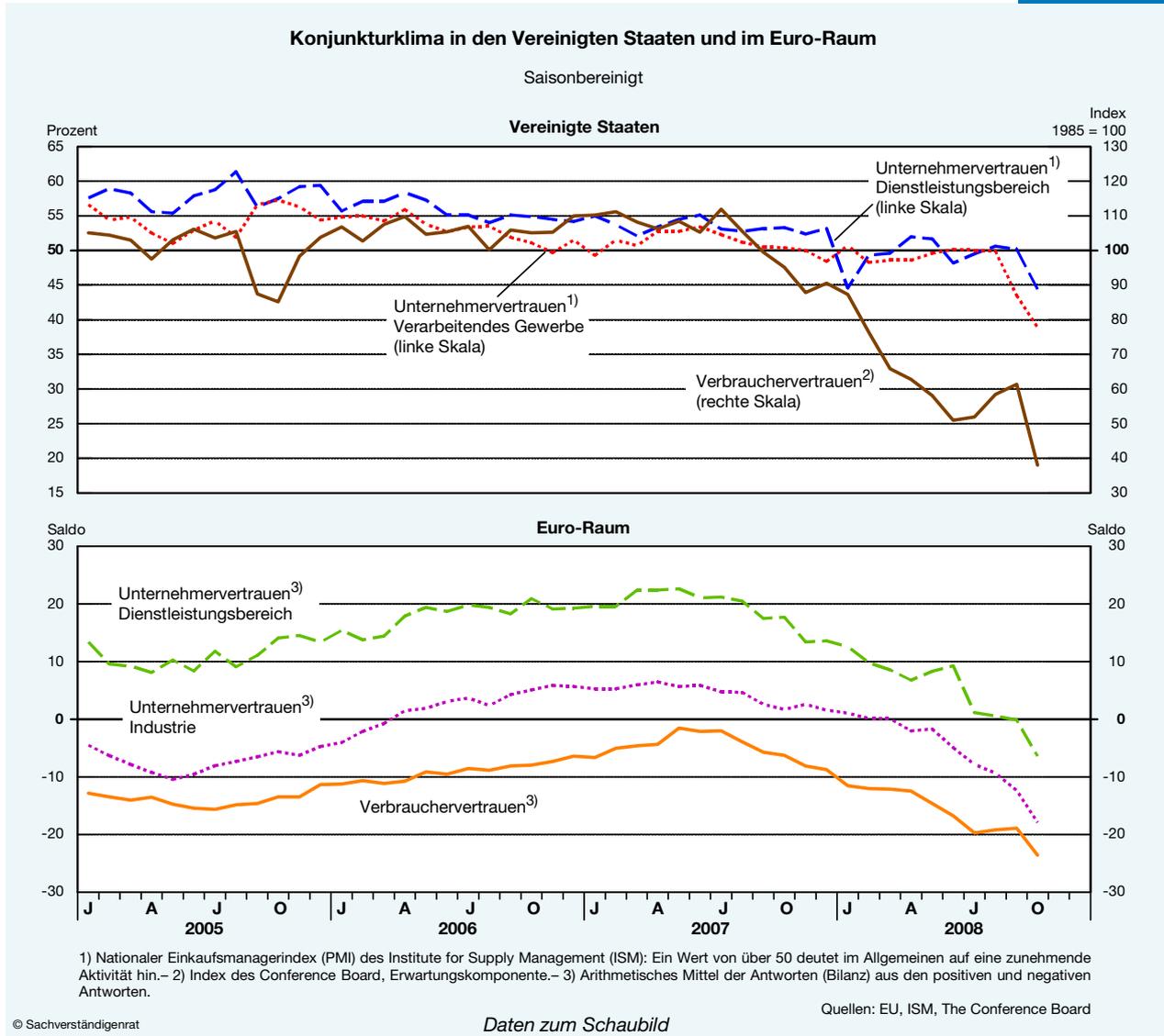
Empirische Untersuchungen belegen, dass Vertrauensindikatoren zum Teil stark auf negative Entwicklungen an den Finanzmärkten reagieren (Jansen und Nahuis, 2003). Eine Beziehung zwischen Vertrauensindikatoren und Konjunktorentwicklung kann ebenfalls nachgewiesen werden, obwohl sich regional und im Zeitverlauf stark schwankende Effekte ergeben können. Im Kontext der aktuellen Krise ist der Einbruch von Vertrauensindikatoren jedoch dermaßen auffällig, dass zumindest in einigen besonders von der Krise betroffenen Ländern von nachdrücklichen Auswirkungen auszugehen ist.

Platzende Immobilienpreisblasen

47. Neben dem Finanzsektor sind im Immobiliensektor vieler Volkswirtschaften ausgeprägte Schrumpfungseffekte infolge **drastischer Hauspreiskorrekturen** zu erwarten. Das Platzen einer Immobilienpreisblase wirkt sich durch vielfältige Kanäle auf die Realwirtschaft aus. Dabei kommt

es zu einer Reihe von Verstärkungseffekten: So bildete der Preisverfall im Immobilienbereich den Ausgangspunkt für die Finanzkrise, welche wiederum durch negative Rückwirkungen die Immobilienkrise verstärkt.

Schaubild 8



48. Für eine quantitative Abschätzung der konjunkturellen Effekte fallender Immobilienpreise ist es hilfreich, eine gedankliche Trennung zwischen dem Wechselspiel von Immobilien- und Finanzmärkten einerseits und den konjunkturellen Wirkungen isolierter Immobilienkrisen andererseits vorzunehmen. Dies gilt umso mehr, als einige der Volkswirtschaften, die vom Immobilienpreisverfall besonders stark betroffen sind, zu den wichtigsten Handelspartnern Deutschlands zählen.

49. Die Anfälligkeit der Konjunktur einzelner Volkswirtschaften für eine **Krise im Immobiliensektor** hängt im Wesentlichen von **drei Faktoren** ab: der Dauer und Stärke des Preisverfalls, die in den meisten Fällen eng mit dem Ausmaß der vorangegangenen Überbewertung korreliert sind; der Bedeutung von direkten Nachfragewirkungen, die von Korrekturen eines Angebotsüber-

hangs auf die Wohnungsbauinvestitionen ausgehen, und der quantitativen Ausprägung indirekter Vermögenseffekte, die sich infolge sinkender Immobilienpreise insbesondere beim privaten Verbrauch ergeben. Im Folgenden werden diese Faktoren für ausgewählte Volkswirtschaften untersucht und mit den entsprechenden US-Indikatoren verglichen, um eine Einschätzung der konjunkturellen Risiken zu ermöglichen, die aus einer Abschwächung der Immobilienmärkte insbesondere in Europa resultieren. Die Analyse konzentriert sich hierbei auf die dämpfenden Wirkungen, die unmittelbar von einer Korrektur überhöhter Wohnungsbauinvestitionen und von negativen Vermögenseffekten ausgehen. Mögliche Sekundäreffekte, wie die den Konsum dämpfende Wirkung einer sinkenden Beschäftigung im Bausektor, bleiben unberücksichtigt. Überdies wird schwerpunktmäßig der Wohnungsbau und nicht der Gewerbebau betrachtet, wenngleich dieser – wie die Entwicklung in den Vereinigten Staaten zeigt – im Zuge einer konjunkturellen Abschwächung die dämpfenden Effekte seitens des Wohnungsbaus häufig verstärkt.

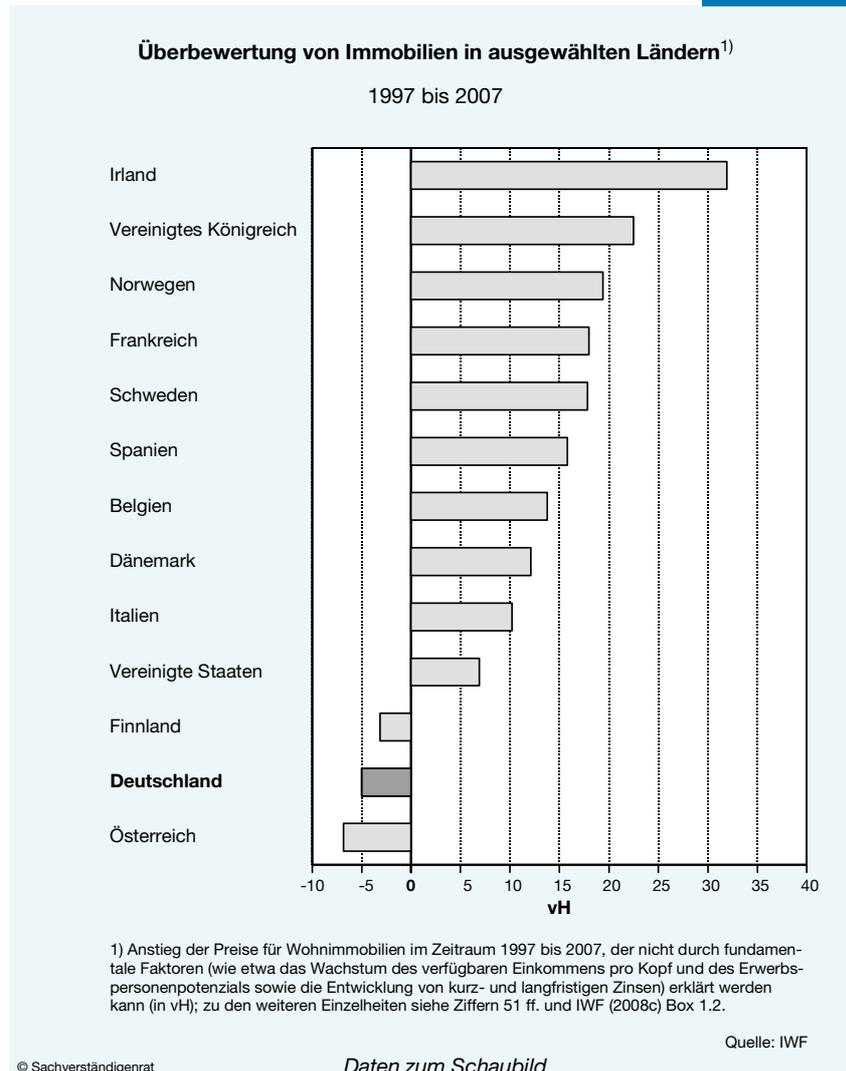
Ausmaß der Überbewertung am Immobilienmarkt

50. Seit dem Jahr 1997 war in den meisten OECD-Ländern – mit Deutschland und Japan als wesentliche Ausnahmen – ein lang anhaltender und in vielen Fällen sehr kräftiger Anstieg der Immobilienpreise zu verzeichnen. Eine über weite Strecken günstige Einkommensentwicklung, ein tendenziell niedriges Zinsniveau, demografische Faktoren und Finanzinnovationen an den Hypothekmärkten waren dabei die wichtigsten Triebkräfte. Allerdings mehrten sich in den letzten Jahren die Anzeichen für die Bildung von Preisblasen. Abgesehen von einem im aktuellen Umfeld durchaus wahrscheinlichen Unterschließen der Immobilienpreise infolge der Finanzkrise zeigen die Erfahrungen beispielsweise in den Vereinigten Staaten, dass die Reichweite der Korrektur der Immobilienpreise insbesondere vom Ausmaß der vorangegangenen Überbewertung abhängt.

51. Als ein **Maß für diese Überbewertung** wird häufig das Verhältnis zwischen der Entwicklung der Immobilienpreise und dem verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte herangezogen. Allerdings berücksichtigt dieses Verhältnis nicht, dass die Erschwinglichkeit von Immobilien nicht nur von der Einkommensentwicklung, sondern auch von den Konditionen der Kreditvergabe (Zinsniveau, Laufzeit der Hypothekenkredite, Beleihungsgrenzen) abhängt. Andere **fundamentale Faktoren**, die das Gleichgewichtsniveau der Immobilienpreise beeinflussen, sind von demografischen Entwicklungen (Zahl der privaten Haushalte, Erwerbsbevölkerung, Migration) ausgehende Nachfrageänderungen und die Preisentwicklung alternativer Vermögensanlagen. In Modelle zur Beurteilung des „fairen Werts“ der Hauspreise gehen daher diese Faktoren als erklärende Variablen ein.

52. Solche Modellrechnungen kommen in der Mehrzahl zu dem Ergebnis, dass für die meisten europäischen Länder (mit Ausnahme von Finnland, Deutschland und Österreich) ein größerer Prozentsatz des Immobilienpreisanstiegs als in den Vereinigten Staaten eben nicht durch diese Faktoren erklärt werden kann (Schaubild 9). Das lässt auf eine bemerkenswerte Überbewertung am Immobilienmarkt schließen. Dabei muss jedoch berücksichtigt werden, dass häufig das niedrige Zinsniveau, welches als einer der Fundamentalfaktoren in die Schätzung eingeht, selbst als wichtigster Grund für die Entstehung blasenartiger Entwicklungen in den Vereinigten Staaten angeführt wird.

Schaubild 9



53. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass die Straffung der Kreditvergabebedingungen nicht nur in den Vereinigten Staaten eine Trendwende der Hauspreisentwicklung in Gang gesetzt hat. So verlangsamte sich der reale Hauspreisanstieg im Euro-Währungsgebiet von einem Höchststand von 6,1 vH im ersten Halbjahr 2005 auf 1,6 vH in der zweiten Jahreshälfte 2007 (EZB, 2008). Auffallend war hierbei, dass sich die Hauspreisentwicklung vor allem in jenen Ländern überproportional abschwächte, die zuvor überdurchschnittlich hohe Zuwachsraten der Immobilienpreise verzeichnet hatten. So sind die realen Hauspreise insbesondere in Irland und Spanien mittlerweile deutlich rückläufig. Außerhalb des Euro-Raums gilt dies auch für Dänemark, Norwegen und das Vereinigte Königreich. Dieser Trend setzte sich bis zuletzt fort (OECD, 2008).

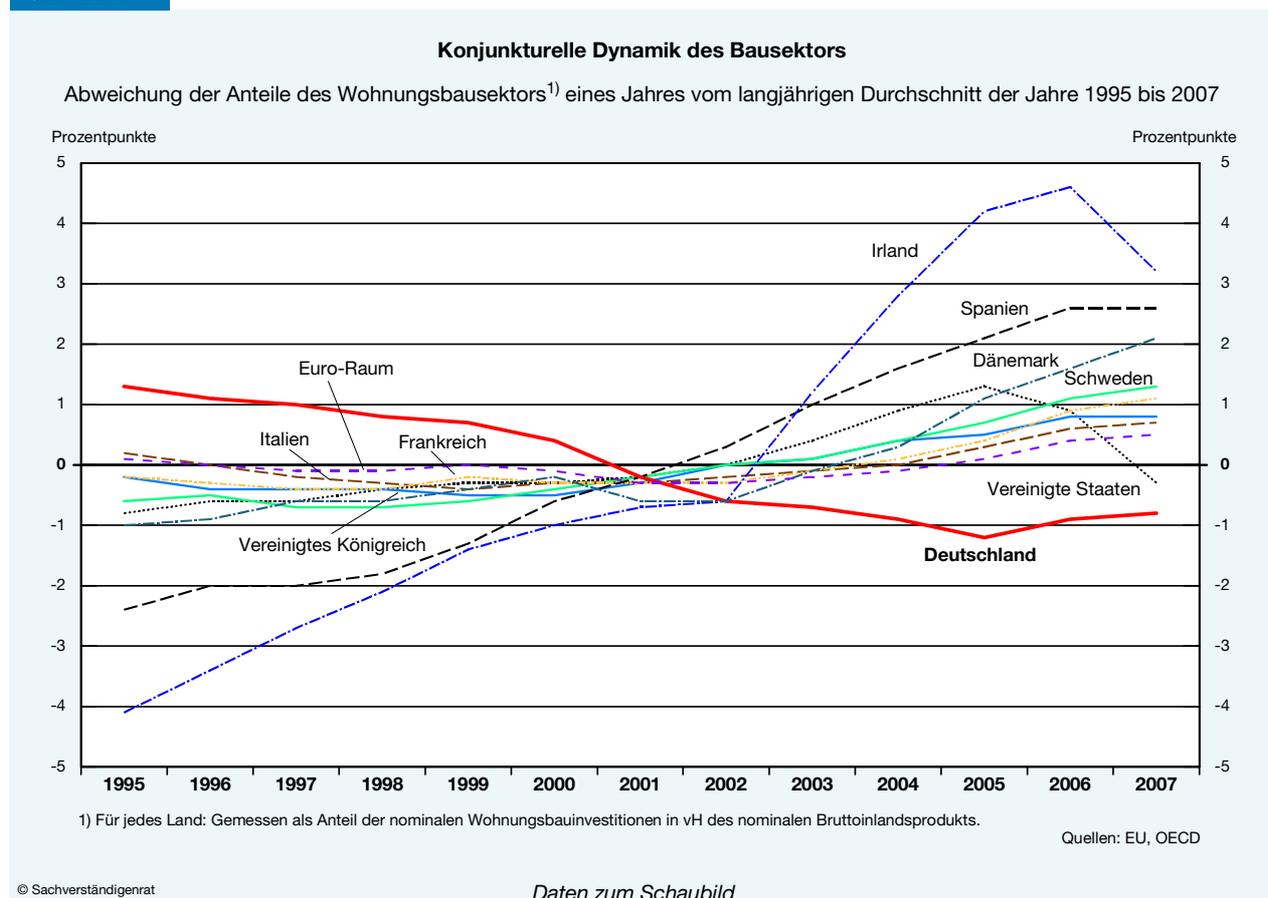
Ausmaß direkter Nachfrageeffekte

54. Eine Abschwächung des Immobilienmarkts spiegelt sich auf der Verwendungsseite der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen unmittelbar in den Bauinvestitionen wider. In den **Vereinigten Staaten** war deren starker Rückgang in der Tat bereits in den letzten beiden Jahren ein wesentliches Merkmal der zyklischen Entwicklung. Die **Beiträge der privaten Wohnungsbauinvestitionen zum Wirtschaftswachstum**, die im Schnitt der Jahre 2002 bis 2005 noch knapp

0,4 Prozentpunkte der Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts ausmachten, fielen im Jahr 2006 und 2007 mit einem Wert von minus 0,4 beziehungsweise minus 0,9 Prozentpunkten deutlich negativ aus. Als Anteil vom nominalen Bruttoinlandsprodukt sind die Wohnungsbauinvestitionen im letzten Jahr zum Durchschnittswert der Jahre 1991 bis 2007 zurückgekehrt (4,6 vH). Der weiterhin hohe Bestand an zum Verkauf stehenden Häusern zeigt jedoch, dass der in der vorangegangenen Boomphase am Immobilienmarkt entstandene Angebotsüberhang noch nicht beseitigt ist. Die Investitionsquote, die im Jahr 2008 noch einmal deutlich sank, wird auf absehbare Zeit spürbar unter ihrem langjährigen Mittelwert verharren.

55. Ob die in **Europa** eingetretene Abkühlung an den Immobilienmärkten zu einer ähnlichen Abwärtskorrektur der Wohnungsbauinvestitionen führt, hängt vor allem davon ab, ob der Hauspreisboom hier ebenfalls eine übermäßige Ausweitung des Immobilienangebots zur Folge hatte. Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt hat sich seit Beginn dieser Dekade insbesondere in Irland und Spanien, aber ebenso in Dänemark, kräftig erhöht (Schaubild 10).

Schaubild 10

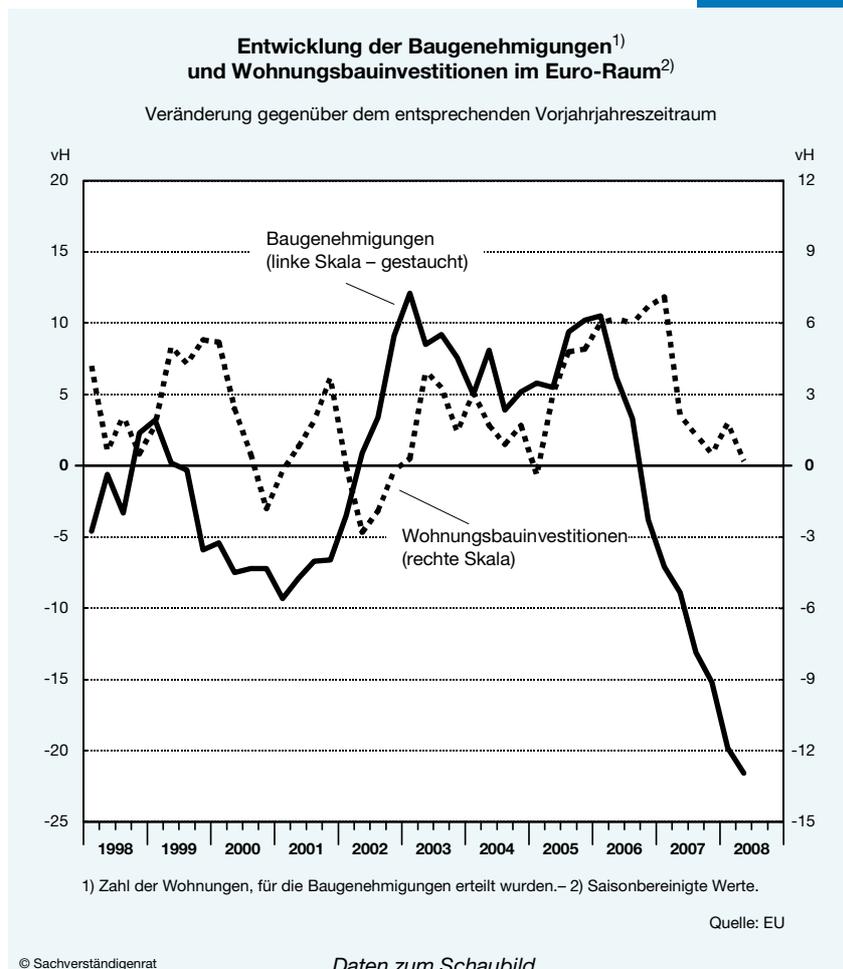


Die Investitionsquote lag in diesen Ländern im Jahr 2007 um 2,0 bis 3,2 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert der Jahre 1995 bis 2007. Diese Dynamik übertraf selbst die der Vereinigten Staaten deutlich: Die Abweichung der Investitionsquote von ihrem langjährigen Durchschnitt erreichte dort im Jahr 2005 mit lediglich 1,3 Prozentpunkten ihren Höchststand. Bei gleichzeitig deutlich überbewerteten Hauspreisen – unter Berücksichtigung fundamentaler Aspekte – dürften

diese drei Volkswirtschaften gegenüber Korrekturen auf den Immobilienmärkten besonders anfällig sein. In der Tat sanken die Wohnungsbauinvestitionen in Irland bereits im Jahr 2007 erheblich, und in den anderen beiden Ländern traten deutliche Abkühlungssignale zutage. In den übrigen Ländern mit einem nicht durch fundamentale Faktoren erklärbaren, überhöhten Preisniveau (Frankreich, Italien, Vereinigtes Königreich und Schweden) haben sich in den letzten Jahren die Wohnungsbauinvestitionen im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt in einem verhalteneren Tempo erhöht, sodass hier das Risiko von Abwärtskorrekturen an sich etwas geringer sein sollte.

Anlass zur Entwarnung besteht allerdings selbst in diesen Ländern zumeist nicht. So ist die Zahl der **Baugenehmigungen** dort im Vorjahresvergleich zuletzt deutlich gesunken; in Schweden fiel sie um mehr als die Hälfte, im Vereinigten Königreich sowie in Frankreich um fast ein Fünftel. In den 15 Ländern des Euro-Raums wiesen die Baugenehmigungen mit etwa 21 vH den stärksten Rückgang seit Beginn dieser Zeitreihe im Jahr 1994 auf (Schaubild 11). Dies deutet auf einen deutlich negativen Beitrag der Bauinvestitionen zum Wirtschaftswachstum der Jahre 2008 und 2009 hin.

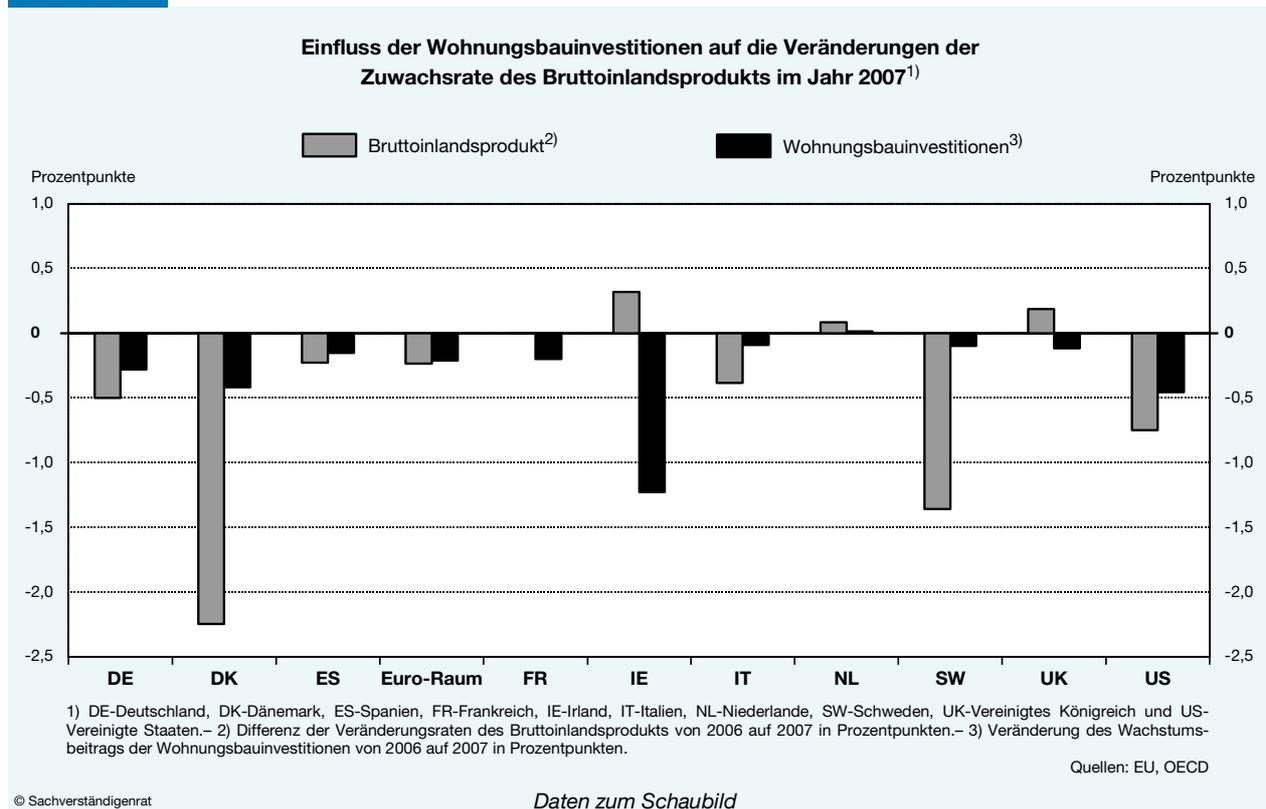
Schaubild 11



56. Aufgrund des im Vergleich zum privaten Verbrauch geringen Anteils der Wohnungsbauinvestitionen an der Gesamtnachfrage – er betrug im Schnitt der Jahre 2003 bis 2007 in den Vereinigten Staaten 5,5 vH, im Euro-Raum 6,0 vH des Bruttoinlandsprodukts – fallen die Beiträge dieser Nachfragekomponente zum Wirtschaftswachstum in der Regel vergleichsweise moderat aus,

wenngleich sie überproportional starken Schwankungen unterliegt. Indes haben die Wohnungsbauinvestitionen in fast allen Industrieländern ihren Zenit überschritten. Die schrumpfenden Wachstumsbeiträge dieses gegenüber Veränderungen der Finanzierungsbedingungen besonders anfälligen Nachfrageaggregats hatten bereits einen – gemessen an ihrem Anteil am Bruttoinlandsprodukt – überproportional großen Einfluss auf die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums (Schaubild 12).

Schaubild 12



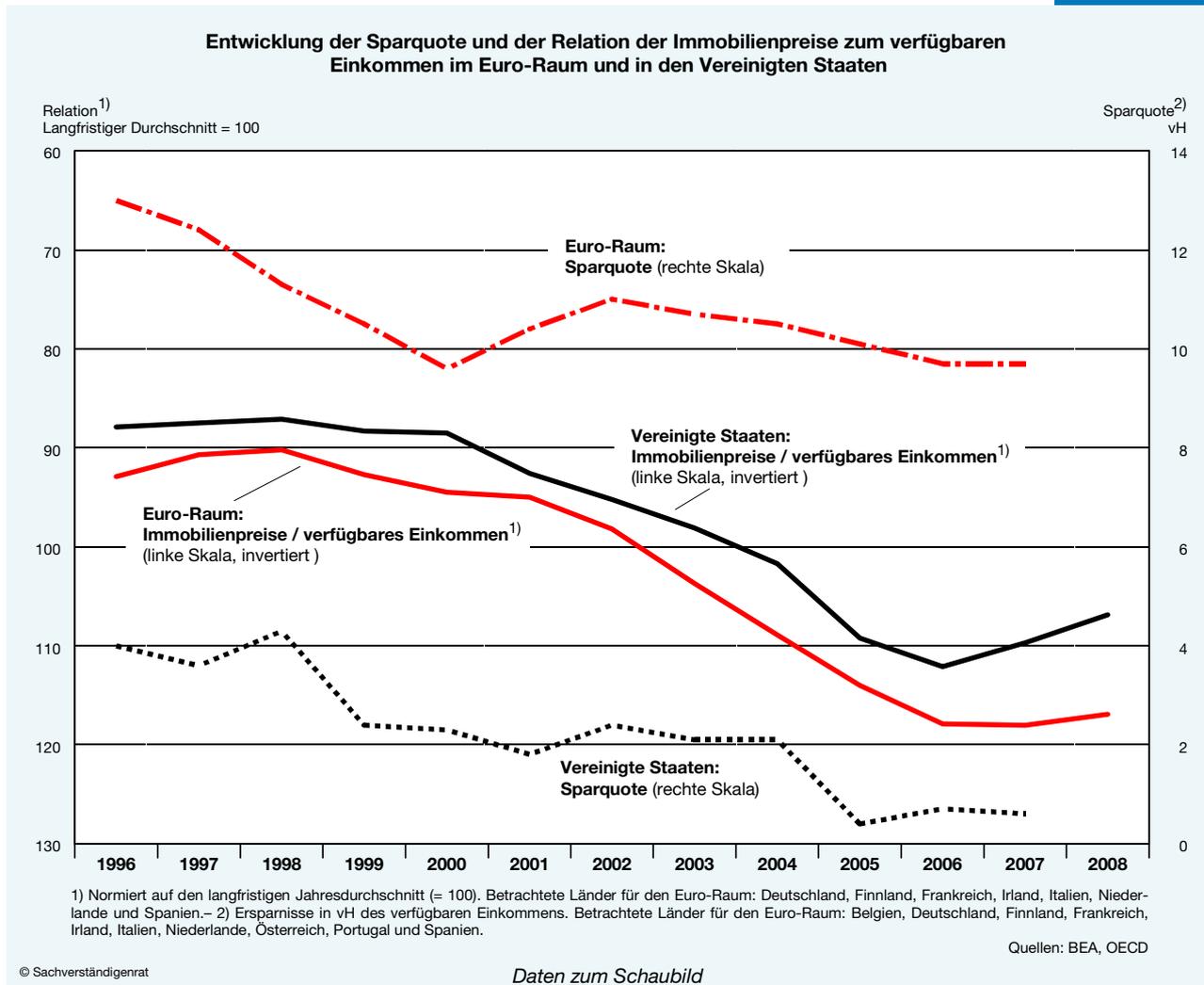
Diese Entwicklung entspricht dem in der Vergangenheit beobachteten Muster, wonach die Wohnungsbauinvestitionen in vielen Industrieländern dem Konjunkturzyklus üblicherweise etwas vorauslaufen (IWF, 2008b). Die abwärts gerichteten Frühindikatoren für die Bauinvestitionen zeigen daher nicht nur eine weitere Abschwächung des Wachstumsbeitrags der Wohnungsbauinvestitionen an, sondern sind zudem ein Indiz dafür, dass die konjunkturellen Aussichten noch einige Zeit ungünstig bleiben.

Ausmaß indirekter Effekte auf die Nachfrage

57. Die indirekten Auswirkungen in Form **negativer Vermögenseffekte**, die von sinkenden Immobilienpreisen auf den Konsum ausgehen, werden die wirtschaftliche Dynamik in Mitleidenschaft ziehen. Die in den letzten Jahren stark gestiegenen realen Hauspreise haben die privaten Haushalte dazu veranlasst, ihre Vermögensbildung aus laufenden Einkommen (Sparquote) zu verringern und ihren Konsum entsprechend zu erhöhen. Die Schätzungen über die Stärke dieses Effekts variieren allerdings erheblich. Für die Vereinigten Staaten wird die marginale Konsumneigung aus einer Erhöhung des Immobilienvermögens beispielsweise auf 0,02 bis 0,07 veranschlagt (Congressional Budget Office, 2007). Demnach hätte der zwischen Mitte des Jahres 1997 und Mit-

te des Jahres 2006 eingetretene Anstieg der realen Hauspreise in den Vereinigten Staaten den privaten Verbrauch im Vergleich zu einer dem mittelfristigen Trend entsprechenden Entwicklung der Hauspreise um 1,4 bis 5,0 Prozentpunkte erhöht. Im selben Zeitraum ist die **Sparquote der privaten Haushalte** um 3,3 Prozentpunkte auf 0,6 vH gefallen, das heißt, der Rückgang der Sparquote könnte nahezu vollständig durch die Hauspreisentwicklung erklärt werden, wenn die marginale Konsumneigung aus dem Immobilienvermögen etwa in der Mitte des angegebenen Intervalls der Schätzungen liegt (Schaubild 13).

Schaubild 13



58. Weiterhin rückläufige Immobilienpreise dürften die privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten dazu veranlassen, ihre Ersparnisbildung wieder zu erhöhen. Gemessen am Hauspreisindex des Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) lagen die realen Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten nach letztverfügbaren Angaben (zweites Quartal 2008) real um fast 6 vH unter ihrem Vorjahresniveau, wobei die Tendenz deutlich abwärts gerichtet war. Schätzungen des Congressional Budget Office zufolge könnte ein realer Rückgang der US-Hauspreise um 10 vH die Sparquote der privaten Haushalte – bei einer marginalen Konsumneigung bezüglich der Veränderung des Immobilienvermögens von 0,02 bis 0,07 – binnen Jahresfrist um 0,5 beziehungsweise 1,9 Prozentpunkte nach oben treiben. Dies würde zu einer Verringerung der Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts um 0,4 beziehungsweise 1,4 Prozentpunkte führen. Sollte die marginale

Konsumneigung in der Mitte des Schätzintervalls liegen und der Verfall der Immobilienpreise anhalten, könnten demnach allein die Vermögenseffekte des Hauspreiserückgangs das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten in absehbarer Zeit um etwa einen Prozentpunkt dämpfen.

59. Der Effekt von Veränderungen des Immobilienvermögens auf den privaten Verbrauch wird in der Literatur für die **europäischen Länder** (mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs) in der Regel deutlich niedriger veranschlagt als für die Vereinigten Staaten (IWF, 2008b; EU-Kommission, 2005; OECD, 2004). Tatsächlich wies die Entwicklung des Immobilienvermögens im Euro-Raum seit Mitte der neunziger Jahre über weite Strecken keinen engen Zusammenhang mit der Sparquote der privaten Haushalte (oder spiegelbildlich mit der Konsumneigung) auf. Erst seit dem temporären Höchststand der Sparquote im Jahr 2002 ist ein engerer (inverser) Gleichlauf zwischen Ersparnisbildung und Immobilienpreisen festzustellen: Die Sparquote tendierte bei einem verstärkten Anstieg der Hauspreise wieder abwärts. Der Rückgang der Sparquote fiel in den letzten fünf Jahren jedoch nur etwa halb so hoch aus wie in den Vereinigten Staaten (Schaubild 13).

60. Allerdings überdeckt der vergleichsweise schwache Rückgang der Sparquote im Euro-Raum die **divergierenden Entwicklungen einiger Mitgliedsländer**. So ist die Sparquote in Deutschland und Österreich im Verlauf der letzten fünf Jahre gestiegen, während sie beispielsweise in Italien und Finnland erheblich gesunken ist. Letzteres trifft außerhalb des Euro-Raums ebenso auf andere Länder mit stark gestiegenen Immobilienpreisen wie Norwegen, Dänemark und das Vereinigte Königreich zu. Da der Immobilienmarkt in vielen dieser Länder Überhitzungssymptome aufwies, könnte die sich abzeichnende Trendwende der Hauspreisentwicklung – und der teilweise bereits eingetretene Rückgang der realen Hauspreise – durchaus spürbare negative Vermögenseffekte auf den privaten Konsum zur Folge haben.

Wachstumseinbußen infolge von Immobilienkrisen

61. Aufgrund der heterogenen Entwicklung der verschiedenen Länder ist die Anfälligkeit des Euro-Raums für eine Abkühlung an den Immobilienmärkten geringer als in den Vereinigten Staaten. Dennoch ergeben sich erhebliche Risiken für die Konjunktur. In einigen Ländern Europas waren die realen Hauspreise vielfach stärker überbewertet und der Boom der Bauinvestitionen war kräftiger als in den Vereinigten Staaten, sodass hier deutliche Abwärtskorrekturen eintreten könnten. Überdies signalisieren die in einer Reihe von Ländern gesunkenen Sparquoten, dass der Anstieg der Immobilienpreise den privaten Konsum über Vermögenseffekte stimuliert hat, die künftig entfallen oder gar negativ ausfallen könnten. In jenen Ländern, in denen sich der Immobilienmarkt in den letzten Jahren schwach entwickelt hat, dürften zwar die von abflauenden Wohnungsbauinvestitionen und Vermögenseffekten ausgehenden dämpfenden Wirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung relativ moderat ausfallen. Allerdings ist davon auszugehen, dass diese Länder ebenfalls von Sekundärwirkungen einer Abschwächung der Immobilienmärkte getroffen werden, da eine verhaltene Nachfrage aus den übrigen westeuropäischen Ländern zu einer Drosselung der Exportentwicklung beiträgt.

62. In der Vergangenheit waren Abkühlungsphasen an den Immobilienmärkten in der Regel mit erheblichen Wachstumseinbußen des Bruttoinlandsprodukts verbunden. Laut einer Studie der OECD (2007) folgte auf 49 Boomphasen bei den Wohnungsbauinvestitionen, die im Zeitraum

1960 bis 2004 in 23 Ländern verzeichnet wurden, eine markante Abwärtskorrektur. Dabei verringerte sich die Output-Lücke in den vier Jahren nach der Wende des Wohnungsbauzyklus im Durchschnitt um fast 4 Prozentpunkte. Noch stärkere dämpfende Effekte stellte der IWF (2003) in einer Untersuchung der seit dem Zweiten Weltkrieg aufgetretenen Phasen starker Abwärtskorrekturen der Immobilienpreise fest. Danach waren die Wachstumseinbußen – gemessen an der Differenz zwischen dem realen Bruttoinlandsprodukt drei Jahre nach dem Platzen der Hauspreisblase und dem unter Fortschreibung der Zuwachsrates der drei Vorjahre ermittelten Niveau – mit 8 vH doppelt so stark wie im Falle von Aktienkurseinbrüchen (JG 2006 Ziffer 269).

63. Die Diskrepanz zwischen den Ergebnissen der beiden Studien dürfte in erster Linie darauf zurückzuführen sein, dass der IWF lediglich sehr stark ausgeprägte Hauspreiseinbrüche (von im Durchschnitt etwa 30 vH) untersuchte. Im Vergleich dazu sind die gegenwärtigen Preiskorrekturen am Immobilienmarkt überwiegend noch relativ gemäßigt. Dass die wachstumsdämpfenden Effekte entsprechend milder als in früheren Krisen ausfallen werden, ist jedoch aus zwei Gründen zu bezweifeln. Zum einen erstreckten sich die Hauspreiseinbrüche in der Vergangenheit häufig über mehrere Jahre. Bei einem ähnlichen Verlaufsmuster könnten sich die gegenwärtig zu beobachtenden Abwärtskorrekturen also noch eine geraume Zeit fortsetzen, insbesondere weil der vorangegangene Boom der Hauspreise ungewöhnlich lang und kräftig war. Zum anderen ist die Bedeutung von Immobilien bei der Besicherung von Krediten infolge von Deregulierungen und Finanzinnovationen gestiegen. Dies dürfte die Auswirkungen einer Wende an den Immobilienmärkten auf die Konjunktur erhöht haben.

64. Neue Studien des Instituts für Weltwirtschaft, Kiel (Dovern und Jannsen, 2008; Jannsen, 2008) zeigen, dass selbst weniger scharfe Einbrüche der Immobilienpreise in der Regel erhebliche Auswirkungen auf die Konjunktur haben. Als Schwellenwert für eine Immobilienkrise wird ein realer Hauspreistrückgang von mindestens 7,5 vH in einem Zeitraum von vier Jahren im Vergleich zum Höchststand festgelegt. Dieser Studie zufolge erreicht die Output-Lücke im Durchschnitt der 23 Immobilienkrisen, die für den Zeitraum 1970 bis 2004 in 15 Ländern identifiziert wurden, im zweiten und dritten Jahr nach Beginn der Krise ihren niedrigsten Wert und ist dabei im Schnitt um 2,9 Prozentpunkte geringer als zum Zeitpunkt des Höchststands der Immobilienpreise. Angesichts der von den Vereinigten Staaten auf andere Länder übergreifenden Immobilienkrise wird darüber hinaus untersucht, welche Auswirkungen das simultane Auftreten von Immobilienkrisen in den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich, Frankreich und Spanien auf andere Länder haben könnte, in denen bislang noch keine ernsthaften Krisensymptome aufgetreten sind. Berechnungen anhand eines globalen vektorautoregressiven Modells, das die Handelsverflechtung zwischen einer Reihe von Industrie- und Schwellenländern abbildet, ergeben dabei zum Beispiel für Deutschland, dass der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Zeitraum der Jahre 2008 bis 2010 insgesamt um 1,9 Prozentpunkte niedriger ausfallen könnte als in einem Basisszenario ohne Immobilienkrisen, wobei im Jahr 2009 mit dem größten dämpfenden Effekt (1,3 Prozentpunkte) zu rechnen wäre.

65. Die Stärke des Gesamteffekts, der immerhin etwa zwei Dritteln der angenommenen Wachstumseinbußen in den vier Krisenländern des Modells entspricht, erscheint auf den ersten Blick hoch, ist aber nicht unplausibel. Eine überschlägige Rechnung anhand der Anteile der Vereinigten

Staaten, des Vereinigten Königreichs, Frankreichs und Spaniens am deutschen Export ergibt beispielsweise, dass Wachstumseinbußen in diesen Ländern in Höhe von 2,9 Prozentpunkten den Anstieg des deutschen Exports um etwa 2 Prozentpunkte senken könnten. Dies würde den Zuwachs des deutschen Bruttoinlandsprodukts entsprechend um knapp 1 Prozentpunkt dämpfen. Die gesamten Wachstumseinbußen dürften allerdings – trotz gleichzeitig abnehmender Importzuwächse – höher ausfallen. Zum einen sollten sich die Immobilienkrisen in den oben genannten Ländern auf andere Handelspartner auswirken, und die Ausfuhren zusätzlich beeinträchtigen. Zum anderen dürfte die schwächere Exportentwicklung die Ausrüstungsinvestitionen und damit letztlich die Beschäftigung und den privaten Konsum im Inland schwächen. Überdies bildet die Modellrechnung nur die Krisensymptome in einigen ausgewählten Ländern ab. In nicht erfassten Volkswirtschaften wie Irland und Dänemark ist die Krise jedoch deutlich stärker ausgeprägt als etwa in Frankreich.

66. Noch bedeutender ist aber, dass die im Zuge der Immobilienkrisen weltweit erheblich gestiegenen systemischen Risiken die konjunkturellen Abwärtsrisiken spürbar verstärken. In der Vergangenheit war es durchaus nicht ungewöhnlich, dass gehäuft auftretende Rückgänge der realen Immobilienpreise in den Industrieländern von externen Schocks überlagert wurden. Dies war im Gefolge der Ölpreisschübe in der ersten Hälfte und gegen Ende der siebziger Jahre sowie während des Golfkriegs Anfang der neunziger Jahre der Fall. Nachhaltige wachstumsdämpfende Wirkungen waren die Folge. Laut Berechnungen der EU-Kommission fiel die Output-Lücke in Deutschland im Durchschnitt dieser Zeiträume im vierten Jahr nach dem Wendepunkt der Immobilienpreise in den OECD-Ländern um etwa 2,5 Prozentpunkte geringer aus als zum Zeitpunkt des Höchststands der Hauspreise.

Entwicklung der Rohstoffpreise

67. Im Jahr 2008 kam es zu **extremen Preisschwankungen** an den Märkten für zahlreiche Rohstoffe. In der ersten Jahreshälfte war ein markanter Preisauftrieb zu beobachten, dem jedoch im weiteren Jahresverlauf ein noch stärkerer Verfall gegenüberstand. Die hiermit verbundenen Angebotsschocks können in positiver wie negativer Richtung wesentliche Triebkräfte der konjunkturellen Entwicklung sein. Eine Untersuchung der Faktoren, die zu dieser Preisentwicklung führten, ergibt, dass spekulative Faktoren zwar kurzfristig und in begrenztem Maß zur Entwicklung im Jahresverlauf beigetragen haben könnten. Auf Basis verfügbarer Daten ist es allerdings nicht möglich, dauerhafte spekulative Übertreibungen zu identifizieren. Vielmehr zeigt sich, dass ein beträchtlicher Teil der zu beobachtenden Preissteigerung auf fundamentalen Veränderungen der aktuellen und erwarteten Angebots- und Nachfragebedingungen beruht. Insbesondere kam es als Folge der Konvergenz exportorientierter Schwellenländer zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage. Bei einem gleichzeitig äußerst unelastischen Angebot führte dies zu teils extremen Preissteigerungen, die zudem von der zwischenzeitlich starken Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro verstärkt wurden. Infolge der sich seit Mitte des Jahres 2008 immer deutlicher abzeichnenden weltwirtschaftlichen Abschwächung kam es zu einem abrupten Fall der Preise.

68. Parallel zum inflationstreibenden und konjunkturhemmenden Effekt steigender Rohstoffpreise erfolgten Leistungsbilanzüberschüsse und Vermögenstransfers in rohstoffproduzierende

Regionen, die wiederum den Integrationsprozess der entsprechenden Länder in die Weltwirtschaft beschleunigten. Dies kam neben den Ländern des Mittleren Ostens insbesondere großen aufstrebenden Volkswirtschaften wie Brasilien und Russland zugute. In dieser Situation ergibt sich eine Konstellation, im Rahmen derer der negative Angebotsschock, der üblicherweise mit einer Erhöhung der Ölpreise verbunden ist, von positiven externen Nachfragewirkungen begleitet wird, die in den letzten Jahren die deutsche Konjunktur stützten.

Ursachen für die Rohstoffpreisanstiege der letzten Jahre

69. Exemplarisch wird an dieser Stelle auf die **Entwicklung des Ölpreises** und einiger anderer Rohstoffe eingegangen. So hat sich der Ölpreis der Sorte Brent beginnend vom Jahr 2003 bis zum Sommer 2008 in der Spitze versechsfacht (Schaubild 14), die HWWI-Indizes für agrarische Rohstoffe und Nicht-Eisen-Metalle (NE-Metalle) haben sich über den gleichen Zeitraum nahezu verdoppelt beziehungsweise verdreifacht (Schaubild 15, Seite 42). Als auf fundamentale Faktoren zurückzuführende Ursachen für diese Entwicklung werden eine stark gestiegene, preisunelastische Nachfrage und ein zurückbleibendes, unelastisch auf Preisänderungen reagierendes Angebot genannt. Eine Ausweitung der Nachfrage löst deshalb große Preisreaktionen bei geringen Mengenänderungen aus. Außerdem stehen aber wegen des Ausmaßes der Preissteigerungen Finanzinvestoren im Verdacht, die Preise durch ihr verstärktes Interesse an Anlagen im Rohstoffsektor in die Höhe getrieben zu haben.

Schaubild 14

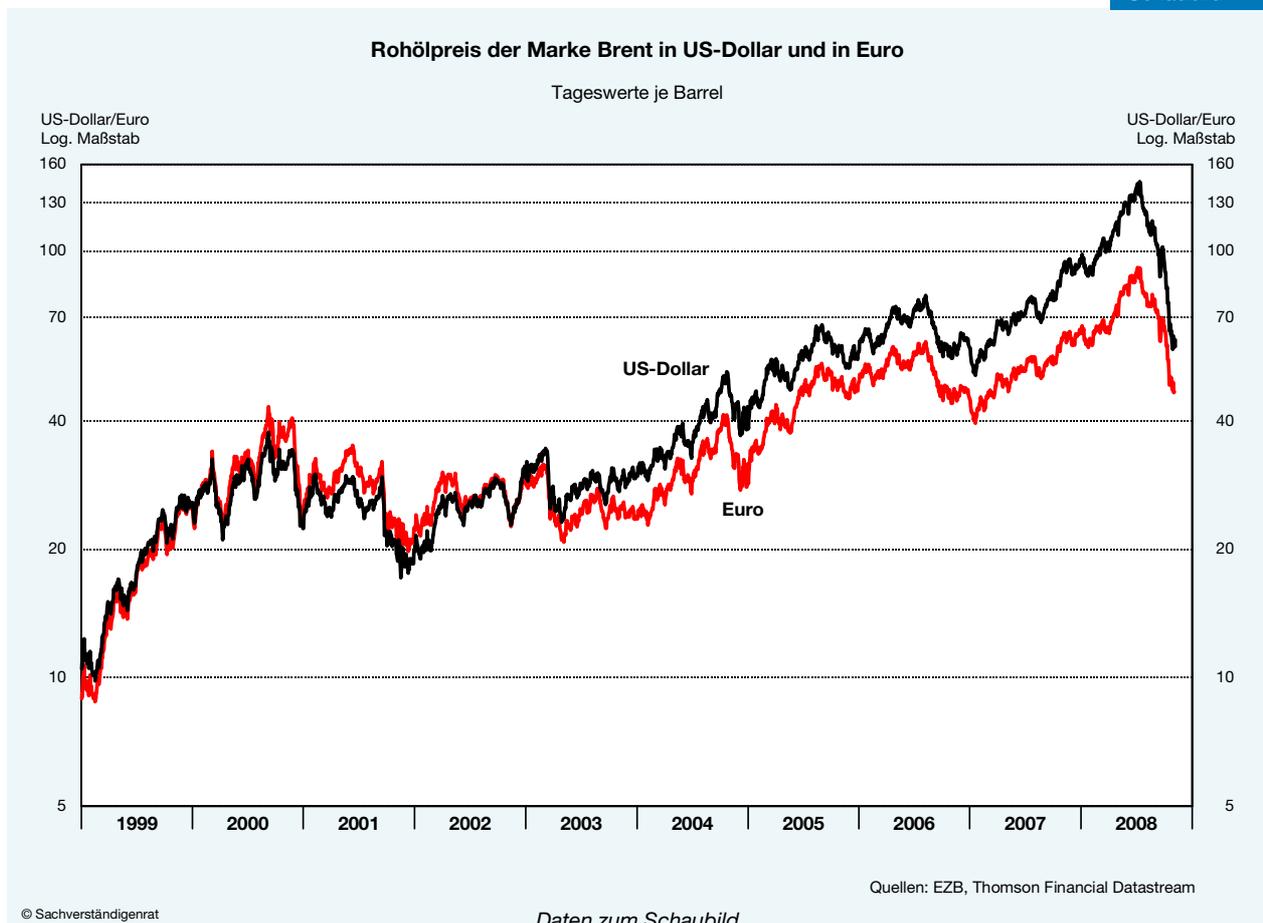
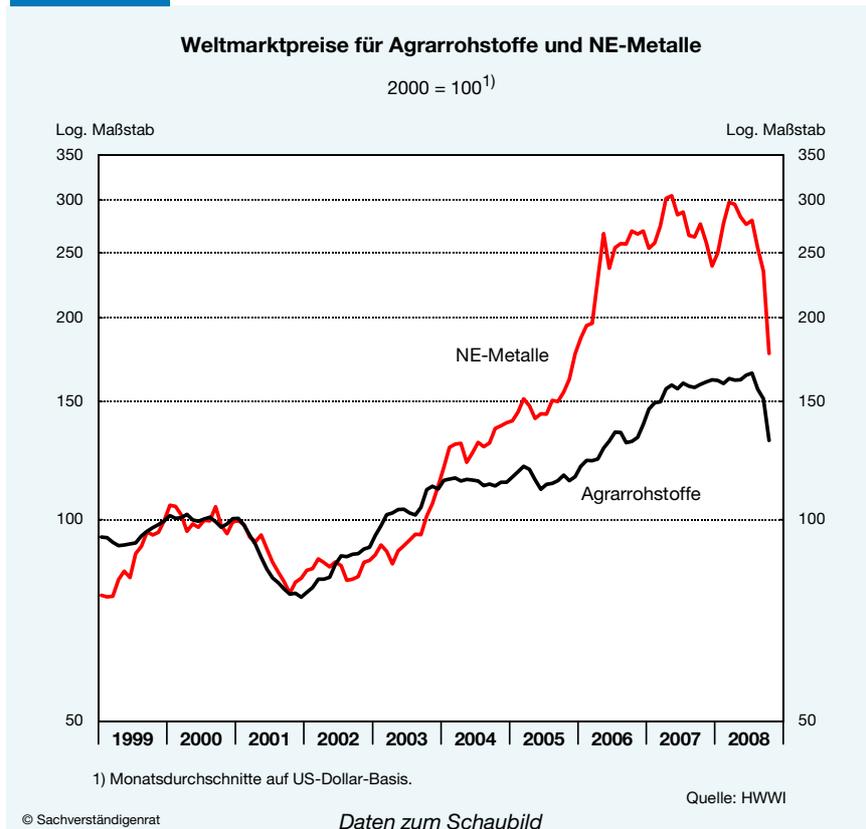


Schaubild 15



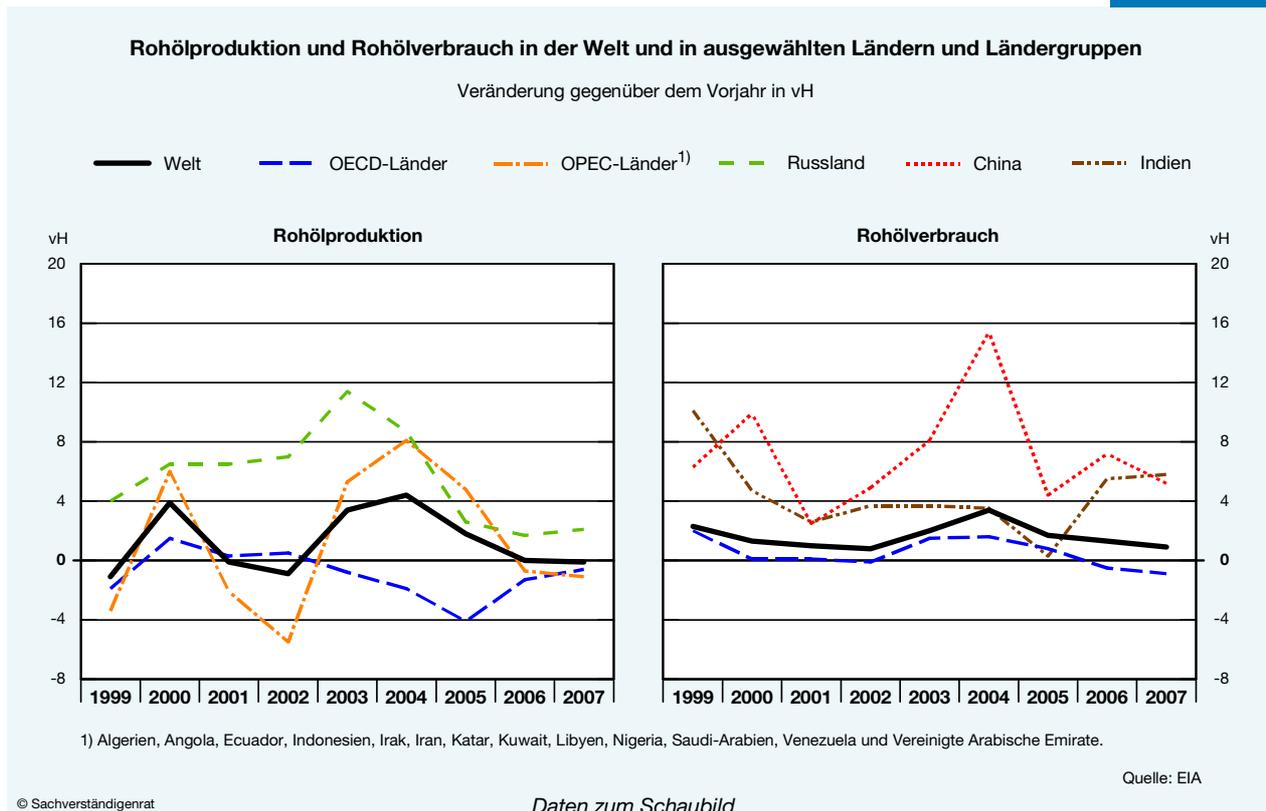
Fundamentale Faktoren

70. Der weltweite **Ölverbrauch** lag im Jahr 2007 bei 85,2 Mio Barrel pro Tag und verzeichnete über die letzten fünf Jahre Zuwachsraten zwischen 1,1 vH und 3,6 vH. Dieser Anstieg ist zu einem großen Teil auf die verstärkte Nachfrage seitens der Schwellenländer zurückzuführen. Länder wie China und Indien, auf welche im Jahr 2007 zusammengenommen 12,0 vH des weltweiten Verbrauchs entfiel, haben teilweise Zuwächse von über 5 vH pro Jahr in den letzten fünf Jahren aufzuweisen (Schaubild 16). Dem steht seitens der Erdöl produzierenden Länder ein stagnierendes, im letzten Jahr sogar leicht schrumpfendes **Angebot**, gemessen an der Produktion von Barrel pro Tag, gegenüber. So ist das Ölangebot im Jahr 2007 verglichen mit dem Vorjahr um 0,2 vH zurückgegangen. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf eine Produktionseinschränkung der OPEC in Höhe von 1 vH zurückzuführen, welche derzeit einen Anteil von 43,2 vH am weltweiten Angebot aufweist. Der starke Einfluss der OPEC wird des Weiteren dadurch unterstrichen, dass sie und insbesondere Saudi-Arabien als größter einzelner Erdölproduzent der Welt, als Einzige in der Lage sind, die Produktion kurzfristig auszuweiten, da die anderen Anbieter nahe ihres Kapazitätslimits arbeiten (Erdmann und Zweifel, 2008). Dadurch und in Verbindung mit einer relativ preisunelastischen Nachfrage (Hamilton, 2008) kann die OPEC die Marktpreise über ihre Quasi-Monopolstellung mittels Reduktion ihres Fördervolumens beeinflussen.

71. Der Hauptgrund für die kurzfristig äußerst geringe **Preiselastizität der Nachfrage** ist, dass beim derzeitigen technologischen Stand Mineralöl schwer durch andere Produkte substituierbar ist. Die geringe Elastizität kann zusätzlich durch die in Schwellenländern weit verbreiteten staatlichen Subventionen für Energie erklärt werden, wodurch die Preise künstlich niedrig gehalten werden,

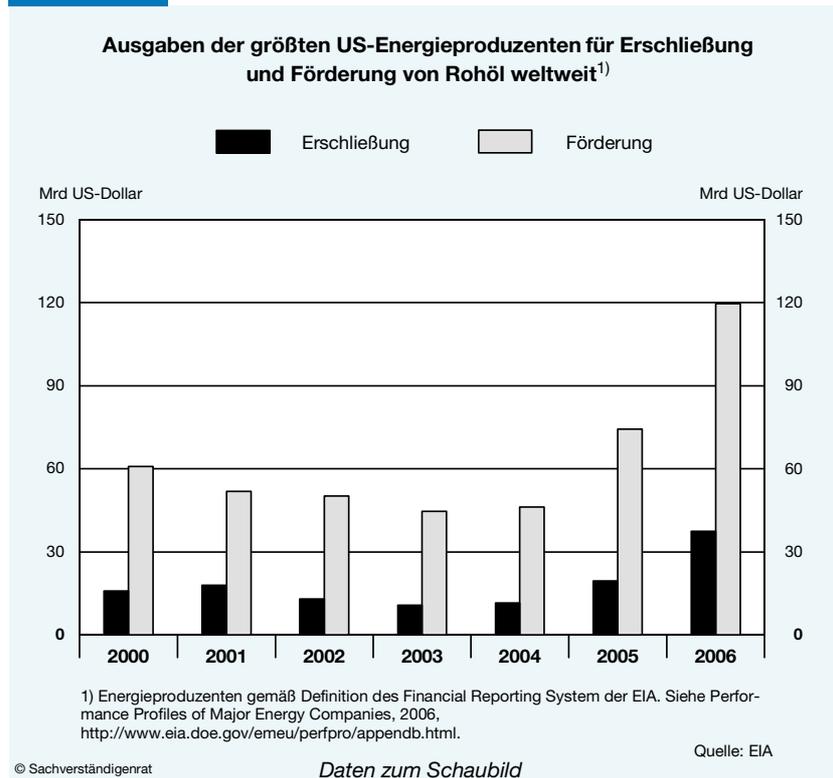
was die dortigen Nachfrager nur schwach auf Preisänderungen am Weltmarkt reagieren lässt. Im Euro-Raum kann eine geringere Preiselastizität über den Wechselkurseffekt begründet werden. Durch die Abrechnung der Öllieferungen in US-Dollar reagierten die Konsumenten hier aufgrund des in Relation zum Euro schwachen US-Dollar nicht so stark auf Preisänderungen am Weltmarkt. Ein ähnlicher Effekt ergibt sich auf der Angebotsseite, da die Erdölexporture einen höheren Preis verlangen, um bei Lieferungen, beispielsweise in den Euro-Raum, niedrigeren Gewinnmargen, abgerechnet in US-Dollar, entgegenzuwirken.

Schaubild 16



72. Ein weiterer grundsätzlicher Faktor für den Preisanstieg der letzten Jahre ist darin zu sehen, dass die Vorkommen in leicht zugänglichen Ölfeldern zurückgegangen sind und damit **Explorations- und Förderkosten** stark zugenommen haben. Notwendige Neuinvestitionen waren während Zeiten eines niedrigen Ölpreises gering und haben erst im Kontext des Preisanstiegs wieder angezogen (Schaubild 17, Seite 44). Bei einem Investitionszyklus von etwa sieben bis acht Jahren werden sich die Neuinvestitionen allerdings erst nach dem Jahr 2010 merklich auf den Ölmarkt auswirken können. In diesem Zusammenhang mögen gemäß der **Peak-Oil-Hypothese** die Funde und die Erschließung neuer Ölfelder nicht ausreichen, um die nachlassende Produktion der aktiven Felder auszugleichen. Der Zenit der förderbaren Ölmenge wird nach dieser Sichtweise jetzt oder in naher Zukunft erreicht. Der bei manchen großen Ölfeldern beobachtete Rückgang der Fördermengen lässt sich möglicherweise damit erklären, dass die Produzenten in letzter Zeit größere Aufmerksamkeit auf die Endlichkeit der Ressource legen und die Förderung zeitlich strecken, da sie durch die Nichtförderung des Öls jetzt eine höhere Rendite in der Zukunft erwarten.

Schaubild 17

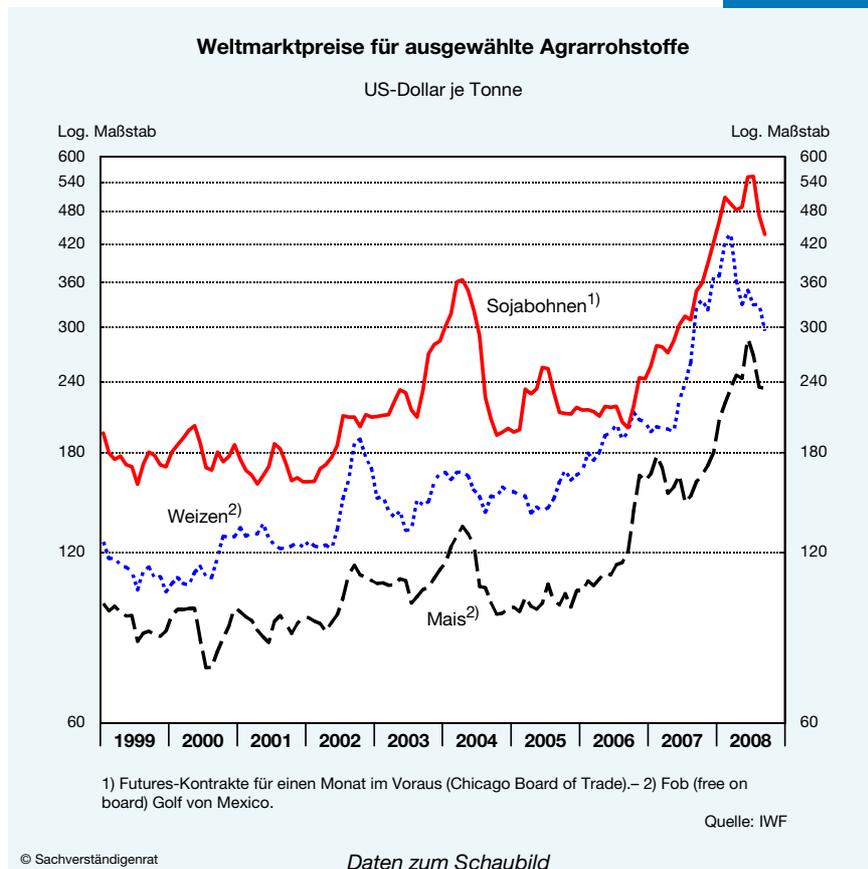


73. Neben gestiegenen technischen Kosten für Exploration und Förderung ist auf die häufig angesprochene **politische Risikoprämie** zu verweisen. Hierbei sind insbesondere die immer wieder aufkommenden politischen Spannungen bei bedeutenden Ölproduzenten im Mittleren Osten und in Teilen Afrikas zu erwähnen. Weiterhin ist in einigen Ländern ein Trend zur Verstaatlichung der Ölindustrie – exemplarisch seien hier Russland und Venezuela genannt – im Gange, welcher zur Folge hat, dass die Hochtechnologie der großen privaten Ölfirmen im Bereich von Förderung und Exploration vermehrt nicht mehr zur Verfügung steht. So haben die fünf größten privaten Ölkonzerne zusammen weltweit nur noch einen Marktanteil von weniger als 12 vH (Hamilton, 2008). Infolgedessen können die vorhandenen Vorkommen nicht immer effizient ausgebeutet werden, und die Erschließung neuer Felder wird unwahrscheinlicher.

74. Eine ähnliche Situation wie beim Öl stellt sich bei der **Preisentwicklung auf den Agrarmärkten** dar (Schaubild 18). Grundsätzlich sehen sich diese Märkte einer gestiegenen Nachfrage seitens der Schwellenländer gegenüber. Neben dem direkten Effekt über das Bevölkerungswachstum und die bessere Versorgung der Konsumenten in diesen Ländern ist ein indirekter Effekt über ein sich veränderndes Konsumverhalten zu konstatieren. So findet beispielsweise eine Verschiebung zu einem vermehrten Verzehr von Fleischprodukten statt. Für die Bereitstellung der gleichen Menge an Nährwert sind diese allerdings in der Produktion über den Futtermitelesatz kostenintensiver als die direkte Produktion der vergleichbaren Menge Getreide. Auf der Angebotsseite führt der gestiegene Ölpreis zu einer über höhere Transport- und Produktionskosten zu Preissteigerungen im Agrarbereich. Zum anderen sind die zum Teil hoch subventionierten Biokraftstoffe bis zu einer Beimischung von 10 vH als Substitut zu konventionell gewonnenen Kraftstoffen anzusehen, wodurch ein Ölpreisanstieg ebenso erhöhend auf den Preis der Ausgangsmaterialien wirkt (Brühwiler und Hauser, 2008). Nicht zuletzt führten häufigere Missernten in den letzten Jah-

ren, besonders in den Vereinigten Staaten und im südostasiatischen Raum, zu einer temporären Angebotsverknappung.

Schaubild 18



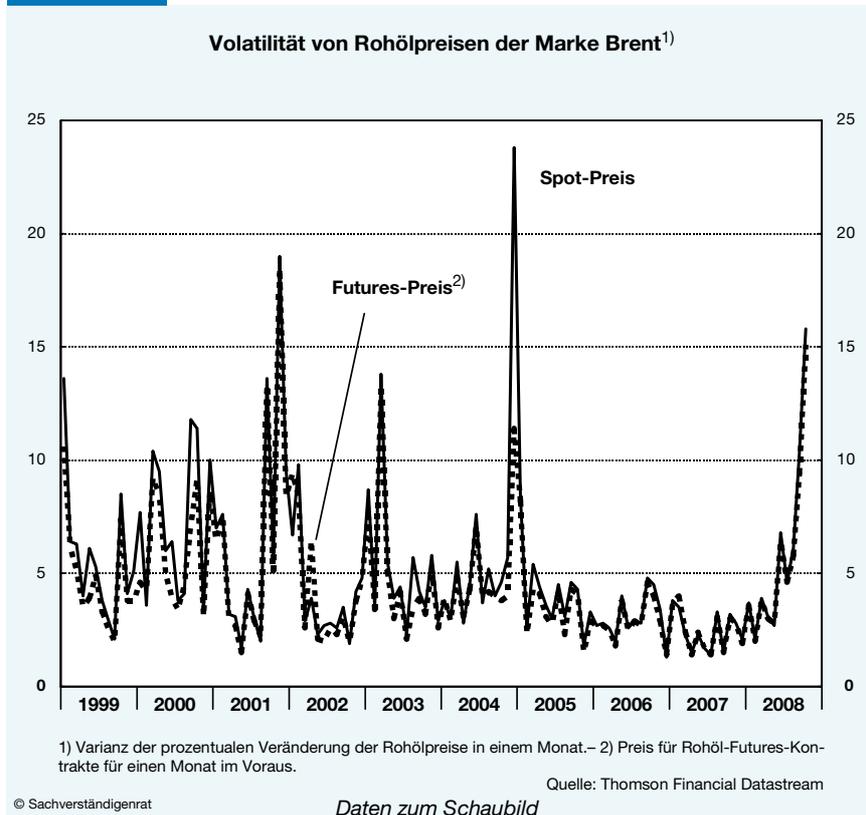
Spekulative Faktoren

75. An der Begründung der Preisentwicklungen mit fundamentalen Faktoren wird kritisiert, dass man damit die extrem starken Preisanstiege der letzten Zeit sowie die gestiegene Volatilität nur schlecht erklären könne und deshalb noch andere Ursachen vorliegen müssten. Die These einer zunehmenden Volatilität, gemessen an der Varianz der Veränderung des Futures- oder Spot-Preises gegenüber dem Vortag über die Handelstage des jeweiligen Monats, lässt sich leicht widerlegen (Schaubild 19, Seite 46), da während des starken Anstiegs des Ölpreises im letzten Jahr keine große Veränderung gegenüber der Vergangenheit zu beobachten war. Die drei extremen Ausschläge in den Jahren 2001, 2003 und 2004 fallen zeitlich mit den Ereignissen des 11. September 2001, dem Beginn des Irakkriegs im März 2003 und dem Tsunami in Ostasien zu Weihnachten 2004 zusammen.

76. Damit verbleibt die Frage, ob sich der starke Preisanstieg seit dem Jahr 2004 und der ebenfalls starke Rückgang der Preise seit Juli 2008 allein mit fundamentalen Faktoren erklären lassen. Grundsätzlich können Preise auf Rohstoffmärkten durch Finanzspekulation beeinflusst werden und sich damit von ihren fundamentalen Werten entfernen. Ein Weg für Finanzinvestoren besteht darin, sich direkt auf dem **Spot-Markt** mit den entsprechenden Gütern einzudecken und so eine zusätzliche, den Preis treibende Nachfrage zu generieren. Bei Edelmetallen wie Silber oder Gold

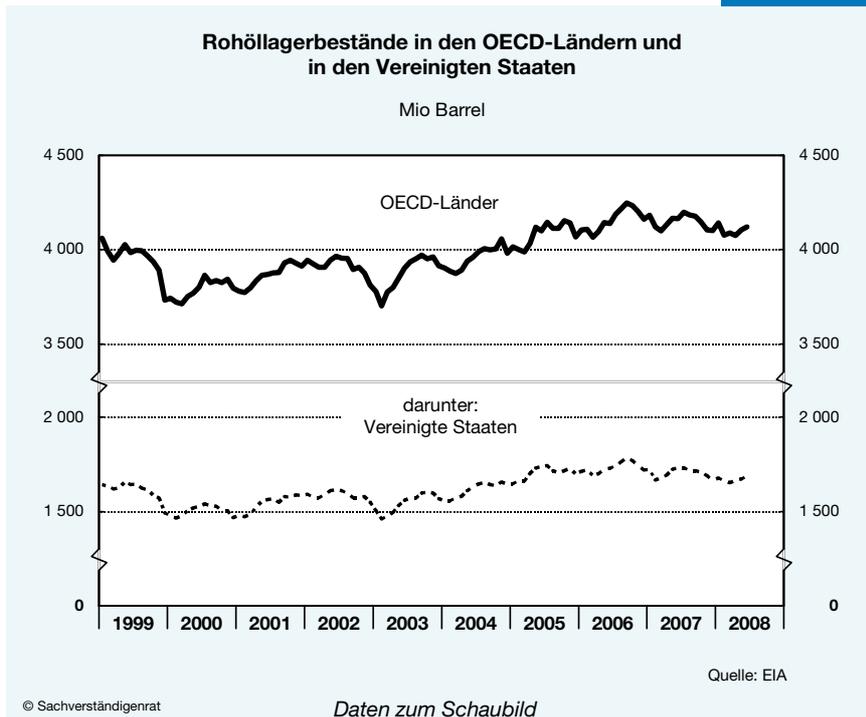
verfolgen Exchange Traded Funds (ETF) diese Strategie und haben vermutlich zu den Preisanstiegen in den letzten Jahren beigetragen (Koh, 2007). Schwieriger durchzuführen ist dieses physische Horten bei anderen Rohstoffen, wie bei landwirtschaftlichen Erzeugnissen oder bei Öl, weil dabei beträchtliche Lagerkosten entstehen. Tatsächlich gibt es vereinzelte Hinweise darauf, dass Finanzinvestoren Lagerbestände an Öl aufgebaut haben (Davis, 2007). Gegen die These einer spekulativen Beeinflussung der Ölpreise über die Spot-Märkte sprechen aber die offiziellen Daten über die Lagerbestände, die seit Beginn des starken Ölpreisanstiegs im Jahr 2007 – mit Ausnahme von jahreszeitlich bedingten Schwankungen – keinen Aufwärtstrend aufweisen (Schaubild 20). Allerdings dürfte die Genauigkeit der Datenerhebung mit einer gewissen Unsicherheit behaftet sein. Beispielsweise müssten sich die unterschiedlichen Entwicklungen der Ölnachfrage, gemessen am Konsum, und des Ölangebots, gemessen an der Fördermenge, in den Lagerbeständen niederschlagen. Dies ist aber nicht der Fall. Wegen dieser Unwägbarkeiten könnten die Spot-Preise von Öl tatsächlich in gewissem Maß durch Finanzspekulation getrieben sein, selbst wenn die offiziellen Lagerdaten dies nicht signalisieren.

Schaubild 19



77. Weiterhin können Finanzinvestoren mit Hilfe des **Futures-Markts** Einfluss auf die Spot-Preise nehmen. Als Indiz wird häufig angeführt, dass das Volumen an den Futures-Märkten, gemessen als Open Interest, parallel zum Ölpreis stark angestiegen ist (Kasten 1; Schaubild 21, Seite 49). Der Anteil der als „Spekulanten“ (Non-commercial Trader) einstuftbaren Akteure im Futures-Handel beträgt ungefähr 50 vH. Investitionen in Rohstoff-Index-Fonds haben zwischen Ende 2003 und März 2008 von 13 Mrd US-Dollar auf 260 Mrd US-Dollar zugenommen (Masters, 2008).

Schaubild 20



Kasten 1

Rohstoff-Futures-Handel

Für viele Rohstoffe existiert ein über Börsen organisierter Futures-Handel (zum Beispiel Öl, Weizen, Kaffee). Kommt ein Futures-Kontrakt zustande, dann verpflichtet sich eine Seite, zu einem vereinbarten Termin eine bestimmte Menge eines Guts (an einem festgelegten Ort) zu liefern (dies ist die sogenannte Short-Position), und die andere Seite, das Gut abzunehmen und den bei Abschluss des Kontakts vereinbarten Preis zu entrichten (die sogenannte Long-Position). Short-Positionen werden häufig von Produzenten der Güter (zum Beispiel Ölproduzenten, Minenbetreiber, Landwirte) eingegangen, die ihre künftige Produktion vor einem drohenden Preisrückgang absichern und Planungssicherheit haben möchten. Spiegelbildlich nehmen Käufer der Produkte (zum Beispiel Ö Raffinerien, Industriebetriebe, Mühlen) Long-Positionen ein, um sich gegen Preisanstiege abzusichern. Des Weiteren sind neben diesen kommerziellen Händlern sogenannte „nicht-kommerzielle“ Händler am Markt, die kein Interesse an den physischen Gütern haben (Spekulant). Zu diesen gehören die kurzfristig agierenden klassischen Arbitrageure, die ökonomisch nicht gerechtfertigte Kursdifferenzen (zum Beispiel bei Futures-Kontrakten verschiedener Laufzeiten) ausnutzen und somit einen positiven Beitrag zur Preisfindung und zum effizienten Funktionieren der Märkte leisten. Seit einigen Jahren sind aber auch längerfristig orientierte Vermögensverwalter (Pensionsfonds, Indexfonds) verstärkt am Futures-Markt aktiv, die vorwiegend Long-Positionen einnehmen, um an der (positiven) Marktentwicklung zu partizipieren, ohne tatsächlich physische Güter kaufen zu müssen. Neben diesem Rendite-Motiv dient ein Rohstoff-Investment zur besseren Portfolio-Diversifikation, da Preise von Rohstoffen und anderen Anlageklassen wie Aktien sehr wenig korreliert sind, und zur Inflations-Absicherung, weil die Korrelation zwischen Rohstoffpreisen und Inflation sehr hoch ist. Die Anzahl an ausstehenden Kontrakten wird als Open Interest bezeichnet und wird häufig als Maß für das Volumen eines Futures-Markts herangezogen.

Futures-Preise und Spot-Preise sind über einen Arbitrage-Zusammenhang miteinander verknüpft. Vereinfacht besagt dieser, dass ein Horten und späterer Verkauf von Gütern keine „Überrenditen“ bringen sollte. Formal lässt sich die Beziehung folgendermaßen ausdrücken:

$$p^f = p^{spot} + c$$

mit p^f als Futures-Preis, p^{spot} als Spot-Preis und c als Cost of Carry. Enthalten in c sind beispielsweise Zinskosten und Lagerkosten. Wäre die linke Seite größer als die rechte, dann würde es sich lohnen, das Gut auf dem Futures-Markt zu p^f zu verkaufen, gleichzeitig auf dem Spot-Markt ein Gut zu kaufen und einzulagern. Weil die Cost of Carry aber kleiner wäre als die Differenz zwischen Futures- und Spot-Preis, würde ein risikoloser Gewinn resultieren, was im Marktgleichgewicht nicht möglich sein sollte. Mit anwachsenden Lagerbeständen sollte die Differenz zwischen Futures- und Spot-Preisen abnehmen, bis sie nur noch die Cost of Carry beträgt und keine Arbitragegewinne mehr möglich sind. Im umgekehrten Fall, wenn also die linke Seite kleiner ist als die rechte, würde eine Long-Position auf dem Futures-Markt in Kombination mit einem Verkauf auf dem Spot-Markt (zum Beispiel durch einen Lagerabbau oder durch einen Leerverkauf) unbegrenzte Arbitrage-Gewinne versprechen.

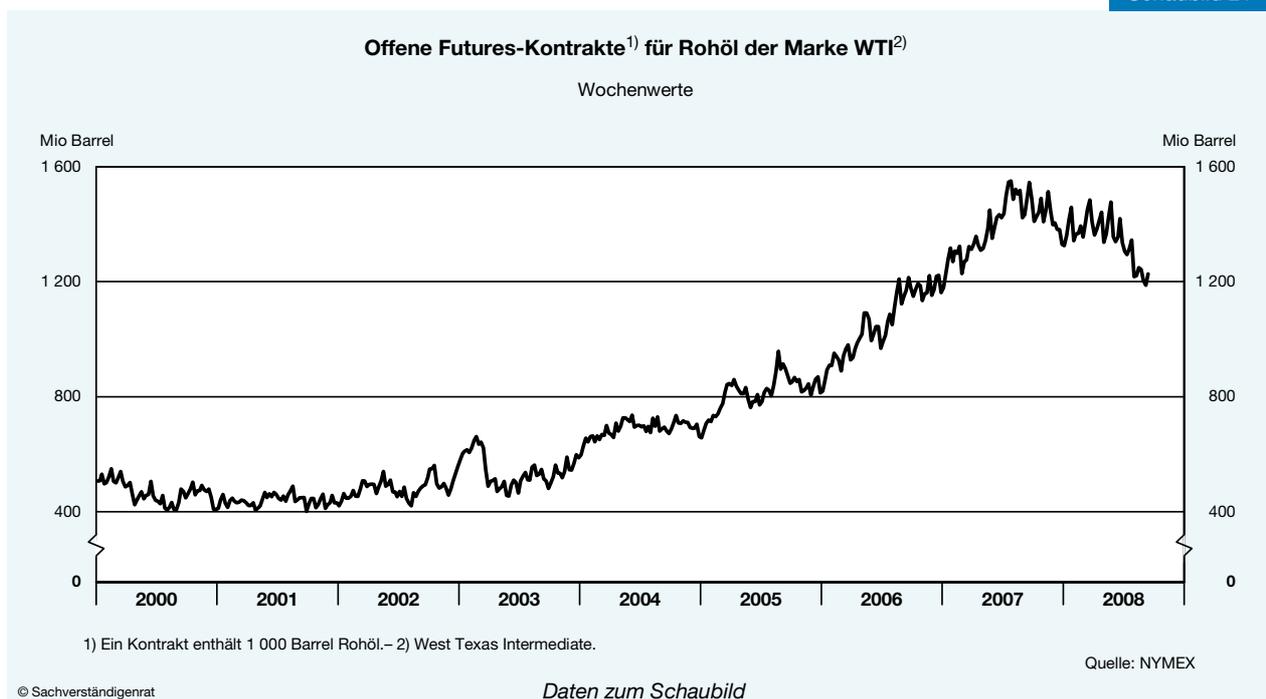
Im Marktgleichgewicht sollte also die Arbitragegleichung gelten und das Verhältnis von Spot- zu Futures-Preisen die Cost of Carry festlegen. Diese können sowohl positiv als auch negativ sein, weil sie neben den Zins- und Lagerkosten die sogenannte Convenience Yield – auch negative Lagerkosten genannt (Hamilton, 2008) – enthalten. Die Convenience Yield drückt den Nutzen durch das Halten von Lagerbeständen aus. Beispielsweise haben Raffinerien Ölvorräte, um ohne Unterbrechung durch Lieferengpässe produzieren und auf eine unversehens gestiegene Nachfrage schnell reagieren zu können. Praktisch ergibt sich aber das Problem, dass diese Convenience Yield selbst nicht messbar ist. Daraus folgt, dass die Futures-Preise entweder höher sein können als die Spot-Preise, eine Situation, die als Contango bezeichnet wird; oder sie sind niedriger, was Backwardation genannt wird (Schaubild 22, Seite 50). Neben einer hohen Convenience Yield ist eine Einschränkung bei Leerverkäufen wegen geringer ausleihbarer Lagerbestände ein weiterer wichtiger Grund für Backwardation.

Ist ein Markt in Backwardation, dann gibt es noch ein weiteres Motiv für Long-Positionen von Finanzinvestoren, der sogenannte „Roll-Return“. Wenn Futures-Kontrakte kurz vor Fälligkeit annähernd zum Spot-Preis verkauft oder durch entsprechende Gegengeschäfte glattgestellt werden und wieder länger laufende und billigere Kontrakte gekauft werden (Überrollen), wird eine positive Rendite erzielt.

Der Futures-Markt für Rohstoffe dient in erster Linie der Risikoabsicherung, eine allokativen Funktion für physische Ölbestände hat er praktisch nicht. Grund ist vor allem die mit der hohen Standardisierung einhergehende fehlende Flexibilität in der Ausgestaltung der Kontrakte, vor allem im Hinblick auf den Lieferort, der beispielsweise bei Kontrakten für light sweet crude oil, die an der NYMEX gehandelt werden, der Ort Cushing (Oklahoma) ist. Deshalb wird bei nur ungefähr 2 vH der Kontrakte tatsächlich Öl geliefert, der Rest wird vor Fälligkeit glattgestellt oder per Ausgleichszahlung (Cash-Settlement) beglichen (ITF, 2008).

78. Gegen diese Sichtweise spricht jedoch eine Reihe von Gründen: Erstens ist gegen das „Volumen-Argument“ bei Futures-Kontrakten für Öl einzuwenden, dass die Anzahl offener Kontrakte zwischen August 2007 und Juni 2008 annähernd konstant war, die Preise in diesem Zeitraum aber stark gestiegen sind, und mit dem massiven Einbruch des Ölpreises seit Sommer geht nur ein geringer Rückgang der offenen Kontrakte einher (Schaubild 21). Zweitens bedingt das Zustandekommen eines Futures-Kontrakts immer gleichzeitig eine Long- und eine Short-Position. Es rechnen also genauso viele Akteure mit einem steigenden wie mit einem fallenden Preis relativ zum Futures-Preis, der häufig unter dem Spot-Preis lag (Schaubild 22, Seite 50). Vom Volumen allein kann somit nicht auf einen wie auch immer gerichteten Preisdruck geschlossen werden.

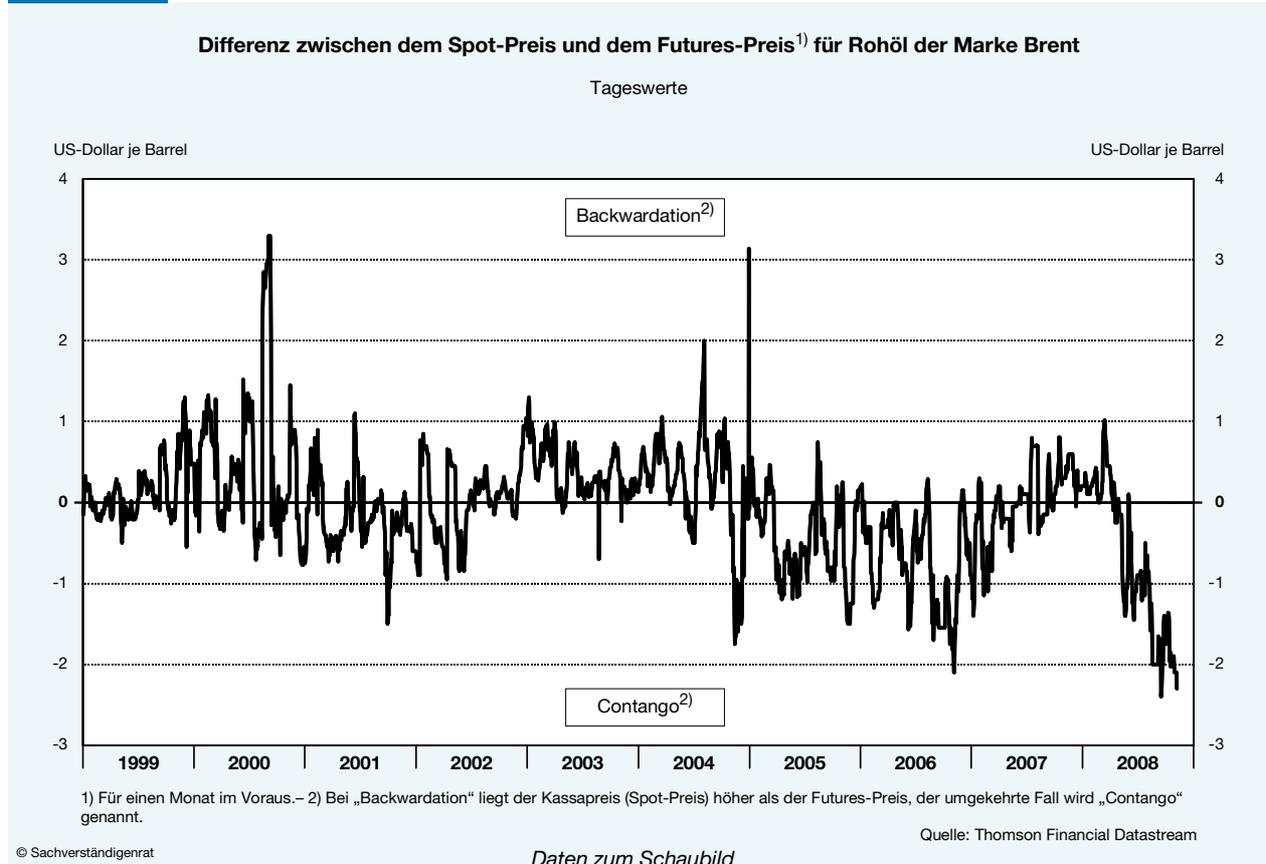
Schaubild 21



79. Dabei ist aber prinzipiell ein Einfluss der Futures-Preise auf die Spot-Preise möglich. Würde beispielsweise eine verstärkte Nachfrage nach Long-Positionen die Futures-Preise ansteigen lassen, dann kann es sich lohnen, auf dem Spot-Markt Güter zu kaufen, einzulagern und zu hohen Futures-Preisen später wieder zu verkaufen. Die gestiegene Nachfrage nach Gütern auf dem Spot-Markt, ausgelöst durch die risikolose Arbitrage, lässt dann den Spot-Preis ansteigen, bis wieder Arbitragefreiheit gilt. Wenn die Spot-Preise allerdings aus diesem Grund ansteigen, dann müsste sich das in den Daten zur Lagerhaltung niederschlagen (Krugman, 2008). Hierfür gibt es jedoch keine Hinweise. Die Lagerhaltung von Öl war die letzten Jahre relativ konstant (Schaubild 20, Seite 47), wengleich die oben gemachten Einschränkungen hier wieder gelten.

Dabei liefert eine aktuelle empirische Untersuchung starke Indizien, dass selbst die Futures-Preise nicht systematisch durch Handelspositionen von Gruppen von Händlern beeinflusst werden (ITF, 2008). Die vorliegenden Daten sprechen eher dafür, dass diese ihre Positionen aufgrund von Preisänderungen anpassen. Würden die Händler-Gruppen durch ihre Orders den Preis bestimmen, dann sollte eine Preisänderung auf eine entsprechende Positionsänderung folgen.

Schaubild 22



80. Ein weiterer Grund gegen die These preistreibender Futures-Spekulation ist, dass es ebenso in anderen Rohstoff-Märkten starke Preisanstiege gab, selbst wenn in diesen kein Futures-Handel existiert, zum Beispiel bei Eisenerz, Reis und Stahl. Umgekehrt ist das Volumen im Futures-Markt bei Nickel stark angestiegen, der Preis von Nickel hat sich aber zwischen September 2007 und Juli 2008 in etwa halbiert.

81. Bezüglich der Volatilität der Preise kann ebenfalls keine generelle Aussage über den Einfluss von Spekulation auf den Futures-Märkten auf die Spot-Märkte gemacht werden. In Märkten, bei denen es keinen Terminhandel gibt, fallen Preisschwankungen nicht generell niedriger als in Märkten mit Terminhandel aus. Einige Rohstoffmärkte ohne Futures-Handel weisen eine ausgesprochen hohe Volatilität auf, wie zum Beispiel die Märkte für Düngemittel, Kohle, Tee oder Zwiebeln (ITF, 2008).

Der Rückgang des Ölpreises seit Jahresmitte

82. Das Ende des Preisanstiegs im Juli 2008 dürfte durch die Produktionsausweitung seitens Saudi-Arabiens ab Juni um 500 000 Barrel pro Tag ausgelöst worden sein. Der sich daran anschließende massive Preissturz ist auf die sich rapide eintrübende Weltkonjunktur zurückzuführen. Dabei kann im Zuge des durch die weltweite Finanzkrise bedingten Deleveraging das Auflösen von Positionen im Öl-Spotmarkt den Preisverfall noch beschleunigt haben, was aufgrund der unsicheren Datenlage allerdings schwer zu verifizieren ist. Als Reaktion auf den Preisrückgang hat die OPEC im September ihre Angebotsausweitung wieder zurückgenommen und im Oktober sogar

eine weitere Kürzung der Fördermenge angekündigt. Zusammen genommen spricht in einer mittelfristigen Betrachtung wenig für die These der spekulativ getriebenen Ölpreise, wenngleich kurzfristig verstärkende Effekte nicht ausgeschlossen werden können.

Die Weltwirtschaft im Jahr 2009

83. Den konjunkturellen Implikationen der Finanzmarkt-, Immobilien- und Rohstoffpreisentwicklungen kommt auch im Jahr 2009 eine entscheidende Bedeutung zu. Vor dem Hintergrund einer **weiterhin angespannten Situation auf den Finanzmärkten** wird sich die Weltwirtschaft im kommenden Jahr zunächst weiter abschwächen. Zwar ist eine leichte Aufhellung der konjunkturellen Lage in der zweiten Jahreshälfte zu erwarten; diese wird mittelfristig jedoch nicht zu einer Aufschwungsdynamik führen, die mit der der Jahre 2004 bis 2007 vergleichbar wäre. Der Sachverständigenrat prognostiziert, dass die Zuwachsrates der aggregierten Weltproduktion im Jahr 2009 1,8 vH betragen wird (Tabelle 4, Seite 52). Getrieben wird diese Entwicklung von einer markanten Abschwächung der Wirtschaftsaktivität in den reiferen Volkswirtschaften im ersten Halbjahr und von einer Verlangsamung des Wachstums in den Schwellenländern.

Ein entscheidender Unsicherheitsfaktor sind die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Kreditvergabe. Insbesondere bleibt offen, ob sich die weiterhin angespannte Lage im Finanzsektor und die hiermit einhergehende Kapitalknappheit in einer zeitlich begrenzten Abschwächung des Kreditwachstums oder in einer Kreditklemme niederschlagen werden. Die zügige und möglichst breit angelegte Umsetzung der kürzlich beschlossenen Stabilisierungsprogramme spielt hierbei eine entscheidende Rolle.

84. Zu den die Weltwirtschaft kurzfristig schwächenden Faktoren sind neben der Entwicklung an den Finanzmärkten der anhaltende **Preisverfall an den Immobilienmärkten** und der deutliche Kursrückgang an den Aktienmärkten zu zählen. Dies gilt insbesondere für die Volkswirtschaften, in denen der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte hoch ist. Während sich die rückläufige Immobilienpreisentwicklung in den Vereinigten Staaten verlangsamt fortsetzt, befinden sich andere Volkswirtschaften inmitten des Prozesses eines Abbaus bestehender Verzerrungen. Die hiermit verbundene höhere Sparneigung sowie eine anhaltend schwache Baukonjunktur werden die wirtschaftliche Entwicklung für einen großen Teil des kommenden Jahres negativ beeinträchtigen.

85. Mit der allgemeinen konjunkturellen Eintrübung geht ein Rückgang des Inflationsdrucks einher, der von einer **Rückbildung der Rohstoffpreise** auf niedrigerem Niveau unterstützt wird. Dies ist mit positiven Effekten auf den privaten Verbrauch verbunden. Stimulierend wird im nächsten Jahr die bereits aktuell zunehmend expansive **Geldpolitik** insbesondere in den großen Wirtschaftsräumen wirken. Dies dürfte vor allem die privaten Investitionen fördern, da sich die Unternehmensbilanzen außerhalb des Finanzsektors als relativ gesund erweisen. Letzteren könnte zudem zusätzlich eine Entspannung an den Finanzmärkten zugute kommen, sofern eine graduelle Abnahme der Risikoaversion und, damit einhergehend eine Senkung der Zinsaufschläge eintreten sollte. Zudem wiesen einige Sektoren im Zuge des vergangenen Aufschwungs einen eher verhaltenen Ausbau von Kapazitäten auf. Somit mag noch immer ein Aufholbedarf existieren, vor allem im Hinblick auf die in der langen Frist zu erwartenden Nachfrageimpulse aus Schwellenländern.

Tabelle 4

Die voraussichtliche Entwicklung in ausgewählten Ländern und Ländergruppen

Land/Ländergruppe	Bruttoinlandsprodukt (preisbereinigt) ¹⁾		Verbraucherpreise ¹⁾²⁾		Anteil an der Ausfuhr ³⁾ Deutschlands
	2008	2009	2008	2009	2007
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH				vH
Deutschland	1,7	0,0	2,8	2,1	X
Frankreich	0,8	0,2	3,4	1,6	9,5
Italien	- 0,1	- 0,2	3,4	1,9	6,7
Niederlande	2,3	1,0	2,9	2,6	6,5
Österreich	2,0	0,8	3,5	2,3	5,5
Belgien	1,4	0,2	4,6	2,8	5,3
Spanien	1,0	- 0,5	4,5	2,6	4,9
Finnland	2,5	1,6	3,9	2,5	1,1
Portugal	0,6	0,1	3,2	2,0	0,9
Griechenland	3,2	2,0	4,4	3,1	0,8
Irland	- 1,8	- 0,6	3,5	2,4	0,6
Luxemburg	2,3	1,8	3,7	1,8	0,5
Slowenien	4,3	3,7	5,9	3,3	0,4
Zypern	3,4	2,8	4,6	3,5	0,1
Malta	2,8	2,3	3,7	2,2	0,0
Euro-Raum ⁴⁾	1,2	0,1	3,5	2,1	42,8
Vereinigtes Königreich	1,0	- 0,1	3,8	2,9	7,2
Schweden	1,2	1,4	3,4	2,8	2,2
Dänemark	0,9	0,5	3,4	2,8	1,6
EU-18 ⁴⁾	1,2	0,1	3,6	2,3	53,8
Mittel- und osteuropäische EU-Mitgliedstaaten ⁴⁾⁵⁾	5,0	3,5	6,3	4,4	10,8
Europäische Union (EU-27) ⁴⁾	1,4	0,4	3,8	2,5	64,6
Vereinigte Staaten	1,5	0,1	4,5	2,3	7,6
Schweiz	1,7	0,7	2,6	1,5	3,8
Japan	0,7	0,5	1,7	0,9	1,3
Norwegen	2,5	1,2	3,2	2,7	0,8
Kanada	0,7	1,2	2,5	2,1	0,7
Lateinamerika ⁶⁾	4,4	3,0	7,8	7,9	1,9
Südostasiatische Schwellenländer ⁷⁾	4,7	4,0	5,9	4,6	3,2
China	9,7	8,8	6,4	4,3	3,1
Indien	7,9	6,9	7,9	6,7	0,8
Russische Föderation	7,0	5,5	14,0	12,0	2,9
Türkei	3,5	3,0	10,5	8,4	1,6
Südafrika	3,8	3,3	11,8	8,0	0,7
Australien	2,5	2,2	4,6	3,6	0,6
Länder, zusammen ⁸⁾	2,7	1,8	.	.	93,6

1) Eigene Schätzung auf Basis von Angaben internationaler und nationaler Institutionen.– 2) Harmonisierter Verbraucherpreisindex für die Länder der Europäischen Union und Norwegen. Für die anderen Länder: nationale Verbraucherpreisindizes.– 3) Spezialhandel; vorläufige Ergebnisse.– 4) Die Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr sind gewichtet mit den Anteilen am realen Bruttoinlandsprodukt (in Euro) des Jahres 2007. Summe der genannten Länder.– 5) Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Tschechische Republik, Ungarn.– 6) Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela.– 7) Hongkong (China), Indonesien, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Thailand.– 8) Summe der genannten Länder. Die Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr sind gewichtet mit den Anteilen am nominalen Bruttoinlandsprodukt der Welt (in jeweiligen Wechselkursen) im Jahr 2007.

Daten zur Tabelle

Neben dem Rückgang der Rohstoffpreise kann eine weltwirtschaftlich belebende Wirkung von **expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen** ausgehen. Einige große Volkswirtschaften haben bereits angekündigt, dass sie die jüngst beschlossenen Programme zur Stabilisierung des Finanzsektors mit einer Ausweitung der öffentlichen Investitionen und mit Maßnahmen zur Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Konsums flankieren wollen.

2. Vereinigte Staaten: Expansive Wirtschaftspolitik im Zeichen der Finanzkrise

86. Die Konjunkturentwicklung in den Vereinigten Staaten wird von den Auswirkungen der anhaltenden **Finanz- und Immobilienkrise** dominiert. Infolge des Preisverfalls im Immobilienbereich und den hieraus resultierenden Abschreibungen kommt es zu einer Verzahnung mehrerer Negativspiralen. Insbesondere führt die Reduktion des Eigenkapitals von Finanzinstitutionen zu einer Einschränkung der Kreditvergabe. Das wirkt sich in der Folge negativ auf die gesamtwirtschaftliche Konsum- und Investitionsnachfrage aus. Die resultierende konjunkturelle Abschwächung bedingt weitere Verluste im Finanzsystem und übt somit zusätzlichen Druck auf dessen Kapitaldecke aus.

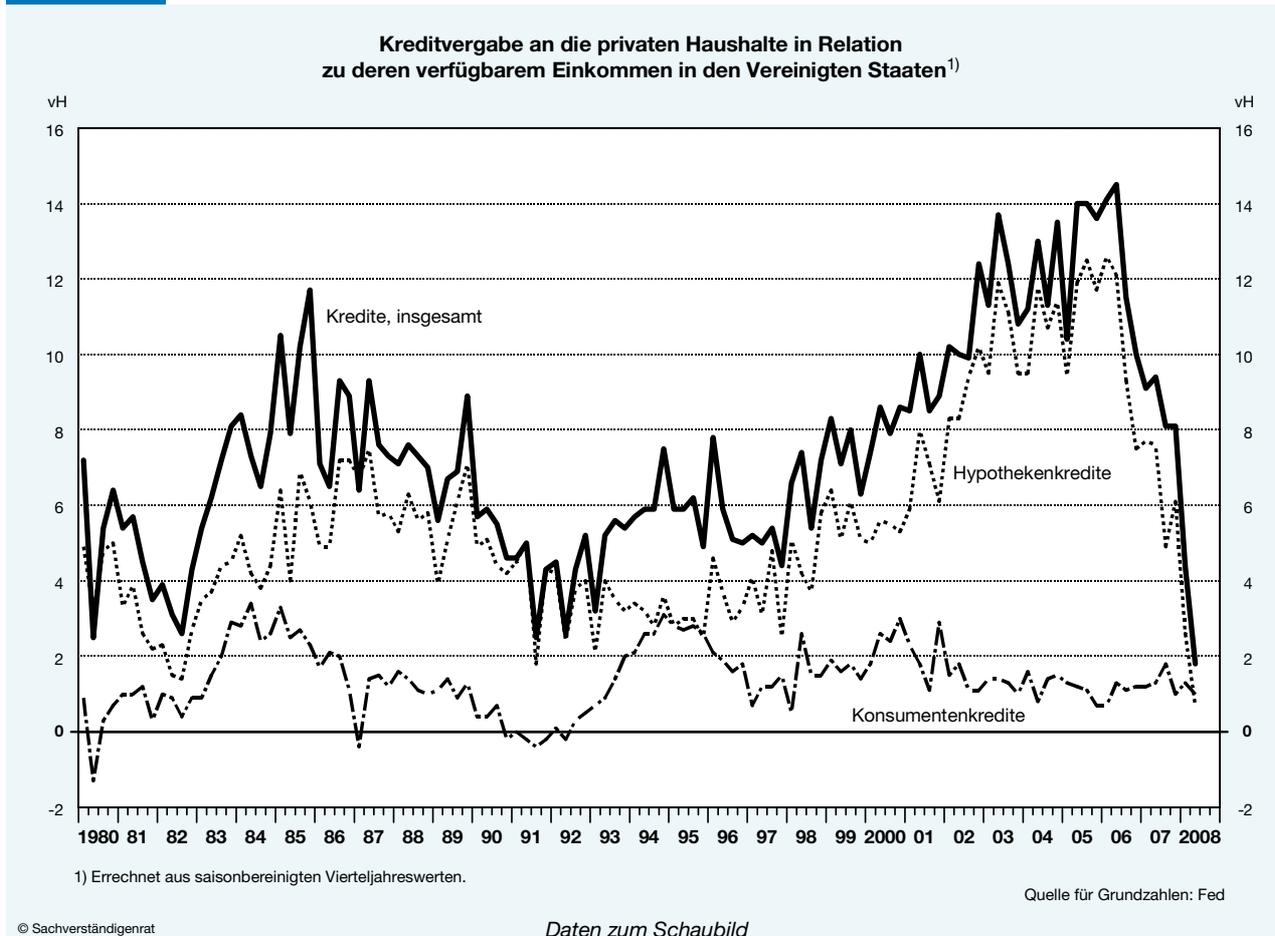
Konjunkturentwicklung im Jahr 2008

87. Zu Beginn der Krise schien ein Großteil der Finanzinstitutionen in der Lage, Rekapitalisierungsmittel aufzubringen, beispielsweise im Rahmen von Beteiligungen durch ausländische Staatsfonds. Je länger die Krise andauerte – und je deutlicher die Verluste bei den ursprünglichen Kapitalgebern ausfielen – desto schwieriger gestaltete sich jedoch der Zugang zum Kapitalmarkt. In der Folge kam es zu Insolvenzen und Übernahmen großer, systemischer Institutionen, die die Unsicherheit hinsichtlich der Möglichkeit einer Kettenreaktion stark erhöhten und die Refinanzierungsbedingungen der Finanzinstitutionen und der Gesamtökonomie weiter verschlechterten. Daraus resultierte ein Einbruch der Kreditvergabe, insbesondere im Hypothekenbereich (Schaubild 23, Seite 54).

88. Als Reaktion auf die sich verschärfende Negativdynamik ergriff die **Wirtschaftspolitik** weitreichende Maßnahmen in unterschiedlichen Bereichen. Zum einen wurden von fiskal- und zentralbankpolitischer Seite Schritte unternommen, die auf eine Eindämmung systemischer Risiken zielten (Ziffern 232 ff.). Wie bei ausgeprägten Finanzkrisen nicht unüblich, ist es hierbei zu einer schrittweisen Ausweitung des fiskalischen Charakters der Reaktionen gekommen. Bereits die von der Fed eingeführten neuen Instrumente zur Stützung des Finanzsektors hatten zum Teil quasi-fiskalischen Charakter, da sie eine Umschichtung in der Bilanz der Zentralbank bedingten und eine partielle Übernahme von Kreditrisiken beinhalteten. Besonders deutlich wurde dies bei den Maßnahmen, die mit der Verstaatlichung der Investmentbank Bear Stearns durch das Bankhaus JPMorgan Chase & Co. ergriffen wurden. Im Lauf des zurückliegenden Jahres engagierte sich die Fiskalpolitik dann verstärkt direkt, zunächst durch die Übernahme der angeschlagenen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac sowie mit umfänglichen Garantien für den Versicherer AIG, dann mit der Auflage eines weitreichenden Programms zum Ankauf von Bankaktiva und zur Rekapitalisierung des Finanzsystems.

Zum anderen wurden mit der Auflegung eines Konjunkturprogramms sowie mit einer kumulierten Leitzinssenkung um 425 Basispunkte seit dem Jahr 2007 Schritte unternommen, um die makroökonomischen Folgen der Krise abzufedern. Unter anderem sollte verhindert werden, dass sich die Rückwirkungen der von der Krise ausgelösten realwirtschaftlichen Abschwächung auf die Finanz- und Immobilienmärkte nicht dermaßen perpetuieren, dass sich eine nur noch schwer zu stoppende Negativspirale entwickelt.

Schaubild 23



89. Die entgegengesetzten Wirkungen von Finanzkrise und expansiver Wirtschaftspolitik trafen auf eine Volkswirtschaft, in der die **fundamentalen Ungleichgewichte**, die sich in den letzten Jahren aufgebaut hatten – und deren deutlichste Manifestation die Krise selbst war –, weiter bestehen. Dies wird besonders deutlich bei einer Betrachtung der Finanzlage der privaten Haushalte: Die gesamtwirtschaftlichen Implikationen eines bereits hohen Schuldenstands bei stark sinkendem Immobilien- und Gesamtvermögen wurden hierbei durch die Stagnation der Realeinkommen verstärkt. Spiegelbildlich lagen die Ersparnisse der privaten Haushalte als Anteil an den verfügbaren Einkommen immer noch – wenngleich sie zuletzt gestiegen sind – weit unter dem Niveau vergleichbarer Volkswirtschaften. Mittelfristig ist deshalb mit nur moderat wachsenden Konsumausgaben zu rechnen. Der sich andeutende Abbau der außenwirtschaftlichen Facette fundamentaler Ungleichgewichte und die Abnahme des Leistungsbilanzdefizits in den vergangenen beiden Jahren sollten über diesen Umstand nicht hinwegtäuschen.

90. Vor diesem Hintergrund spiegelt der im Jahr 2008 beobachtete **Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,5 vH** einerseits die im Vorfeld erwartete Abschwächung der Binnendynamik als Folge der Krise, andererseits die kurzfristig starken Impulse der Geld- und insbesondere Fiskalpolitik wider (Tabelle 5). Besonders deutlich wird dies bei einer Betrachtung einzelner Komponenten der Nachfrage- und Produktionsentwicklung. So wiesen die Privaten Konsumausgaben infolge stagnierender Realeinkommen, steigender Benzin- und Lebensmittelpreise und einer deutlichen Eintrübung am Arbeitsmarkt eine äußerst geringe Eigendynamik auf. Mit Ausnahme des vorübergehenden Anstiegs im zweiten Quartal, getrieben von den expansiven Wirkungen des fiskalischen Stimulierungsprogramms, entwickelte sich der private Konsum äußerst verhalten.

Tabelle 5

Wirtschaftsdaten für die Vereinigten StaatenvH¹⁾

	2005	2006	2007	2008 ²⁾
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung³⁾				
Bruttoinlandsprodukt	2,9	2,8	2,0	1,5
Private Konsumausgaben	3,0	3,0	2,8	0,5
Private Bruttoanlageinvestitionen	6,8	1,9	- 3,1	- 6,2
Konsum und Bruttoinvestitionen ⁴⁾ des Staates	0,4	1,7	2,1	3,9
Exporte von Waren und Dienstleistungen	7,0	9,1	8,4	8,4
Importe von Waren und Dienstleistungen	5,9	6,0	2,2	- 2,2
Weitere Wirtschaftsdaten				
Verbraucherpreise	3,4	3,2	2,9	4,5
Kurzfristiger Zinssatz (%) ⁵⁾	3,6	5,2	5,3	3,1
Langfristiger Zinssatz (%) ⁶⁾	4,6	5,0	4,9	4,3
Arbeitslosenquote ⁷⁾	5,1	4,6	4,6	5,6
Leistungsbilanzsaldo ⁸⁾	- 5,9	- 6,0	- 5,3	- 4,8
Finanzierungssaldo des Staates ⁸⁾	- 3,6	- 2,6	- 3,0	- 3,8
Budgetsaldo des Bundes ⁸⁾⁹⁾	- 2,6	- 1,9	- 1,2	- 2,9
Schuldenstand des Staates ⁸⁾	62,4	61,8	62,8	64,7

1) Soweit nicht anders definiert: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.– 2) Eigene Schätzung auf Basis von Angaben internationaler und nationaler Institutionen.– 3) In Preisen von 2000.– 4) Bruttoanlageinvestitionen zuzüglich Vorratsveränderungen.– 5) Für Dreimonatswechsel (Jahresdurchschnitte).– 6) Für Staatsschuldenscheine mit einer Laufzeit von 10 Jahren und mehr (Jahresdurchschnitte).– 7) Arbeitslose in vH der zivilen Erwerbspersonen.– 8) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.– 9) Fiskaljahr.

Quellen: BEA, OECD

Daten zur Tabelle

91. Eine wesentlich stärkere Stütze der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bildeten die Exporte, die im Lauf des Jahres um 8,4 vH zunahmten. Da gleichzeitig ein leichter Rückgang der Importe zu verzeichnen war, gingen vom **Außenbeitrag** spürbare Konjunkturimpulse aus. In der Folge verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt deutlich von 5,3 vH im Vorjahr auf 4,8 vH in diesem Jahr. Ein wesentlicher Grund für diese Entwicklung war die zwischenzeitlich starke Abwertung des effektiven Wechselkurses, nicht zuletzt als Konsequenz der aggressiven Zinssenkungen der Fed.

Die **privaten Bruttoanlageinvestitionen** entwickelten sich hingegen weiter negativ, wobei, wie im Vorjahr, einem leichten Anstieg der gewerblichen Ausrüstungs- und Bauinvestitionen ein starker, sich im Jahresverlauf jedoch abschwächender Einbruch bei den Wohnungsbauinvestitionen gegenüberstand.

92. Insbesondere als Folge des im Frühjahr beschlossenen Programms zur Konjunkturstimulierung gingen von der **Fiskalpolitik** starke temporäre Impulse für die Nachfragentwicklung aus. Das Konjunkturprogramm beinhaltete die Versendung von Steuergutschriften im Wert von etwa 90 Mrd US-Dollar sowie ein Paket von Investitionsanreizen, und besaß ein Gesamtvolumen von etwa 1,2 vH des Bruttoinlandsprodukts. Nach der mit der Versendung der Gutschriften verbundenen zeitweiligen Stützung der verfügbaren Einkommen legte der Konsum im zweiten Quartal deutlich zu, obwohl ein beträchtlicher Teil der Zusatzeinkommen zunächst zur Tilgung von Verbindlichkeiten und zum Ersparnisaufbau verwendet wurde. Legt man die Erfahrung des Konjunkturprogramms des Jahres 2001 zugrunde, ist davon auszugehen, dass etwa die Hälfte der Transfers im ersten halben Jahr nach ihrem Erhalt in den Konsum fließt. Dies ist konsistent mit Schätzungen, die dem Programm eine deutlich stützende Wirkung zuschreiben (Broda und Parker, 2008).

Bei der Bewertung des Konjunkturprogramms ist jedoch zu berücksichtigen, dass es die langfristig gebotene Anpassung von Konsum- und Sparverhalten verzögern und so zu einer unnötigen Verlängerung des Anpassungsprozesses beitragen könnte. Zudem ist nicht zu vernachlässigen, dass aufgrund der Finanzkrise weitere Haushaltsbelastungen bereits angefallen sind, beispielsweise in Form eines Programms zur Stützung des Immobiliensektors und zur Unterstützung betroffener Hauseigentümer in Höhe von etwa 300 Mrd US-Dollar.

93. Konfrontiert mit Finanzkrise und Konjunkturertrübung entschloss sich die **Geldpolitik** trotz des raschen Anstiegs der Verbraucherpreise auf 4,5 vH zu einer schnellen Absenkung des Leitzinses. Die mit der Leitzinssenkung verbundene Lockerung der monetären und finanziellen Bedingungen wurde von anderen Faktoren konterkariert. Diese ergaben sich aus dem abrupt verlaufenden Prozess einer Umschichtung von Fremd- auf Eigenkapitalfinanzierung (Deleveraging). Insbesondere sind hier die Zinsaufschläge zu nennen, die Finanzinstitutionen bei der Refinanzierung aufgrund des erhöhten systemischen Risikos aufbringen mussten. Die bereits erfolgte Einschränkung der Kreditverfügbarkeit kann in einer solchen Situation durch eine expansive Geldpolitik nur begrenzt abgefedert werden.

Voraussichtliche Entwicklung in 2009: Anhaltender Abschwung

94. Auch im kommenden Jahr wird die wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten wesentlich vom Verlauf der Finanz- und Immobilienkrise bestimmt. Die Transmissionskanäle, die die Finanzkrise mit der Realwirtschaft verknüpfen, wirken in den Vereinigten Staaten stärker als beispielsweise in Deutschland. Insbesondere weist der Konsum eine relativ enge Relation zur Vermögenspreisentwicklung auf und reagiert sensibler auf die Verschärfung von Kreditbeschränkungen, unter anderem aufgrund eines bereits sehr hohen Verschuldungsgrads privater Haushalte (Schaubild 6, Seite 29). Zudem ist nicht davon auszugehen, dass sich die im letzten Jahr stabilisierend wirkenden Impulse im kommenden Jahr ähnlich entfalten. Insbesondere wird die von der Krise verstärkte weltweite Abschwächung die außenwirtschaftliche Nachfrage ungünstig beein-

flussen. Die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts wird aus diesen Gründen im Jahr 2009 nur bei 0,1 vH liegen.

95. Da der **private Konsum** in den Vereinigten Staaten im Vergleich zu anderen Ländern eine bedeutend größere Komponente der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist, hängt die wirtschaftliche Dynamik im kommenden Jahr wesentlich von seiner Entwicklung ab. Mehrere Faktoren werden den privaten Konsum dämpfen: Die zunehmende Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich in einer deutlichen Zunahme der Arbeitslosigkeit niederschlagen und somit die Entwicklung der Realeinkommen bremsen. Insbesondere wird der private Konsum jedoch durch den anhaltenden Fall der Immobilienpreise sowie den extremen Schwankungen der Aktienkurse stark belastet, wobei neben die direkten auch indirekte Vermögenseffekte treten, die über das Konsumentenvertrauen durchwirken. Unter anderem ist dies auf die höhere Bedeutung privater, kapitalgedeckter Altersvorsorgemodelle in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Sowohl der private Konsum als auch die **Investitionen** hängen zudem wesentlich von der Entwicklung der **Kreditvergabe** ab. Die Investitionsnachfrage wird des Weiteren durch die weltweit verhaltene konjunkturelle Dynamik belastet.

96. Im Zuge der erwarteten Abschwächung ist davon auszugehen, dass der Druck auf die Teuerungsrate abnehmen wird. Jüngste Anstiege der Indikatoren für das Konsumentenvertrauen sind im Wesentlichen auf verbesserte Inflationserwartungen zurückzuführen. Sofern die **Rohstoff- und insbesondere Energiekosten** ihre fallende Tendenz weiterhin fortsetzen, werden sie ebenfalls nicht als Preistreiber fungieren. Infolge der nachlassenden Inflationsgefahr entstehen wieder Spielräume für eine geldpolitische Nachfragestimulation. In Verbindung mit nach Abklingen der akuten Krise sinkenden Risikoprämien und Zinsaufschlägen würde dies die erhoffte Bodenbildung an den Immobilienmärkten beschleunigen. Der Fiskal- und Geldpolitik sind angesichts eines hohen Haushaltsdefizits und bereits sehr niedrigen Leitzinsniveaus von 1,0 % gewisse Grenzen gesetzt, die jedoch bei einer stärker als erwarteten Abschwächung genutzt würden.

97. Ob – wie im vergangenen Jahr zumindest zeitweise – der **Außenbeitrag** die inländische Nachfragerücke zu schließen vermag, erscheint angesichts der weltweiten konjunkturellen Eintrübung fraglich. Diese Entwicklung hängt wesentlich davon ab, inwieweit die Verwerfungen an den Finanzmärkten global auf die Realwirtschaft durchschlagen. Allerdings gehen infolge der weltweit schwachen konjunkturellen Entwicklung nicht nur die Exporte, sondern auch die Importe zurück. Noch bietet der reale effektive Wechselkurs gute Bedingungen für eine weitere Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos. Sollte sich jedoch die gegenwärtige Aufwertung des US-Dollar fortsetzen, ist nicht mit verstärkten Impulsen aus dem Ausland zu rechnen.

98. Es besteht Hoffnung, dass sich die negativen Entwicklungen an den Finanz- und Immobilienmärkten im Lauf des Jahres 2009 angesichts der massiven internationalen Stützungsmaßnahmen und der Annäherung der Immobilienpreise an die entsprechenden Fundamentalwerte nicht weiter verstärken werden, sodass für die zweite Jahreshälfte mit einer leichten Verbesserung zu rechnen ist. Allerdings bestehen bezüglich dieser Prognose mehr Abwärts- als Aufwärtsrisiken: Sollte es im Jahr 2009 nicht zu der erhofften Bodenbildung bei den Immobilienpreisen kommen, ist weiterhin eine verstärkte Konsumzurückhaltung zu erwarten.

3. Japan: Globale Konjunkturschwäche belastet japanische Exporte

99. In Japan zeigten sich ebenfalls die Auswirkungen der internationalen Finanz- und Immobilienkrise, sie beschränkten sich jedoch zunächst vordergründig auf den Exportsektor. Eine geringere Nachfrage sowie der gegenüber dem US-Dollar gestiegene Außenwert des Yen führten zu einem deutlichen Rückgang der Exporte in die Vereinigten Staaten. Die Ausfuhren in andere Wirtschaftsregionen, wie beispielsweise die Europäische Union und China, entwickelten sich hingegen recht dynamisch. Das Bankensystem war zunächst vergleichsweise wenig von der Finanzkrise betroffen. Ein geringes Engagement der Banken im Subprime-Bereich, eine relative hohe Eigenkapitalquote sowie die umfassende Bereinigung der Bankbilanzen im Vorfeld der Finanzkrise schützten die japanische Wirtschaft. Der Verschärfung der Krise seit September konnten sich jedoch auch die japanischen Kapitalmärkte nicht entziehen. Insbesondere kam es zu einem starken Verfall der Aktienkurse und einem Stillstand des Carry Trade, der mit einer abrupten und mit großen Schwankungen verbundenen Aufwertung des Yen einherging.

Konjunktorentwicklung im Jahr 2008

100. Die japanische Wirtschaft verlor im Jahr 2008 weiter an Dynamik, die Zuwachsrate des **Bruttoinlandsprodukts** ging spürbar von 2,1 vH auf 0,7 vH zurück. Die in den letzten Jahren stark exportgestützte Entwicklung Japans wurde durch die globale konjunkturelle Abschwächung besonders stark getroffen. Die Industrieproduktion verminderte sich im Jahresverlauf trotz des anfänglich hohen Bestands an Auftragseingängen leicht. Die starke Zurückhaltung der privaten Konsumenten, die nach Jahren der Deflation mit deutlich gestiegenen Verbraucherpreisen konfrontiert waren, trug zu der schwachen Wirtschaftsleistung bei. Das Konsumentenvertrauen fiel auf den niedrigsten Stand seit dem Jahr 1996. Daneben sanken die Bauinvestitionen deutlich niedriger aus als im Vorjahr. Ursache dafür sind immer noch Sondereffekte durch die im Jahr 2007 geänderten gesetzlichen Vorschriften zur Sicherstellung der Erdbebensicherheit von Gebäuden. Die Bruttoanlageinvestitionen sanken deshalb erneut, die Veränderungsrate ging von 0,0 vH auf -2,0 vH zurück (Tabelle 6).

Der **Außenhandelsüberschuss**, welcher im abgelaufenen Jahr nach wie vor eine wichtige Stütze der japanischen Wirtschaft war, ging gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt leicht von 4,8 vH auf 4,2 vH zurück. Insbesondere die verschlechterte Konjunkturlage in den Vereinigten Staaten führte zu einem starken **Rückgang der Ausfuhr**, hauptsächlich in der Automobil- und Stahlindustrie. Zusätzlich wirkte der gestiegene Außenwert des Yen exportdämpfend. Die **Importe** sind bei gestiegenen Rohstoffpreisen ebenfalls **gesunken**. Hier zeigten sich erste Wirkungen der von den privaten Haushalten und der Industrie verfolgten Sparmaßnahmen im Energiesektor.

101. Die Abschwächung der Konjunktur machte sich auf dem japanischen Arbeitsmarkt bemerkbar, von dem zusätzlich dämpfende Effekte auf den privaten Verbrauch ausgingen. Nach einem jahrelangen Rückgang der **Arbeitslosenquote** stieg diese im Jahr 2008 leicht an. Im Jahresdurchschnitt lag sie mit 4,1 vH leicht über dem Vorjahreswert, jedoch weit unter den Höchstständen der Jahre 2002 und 2003 von 5,3 vH. Trotz der weiteren Verknappung des Arbeitskräftepotenzials in den letzten Jahren stiegen die Löhne nominal nur geringfügig um 0,5 vH im Vergleich zum Vor-

jahr. Eine verhältnismäßig starke Zunahme der Verbraucherpreise hatte zur Konsequenz, dass real Lohnsenkungen zu verzeichnen waren.

Tabelle 6

Wirtschaftsdaten für JapanvH¹⁾

	2005	2006	2007	2008 ²⁾
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung³⁾				
Bruttoinlandsprodukt	1,9	2,4	2,1	0,7
Private Konsumausgaben	1,3	2,0	1,5	0,6
Private Bruttoanlageinvestitionen	7,1	3,6	0,0	– 2,0
Konsum und Bruttoinvestitionen ⁴⁾ des Staates	– 0,9	– 1,9	0,1	0,0
Exporte von Waren und Dienstleistungen	7,0	9,7	8,6	5,7
Importe von Waren und Dienstleistungen	5,8	4,2	1,7	1,1
Weitere Wirtschaftsdaten				
Verbraucherpreise	– 0,3	0,3	0,0	1,7
Kurzfristiger Zinssatz (%) ⁵⁾	0,0	0,2	0,7	0,9
Langfristiger Zinssatz (%) ⁶⁾	1,4	1,7	1,7	1,6
Arbeitslosenquote ⁷⁾	4,4	4,1	3,9	4,1
Leistungsbilanzsaldo ⁸⁾	3,7	3,9	4,8	4,2
Finanzierungssaldo des Staates ⁸⁾	– 6,7	– 1,4	– 2,4	– 3,2
Schuldenstand des Staates ⁸⁾	175,3	171,9	170,3	170,9

1) Soweit nicht anders definiert: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.– 2) Eigene Schätzung auf Basis von Angaben internationaler und nationaler Institutionen.– 3) In Preisen von 2000.– 4) Bruttoanlageinvestitionen zuzüglich Vorratsveränderungen.– 5) Für Dreimonatswechsel (Jahresdurchschnitte).– 6) Für Staatsschuldenscheine mit einer Laufzeit von 10 Jahren und mehr (Jahresdurchschnitte).– 7) Arbeitslose in vH der zivilen Erwerbspersonen.– 8) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.

Quellen: ESRI, OECD

Daten zur Tabelle

102. Der Anstieg der Verbraucherpreise lag mit 1,7 vH im Jahr 2008 auf einem Zehn-Jahres-Hoch. Besonders starker Druck ging dabei von den Großhandelspreisen aus, die im Juli 2008 mit 7,1 vH den kräftigsten Anstieg seit 27 Jahren verzeichneten. Die Kerninflation, welche die Entwicklung der Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise vernachlässigt, erhöhte sich hingegen nur minimal auf 0,1 vH. Ein endgültiges Ende deflationärer Tendenzen kann somit noch nicht konstatiert werden. Vor dem Hintergrund dieser divergierenden Entwicklungen beließ die japanische Notenbank die Leitzinsen zunächst bei 0,5 %. Aufgrund der zunehmenden Rezessionsgefahr senkte sie diese, trotz des geringen geldpolitischen Spielraums, jedoch Ende Oktober in einem vorsichtigen Schritt auf 0,3 %. Die Finanzierungsbedingungen blieben infolgedessen und weil japanische Banken zunächst nur in begrenztem Maße direkt von der Kreditkrise betroffen waren weitgehend unverändert.

103. Trotz rückläufiger öffentlicher Investitionen zu Beginn des Jahres 2008 kam es insbesondere im zweiten Quartal zu einem Anstieg der Defizitquote des öffentlichen Gesamthaushalts. Sie erhöhte sich im Jahresverlauf von 2,4 vH auf 3,2 vH. Hauptgrund hierfür waren einerseits gesunkene

Einnahmen des Staates aufgrund der konjunkturellen Abschwächung. Andererseits forderte die Finanzkrise eine Erhöhung der Staatsausgaben zur Stabilisierung des Finanzsektors. So beschloss die japanische Regierung Mitte Oktober ein erstes Konjunkturprogramm, welches Kreditgarantien für den Mittelstand, eine Entlastung der Transportbranche angesichts hoher Energiepreise sowie die Finanzierung öffentlicher Bauvorhaben vorsah. Außerdem stellte die japanische Notenbank rund 4 Bio Yen (30 Mrd Euro) zur Verfügung, um die Kosten für kurzfristige Kredite am Interbankenmarkt zu senken. Die Bemühungen der letzten Jahre, die verglichen mit anderen Industrieländern äußerst hohe Schuldenstandsquote von rund 170,9 vH zu verringern, mussten wegen der durch die Finanzkrise hervorgerufenen besonderen Erfordernisse der Risikobeschränkung für das Bankensystem zurückgestellt werden.

Voraussichtliche Entwicklung im Jahr 2009

104. Die starke Exportabhängigkeit wird die japanische Wirtschaft insbesondere in der ersten Hälfte des Jahres 2009 aufgrund eines sehr schwachen weltwirtschaftlichen Umfelds weiter belasten. Zwar hat sich das Exportvolumen in die Vereinigten Staaten zu Gunsten der asiatischen Länder reduziert, dennoch wird die schwache Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und Europa, sowie der deutlich gestiegene Außenwert des Yen die Exporttätigkeit im kommenden Jahr merklich bremsen. Eine Kompensation des Exportrückgangs durch den inländischen Konsum ist lediglich in sehr geringem Umfang zu erwarten, da die realen Einkommen in den vergangenen zehn Jahren kaum zugenommen haben und das Verbrauchervertrauen bis Ende des Jahres 2008 deutlich abnahm. Im Gegensatz dazu werden die großen japanischen Konzerne aufgrund ihrer hohen Liquidität und der konsequenten Ausrichtung auf zukunftsweisende Technologien – beispielsweise im Bereich der Umwelttechnik – im kommenden Jahr positive Impulse liefern. Mit der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft zum Ende des Jahres 2009 könnten sich zudem die zu niedrigen Börsenkursen im Ausland getätigten Zukäufe japanischer Finanzhäuser positiv auf deren wirtschaftliche Lage auswirken. Dennoch deuten die stark gesunkenen Vertrauensindikatoren für den Unternehmensbereich einen zukünftigen Rückgang der Investitionsnachfrage an, wodurch die inländische Produktion weiter sinken wird. Insgesamt wird die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts von ihrem bereits niedrigen Niveau im Jahr 2009 weiter zurückgehen und zwar auf 0,5 vH.

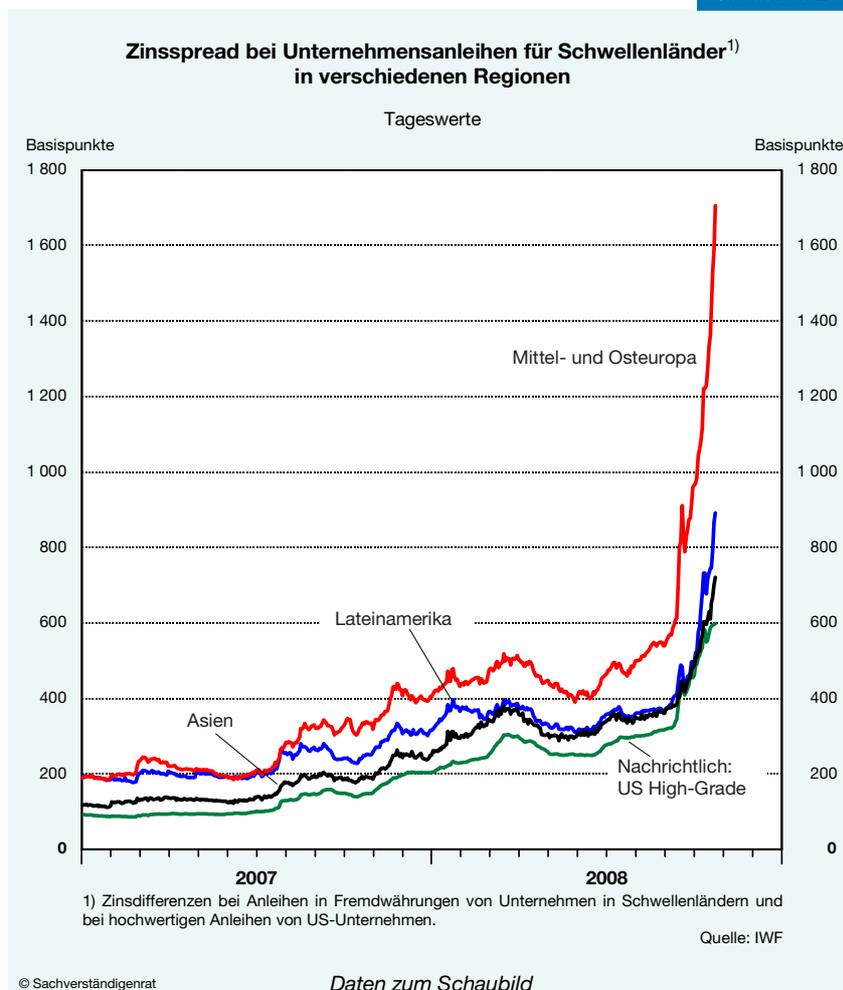
4. Schwellenländer: Keine Entkopplung

105. Im ersten Jahr nach Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007 zeichneten sich die meisten **Schwellenländer** zunächst durch eine erstaunlich hohe Stabilität und Robustheit aus. Hierfür waren mehrere Faktoren verantwortlich: Zum einen waren die Bilanzen der dortigen Banken nicht oder nur in äußerst geringem Umfang mit von der Krise besonders betroffenen Problemaktiva belastet. Zum anderen kam es zunächst nicht zu einem Einbruch der Exporte. Insbesondere der sich zu Beginn des Jahres 2008 beschleunigende Anstieg der Rohstoffpreise stützte, in Verbindung mit einer immer noch robusten Güternachfrage aus anderen aufstrebenden Märkten und aus den Rohöl exportierenden Ländern, die Konjunkturentwicklung.

Seit dem Spätsommer 2008 hat sich diese Situation grundlegend verändert. Aufgrund der zunehmenden Abschwächung der Weltkonjunktur ist es in den meisten Schwellenländern zu einer Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität gekommen. Dabei ergibt sich allerdings kein einheitliches

Bild: Einerseits lassen sich Volkswirtschaften identifizieren, die bei Ausbleiben einer weiteren globalen Zuspitzung lediglich weniger hohe Zuwachsraten aufweisen werden. Andererseits hat sich in einer ganzen Reihe von Ländern infolge einer **abrupten Umkehr der Kapitalströme** die konjunkturelle Lage verschärft. Der Rückzug ausländischer Banken führte in den betroffenen Ländern zu einem starken Anstieg der Risikoaufschläge (Schaubild 24). Gleichzeitig kam es zu einem rapiden Verfall von Wechselkursen und Aktienmärkten. Im Einklang mit der Erfahrung der letzten Jahrzehnte, beispielsweise im Rahmen der Asienkrise 1997/98, waren hiervon insbesondere solche Länder betroffen, die zuvor durch hohe Leistungsbilanzdefizite (Tabelle 8, Seite 66), einen hohen Grad an Fremdwährungsverschuldung und besonders hohe Zuwachsraten bei der Kreditvergabe gekennzeichnet waren, gerade auch in Mittel- und Osteuropa. Erschwerend kam die in vielen Ländern auf lange Zeit äußerst expansiv ausgerichtete Geldpolitik hinzu, welche teilweise mit einem deutlich negativen Realzinsniveau einherging. Dies führte nicht nur zu einem überzogenen Anstieg der Kreditvergabe, sondern schränkt nun als Folge der hohen Inflationsraten die Handlungsspielräume der betreffenden Zentralbanken erheblich ein.

Schaubild 24



Als Reaktion auf die Zuspitzung, die auch Volkswirtschaften mit hohem Einkommensniveau wie beispielsweise Island betraf, kam es zu einer Reihe von **internationalen Stützungsaktionen**, die entweder von anderen nationalen Regierungen oder von internationalen Organisationen wie dem IWF initiiert wurden. Im Vergleich zu früheren Krisen macht es sich hierbei positiv bemerkbar,

dass der IWF zu einer schnellen und flexiblen Reaktion bei gleichzeitig reduzierter Konditionalität bereit zu sein scheint, da ihm nach dem Rückgang seiner Kreditvergabeaktivitäten in den letzten Jahren Mittel in hohem Umfang zur Verfügung stehen.

106. Die Realwirtschaften der vier **großen Schwellenländer** Brasilien, Russland, Indien und China (BRIC) sind, mit der möglichen Ausnahme Russlands, zu der Gruppe zu zählen, die lediglich mit einer deutlichen Verlangsamung rechnen müssen. Im Jahr 2008 waren diese Länder zunächst nur gering von den Turbulenzen am Finanzmarkt und der globalen Konjunkturschwäche betroffen. Insbesondere in Brasilien, Russland und China hatten hohe Lohnzuwächse den privaten Konsum gestützt. Zudem bescherten die stark gestiegenen Rohstoffpreise in der ersten Jahreshälfte Brasilien und Russland höhere Exporteinnahmen. Im weiteren Jahresverlauf zeigten sich allerdings erste Auswirkungen der konjunkturellen Abschwächung in den Industrieländern. In Indien war davon hauptsächlich der Dienstleistungssektor als wichtigster Wirtschaftszweig betroffen. China hingegen sah sich mit einer rückläufigen Nachfrage aus dem Ausland und somit langsamer wachsenden Exporten konfrontiert. Ganz besonderen Herausforderungen stand Russland gegenüber: Die politische Unsicherheit infolge der Georgienkrise bewirkte einen starken Kapitalabfluss. Zusätzlich führten, genau wie in Brasilien, die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten zu Finanzierungsproblemen insbesondere bei den Unternehmen, die sich zuvor in ausländischer Währung verschuldet hatten. Als Folge kam es zu einer gedämpften Investitionstätigkeit. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen hat die wirtschaftliche Dynamik in dieser Ländergruppe nach einem vielversprechenden Einstieg in das Jahr 2008 zum Jahresende hin zunehmend nachgelassen.

China: Verhaltene konjunkturelle Entwicklung im Jahr 2008

107. Anstatt der befürchteten Überhitzung zeigte die chinesische Wirtschaft erste Anzeichen einer einsetzenden **Abschwächung der Konjunktur**. Die **Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts** lag im Jahr 2008 mit 9,7 vH deutlich unter dem Vorjahreswert von 11,9 vH und fiel zum ersten Mal seit fünf Jahren nicht mehr zweistellig aus. Dieser Rückgang liegt zum überwiegenden Teil in der globalen Nachfrageschwäche begründet: Neben der nachlassenden konjunkturellen Dynamik in den Vereinigten Staaten – 21 vH aller chinesischen Ausfuhren entfielen im Jahr 2008 auf diese Volkswirtschaft – wirkte die schwache Konjunktur in Japan und Europa dämpfend auf die Exporttätigkeit. Die gleichzeitig gestiegene Importnachfrage, insbesondere nach Energie und Rohstoffen, verringerte die vom Außenhandel ausgehenden Wachstumsimpulse spürbar. Der Leistungsbilanzüberschuss gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt reduzierte sich gegenüber dem Vorjahr um 2,9 Prozentpunkte auf 8,4 vH (Tabelle 7).

108. Die **Privaten Konsumausgaben** erwiesen sich infolge kräftig gestiegener Einkommen als robust. Sie stiegen mit 10,3 vH etwas mehr als im Vorjahr, bewegten sich jedoch weiterhin auf einem relativ niedrigen Niveau. Im Gegensatz dazu verringerte sich der Zuwachs der Bruttoanlageinvestitionen. In Erwartung einer abflauenden Nachfrage, insbesondere aus dem Ausland, haben Industrieunternehmen ihre Investitionen gesenkt. Ebenso schwächte sich die Investitionsdynamik im Dienstleistungssektor ab. In der Landwirtschaft legten hingegen die Investitionsausgaben aufgrund gestiegener Lebensmittelpreise und hoher Einkommen in diesem Sektor zu. Investitionssteigernde Sondereffekte ergaben sich einerseits durch den Wiederaufbau von Gebäuden und der Infrastruktur infolge der schweren Schneestürme zu Beginn sowie des Erdbebens in Sichuan im

Mai des Jahres 2008. Andererseits führte die vermehrte Bautätigkeit in Vorbereitung auf die Olympischen Spiele zu einer Erhöhung der Investitionsausgaben.

Tabelle 7

Wirtschaftsdaten für China

vH¹⁾

	2005	2006	2007	2008 ²⁾
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung³⁾				
Bruttoinlandsprodukt	10,4	11,6	11,9	9,7
Private Konsumausgaben	6,7	8,3	9,6	10,3
Konsumausgaben des Staates	9,7	8,5	9,4	10,4
Bruttoanlageinvestitionen	11,5	10,9	11,2	10,7
Exporte von Waren und Dienstleistungen	17,6	18,2	19,5	11,3
Importe von Waren und Dienstleistungen	13,5	16,0	16,2	16,4
Weitere Wirtschaftsdaten				
Verbraucherpreise	1,8	1,5	4,8	6,4
Kurzfristiger Zinssatz (%) ⁴⁾	2,7	2,7	3,6	3,2
Langfristiger Zinssatz (%) ⁵⁾	6,1	6,8	7,8	7,5
Arbeitslosenquote ⁶⁾	4,2	4,1	4,0	3,9
Leistungsbilanzsaldo ⁷⁾	7,2	9,4	11,3	8,4
Finanzierungssaldo des Staates ⁷⁾	- 1,2	- 0,8	0,7	0,6
Schuldenstand des Staates ⁷⁾	17,9	17,3	45,0 ^{a)}	44,4 ^{a)}

1) Soweit nicht anders definiert: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.– 2) Eigene Schätzung auf Basis von Angaben internationaler und nationaler Institutionen.– 3) In Preisen von 1990.– 4) Für Dreimonatswechsel (Jahresdurchschnitte).– 5) Für Staatsschuldenscheine mit einer Laufzeit von 5 Jahren und mehr (Jahresdurchschnitte).– 6) Arbeitslose in vH der zivilen Erwerbspersonen.– 7) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.– a) Anstieg des Schuldenstands infolge der Einrichtung des chinesischen Staatsfonds CIC (China Investment Corporation).

Quellen: IWF, OECD, Thomson Financial Datastream

Daten zur Tabelle

109. Angesichts der nachlassenden konjunkturellen Dynamik hat die chinesische Notenbank im Jahr 2008 erstmals seit sechs Jahren die **Leitzinsen gesenkt**. Sie gingen in drei Schritten von 7,47 % auf 6,66 % zurück. Dieser Maßnahme stand jedoch zunächst eine schrittweise Erhöhung des Mindestreservesatzes von 14,5 vH im Vorjahr auf 16,5 vH im September 2008 entgegen, mit dem Ziel, ein angemessenes Kreditwachstum zu unterstützen und inflationäre Tendenzen zu dämpfen. Die zunehmende Verknappung der Liquidität des chinesischen Bankensystems veranlasste schließlich die Notenbank zu Beginn des letzten Quartals des Jahres 2008, den Mindestreservesatz auf 16 vH zu senken.

110. Nach einem kräftigen Anstieg der Inflationsrate in der ersten Hälfte des Jahres 2008 ging diese im weiteren Jahresverlauf mit nachlassender konjunktureller Dynamik spürbar zurück und lag im Jahresdurchschnitt bei 6,4 vH. Einen wichtigen Einfluss auf die Verbraucherpreise übten

die Energie- und Lebensmittelpreise aus: Um Versorgungsengpässe zu vermeiden und den Energieverbrauch zu reduzieren, hat die chinesische Regierung Mitte des Jahres 2008 die Treibstoffpreise deutlich um bis zu 25 vH erhöht, mit der Folge einer Zunahme der Produzentenpreise.

111. Die gestiegenen Importpreise entfachten erneut eine Diskussion über die **Aufwertung des chinesischen Yuan**. Forderungen nach einer Anpassung des Wechselkurses teilweise entsprechend wertete der Yuan im Jahresverlauf um mehr als 7 vH gegenüber dem US-Dollar auf. Der damit verbundene Druck auf die Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Exporte wurde jedoch durch eine Zunahme der Produktivität, welche die der Löhne überstieg, abgeschwächt.

112. Trotz zusätzlicher Ausgaben für die Olympischen Spiele und weiterhin hoher staatlicher Investitionen in die Infrastruktur – insbesondere in Westchina – belief sich der **Haushaltsüberschuss** auf 0,6 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Die zunächst robuste wirtschaftliche Entwicklung, die speziell im zweiten Quartal positiv von der Olympiade beeinflusst wurde, ließ die Steuereinnahmen steigen.

Voraussichtliche Entwicklung im Jahr 2009

113. Die wirtschaftliche Entwicklung der **großen Schwellenländer** ist im Jahr 2009 mit hohen Risiken behaftet. Zum einen ist mit einem Nachlassen der Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und Europa zu rechnen. Dies wird sich dämpfend auf die Exporte auswirken. Zum anderen wird sich der Kapitalzufluss aufgrund einer weiterhin hohen Risikoscheu der Investoren und allgemein wachsender Rezessionsängste auf einem im Vergleich zu den Vorjahren deutlich geringeren Niveau bewegen und dadurch die Investitionstätigkeit eindämmen. Dennoch könnten zumindest China, Brasilien und Indien stabilisierend auf die Weltwirtschaft wirken: Insbesondere eröffnen die in den letzten Jahren angehäuften Devisenreserven wirtschaftspolitische Spielräume, deren Ausnutzung von einigen Regierungen bereits angekündigt worden ist. Des Weiteren wirken sich die zunehmenden außenwirtschaftlichen Verflechtungen zwischen den Schwellenländern und die damit einhergehende Diversifikation der Exportmärkte positiv aus. Die Kaufkraft der privaten Haushalte wird sich infolge eines abnehmenden Inflationsdrucks und steigender Einkommen erhöhen, und somit den in einigen Ländern bereits einsetzenden langfristigen Trend zu einem größeren Gewicht des privaten Konsums unterstützen.

114. Die Aussichten insbesondere für die **chinesische Konjunktur** haben sich vor dem Hintergrund der zu erwartenden Exportrückgänge verschlechtert. Dennoch ist mit einem im Vergleich zu anderen Schwellenländern noch relativ robusten Wachstum zu rechnen. Die anhaltend hohe konjunkturelle Dynamik der vergangenen Jahre hat in China zu einem breitenwirksameren Wachstum geführt. Dies spiegelte sich in kontinuierlichen und spürbaren Reallohnsteigerungen, sowohl in städtischen Gebieten als auch in den restlichen Landesteilen, wider. Folglich hat die private Konsumnachfrage relativ zu den Exporten an Bedeutung gewonnen. Gesunkene Inflationserwartungen werden zusätzlich die private Nachfrage stärken. Die Investitionen werden sich trotz der schwachen Auslandsnachfrage weiterhin robust entwickeln. Dazu tragen zum einen die geplanten Investitionsvorhaben des Staates bei. Zum anderen werden gesunkene Zinsen die Investitionen der privaten Unternehmen stimulieren. Inwiefern diese Tendenzen den Rückgang der ausländischen Nachfrage kompensieren können, hängt jedoch von der Stärke der globalen Konjunkturabschwä-

chung ab. Die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts wird im kommenden Jahr leicht auf 8,8 vH sinken. China wird somit einen positiven Beitrag zu einer Erholung der Weltkonjunktur leisten.

115. Für die **kleineren Schwellenländern** ergibt sich kein einheitliches Bild. In jenen Volkswirtschaften, in denen es in jüngster Zeit zu einem rapiden Abfluss von Kapital und zu einem Einbruch der Vermögenspreise auf breiter Front kam, ist eine deutliche Kontraktion der Wirtschaftsaktivität zumindest nicht auszuschließen. Dies gilt nicht zuletzt für die aufstrebenden Volkswirtschaften **Mittel- und Osteuropas**, von denen sich einige, wie beispielsweise Ungarn, bereits in einer mit den Leistungsbilanzkrisen früherer Jahre vergleichbaren Situation befinden. Jene Länder, die in den letzten Jahren nicht durch hohe Leistungsbilanzdefizite, galoppierendes Kreditwachstum und hohe Inflation gekennzeichnet waren, und in denen hohe Währungsreserven und gesunde öffentliche Haushalte vorliegen, müssen zum jetzigen Zeitpunkt lediglich mit einer Verlangsamung der Wirtschaftsentwicklung rechnen (Tabelle 8, Seite 66).

5. Europäische Union: Abrupte Abkühlung

116. Die wirtschaftliche Dynamik innerhalb der Europäischen Union hat sich im Jahr 2008 merklich abgeschwächt. Die Zuwachsrates des aggregierten Bruttoinlandsprodukts betrug 1,4 vH und lag damit deutlich unter dem Wert des Vorjahres. Gleiche Tendenzen waren im Euro-Raum zu beobachten. Trotz der starken binnenwirtschaftlichen Verflechtung der Europäischen Union zeigten sich die Auswirkungen der Abkühlung der globalen Konjunktur deutlich. Die positiven Zuwachsrates aller Verwendungskomponenten des Bruttoinlandsprodukts sind gegenüber dem Jahr 2007 zurückgegangen. Weiterhin erfreulich entwickelte sich hingegen die Situation auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote in der Europäischen Union lag mit 7,0 vH auf dem niedrigsten Stand seit jeher. Der Beschäftigungsaufbau verlief jedoch langsamer als im vorangegangenen Jahr. Die Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik spiegelt sich ebenso in der Situation der öffentlichen Haushalte wider. Gestiegene Staatsausgaben, insbesondere durch im Zusammenhang mit der Finanzkrise stehende Stützungsmaßnahmen führten im Jahr 2008 zu steigenden Defizitquoten. Sorge bereiteten außerdem die stark **angestiegenen Inflationsraten** in der Europäischen Union und im Euro-Raum. Mit 3,8 vH beziehungsweise 3,5 vH lag sie weit über dem Inflationsziel der EZB von nahe, aber unter 2 vH. Insbesondere gestiegene Rohstoff- und Lebensmittelpreise übten einen starken Inflationsdruck aus.

Euro-Raum: Konjunktur verliert an Schwung

117. Die positive wirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre setzte sich im Euro-Raum im Jahr 2008 nicht weiter fort, sodass die Zuwachsrates des **Bruttoinlandsprodukts** mit 1,2 vH deutlich unter dem Ergebnis der beiden vorangegangenen Jahre lag (Tabelle 9, Seite 67). Die Konjunkturschwäche in den Vereinigten Staaten sowie die weltweite Immobilien- und Finanzkrise wirkten sich auf alle Mitgliedsländer des Euro-Raums konjunkturbremsend aus, wenngleich unterschiedlich stark: So waren Länder, die selbst einen Immobilienboom erlebt hatten, wie beispielsweise Spanien und Irland, sehr deutlich von der Korrektur der Immobilienpreise betroffen; rückläufige Wohnungsbauinvestitionen und gesunkene Vermögenspreise waren die Folge. Im Gegensatz dazu bekamen Deutschland und Österreich viel mehr die zeitlich verzögerten indirekten Folgen der Krise in Form einer ausländischen Nachfrageschwäche zu spüren.

Tabelle 8

Indikatoren für die Anfälligkeit ausgewählter Länder gegenüber Finanzmarktschocks¹⁾

vH

Land	Leistungsbilanz-	Währungsreserven/ Auslandsverschuldung	Kreditzuwachs an den privaten Sektor	Realer Leitzins
	saldo			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Europa				
Bulgarien	- 21,9	1,1	54,5	- 9,4
Estland	- 11,2	0,2	21,5	...
Island	- 8,0	...	...	1,9
Kasachstan	- 1,7	0,6	22,8	- 9,5
Kroatien	- 9,0	0,9	11,6	...
Lettland	- 15,0	0,3	22,2	- 10,7
Litauen	- 10,5	0,9	36,4	- 7,0
Polen	- 5,0	0,8	29,5	1,2
Rumänien	- 14,5	0,9	62,0	1,2
Russische Föderation	5,8	2,9	51,4	- 3,7
Serbien	- 16,1	2,8	37,0	...
Türkei	- 6,7	0,9	32,9	4,7
Ungarn	- 5,5	0,9	18,0	1,8
Asien				
China	9,8	6,9	17,5	1,2
Indien	- 3,1	5,9	24,1	- 3,0
Indonesien	1,8	2,1	31,4	- 2,9
Malaysia	11,7	6,0	10,3	- 4,2
Pakistan	- 6,9	12,1	21,6	- 11,3
Philippinen	2,1	2,2	5,2	- 6,5
Südkorea	- 1,0	1,3	16,0	- 0,7
Thailand	3,4	3,1	7,0	- 5,7
Vietnam	- 13,6	14,5	63,9	- 13,0
Lateinamerika				
Argentinien	0,4	1,1	37,6	- 0,2
Brasilien	- 0,7	1,7	31,0	6,6
Chile	- 0,5	1,1	17,8	- 1,8
Kolumbien	- 4,9	1,7	21,0	2,5
Mexiko	- 1,0	1,4	11,5	2,9
Peru	- 0,2	3,0	31,7	0,2
Venezuela	7,2	2,2	51,8	- 8,9

1) Unterlegte Felder heben Länder mit potenzieller Anfälligkeit hervor. Anfälligkeit besteht innerhalb der Indikatoren bei folgenden Werten: (1) Leistungsbilanzsaldo in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Schätzung für 2008) unter - 5 vH; (2) Bruttowährungsreserven in Relation zur kurzfristigen Auslandsverschuldung (Ende 2007) unter einem Wert von 1; (3) Veränderungsrate zum entsprechenden Vorjahresmonat (letzter verfügbarer Monat im Jahr 2008) von mehr als 20 vH; (4) Leitzinsen (Mitte August 2008) deflationiert unter 0 vH.

Quelle: IWF

Daten zur Tabelle

118. Der Einfluss der Finanzkrise auf die Länder des Euro-Raums spiegelte sich in hohen Abschreibungen, einem schwindenden Vertrauen der Banken untereinander und einer gesunkenen Liquidität im Bankensektor, welche die Kreditfinanzierungskosten teilweise merklich steigen ließ, wider. Staatliche Stützungsmaßnahmen zur Sicherstellung der Liquidität des Finanzsektors, bei-

spielsweise in Form einer Bereitstellung zusätzlicher Liquidität durch die Notenbanken oder durch (Teil-)Übernahmen privater Banken, belasteten die öffentlichen Haushalte. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Krise kamen in einer gesunkenen Kreditnachfrage und damit geringeren Investitionen zum Ausdruck. Dies könnte jedoch ebenso auf eine generelle Abkühlung der Konjunktur und damit einen gesunkenen Investitionsbedarf zurückgeführt werden.

Tabelle 9

Wirtschaftsdaten für den Euro-Raum				
vH ¹⁾				
	2005	2006	2007	2008 ²⁾
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung³⁾				
Bruttoinlandsprodukt	1,7	2,9	2,6	1,2
Private Konsumausgaben	1,7	1,9	1,6	0,4
Konsumausgaben des Staates	1,5	1,9	2,3	1,7
Bruttoanlageinvestitionen	3,1	5,4	4,2	1,5
Exporte von Waren und Dienstleistungen	4,9	8,2	6,0	3,3
Importe von Waren und Dienstleistungen	5,6	8,1	5,4	2,7
Weitere Wirtschaftsdaten				
Verbraucherpreise ⁴⁾	2,2	2,2	2,1	3,5
Kurzfristiger Zinssatz (%) ⁵⁾	2,2	3,1	4,3	4,8
Langfristiger Zinssatz (%) ⁶⁾	3,4	3,8	4,3	4,1
Arbeitslosenquote ⁷⁾	8,9	8,3	7,4	7,4
Leistungsbilanzsaldo ⁸⁾	0,2	– 0,0	0,3	– 0,4
Finanzierungssaldo des Staates ⁸⁾	– 2,5	– 1,3	– 0,6	– 1,3
Schuldenstand des Staates ⁸⁾	70,3	68,6	66,6	66,8

1) Soweit nicht anders definiert: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.– 2) Eigene Schätzung auf Basis von Angaben internationaler und nationaler Institutionen.– 3) In Preisen von 2000.– 4) Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).– 5) Für Dreimonatswechsel (Jahresdurchschnitte).– 6) Für Staatsschuldnpapiere mit einer Laufzeit von 10 Jahren (Jahresdurchschnitte).– 7) Von der EU standardisierte Arbeitslosenquote gemäß Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO-Konzept). Arbeitslose in vH der zivilen Erwerbspersonen.– 8) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in vH.

Quelle: EU

Daten zur Tabelle

119. Der bis zur Jahresmitte 2008 stark angestiegene Ölpreis wirkte sich ebenfalls auf alle Länder des Euro-Raums in Form spürbar angestiegener Inflationsraten aus. Die EZB reagierte darauf im Juli 2008 mit einer Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 4,25 %. Aufgrund der sich verschärfenden Finanzkrise senkte die EZB zunächst in einer konzertierten Aktion zusammen mit weiteren europäischen Notenbanken Anfang Oktober die Leitzinsen um 50 Basispunkte. Einen Monat später kam es zu einer weiteren Absenkung auf 3,25 %. Mit diesen Maßnahmen zielte sie auf eine Erhöhung der Liquidität und eine Stärkung des Vertrauens der Produzenten und Konsumenten. Letzteres war aufgrund einer gestiegenen Verunsicherung der Verbraucher hinsichtlich der Finanzmarkturbulenzen und der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung stark eingebrochen. Der Index für das Verbrauchervertrauen sank auf den tiefsten Stand seit dem Jahr 2003. Der priva-

te Konsum spiegelte diese Entwicklung wider: Er dehnte sich zu Beginn des Jahres 2008 noch recht kräftig aus, ging jedoch im restlichen Jahresverlauf sehr stark zurück und war mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 0,4 vH deutlich schwächer als in den vorangegangenen Jahren.

120. Der Beschäftigungsaufbau setzte sich im Verlauf des Jahres 2008 zunächst weiter fort, jedoch mit einer merklich geringeren Dynamik. Nach einer leichten Verringerung der harmonisierten **Arbeitslosenquote** in der ersten Jahreshälfte erreichte sie bis Ende des Jahres wieder das Vorjahresniveau von durchschnittlich 7,4 vH. In der Arbeitsmarktentwicklung der Mitgliedsländer ist jedoch eine beachtliche Heterogenität erkennbar. Während die Arbeitslosenquote in Spanien und Irland aufgrund des Einbruchs im Bausektor deutlich zunahm, ist sie in Frankreich auf den Tiefstand seit 27 Jahren gesunken. Angesichts des hohen Beschäftigungsstands stiegen die nominalen Löhne im Euro-Raum stärker als im Vorjahr. Deren reale Zunahme fiel jedoch wegen der hohen Preissteigerungsrate gering aus.

121. Die **Bruttoanlageinvestitionen** konnten ihren starken Zuwachs des Vorjahres nicht fortsetzen. Nach einem kräftigen ersten Quartal verschlechterten sie sich deutlich von 4,2 vH im Jahr 2007 auf 1,5 vH im Jahresdurchschnitt 2008. Einen wesentlichen Anteil an dieser Entwicklung hatte der durch sinkende Immobilienpreise verursachte Rückgang der Bauinvestitionen, die zunächst noch aufgrund der günstigen Witterungsbedingungen zu Beginn des Jahres kräftig expandierten. Besonders betroffen waren davon Länder wie Spanien oder Irland, wo der Bausektor rund 10 vH der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung ausmacht. Neben der Immobilienkrise wirkten zudem verschlechterte Kreditvergabekonditionen sowie die zurückgehende Nachfrage im In- und Ausland dämpfend auf das Vertrauen der gesamten Industrie. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen verlangsamte sich und führte somit ebenfalls in anderen Sektoren des Verarbeitenden Gewerbes zu einer gegenüber dem Vorjahr rückläufigen Industrieproduktion.

122. Die Exporte entwickelten sich im Jahr 2008 weniger dynamisch als im vorangegangenen Jahr. Während sie zu Beginn des Jahres noch deutlich zulegten, wurden sie im weiteren Verlauf durch den gestiegenen Außenwert des Euro und infolge der sich abschwächenden Weltkonjunktur gebremst. Der Rückgang des Exportanstiegs auf 3,3 vH wirkte sich besonders kräftig auf die Konjunktur der stark exportorientierten Länder des Euro-Raums aus. Vor dem Hintergrund einer schwachen Binnenkonjunktur und gestiegener Rohstoffpreise ging die Zuwachsrate der Importe von 5,4 vH auf 2,7 vH zurück. Damit lieferte der **Außenbeitrag** im Jahr 2008 keinen merklichen Impuls für den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts.

123. Die Situation der öffentlichen Haushalte litt in fast allen Ländern des Euro-Raums unter dem einsetzenden konjunkturellen Abschwung und der Finanzkrise. Geringere Steuereinnahmen und höhere Sozialausgaben einerseits sowie hohe Aufwendungen zur Sicherung der Stabilität des Bankensektors andererseits führten nach einer längeren Phase der Konsolidierung zu einer erstmaligen Erhöhung der durchschnittlichen Defizitquote im Euro-Raum. Sie verschlechterte sich von 0,6 vH auf 1,3 vH. Insbesondere in Spanien, Italien und Irland war die Finanzpolitik im Jahr 2008 deutlich expansiv ausgerichtet.

Geldpolitik zwischen Konjunktur- und Preisrisiken

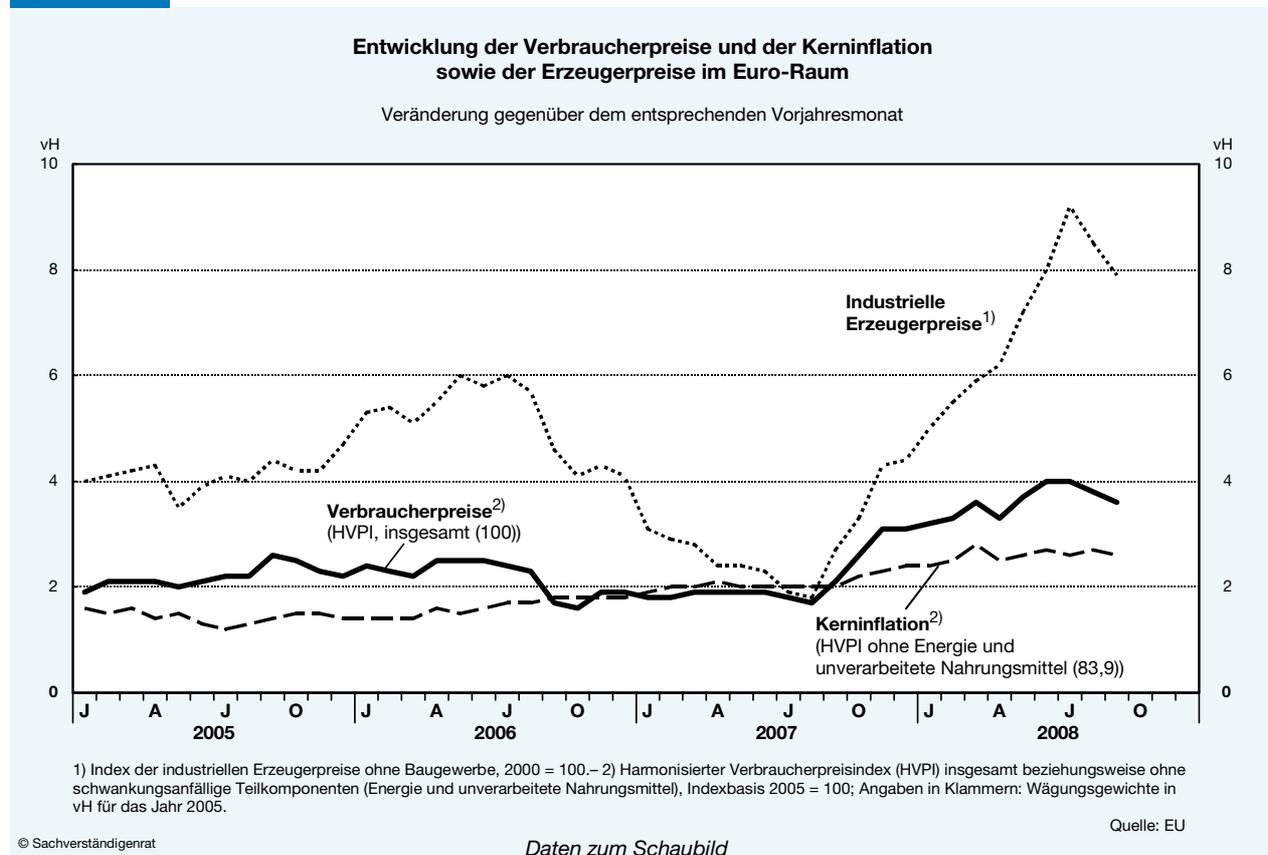
124. Im Gegensatz zur US-amerikanischen Notenbank, welche im Zuge der Finanzkrise ihren Leitzins seit Anfang des Jahres sehr schnell von 4,25 % auf 2 % Ende April senkte, hielt die EZB die Leitzinsen im ersten Halbjahr bei 4 % konstant. Im Juli dieses Jahres straffte der EZB-Rat die Geldpolitik mit Blick auf die weiter steigenden Inflationsraten im Euro-Raum und erhöhte den Leitzins auf 4,25 %. Diese Erhöhung wurde allerdings im Hinblick auf die sich immer weiter verschärfenden Bedingungen im internationalen Finanzsektor seit dem Zusammenbruch und der Verstaatlichung einiger großer Versicherungen und Banken in der zweiten Jahreshälfte in einer konzertierten Aktion der führenden Notenbanken mehr als zurückgenommen. Die EZB senkte den Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte Anfang Oktober 2008 um 50 Basispunkte auf 3,75 %. Flankiert wurde diese Maßnahme durch eine überproportionale Senkung der Spitzenfazilität auf 4,25 % und eine unverändert belassene Einlagenfazilität von 3,25 %. Diese Maßnahmen sind vor dem Hintergrund des Austrocknens des Interbankenmarktes und der damit verbundenen Liquiditätsprobleme der Banken zu sehen. Begründet wurde dieser Zinsschritt mit einem nachlassenden Inflationsdruck und sich verstärkenden konjunkturellen Abwärtsrisiken im Euro-Raum. Immer noch wurde aber auf mögliche Zweitrundeneffekte durch die Lohn- und Preissetzung hingewiesen. Im Zuge der fortschreitenden konjunkturellen Eintrübung schloss sich am 6. November 2008 eine weitere Senkung des Leitzinses auf 3,25 % an.

125. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) stieg erstmals seit der Einführung des Euro um 4 vH im Juni und Juli dieses Jahres gegenüber den entsprechenden Vorjahresmonaten und belief sich im Durchschnitt der ersten drei Quartale auf 3,6 vH (Schaubild 25, Seite 70). Damit liegt die Inflationsrate deutlich über dem von der EZB formulierten Ziel von unter, aber nahe bei 2 vH. Haupteinflussfaktoren für diesen starken Preisanstieg waren die hohen Steigerungsraten bei den Preisen für Energie und Nahrungsmittel. Jedoch verharrte die Kerninflation – der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel – mit durchschnittlich 2,5 vH in den ersten neun Monaten im Vergleich zum Vorjahreszeitraum über dem vorgegeben Ziel der Preisstabilität und erreichte damit wieder die Spitzenwerte des Jahres 2002.

126. Die bis Jahresmitte weitgehend neutrale Geldpolitik der EZB war vor allem im Zusammenhang mit den leicht angestiegenen Inflationserwartungen zu sehen, welche gemäß dem Survey of Professional Forecasters, der Umfrage von Consensus Economics und der Break-Even-Inflationsrate auf gestiegene Preisrisiken hindeuteten. Die Inflationserwartungen – auf ein Jahr in die Zukunft gesehen – sind von Anfang des Jahres bis zum Sommer von 2,0 vH auf 2,4 vH bis 2,5 vH angestiegen. Bis Oktober gingen sie allerdings wieder auf 2,0 vH zurück. Dies hat der EZB einen gewissen Spielraum für Zinssenkungen gegeben. Der durch die verstärkte Unsicherheit am Interbankenmarkt hervorgerufenen gestiegenen Liquiditätsnachfrage seitens der Banken wurde zunächst durch eine starke Ausweitung der Auflage von Schnelltendern und einer Verlängerung der Laufzeit bei Dollar-Repo-Auktionen auf drei Monate begegnet. Diese außerordentlichen Liquiditätsmaßnahmen geschahen dabei in enger Kooperation mit den anderen großen Zentralbanken und umfassten unter anderem eine massive Ausweitung der Swap-Linien zwischen der EZB und der Fed. Nachdem diese Maßnahmen aber nicht zu einer Stabilisierung des Geldmarktes führten, stellte die EZB im Zuge der Senkung des Leitzinses um 50 Basispunkte im Oktober dieses Jahres die

Bereitstellung von Zentralbankgeld grundsätzlich auf eine Zuteilung per Mengentender bei voller Zuteilung um (Ziffern 200 ff.).

Schaubild 25



127. Eine Folge der starken Verwerfungen am Finanzmarkt zeigten sich immer weiter verschärfende Zinsbedingungen am Interbankenmarkt. So hat sich seit Ausbruch der Finanzkrise der Aufschlag für unbesichertes Dreimonatsgeld (EURIBOR) zu besichertem Dreimonatsgeld (EUREPO) weit von seinem normalen Niveau von unter 10 Basispunkten entfernt und lag im Herbst dieses Jahres bei über 150 Basispunkten. Der 3-Monats-EURIBOR bewegte sich zwischenzeitlich bei deutlich über 5 %, bevor er nach der Zentralbankintervention im Oktober dieses Jahres wieder knapp unter 5 % gesunken ist, während der 3-Monats-EUREPO unter 4 % notierte, was die große Verunsicherung am Interbankenmarkt widerspiegelte. Da der 3-Monats-EURIBOR einschließlich eines Aufschlags weithin als Referenzzinssatz für die Ausgabe von Darlehen fungiert, kann daraus auf eine sich verschlechternde Situation der Kreditvergabe geschlossen werden.

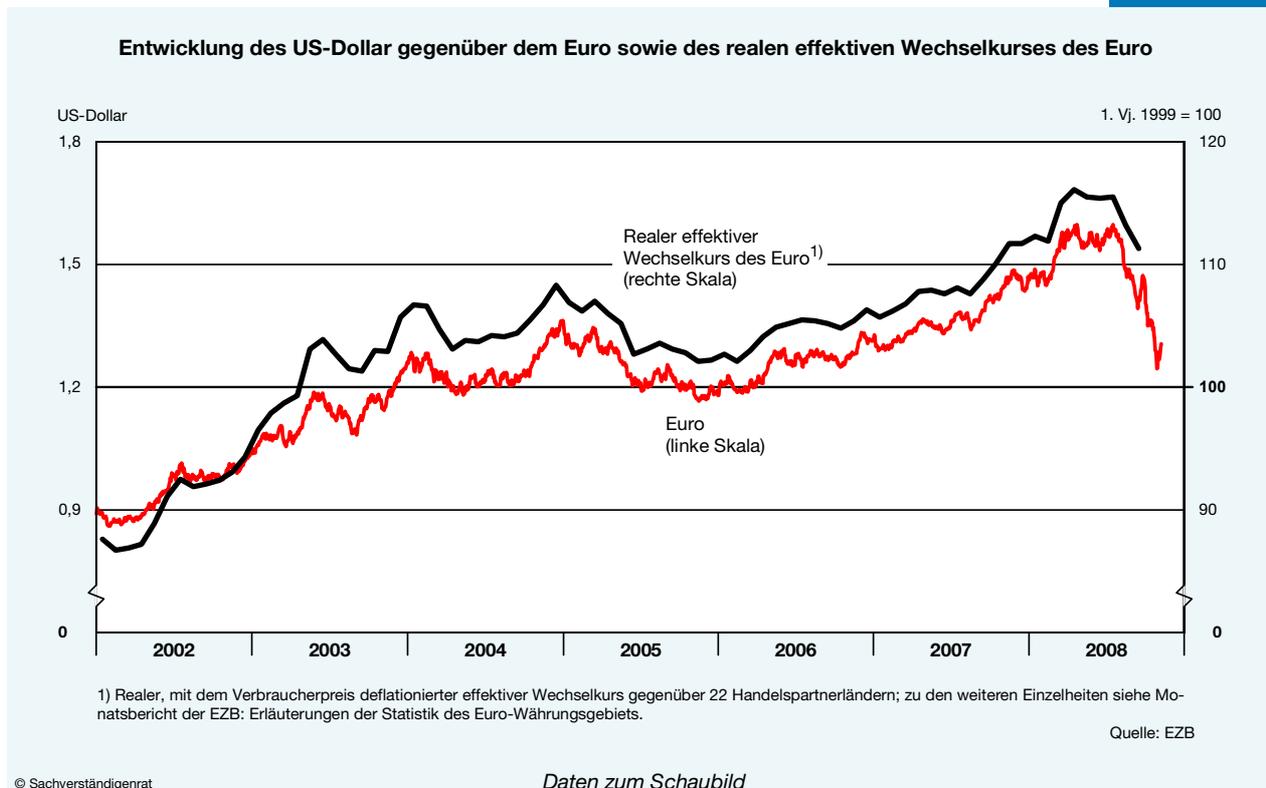
Starke Auf- und Abwertung des Außenwerts des Euro im Zuge der Finanzkrise

128. Die Wechselkursentwicklung war in der ersten Hälfte des Jahres von einer starken Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar geprägt und erreichte im April mit knapp 1,60 US-Dollar je Euro den höchsten Stand seit Einführung des Euro. Auf diesem hohen Niveau verblieb der Euro bis zum Juli. Diese Aufwertung war maßgeblich durch die unterschiedliche Zinspolitik von Fed und EZB hervorgerufen, da sich die Differenz zwischen europäischem und US-amerikanischem Leitzins mittlerweile auf deutlich über 2 Prozentpunkte beläuft. Bis zum Herbst fiel der Wechsel-

kurs allerdings wieder auf unter 1,30 US-Dollar je Euro. Dies war auf die sich stärker und abrupter als die US-Konjunktur eintrübende europäische Konjunktur zurückzuführen (Schaubild 26).

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro – berechnet als gewogenes Mittel der Eurowechselkurse gegenüber den Währungen von 22 Handelspartnern – entwickelte sich weitgehend parallel zum Euro-Kurs des US-Dollar, und die Aufwertung belief sich von Anfang dieses Jahres bis April auf 3,6 vH. Er übertraf damit die Höchststände Mitte der neunziger Jahre. Gemeinsam mit der beginnenden Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar Ende Juli setzte eine Abwertung des nominalen effektiven Wechselkurses ein, welcher am aktuellen Rand etwas unter den Werten vom Jahresanfang 2008 liegt.

Schaubild 26



Eintrübung der Konjunktur in den übrigen Staaten der Europäischen Union

129. Vor dem Hintergrund der Immobilien- und Finanzkrise hat sich im Vereinigten Königreich hat sich die expansive wirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre im Jahr 2008 spürbar abgeschwächt (Tabelle 10, Seite 72). Die gesunkene Immobiliennachfrage sowie die generelle Eintrübung der Weltkonjunktur führten zu einem drastischen Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen. Insbesondere die Bauinvestitionen waren von dieser Entwicklung betroffen. Ebenso zeigten sich die Auswirkungen der Finanzkrise im Dienstleistungssektor, der wichtigsten Stütze der Wirtschaft des Vereinigten Königreichs. Zwar entwickelte sich insbesondere dieser aufgrund der merklich positiven Impulse der Transport- und Kommunikationsbranche recht kräftig. Jedoch ließ die Dynamik bedingt durch die problematische Situation der Kreditinstitute im Jahr 2008 deutlich nach. Die britischen Banken wurden hart von der Immobilien- und Finanzkrise getroffen: Die Hypothekenbank Northern Rock geriet im September 2007 in Finanznot und wurde nach mehreren Rettungsversuchen im Februar des Jahres 2008 verstaatlicht. Es folgten die Übernahme der größten

britischen Hypothekenbank HBOS durch Lloyds TSB sowie mit Bradford & Bingley eine weitere Verstaatlichung. Schließlich hat die britische Regierung Anfang Oktober einen Rekapitalisierungsplan verabschiedet. Zur kurzfristigen Liquiditätssicherung im britischen Bankensektor stellte die britische Notenbank zusätzlich rund 200 Mrd Pfund (258 Mrd Euro) zur Verfügung. Hauptsächlich bedingt durch die Krise der britischen Banken sank der Anteil der Finanzdienstleistungen an der gesamten Bruttowertschöpfung seit Mitte des Jahres 2007 kräftig. Diese gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen resultierten schließlich in einem **Rückgang der Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts** gegenüber dem Vorjahr um 2 Prozentpunkte auf 1,0 vH. Die Anstrengungen der britischen Regierung, das Bankensystem zu stabilisieren, sowie der nachlassenden Dynamik der Konjunktur entgegenzuwirken, führten zu einem markanten Anstieg des Haushaltsdefizits auf 4,2 vH.

Tabelle 10

Wirtschaftsdaten für die Länder der Europäischen Union

Land/Ländergruppe	Bruttoinlandsprodukt ¹⁾²⁾				Verbraucherpreise ²⁾³⁾				Arbeitslosenquote ⁴⁾			
	2005	2006	2007	2008 ⁵⁾	2005	2006	2007	2008 ⁵⁾	2005	2006	2007	2008 ⁵⁾
Belgien	1,8	3,0	2,8	1,4	2,5	2,3	1,8	4,6	8,5	8,3	7,5	7,1
Deutschland	0,8	3,0	2,5	1,7	1,5	1,6	2,3	2,8	11,7	10,8	9,0	7,8
Finnland	2,8	4,9	4,5	2,5	0,8	1,3	1,6	3,9	8,4	7,7	6,9	6,2
Frankreich	1,9	2,2	2,2	0,8	1,9	1,9	1,6	3,4	9,2	9,2	8,3	7,7
Griechenland	2,9	4,5	4,0	3,2	3,5	3,3	3,0	4,4	9,9	8,9	8,3	7,7
Irland	6,4	5,7	6,0	- 1,8	2,2	2,7	2,9	3,5	4,4	4,5	4,6	5,7
Italien	0,6	1,8	1,5	- 0,1	2,2	2,2	2,0	3,4	7,7	6,8	6,1	6,7
Luxemburg	5,2	6,4	5,2	2,3	3,8	3,0	2,7	3,7	4,6	4,6	4,1	4,4
Malta ⁶⁾	3,5	3,1	3,7	2,8	2,5	2,6	0,7	3,7	7,2	7,1	6,4	6,5
Niederlande	2,0	3,4	3,5	2,3	1,5	1,7	1,6	2,9	4,7	3,9	3,2	2,8
Österreich	2,9	3,4	3,1	2,0	2,1	1,7	2,2	3,5	5,2	4,8	4,4	4,2
Portugal	0,9	1,4	1,9	0,6	2,1	3,0	2,4	3,2	7,7	7,8	8,1	7,6
Slowenien ⁶⁾	4,3	5,9	6,8	4,3	2,5	2,5	3,8	5,9	6,5	6,0	4,9	4,8
Spanien	3,6	3,9	3,7	1,0	3,4	3,6	2,8	4,5	9,2	8,5	8,3	11,2
Zypern ⁶⁾	3,9	4,1	4,4	3,4	2,0	2,2	2,2	4,6	5,3	4,6	4,0	3,9
Euro-Raum	1,7	2,9	2,6	1,2	2,2	2,2	2,1	3,5	8,9	8,3	7,4	7,4
Dänemark	2,5	3,9	1,7	0,9	1,7	1,9	1,7	3,4	4,8	3,9	3,8	1,8
Schweden	3,3	4,1	2,7	1,2	0,8	1,5	1,7	3,4	7,4	7,0	6,1	6,6
Vereinigtes Königreich	2,1	2,8	3,0	1,0	2,1	2,3	2,3	3,8	4,8	5,4	5,3	5,5
EU-18	1,8	2,9	2,6	1,2	2,1	2,2	2,1	3,6	8,1	7,7	7,0	7,0
Bulgarien	6,2	6,3	6,2	6,3	6,0	7,4	7,6	12,2	10,1	9,0	6,9	6,0
Estland	9,2	10,4	6,3	- 1,2	4,1	4,4	6,7	10,4	7,9	5,9	4,7	5,2
Lettland	10,6	11,9	10,2	- 0,9	6,9	6,6	10,1	15,8	8,9	6,8	6,0	6,2
Litauen	7,8	7,8	8,9	4,0	2,7	3,8	5,8	11,3	8,3	5,6	4,3	5,1
Polen	3,6	6,2	6,6	5,2	2,2	1,3	2,6	4,0	17,8	13,9	9,6	8,9
Rumänien	4,2	8,2	6,0	8,4	9,1	6,6	4,9	8,1	7,2	7,3	6,4	4,9
Slowakei	6,5	8,5	10,4	7,4	2,8	4,3	1,9	4,0	16,3	13,4	11,1	7,9
Tschechische Republik	6,3	6,8	6,0	4,0	1,6	2,1	3,0	6,7	7,9	7,2	6,0	5,4
Ungarn	4,0	4,1	1,1	2,0	3,5	4,0	7,9	6,3	7,2	7,5	7,4	7,8
Europäische Union⁷⁾	2,0	3,1	2,9	1,4	2,2	2,2	2,4	3,8	8,9	8,2	7,1	7,0

1) Preisbereinigt.– 2) Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH.– 3) Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).– 4) Von der EU standardisierte Arbeitslosenquoten gemäß Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO-Konzept). Arbeitslose in vH der Erwerbspersonen.– 5) Eigene Schätzung.– 6) Beitritt zum Euro-Raum: Ab 1. Januar 2007 Slowenien, ab 1. Januar 2008 Malta und Zypern.– 7) Ab 2007 einschließlich Bulgarien und Rumänien (EU-27).

Quelle: EU

Daten zur Tabelle

Ebenso dämpfte die Zurückhaltung der privaten Konsumenten die Konjunktur im Vereinigten Königreich. Aufgrund der im Laufe des Jahres drastisch gestiegenen Teuerungsrate und der gleichzeitig gesunkenen Vermögenspreise war der private Konsum im Jahr 2008 rückläufig; das Konsumentenvertrauen lag deutlich unter dem Niveau der letzten 15 Jahre. Zusätzlich hemmten der zunehmende Anstieg der Arbeitslosenquote auf durchschnittlich 5,5 vH und die wachsende Unsicherheit bezüglich der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung die privaten Konsumausgaben.

Im Jahr 2008 gingen aufgrund der inländischen Nachfrageschwäche die Importe zurück. Da gleichzeitig die Exporte, trotz des gesunkenen Außenwerts des Pfund Sterlings, auf dem Vorjahresniveau verharren, leistete der somit gestiegene Außenbeitrag zwar einen positiven Impuls für die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr, dennoch verschlechterten sich die Aussichten auf die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung.

Angesichts der deutlichen realwirtschaftlichen Abschwächung setzte die Bank of England ihren expansiven Kurs fort und senkte die Leitzinsen zunächst in zwei Schritten um 50 Basispunkte auf 5,0 %. Dem folgten im letzten Quartal zwei wesentlich stärkere Absenkungen der Leitzinsen auf nunmehr 3 %.

130. Das wirtschaftliche Expansionstempo der **übrigen Mitgliedsländer der Europäischen Union in Mittel- und Osteuropa** wurde zunächst durch den Nachfragerückgang, insbesondere in den alten EU-Ländern, nur leicht gedämpft. Das aggregierte Bruttoinlandsprodukt legte im Jahr 2008 mit einer Rate von 5,0 vH zu und zeigte damit eine deutlich stärkere wirtschaftliche Dynamik als in den anderen EU-Ländern. Hohe Investitionen sowie ein durch steigende Haushaltseinkommen und sinkende Arbeitslosenquoten stimulierter starker privater Konsum waren bei hohen Zuwachsraten der Kreditaggregate hauptsächlich für die robuste wirtschaftliche Entwicklung verantwortlich.

Die Wirtschaftsentwicklung in den einzelnen Ländern Mittel- und Osteuropas wies jedoch schon **in der ersten Jahreshälfte** eine große Heterogenität auf: Die inländische Produktion in Rumänien und Ungarn expandierte stärker als im Vorjahr, was speziell in Rumänien auf die merklich gestiegenen Bruttoanlageinvestitionen zurückzuführen ist. Im Gegensatz dazu zeigten die Baltischen Länder eine erhebliche Abschwächung ihrer Konjunktur. Hohe Teuerungsraten von über 10 vH, insbesondere in Lettland, ein deutlicher Rückgang der privaten Konsumnachfrage und der Investitionstätigkeit sowie eine zunehmende Arbeitslosenquote kennzeichneten diese Länder im Jahr 2008. Vor allem in Estland und Lettland schwächten sich die Bruttoanlageinvestitionen deutlich ab.

In der zweiten Jahreshälfte kam für eine ganze Reihe von Ländern erschwerend hinzu, dass sich die Refinanzierungsbedingungen als Folge der Finanzkrise rapide verschlechterten. Dies wirkte sich gerade in Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten – dazu zählen neben den baltischen Ländern Rumänien und Bulgarien – spürbar aus (Tabelle 8, Seite 66). Der wirtschaftliche Aufschwung dieser Länder war in den letzten Jahren stark abhängig von ausländischen Kapitalgebern. Ausgeprägte Leistungsbilanzdefizite und gedämpfte Konjunkturerwartungen führten zu einem Vertrauensverlust der Kapitalgeber, sodass sich der Kapitalzufluss verteuerte und verlangsamte.

Die anderen Länder Mittel- und Osteuropas erfuhren ebenfalls eine nachlassende Dynamik ausländischer Direktinvestitionen mit der Folge einer schwächeren konjunkturellen Entwicklung im Jahr 2008.

Voraussichtliche Entwicklung im Jahr 2009

131. Über der **wirtschaftlichen Entwicklung des Euro-Raums** liegt im Jahr 2009 der Schatten der Immobilien- und Finanzkrise. Zwar stabilisierten die Regierungen Europas mit Rettungsprogrammen die Situation des Finanzsystems. Parallel dazu ergriff die EZB weitreichende Maßnahmen zur Ausweitung der Liquiditätsversorgung und leitete im Oktober 2008 eine Zinswende ein. Gleichwohl dürften sich die Kreditvergabekonditionen für die Haushalte und Unternehmen nur allmählich verbessern. Stabile Inflationserwartungen sowie sinkende Rohstoffpreise werden der EZB im kommenden Jahr einen Spielraum für weitere Zinssenkungen eröffnen.

132. Die **gesunkenen Rohstoffpreise**, insbesondere der deutliche Rückgang der Ölpreise gegen Ende des Jahres, in Verbindung mit dem gesunkenen Zinsniveau könnten die sehr schwache Konjunktur und damit die Investitionsnachfrage im Euro-Raum leicht beleben. Außerdem werden von der nach wie vor hohen Beschäftigungsquote und den im Jahr 2008 beschlossenen Lohnerhöhungen, deren Wirksamkeit sich im kommenden Jahr entfalten wird, positive Impulse auf den privaten Konsum ausgehen. Unterstützend wird dabei die gesunkene Inflationsrate wirken. Unsicher bleibt, ob diese positiven Effekte zusammen mit einem schwächeren Euro als im Jahr 2008 den zu erwartenden Exportrückgang ausgleichen können.

Besonders eingetrübt sind die Aussichten für die durch die **Immobilienkrise** deutlich geschwächten Volkswirtschaften wie Spanien und Irland. Weitere Korrekturen der Hauspreise werden die Investitionen im Wohnungsbau weiter dämpfen und zusätzlich die privaten Konsumausgaben beschneiden. Beide Länder stehen vor der Aufgabe, die Wirtschaftsstruktur an die Erfordernisse des neuen makroökonomischen Umfelds anzupassen.

Insgesamt wird sich die Konjunktur im Euro-Raum nur sehr schleppend erholen. Die Unternehmer und Konsumenten werden ihr im Jahr 2008 spürbar gesunkenes Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung nur sehr langsam wiedergewinnen. Eine schnelle sichtbare Wirkung der staatlichen Eingriffe in den letzten Monaten des vergangenen Jahres könnte die Stimmung aufhellen und dadurch die Verbesserung der konjunkturellen Dynamik fördern. Daher wird für das Jahr 2009 eine stagnierende bis leicht positive konjunkturelle Entwicklung erwartet. Die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts für den Euro-Raum wird mit 0,1 vH deutlich unter der des vergangenen Jahres liegen.

In den aufstrebenden **Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas** wird sich die wirtschaftliche Aktivität im kommenden Jahr spürbar verlangsamen. Eine schwächere Auslandsnachfrage, insbesondere aus den westlichen EU-Ländern, sowie verschlechterte Kreditvergabekonditionen werden sich bremsend auf die Exporte und die Investitionen dieser Länder auswirken. In Ländern wie Ungarn und den baltischen Staaten, die in besonderem Maße von der Ausbreitung der Finanzkrise betroffen sind, besteht ein spürbar erhöhtes Rezessionsrisiko. Gleichwohl sind nicht alle Volkswirtschaften gleichermaßen von der sich verschlechternden Lage betroffen. So sind die Aussichten

für die polnische und slowakische Konjunktur deutlich besser, selbst wenn sich die dortigen Volkswirtschaften der Abschwächung im Rest Europas aufgrund enger Handelsverflechtungen nur zum Teil entziehen können.

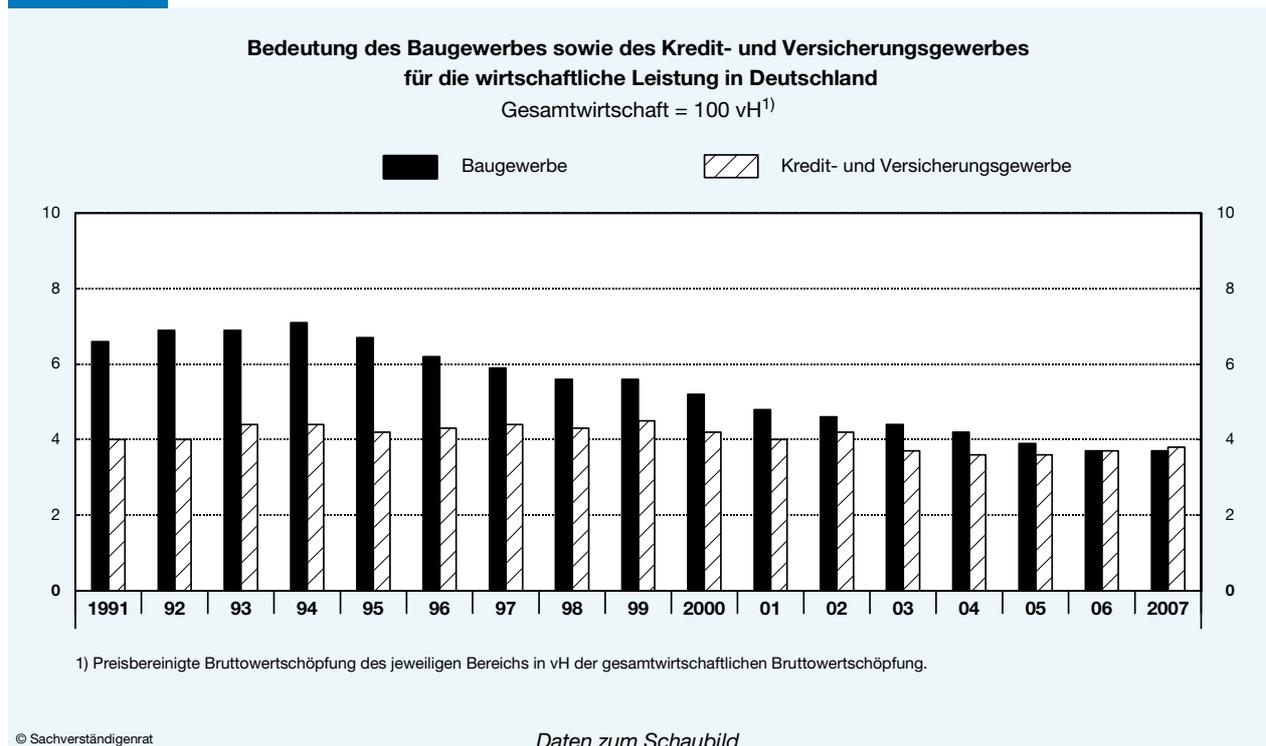
133. Besorgniserregend sind die Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung des **Vereinigten Königreichs**. Die Finanzkrise hat den wichtigsten Pfeiler der britischen Wirtschaft, den Bankensektor, deutlich destabilisiert. Ein massiver Stellenabbau wird daher im kommenden Jahr zu beobachten sein. Die Privaten Konsumausgaben werden infolgedessen und wegen der drastischen Haus- und Vermögenspreiskorrekturen einbrechen. Ebenso werden der Nachfragerückgang im Inland und Ausland einerseits und spürbar gestiegene Finanzierungskosten andererseits den Investitionen die Dynamik entziehen. Der nachlassende Inflationsdruck wird zwar der britischen Notenbank Spielräume für weitere Leitzinssenkungen eröffnen. Ohne überraschend positive Auswirkungen des britischen Stabilisierungsprogramms wird die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs die im Jahr 2008 begonnene Rezession jedoch nicht überwinden können.

II. Die deutsche Volkswirtschaft im Abschwung

134. Im Jahresverlauf 2008 haben die Belastungen für die deutsche Konjunktur deutlich zugenommen. Die Probleme waren zunächst zu großen Teilen außenwirtschaftlicher Natur. Die aufgetretenen externen Schocks trafen die deutsche Wirtschaft in einer einsetzenden Abschwungphase. Ausgehend von der Immobilien- und Finanzkrise mit ihrem Ursprung in den Vereinigten Staaten erwiesen sich im Laufe des Jahres weitere Faktoren als konjunkturelle Bürden: Aufgrund enormer Preissteigerungen bei Lebensmitteln, bei Rohstoffen und bei Energieträgern stieg die Inflationsrate bis zur Jahresmitte deutlich an. Erschwerend kam im gleichen Zeitraum eine Aufwertung des Euro hinzu, die das Exportgeschäft deutscher Unternehmen belastete. Während sich die Inflation durch den Rückgang der Preise im Rohstoffbereich und bei den Energieträgern bis zum Herbst beruhigte und der Euro deutlich an Stärke verlor, kam es im September 2008 zu einer Zuspitzung der Finanzkrise. Mit der Implosion des Geschäftsmodells der Investmentbanken in den Vereinigten Staaten sowie dem drohenden Zusammenbruch großer Geschäftsbanken in den Benelux-Ländern und der Hypo Real Estate in Deutschland erreichten die Turbulenzen eine neue Dimension. Die Verschärfung der Krise hat zu einer deutlichen Erhöhung der Wahrscheinlichkeit einer ausgeprägten wirtschaftlichen Schwächephase im Prognosezeitraum geführt. Da dem Finanzsektor mit der Transformation von Ersparnissen in Kredite eine zentrale volkswirtschaftliche Rolle zukommt, hätte eine fundamentale Funktionsstörung verheerende realwirtschaftliche Konsequenzen. Um einer solchen Entwicklung entgegenzuwirken, ergriff die Politik in Deutschland mit der Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes umfangreiche Maßnahmen, von deren effektiver Umsetzung die zukünftige Konjunkturentwicklung entscheidend beeinflusst wird. Ermutigend dabei war, dass direkte Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft bisher weitgehend ausgeblieben waren. Angebotsseitige Beschränkungen der Kreditvergabe waren nicht zu beobachten, obschon erste Indikatoren auf verschärfte Bedingungen hinwiesen. Die Widerstandskraft der deutschen Wirtschaft gegenüber dem Finanzmarktschock, die unter anderem der dreigliedrigen Struktur des Bankensystems und dem hohen Innenfinanzierungsanteil privater Wirtschaftseinheiten geschuldet ist, könnte sich als ein wichtiges stabilisierendes Merkmal erweisen.

135. Am Jahresanfang befand sich die deutsche Konjunktur noch in einer soliden Verfassung. Anders als in den Vereinigten Staaten oder in einigen europäischen Ländern war die wirtschaftliche Aufschwungphase der vergangenen Jahre nicht von einer überhitzten Entwicklung im Immobilienbereich und des Bausektors getrieben gewesen. Ebenso ging der Aufschwung nicht mit einer starken Expansion der Kreditfinanzierung und somit des Finanzsektors einher. Während das Baugewerbe seinen Anteil an der Bruttowertschöpfung ausgehend von dem Höhepunkt im Jahr 1994 in den Folgejahren stetig verringerte, blieb der Anteil des Kredit- und Versicherungsgewerbes im gleichen Zeitraum nahezu konstant (Schaubild 27).

Schaubild 27



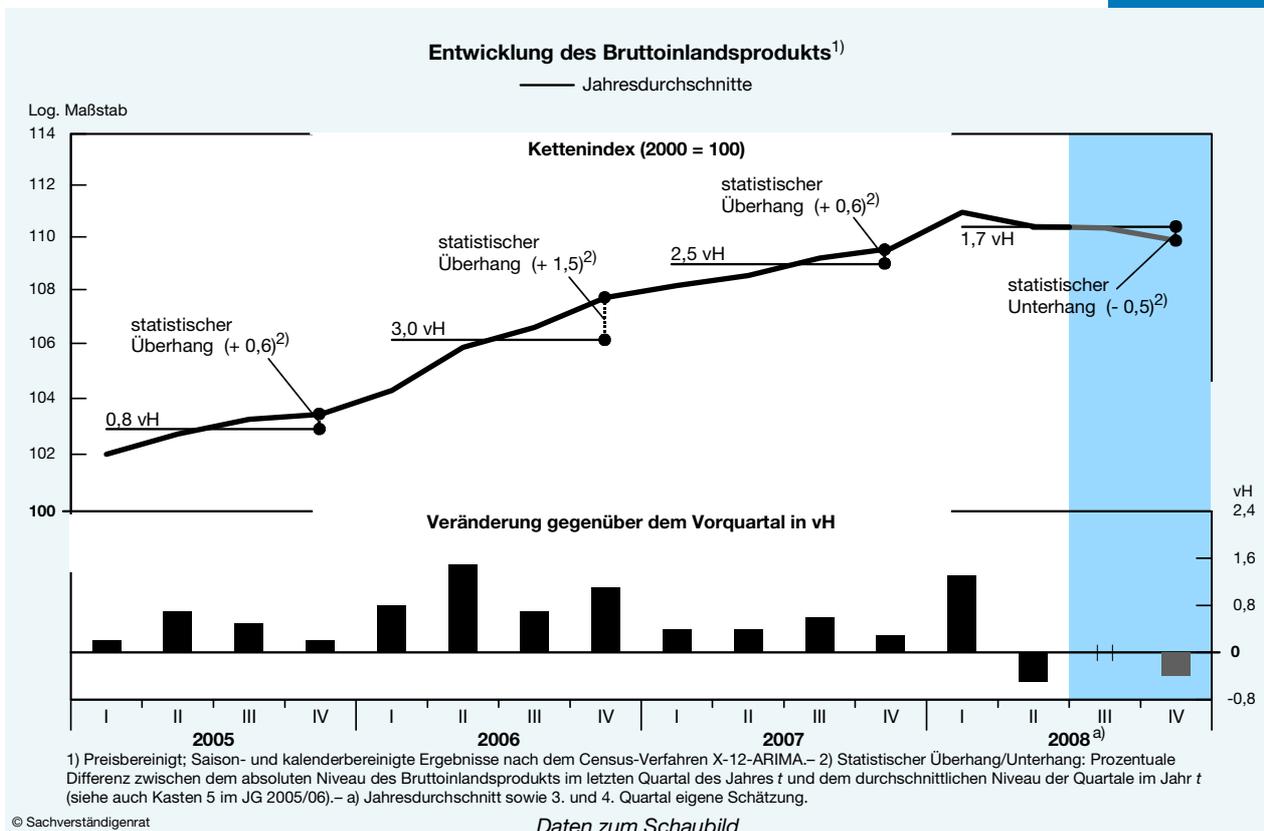
Gleichzeitig konnten die deutschen Unternehmen ihre Bilanzen bereinigen und eine beachtliche Eigenfinanzierungsquote erreichen. Die deutsche Industrie bildete mit ihrer im Ausland stark nachgefragten Produktpalette einen zentralen Pfeiler der noch guten konjunkturellen Entwicklung. Neben den Auslandsimpulsen wirkten die Ausrüstungsinvestitionen als ein weiteres Standbein. Insgesamt ist festzustellen, dass aufgrund der starken Exportorientierung der deutschen Industrie die Außenhandelsabhängigkeit der deutschen Wirtschaft in der vergangenen Aufschwungphase zugenommen hat. Dadurch wirkte sich die Eintrübung der weltwirtschaftlichen Entwicklung besonders deutlich in Form einer einbrechenden Auslandsnachfrage auf die deutsche Wirtschaft aus. Binnenwirtschaftliche Impulse, wie etwa vom privaten Konsum, blieben dagegen bis zuletzt eher enttäuschend und vermochten nicht, den Rückgang der Exportdynamik oder der Investitionen auszugleichen.

1. Konjunktureller Abschwung nach imposantem Jahresbeginn 2008

136. Im Jahr 2008 nahm das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland um 1,7 vH zu (Schaubild 28). Der Anstieg der Wirtschaftsleistung lag damit ungefähr in der Größenordnung, die der Sachver-

ständigenrat im Herbst des Jahres 2007 prognostizierte (JG 2007 Ziffer 112). Allerdings unterschieden sich der tatsächliche Verlauf der konjunkturellen Entwicklung und die maßgeblichen Triebkräfte von den damals vorherrschenden Erwartungen. Gerechnet wurde gemeinhin mit einer Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik, die allerdings von einer stärkeren Binnenkonjunktur und – im Gegensatz zu den Vorjahren – insbesondere vom privaten Konsum getragen werden sollte. Zum einen zeichnete sich eine Abkühlung der Weltkonjunktur ab, die die Exportnachfrage und mittelbar die Investitionsbereitschaft der Unternehmen dämpfen würde. Zum anderen ließen eine anhaltende Erholung auf dem Arbeitsmarkt und steigende Lohnabschlüsse erwarten, dass die verfügbaren Einkommen merklich zunehmen, was sich in einer höheren Konsumbereitschaft hätte niederschlagen sollen. Hinsichtlich des Verlaufs gingen die meisten Prognosen von einem schwachen Jahresbeginn 2008 als Folge des Auslaufens der Abschreibungsvergünstigungen für Investitionen zum Ende des Jahres 2007 und – im Zuge der prognostizierten binnenwirtschaftlichen Belebung – etwas höheren Zuwächsen in den Folgequartalen aus.

Schaubild 28



137. Die tatsächliche Entwicklung unterschied sich von diesem vorhergesagten Verlauf grundlegend: Bedingt durch einen milden Winter, einem Fortwirken des Sondereffekts bei den Ausrüstungsinvestitionen im ersten Quartal und anfangs noch hohen Auftragsbeständen aus dem Ausland, fiel der Scheitelpunkt der wirtschaftlichen Dynamik auf das erste Quartal 2008 und bewirkte die rechnerisch höchste Quartalszuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts während der gesamten zurückliegenden Aufschwungphase. Die anhaltenden Preissteigerungen auf den Rohstoffmärkten, darunter bei den in der Wahrnehmung der Konsumenten besonders wichtigen Nahrungsmitteln und Energieträgern, trieben aber die Inflationsrate rasch auf deutlich über 3 vH, zehrten die nominalen Einkommenszuwächse weitgehend auf und verhinderten so eine Belebung der Privaten Kon-

sumausgaben. Zugleich schlug die sich ausbreitende weltwirtschaftliche Abkühlung verstärkt auf Erwartungen und Produktionstätigkeit der Unternehmen durch, sodass die Wirtschaftsleistung in der zweiten Hälfte des Jahres zurückging und damit die über drei Jahre anhaltende Aufschwungphase beendete. Mit drei aufeinander folgenden Quartalen schwacher oder negativer Veränderungsrate durchlief die Wirtschaft im Jahr 2008 eine technische Rezession (Kasten 2). Ein augenfälliges, für den Ausblick auf das kommende Jahr bedeutsames Ergebnis ist ein statistischer Unterhang, resultierend aus der schwachen konjunkturellen Dynamik im weiteren Jahresverlauf.

Kasten 2

Definition und Datierung von Rezessionen

Im Rahmen der nunmehr global akuten Finanzkrise wird vermehrt die Frage diskutiert, ob und wann einzelne oder alle Industrienationen in eine Rezession abrutschen könnten oder sich bereits darin befinden. Dabei wird häufig nicht thematisiert, dass der Begriff Rezession nicht eindeutig definiert ist, und unterschiedliche Konzeptionen zur Datierung von Rezessionen zu teilweise deutlich voneinander abweichenden Ergebnissen kommen.

Im generellen Sprachgebrauch versteht man unter einer **Rezession** einen absoluten **Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität**, meist erfasst in einer negativen Veränderungsrate des saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts auf Quartalsbasis. Zudem verbindet sich mit dem Begriff die Vorstellung, dass der beobachtete Rückgang über einen gewissen Zeitraum anhält und eine Ökonomie in ihrer Gesamtheit betrifft. Eine **technische Rezession** liegt dann vor, wenn das saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt in mindestens zwei aufeinander folgenden Quartalen gegenüber dem Vorquartal sinkt. Diese zunächst sehr einfache Definition greift jedoch häufig zu kurz, da sie einerseits den Rückgang nur sehr grob erfasst, andererseits kaum Informationen über die Stärke des Schrumpfens der Wirtschaft angibt. Dies lässt sich sehr einfach verdeutlichen: Eine Volkswirtschaft A mit Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts von beispielsweise -0,9 vH, +0,1 vH und schließlich -1,2 vH in drei aufeinander folgenden Quartalen würde sich nicht in einer Rezession befinden. Verglichen mit einer anderen Volkswirtschaft B, die zunächst in einem Quartal eine kräftige Zuwachsrate von 2,0 vH gegenüber dem Vorquartal und dann in den beiden Folgequartalen negative Veränderungsrate von jeweils 0,1 vH aufweist und sich somit in einer technischen Rezession befindet, zeigt sich, dass die wirtschaftliche Situation der Volkswirtschaft A deutlich schlechter ausfällt, obwohl bei ihr der Terminus der technischen Rezession nicht greifen würde. Ein weiterer Nachteil dieser Definition besteht darin, dass eine Rezession nur ex post festgestellt werden kann, also zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Quartalsdaten, welcher jedoch in das Folgequartal fällt. Ein zusätzliches Problem entsteht durch die Tatsache, dass das Bruttoinlandsprodukt als umfassendste Größe der gesamtwirtschaftlichen Aktivität zum Teil erheblichen Revisionsbedarf aufweist und somit im Nachhinein eine Abgrenzung eines Rezessionszeitpunktes erschwert wird.

Vor dem Hintergrund der erläuterten Schwächen der technischen Definition gibt es Bemühungen, eine Rezession als Abschwächung oder Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität alternativ zu definieren und zu erfassen. In den Vereinigten Staaten ist das Business Cycle Dating Commit-

tee am **National Bureau of Economic Research** (NBER) für eine Datierung zuständig. Es definiert eine Rezession als einen deutlichen Rückgang der Aktivität über die gesamte Volkswirtschaft, der sich über mehr als nur einige Monate erstreckt. Dabei sollte die Rezession nicht nur in der Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts, sondern vor allem in der Entwicklung der Realeinkommen, der Industrieproduktion, der Beschäftigung sowie in den Umsätzen des Groß- und Einzelhandels sichtbar sein. Der Vorteil dieser Rezessionsabgrenzung liegt darin, dass nun nicht mehr auf nur eine aggregierte Größe, sondern auf mehrere disaggregierte Indikatoren abgestellt wird. Eine Schwäche besteht jedoch nach wie vor in der Datierung, da diese seitens des NBER mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung von bis zu zwei Jahren ex post erfolgt (Leamer, 2008). Die Feststellung einer Rezession mit einer zeitlichen Verzögerung bereitet aber Probleme, da ein wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf nicht zum Zeitpunkt der Rezession abgeleitet und Maßnahmen zur Gegensteuerung eingeleitet werden können.

Eine weitere fundamentale Schwäche der bisher diskutierten Ansätze ist, dass sie das Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft nicht berücksichtigen. Wenn aus Gründen des Bevölkerungs- oder Produktivitätswachstums die Potenzialwachstumsrate einer Volkswirtschaft steigt, wird es weniger wahrscheinlich sein, dass ein konjunktureller Abschwung mit einem absoluten Fall der gesamtwirtschaftlichen Produktion einhergeht. Um zu einer besseren Abgrenzung einer Rezession zu gelangen, sollte zudem die genaue Position einer Volkswirtschaft im Konjunkturzyklus berücksichtigt werden. Bei der Bewertung konjunktureller Schwächephasen sollte man deshalb den **Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten** beachten. Der modernen Konjunkturtheorie folgend werden Konjunkturzyklen als Abweichungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion vom Produktionspotenzial definiert. Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion gemessen an der relativen Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial werden dabei als Entwicklung der relativen Output-Lücke bezeichnet. Dabei stellen konjunkturelle Aufschwungphasen Zeitabschnitte dar, in denen die Veränderung der relativen Output-Lücke positiv ist. Ein Aufschwung erreicht üblicherweise dann seine höchste Dynamik, wenn das Vorzeichen der relativen Output-Lücke sich von negativ in positiv dreht. Eine wirtschaftliche Abschwungphase liegt nach dieser Betrachtungsweise vor, wenn die Veränderung der relativen Output-Lücke ein negatives Vorzeichen annimmt. Die Verwendung des Potenzialwachstums anstatt der Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts ermöglicht die Berücksichtigung des Umstands, dass eine Volkswirtschaft mit geringem Potenzialwachstum in der Regel schneller in eine Rezession geraten kann als eine Volkswirtschaft mit einem hohen Potenzialwachstum.

Dieser Argumentation folgend hat der Sachverständigenrat in seiner Expertise „Die Staatsverschuldung wirksam begrenzen“ ein auf der Output-Lücke basierendes Kriterium für die Feststellung eines gravierenden konjunkturellen Abschwungs definiert (Expertise 2007 Ziffern 249 ff.). Das auf Jahreswerte bezogene Kriterium des Sachverständigenrates besagt, dass dann eine ausgeprägte konjunkturelle Schwächephase einsetzt, wenn ein **Rückgang der relativen Output-Lücke um mindestens zwei Drittel der jeweiligen Potenzialwachstumsrate mit einer aktuell negativen Output-Lücke einhergeht**. Diese Regel unterstellt somit, dass mit sinkenden Potenzialwachstumsraten die relativen Abweichungen des Bruttoinlandsprodukts vom Potenzial tendenziell abnehmen. Eine Analyse auf Basis von Echtzeit-Jahresdaten zeigte in diesem Zusammenhang, dass sich ein solches Kriterium am besten dazu eignet, die üblicherweise als Rezessionen aufgefassten

Perioden im Zeitraum der Jahre 1981 bis 2006 ex ante und ex post zu erfassen. Für Deutschland hat sich dieses Kriterium somit als die am besten geeignete Regel zur Datierung und Prognose ausgeprägter konjunktureller Schwächephasen erwiesen.

Bei einer relativen Output-Lücke im Jahr 2008 in Höhe von etwa 0,9 vH und einer für das Jahr 2009 erwarteten relativen Output-Lücke in Höhe von rund -0,5 vH, ergibt sich somit ein Rückgang der relativen Output-Lücke um rund 1,5 Prozentpunkte (Ziffern 157 f.). Dieser Rückgang liegt betragsmäßig deutlich über dem Wert von zwei Dritteln der Potenzialwachstumsrate, welche sich derzeit auf 1,6 vH beläuft.

Rückläufige Output-Lücke im Jahr 2008

138. Die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts fiel in diesem Jahr mit 1,7 vH geringer aus als in den beiden vorangegangenen Jahren des Aufschwungs. Somit entsprach die gesamtwirtschaftliche Dynamik in etwa der **Wachstumsrate des Produktionspotenzials**. Der Sachverständigenrat zieht zur Ermittlung dieser nicht direkt beobachtbaren und daher mit Unsicherheit behafteten Größe mehrere konzeptionell unterschiedliche Methoden heran. Dabei wird zwischen den eher für die kurze Frist geeigneten statistischen Filterverfahren sowie dem mittel- bis langfristig orientierten, produktionstheoretischen Verfahren des Sachverständigenrates unterschieden (JG 2007 Ziffern 693 ff.). Letzteres eignet sich insbesondere zur genaueren Identifizierung der Bestimmungsgründe des Potenzialwachstums.

Die auf Basis der Jahre 1970 bis 2008 mittels statistischer Filtermethoden sowie dem produktionstheoretischen Verfahren des Sachverständigenrates durchgeführten Schätzungen des Produktionspotenzials zeigen für das Jahr 2008 eine Potenzialwachstumsrate in der Größenordnung von 1,4 vH bis 1,8 vH mit einem Mittelwert von 1,6 vH. Gegenüber dem Vorjahr weisen sowohl die statistischen Filterverfahren als auch der produktionstheoretische Ansatz auf eine nahezu unveränderte Potenzialwachstumsrate hin (Schaubild 29).

139. Die Ermittlung der Position einer Volkswirtschaft im Konjunkturzyklus wird anhand der Schätzwerte der relativen Output-Lücke vorgenommen. Die relative Output-Lücke ist dabei definiert als relative Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial. Für die seit dem Jahr 2007 **positive Output-Lücke** ergeben sich für das Jahr 2008 Werte in einem Bereich von 0,8 vH bis 1,1 vH mit einem Mittelwert von 0,9 vH. Die relative Output-Lücke geht damit gegenüber dem Jahr 2007 leicht zurück. Eine quartalsweise Betrachtung, welche die aktuelle konjunkturelle Dynamik besser wiedergibt, liefert eine seit dem ersten Quartal 2008 deutlich rückläufige relative Output-Lücke (Schaubild 29).

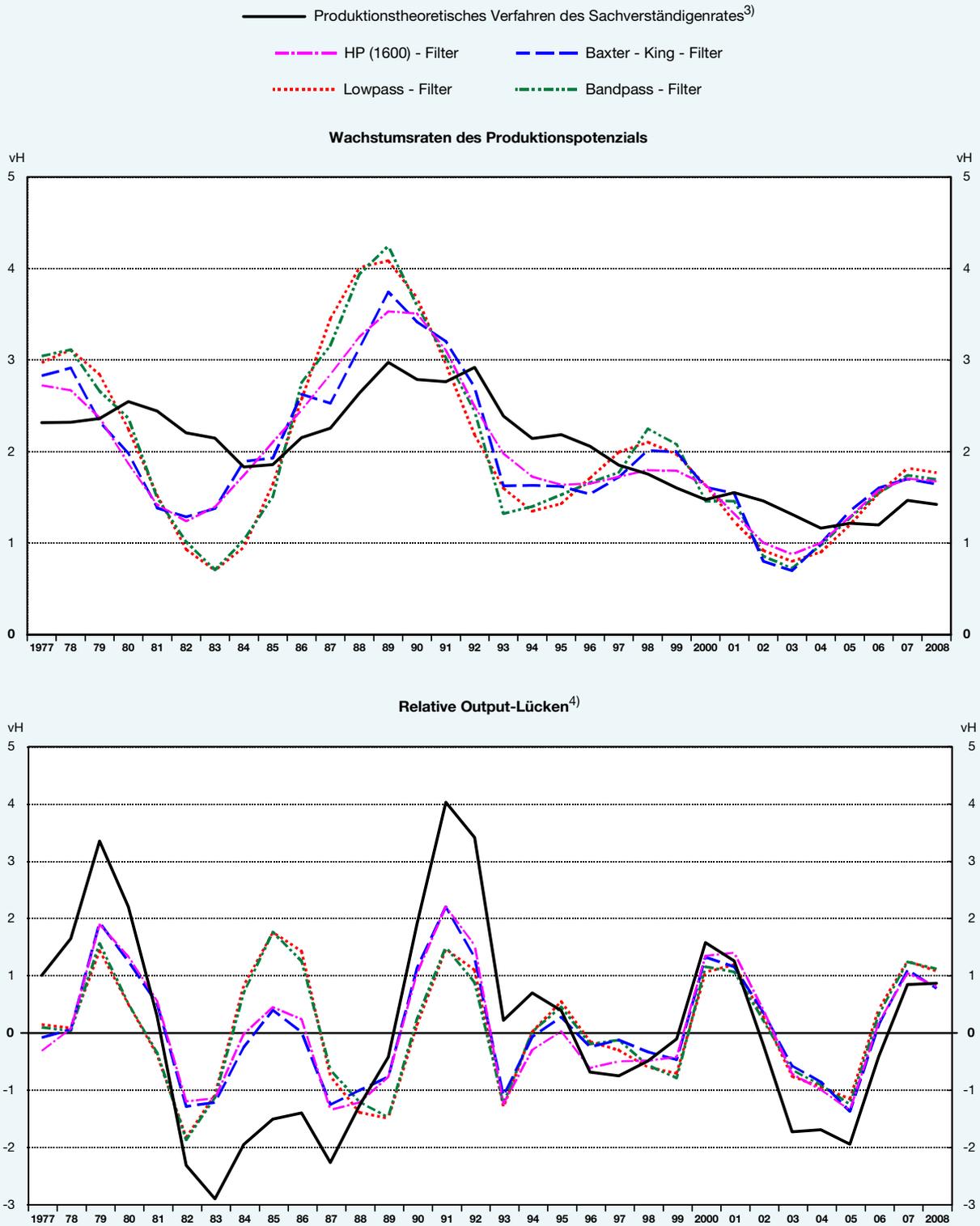
Preisschub dämpft Konsum

140. Der Preisauftrieb – gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) – hat sich im Mittel der ersten drei Quartale des Jahres 2008 mit 3,1 vH gegenüber dem Jahresdurchschnitt des Vorjahres mit 2,3 vH deutlich erhöht (Schaubild 30, Seite 82). Der bereits im Herbst des Jahres 2006 begonnene Trend steigender Inflationsraten setzte sich bis zum Sommer fort und erreichte im Juli des Jahres 2008 mit 3,5 vH seinen Höhepunkt. Dies war der höchste Preisanstieg seit De-

zember 1993. Für den nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) ergibt sich für die ersten neun Monate eine Inflationsrate von 3,0 vH.

Schaubild 29

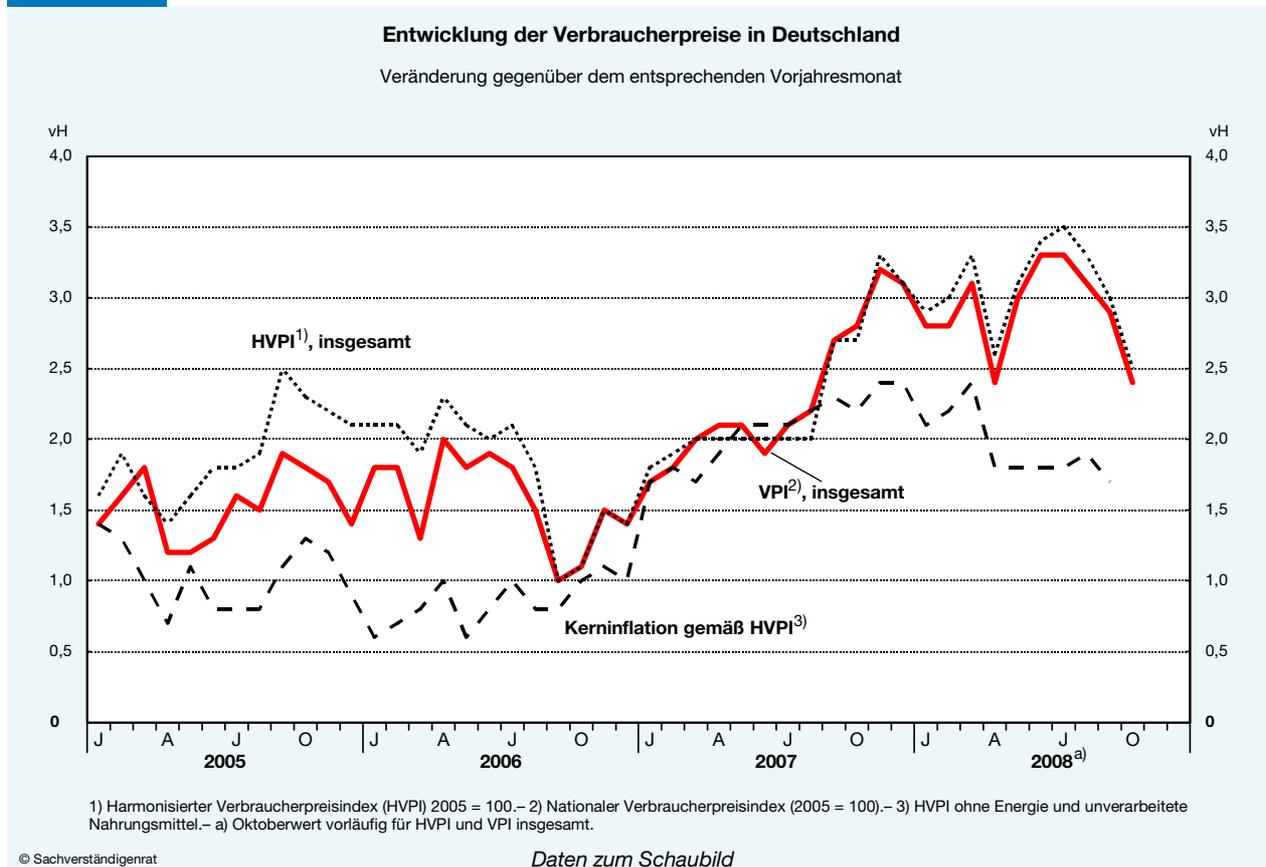
Wachstumsraten des Produktionspotenzials und relative Output-Lücken nach ausgewählten Schätzverfahren¹⁾²⁾



1) Eigene Schätzung.– 2) Methodische Erläuterungen siehe JG 2003/04 Ziffern 740 ff.– 3) Zu den weiteren Einzelheiten siehe JG 2007/08 Analyse I „Das Produktionspotenzial in Deutschland: Ein Ansatz für die Mittelfristprognose“, Ziffern 693 ff.– 4) Relative Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial in vH.

Die Erfassungsbereiche des deutschen VPI und des deutschen HVPI unterscheiden sich im Wesentlichen durch die zusätzliche Einbeziehung des vom Eigentümer selbst genutzten Wohneigentums im deutschen VPI, was sich prinzipiell dämpfend auf den VPI auswirkte. Des Weiteren gehen in den VPI die Energiekomponenten mit einem geringeren Gewicht ein, was die Diskrepanz zwischen HVPI und VPI in diesem Jahr noch einmal verstärkte.

Schaubild 30



Hauptverantwortlich für die höhere Teuerungsrate waren der ölpreisbedingte Anstieg der Energiepreise in der ersten Jahreshälfte, welcher leicht durch die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar bis zum Sommer dieses Jahres abgemildert wurde, und die gleichzeitig starke Verteuerung der Nahrungsmittel. Die Kerninflationsrate – HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel – ist im Durchschnitt der ersten neun Monate des Jahres 2008 mit 1,9 vH gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2007 annähernd konstant geblieben. Dämpfend wirkte sich die Preisentwicklung für Gütergruppen Nachrichtenübermittlung sowie Freizeit, Unterhaltung und Kultur aus.

Erstere wiesen in jedem Monat dieses Jahres Preisrückgänge von meist mehr als 3 vH gegenüber dem Vorjahresmonat auf, während die Preise letzterer im Durchschnitt der ersten drei Quartale dieses Jahres gegenüber dem Vorjahr stagnierten. Der Verfall des Ölpreises ab Juli 2008 schlug sich erst im vierten Quartal in einer niedrigeren Inflationsrate von 2,5 vH nieder.

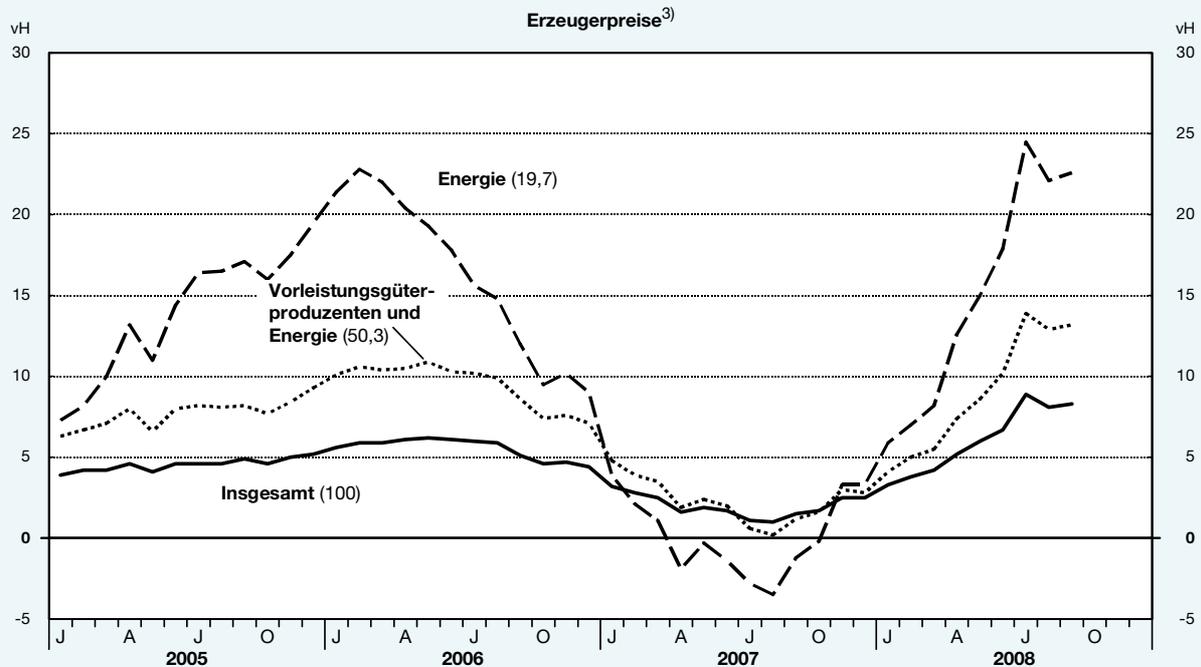
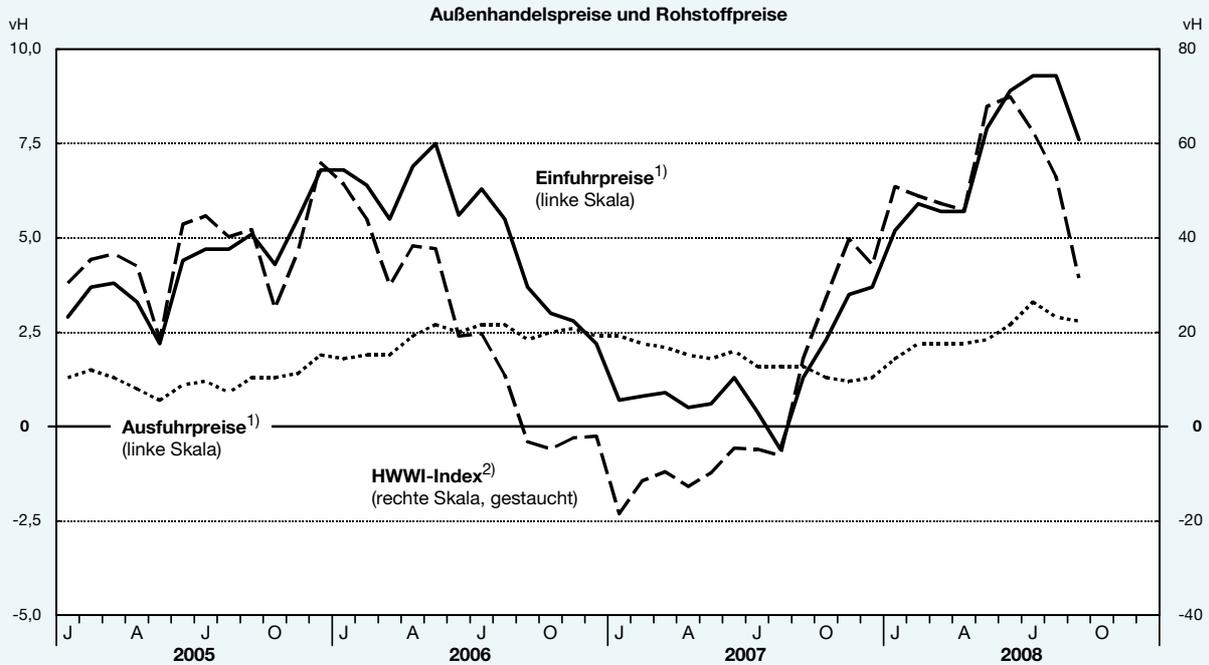
141. Die hohen Steigerungsraten der internationalen Energiepreise führten zu einem historischen Anstieg bei den nationalen Einfuhr- und Erzeugerpreisen (Schaubild 31). Die Jahreszuwachsrate im Juli 2008 übertrafen mit 9,3 vH bei den Einfuhrpreisen und 8,9 vH bei den Erzeugerpreisen die Höchststände aus dem Mai des Jahres 2006. Insbesondere machten sich die Preisanstiege bei den

Vorleistungen einschließlich Energie mit über 10 vH im Sommer dieses Jahres bei den Erzeugerpreisen bemerkbar.

Schaubild 31

Entwicklung der Außenhandelspreise, Rohstoffpreise und Erzeugerpreise

Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat



1) Index der Einfuhr- und Ausfuhrpreise (2000 = 100). – 2) HWWI-Index der Weltmarktpreise für Energierohstoffe (Kohle und Rohöl) auf Euro-Basis (2000 = 100). – 3) Index der Erzeugerpreise gewerblicher Produkte (2000 = 100) nach dem Systematischen Güterverzeichnis für Produktionsstatistiken, Ausgabe 2002. Die Zahlen in Klammern geben das jeweilige Gewicht am Gesamtindex zum Zeitpunkt des Basisjahres in vH an.

Privater Konsum: Erhoffte Erholung blieb aus

142. Abermals blieb die Erholung der Privaten Konsumausgaben im Jahr 2008 hinter den Erwartungen zurück. Nachdem in den vorangegangenen Jahren der private Verbrauch durch moderate Tariflohnabschlüsse gebremst sowie durch einen Realeinkommensentzug aufgrund der Umsatzsteueranhebung zu Beginn des Jahres 2007 belastet worden war, kamen im Jahr 2008 von dieser Seite keine weiteren dämpfenden Faktoren hinzu. Dennoch konnte der private Konsum trotz einer positiven Beschäftigungsentwicklung sowie steigender nominaler Tariflöhne und Effektivverdienste seine erhoffte Rolle als Wachstumstreiber nicht erfüllen. Ausschlaggebend dafür war der deutliche Preisanstieg bei Nahrungsmitteln und Energie, welcher die positive Entwicklung der nominalen Einkommen konterkarierte. Diese Situation entspannte sich allerdings merklich zum Ende des Jahres. Infolge dessen gingen die Privaten Konsumausgaben im Jahr 2008 um 0,3 vH zurück (Schaubild 33, Seite 92).

143. Seit dem Jahr 2001 ist der private Konsum nahezu konstant. Welche Faktoren aber neben den bereits beschriebenen Einflüssen der Teuerungsrate und der konjunkturellen Entwicklung für dieses Phänomen verantwortlich sind, zeigt eine empirische Analyse zur Konsumschwäche in Deutschland (Kasten 3). Demnach bremsen eine schwache Reallohnentwicklung und sinkende monetäre Sozialleistungen die Konsumausgaben. Außerdem schwächt sich der traditionell positive Zusammenhang zwischen der Beschäftigungshöhe und den Privaten Konsumausgaben aufgrund von Strukturbrüchen seit dem Jahr 2004 tendenziell ab.

Kasten 3

Konsumschwäche in Deutschland: Gibt es Hoffnung auf eine Belebung?

Seit etwa acht Jahren stagnieren in Deutschland die Privaten Konsumausgaben. Während der private Verbrauch in den übrigen Ländern des Euro-Raums seit Anfang des Jahres 2001 real um rund 15 vH zulegte, ist er hierzulande seit dem Jahr 2000 nahezu konstant. Für diese international und historisch außerordentliche Entwicklung sind verschiedene Erklärungsansätze vorgebracht worden. Insbesondere wird auf die zu Beginn des Jahrzehnts schwache Wachstums- und Arbeitsmarktdynamik verwiesen, die sich in einer stark rückläufigen Beschäftigung im Zeitraum der Jahre 2001 bis 2005 widerspiegelte. Die hieraus resultierende weitgehende Stagnation der Realeinkommen könnte unter Umständen dadurch verstärkt worden sein, dass sich die Einkommen derjenigen Bevölkerungsgruppen, die üblicherweise einen höheren Anteil ihrer Einkünfte für den Konsum verwenden, besonders träge entwickelt haben. Allerdings hat selbst die konjunkturelle Erholung der letzten Jahre nicht zu einem dynamischeren Konsumzuwachs geführt. Der seit dem Jahr 2006 zu beobachtende kräftige Beschäftigungsaufbau machte sich bis zum zweiten Quartal 2008 nicht in steigenden Konsumausgaben bemerkbar. Seit dem Jahr 2005 ist es deshalb zu einer deutlichen Abkopplung der Entwicklung der Privaten Konsumausgaben von der des Bruttoinlandsprodukts gekommen (Schaubild 32). Deshalb werden vermehrt nicht-konjunkturbedingte Ursachen angeführt, um die ausgeprägte Konsumschwäche zu erklären.

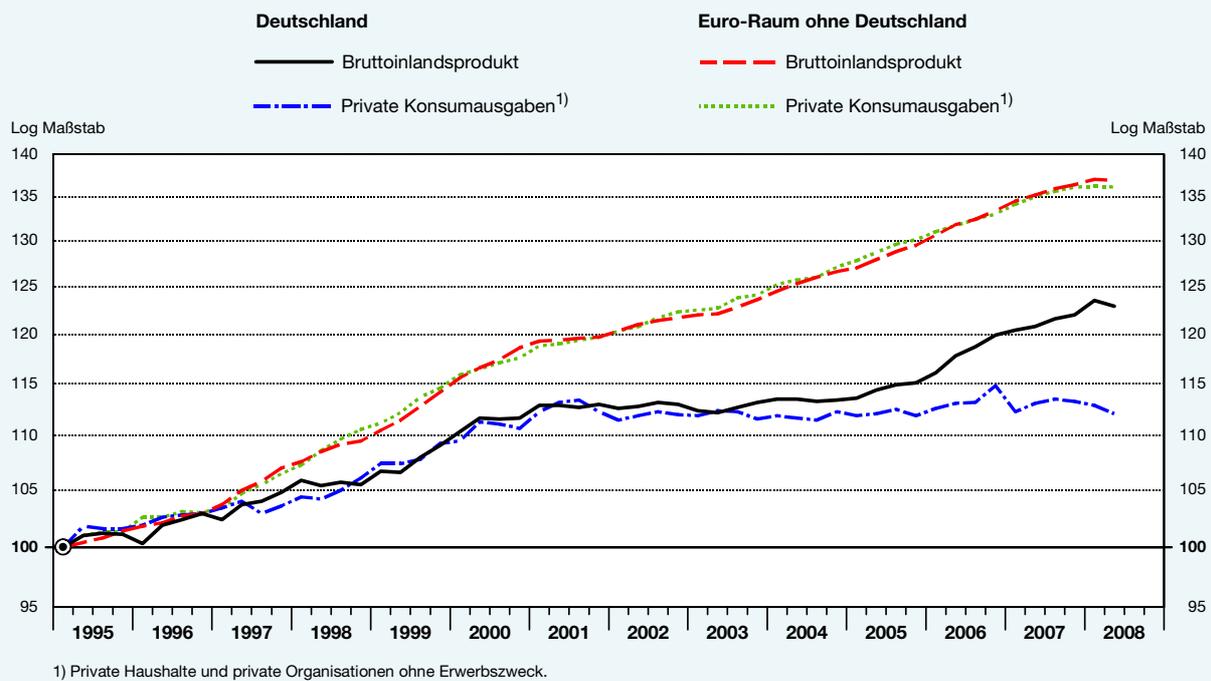
Eine besondere Bedeutung wird hierbei häufig Vorsorgemotiven im Kontext der Alterssicherung zugewiesen, die sich vor allem in einer starken Inanspruchnahme staatlich geförderter privater Rentenversicherungsprodukte niedergeschlagen haben und dämpfend auf die Entwicklung wirkten.

Diese würden zu einem temporären Anstieg der Sparquote auf ein Niveau führen, das bei weitgehend konstanten Rentenversicherungsbeiträgen mit einer alternden Bevölkerung konsistent wäre. Im Umkehrschluss würde es nach Beendigung des Anpassungsprozesses zu einer Wiederbelebung des Konsums kommen können.

Schaubild 32

Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und der Privaten Konsumausgaben in Deutschland und im Euro-Raum

1. Vierteljahr 1995 = 100



© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Die vorliegende empirische Analyse einer gesamtwirtschaftlichen Konsumfunktion unter Verwendung eines Fehlerkorrekturmodells zielt in diesem Zusammenhang darauf ab, zu untersuchen, ob und inwieweit das Zusammenspiel von Beschäftigungsentwicklung, Einkommensänderungen und anderen Faktoren die anhaltende Konsumschwäche in Deutschland erklären kann. Vor dem Hintergrund der These, dass grundsätzliche Anpassungen im Konsum- und Sparverhalten für die beobachtete Entwicklung verantwortlich sind, wird zudem gefragt, ob und wann sich ein Strukturbruch in der Konsumfunktion feststellen lässt. Der Untersuchung einer ähnlichen Frage hatte sich der Sachverständigenrat bereits im Jahresgutachten 2004/05 gewidmet (JG 2004 Kasten 9).

Determinanten des privaten Konsums

Die ökonomische Theorie liefert zahlreiche mögliche Determinanten des privaten Konsums. Gemäß der neoklassischen Theorie sind es die Realzinsen, welche die Entscheidung zwischen aktuellem und zukünftigem Konsum (Sparen) beeinflussen. Nach Keynes ist es in erster Linie das verfügbare Einkommen, das den privaten Verbrauch bestimmt, während der Lebenszyklusansatz von Modigliani und Brumberg (1954) und die permanente Einkommenshypothese von Friedman (1957) eine intertemporale Konsumpräferenz in Abhängigkeit von der Entwicklung des Human-, Finanz- und Sachvermögens annehmen. In der empirischen Betrachtung haben sich vor allem das

verfügbare Einkommen als Maß sowohl aktueller Konsummöglichkeiten als auch zukünftig erwarteter Erträge aus Humanvermögen und das Finanz- und Immobilienvermögen als wesentliche Einflussfaktoren der Privaten Konsumausgaben herauskristallisiert. Während vor allem in den angelsächsischen Ländern das Vermögen eine erhebliche Rolle spielt, erweist sich der nicht nachweisbare oder zumindest sehr geringe Einfluss des Vermögens auf den privaten Konsum als deutsche Besonderheit, die bereits eingehend untersucht wurde (Hamburg et al., 2005). Die Entwicklung des privaten Konsums wird deshalb in der vorliegenden Analyse insbesondere durch das verfügbare Einkommen und dessen einzelne Komponenten erklärt.

Das verfügbare Einkommen, als empirisch wichtigste erklärende Variable des privaten Verbrauchs, ist eine hoch aggregierte Größe, die als Ganzes möglicherweise divergierende Bewegungen ihrer Komponenten verbirgt. Um nähere Aufschlüsse über die Determinanten der Privaten Konsumausgaben zu erhalten, werden als Variablen im Folgenden statt des verfügbaren Einkommens dessen Komponenten Bruttolöhne und -gehälter, die wiederum als getrennte Variable in beschäftigte Arbeitnehmer (*employ*) und Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer (*w*) aufgeteilt sind, das Lohnsteueraufkommen beziehungsweise der Lohnsteuersatz (*tax*), die Sozialbeiträge und die empfangenen abzüglich der geleisteten Transfers beziehungsweise der zugehörige Beitragsatz (*trans*), die monetären Sozialleistungen (*soc*) sowie die Unternehmens- und Vermögenseinkommen (*vinc*) verwendet. Zusätzlich zu den einzelnen Komponenten des verfügbaren Einkommens wird in der vorliegenden Untersuchung ein Maß für die Unsicherheit der Verbraucher über die Preisentwicklung als Erklärungsgröße des Konsums berücksichtigt. Konsumenten verhalten sich typischerweise risikoavers, sodass sie bei zunehmender Ungewissheit mehr sparen, um ihren Konsum intertemporal zu glätten. Aus diesem Grund wurden die Ergebnisse einer Konsumentenbefragung zur Einschätzung der Preisentwicklung in den letzten zwölf Monaten, das heißt die gefühlte Inflation (*ginfl*), in das Regressionsmodell integriert. Des Weiteren werden die Realzinsen (*zins*) als erklärende Variable des Konsums berücksichtigt. Um die Effekte der Umsatzsteuererhöhung abzubilden, wird zusätzlich eine Dummy-Variable für das erste Quartal 2007 (*d_2007_1*) verwendet. Die empirische Analyse dieser gesamtwirtschaftlichen Konsumfunktion basiert auf vierteljährlichen Daten der Privaten Konsumausgaben (*pc*) sowie der genannten erklärenden Variablen für den Zeitraum vom ersten Quartal 1991 bis einschließlich zweites Quartal 2008. Die Mehrzahl der Variablen gehen saisonbereinigt mit dem Verbraucherpreisindex deflationiert und logarithmiert in die Schätzung ein.

Ableitung und Einordnung des Fehlerkorrekturmodells

Für die quantitative Analyse einer solchen Konsumfunktion erweist sich ein Fehlerkorrekturmodell als adäquat. Auf Basis dieses Fehlerkorrekturmodells lässt sich die langfristige Beziehung zwischen dem Konsum und den Komponenten des verfügbaren Einkommens unter Berücksichtigung von kurzfristigen Abweichungen passend abbilden. Im Rahmen eines solchen Modells lösen kurzfristige Abweichungen vom gemeinsamen Trend der einzelnen Variablen Anpassungsmechanismen aus, welche die langfristige Beziehung wiederherstellen. Verschiedene Stationaritäts- und Kointegrationstests zeigen in diesem Zusammenhang, dass die Zuwächse aller im Modell berücksichtigten Variablen stationäre Prozesse darstellen. Zusätzlich besteht eine Kointegrationsbeziehung zwischen den Privaten Konsumausgaben und den betrachteten erklärenden Variablen, das heißt, es existiert eine lineare, langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen diesen Zeitreihen,

von der die Abweichungen stationär sind. Somit ist die Schätzung eines Fehlerkorrekturmodells das geeignete Vorgehen.

Das in dieser Analyse verwendete Fehlerkorrekturmodell lässt sich formal folgendermaßen darstellen:

$$\begin{aligned} \Delta pc_t = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta employ_t + \beta_2 \cdot \Delta w_t + \beta_3 \cdot \Delta tax_t + \beta_4 \cdot \Delta soc_t + \beta_5 \cdot \Delta trans_t + \beta_6 \cdot \Delta vinc_t + \beta_7 \cdot \Delta ginfl_t \\ & + \beta_8 \cdot d_{-2007} + \gamma \cdot (pc_{t-1} - \hat{\alpha}_0 - \hat{\alpha}_1 \cdot employ_{t-1} - \hat{\alpha}_2 \cdot w_{t-1} - \hat{\alpha}_3 \cdot tax_{t-1} - \hat{\alpha}_4 \cdot soc_{t-1} - \hat{\alpha}_5 \cdot trans_{t-1} \\ & - \hat{\alpha}_6 \cdot vinc_{t-1} - \hat{\alpha}_7 \cdot ginfl_{t-1}) + \varepsilon_t, t = 1, \dots, T. \end{aligned}$$

Auf Basis von Dickey-Fuller Einheitswurzel-Tests kann für alle betrachteten Modellvariablen die Nullhypothese einer vorliegenden Einheitswurzel nicht abgelehnt werden. Für die ersten Differenzen dieser Größen kann die entsprechende Nullhypothese dagegen in allen Fällen bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$ abgelehnt werden. Alle betrachteten Variablen sind mithin integriert vom Grad eins. Regressiert man die Privaten Konsumausgaben auf die einzelnen Komponenten des verfügbaren Einkommens sowie auf die gefühlte Inflation, so zeigt der erweiterte Dickey-Fuller-Test für die Residuen dieser Regressionsgleichung Stationarität an. Die Nullhypothese einer Einheitswurzel kann mit einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$ verworfen und somit auf eine signifikante Kointegrationsbeziehung zwischen dem realen Konsum und den übrigen Modellvariablen geschlossen werden. Dabei sind die Koeffizientenschätzwerte einer solchen Kointegrationsregression selbst dann konsistent, wenn eine Korrelation zwischen dem Regressor und dem zugehörigen Störterm besteht. Engle und Granger (1987) zufolge ist das Vorliegen von Kointegration in diesem Fall gleichbedeutend damit, dass die Daten durch ein Fehlerkorrekturmodell erzeugt werden.

Bei Gültigkeit gewisser Annahmen lassen sich die Parameter des Fehlerkorrekturmodells in einem zweistufigen Verfahren konsistent schätzen. In einer ersten Stufe schätzt man die langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen dem realen Konsum und den entsprechenden erklärenden Variablen. In einer zweiten Stufe kann dann die kurzfristige Dynamik des Konsums geschätzt werden, indem die Zuwachsraten der Modellvariablen und somit stationäre Größen verwendet werden. Zusätzlich wird das um eine Periode verzögerte Residuum der Kointegrationsregression (der ersten Stufe), anstelle der unbeobachtbaren Gleichgewichtsabweichung, als erklärende Variable in dieser Regressionsgleichung berücksichtigt. Der Koeffizientenschätzwert für dieses Residuum sollte dabei signifikant negativ sein, sodass eine in der Vorperiode aufgetretene Abweichung vom Gleichgewicht teilweise wieder korrigiert wird (Hassler, 2000).

Ein möglicher Kritikpunkt bezüglich des im Rahmen dieser Analyse gewählten Vorgehens könnte sein, dass man implizit davon ausgeht, die verwendeten Regressoren seien untereinander nicht kointegriert. Das Vorliegen mehrerer linearer Kointegrationsbeziehungen würde eher für ein Vektor-Fehlerkorrekturmodell als für den gewählten Einzelgleichungsansatz sprechen (Lettau et al., 2001). Die Untersuchung dieser Frage auf Basis des Kointegrationstests von Johansen ergibt stark voneinander abweichende Ergebnisse. So liefert die Teststatistik auf Basis des maximalen Eigenwerts zum Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$ eine Kointegrationsbeziehung, die alternative Variante dieser Teststatistik dagegen fünf Kointegrationsgleichungen. Es existieren somit keine eindeutigen Belege gegen das hier gewählte, übliche Vorgehen der quantitativen Analyse des realen Konsums auf Basis eines Einzelgleichungsansatzes. Rückwirkungen des Konsums auf die ein-

zelen Komponenten des verfügbaren Einkommens werden im Rahmen dieses Ansatzes nicht berücksichtigt, zudem werden keine Kausalitätsaussagen getroffen.

Ergebnisse der Schätzung

Im Folgenden werden die Schätzergebnisse des Fehlerkorrekturmodells diskutiert, in das der Lohnsteuersatz und der Sozialbeitragssatz statt des Lohnsteueraufkommens beziehungsweise der Beitragseinnahmen eingehen. Dies ermöglicht eine bessere Isolierung der Beschäftigungs- und Lohneffekte auf den Konsum. Zudem zeigt ein Breusch-Godfrey Test auf Autokorrelation der Residuen für diese Modellspezifikation (im Gegensatz zu der Modellspezifikation mit Niveaugrößen) keine Verletzung der Modellannahme nicht autokorrelierter Störgrößen. Der Realzins weist keine signifikante Erklärungskraft für den realen Konsum auf, weshalb er in das hier betrachtete Fehlerkorrekturmodell nicht aufgenommen wurde.

Die Schätzergebnisse zeigen eine hohe Elastizität der Privaten Konsumausgaben bezüglich der Beschäftigung (Tabelle 11). Eine Erhöhung der Anzahl der beschäftigten Arbeitnehmer um 1 vH bewirkt einen signifikanten Anstieg des privaten Verbrauchs um 0,61 vH. Ein Anstieg der Bruttolöhne je Arbeitnehmer um 1 vH erhöht den Konsum dagegen signifikant um 0,23 vH; trotz der deutlichen Differenz dieser Punktschätzwerte kann jedoch nicht auf einen signifikanten Unterschied dieser Koeffizienten geschlossen werden. Ebenfalls signifikant positive Impulse gehen von den monetären Sozialleistungen und den Unternehmens- und Vermögenseinkommen aus.

Tabelle 11

Ergebnisse des Fehlerkorrekturmodells zur Schätzung der Privaten Konsumausgaben

Variablen	Variablenbezeichnung	Koeffizientenschätzwert
Langfristige Beziehung		
Beschäftigung	<i>employ</i>	0,713***
Löhne	<i>w</i>	0,354***
Steuersatz	<i>tax</i>	- 0,421***
Sozialbeitragssatz	<i>soc</i>	- 0,568***
Monetäre Sozialleistungen	<i>trans</i>	0,327***
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	<i>vinc</i>	0,232***
Gefühlte Inflation	<i>ginfl</i>	- 0,005***
Konstante	.	- 7,253***
Kurzfristige Beziehung		
Dummy-Variable	<i>d_2007_1</i>	- 0,011**
Δ Beschäftigung	<i>Δemploy</i>	0,613***
Δ Löhne	<i>Δw</i>	0,230***
Δ Steuersatz	<i>Δtax</i>	- 0,488**
Δ Sozialbeitragssatz	<i>Δsoc</i>	- 0,739***
Δ Monetäre Sozialleistungen	<i>Δtrans</i>	0,274***
Δ Unternehmens- und Vermögenseinkommen	<i>Δvinc</i>	0,258***
Δ Gefühlte Inflation	<i>Δginfl</i>	- 0,003
Fehlerkorrekturterm	.	- 0,521***

***, ** und * zeigen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- beziehungsweise 10%-Niveau. Tests der Residuen auf Autokorrelation und Nichtnormalverteilung zeigten keine Verletzung der Modellannahmen.

Daten zur Tabelle

Wie erwartet fällt der Einfluss des Lohnsteuersatzes und des oben definierten Sozialbeitragssatzes auf den privaten Verbrauch negativ aus. So senkt beispielsweise ein Anstieg des Lohnsteuersatzes um einen Prozentpunkt den Konsum um 0,49 vH. Zudem zeigt sich ein signifikant negativer Effekt der Umsatzsteuererhöhung auf den Konsum. Die gefühlte Inflation hat das erwartete negative Vorzeichen, ist allerdings in der kurzfristigen Beziehung nicht signifikant. Der Fehlerkorrekturterm zeigt an, dass das System rasch zu seinem Gleichgewicht zurückfindet: Abweichungen vom langfristigen Trend werden im Durchschnitt innerhalb einer Periode um 52 vH reduziert.

Insgesamt deutet die empirische Analyse der Privaten Konsumausgaben auf eine hohe Erklärungskraft ($R_{adj.}^2 = 0,84$) des verwendeten Fehlerkorrekturmodells hin. Selbst der kräftige Aufschwung am Arbeitsmarkt, mit seit dem zweiten Quartal 2006 deutlich steigenden Beschäftigtenzahlen, führt nicht zu einem Anstieg des Konsums. Zwar hat die spürbare Zunahme der Beschäftigung im Zeitraum von 2006:1 bis 2008:2 für sich genommen einen Anstieg des Konsums um 2,4 vH bewirkt. Der deutliche Rückgang der monetären Sozialleistungen, insbesondere im Bereich der Arbeitslosigkeit in dieser Phase bringt dagegen isoliert betrachtet einen Rückgang der Privaten Konsumausgaben um 1,6 vH mit sich. Aufgrund der leicht steigenden Lohnsteuersätze in diesem Zeitraum geht der reale Konsum um 0,3 vH zurück. Da die Bruttolöhne je Arbeitnehmer seit dem ersten Quartal 2006 nur stagnieren, führt dies, trotz der sehr positiven Entwicklung am Arbeitsmarkt, insgesamt nur zu einer Stagnation der Privaten Konsumausgaben in Deutschland. Die gefühlte Inflation als Maß für die Unsicherheit der Verbraucher liefert zwar den erwarteten negativen Effekt auf den privaten Verbrauch, jedoch ist dieser gering und nicht signifikant. Dies relativiert die Bedeutung zunehmender Unsicherheit als Erklärung für die anhaltende Konsumschwäche. Alternative Unsicherheitsmaße, wie beispielsweise die Veränderung der Arbeitslosigkeit oder verzögerte Werte dieser Größe, weisen in diesem Zusammenhang eine noch geringere Erklärungskraft auf als die gefühlte Inflation.

Des Weiteren deuten simultane Strukturbruchttests nach Chow (mit einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$) für die Parameter der wichtigsten exogenen Variablen (Beschäftigte Arbeitnehmer, Bruttolöhne je Arbeitnehmer, Lohnsteuersatz, Sozialbeitragssatz, monetäre Sozialleistungen sowie Unternehmens- und Vermögenseinkommen) auf einen Strukturbruch in der betrachteten Konsumfunktion im dritten Quartal 2004 hin. Selbst Strukturbruchttests nach Chow für einzelne Koeffizienten (Monetäre Sozialleistungen sowie Unternehmens- und Vermögenseinkommen) liefern signifikante Strukturbrüche im Zeitraum der Jahre 2003 bis 2005. Während der Einfluss der Unternehmens- und Vermögenseinkommen auf den privaten Verbrauch am aktuellen Rand zunimmt, wird der Einfluss der monetären Sozialleistungen dagegen geringer. Zwar findet sich für den Parameter der Variable Beschäftigung allein kein signifikanter Strukturbruch, es ergeben sich jedoch Hinweise auf einen im Zeitverlauf geringer werdenden Einfluss der Zahl der beschäftigten Arbeitnehmer auf die Höhe der Privaten Konsumausgaben. Gerade das letzte Ergebnis liefert somit einen möglichen zusätzlichen Erklärungsansatz für die Konsumschwäche der letzten Jahre.

Fazit

Die ausgeprägte Konsumflaute in Deutschland lässt sich auf Basis des geschätzten Fehlerkorrekturmodells größtenteils erklären. Die positive Beschäftigungsentwicklung der letzten Jahre reichte demnach nicht aus, um insbesondere die deutlich negative Entwicklung der monetären Sozialleis-

tungen sowie die schwache Reallohnentwicklung in diesem Zeitraum mehr als auszugleichen. Eine zunehmende Unsicherheit bezüglich der Preisentwicklung als signifikanter Erklärungsgrund der aktuellen Konsumschwäche in Deutschland ist nicht festzustellen. Die deutliche Umsatzsteuererhöhung zu Beginn des Jahres 2007 zeigte dagegen den erwarteten negativen Effekt.

Diese Erkenntnisse legen zunächst nahe, dass die Aussichten für eine deutliche Belebung des privaten Konsums in Deutschland eher schlecht sind, da kaum erkennbar ist, welche Faktoren auf der Einkommenseite zu einem merklichen Anziehen des Konsums führen sollen. So kommt es im zweiten Halbjahr 2008 zu einem weniger dynamischen Beschäftigungsaufbau. Im Jahr 2009 wird die sich seit dem zweiten Quartal 2008 deutlich abschwächende Konjunktur auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar machen und vermutlich kurzfristig zu einer Stagnation der Beschäftigung, längerfristig zu einem Beschäftigungsabbau führen.

Gleichwohl ist im Jahr 2009 eine leichte Erholung des privaten Konsums zu erwarten, da es zu steigenden Reallöhnen und monetären Sozialleistungen kommen wird. Die Möglichkeit einer Erholung ist zudem vor dem Hintergrund des in der obigen Analyse festgestellten Strukturbruchs im Zeitraum der Jahre 2003 bis 2005 zu sehen, der sich unter anderem in einem schwächer werdenden Zusammenhang zwischen der Höhe der Beschäftigung und der Höhe der Privaten Konsumausgaben widerspiegelt. Auch wenn zur Untermauerung einer solchen These zusätzliche Analysen notwendig sind, könnte beispielsweise vermutet werden, dass der ermittelte Strukturbruch Folge eines temporären Anstiegs der Sparneigung im Zuge von Altersvorsorgebemühungen ist. Nach Beendigung des Anpassungsprozesses wäre dann zumindest mit einer Wiederbelebung der Relation von Zuwächsen des Bruttoinlandsprodukts und des Konsums zu rechnen.

144. Die positive Arbeitsmarktentwicklung der vergangenen Jahre setzte sich im Jahr 2008 fort, wenngleich im Jahresverlauf eine deutliche Verlangsamung zu beobachten war. Im Jahresdurchschnitt stieg die Anzahl der Erwerbstätigen nochmals um 534 000 Personen; die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten nahm um rund 540 000 zu. Die nachhaltige Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt machte sich in einer günstigeren Verhandlungsposition der Arbeitnehmer in den Lohnverhandlungen bemerkbar. Infolgedessen stiegen die Bruttolöhne und -gehälter um 4,1 vH. Der Zuwachs bei den Nettolöhnen und -gehältern war mit 3,5 vH etwas geringer. Zwar wurde der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung zum Jahresbeginn von 4,2 vH auf 3,3 vH gesenkt, jedoch standen dieser Entlastung eine Erhöhung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung um 0,25 Prozentpunkte, leicht gestiegene Beiträge zur Gesetzlichen Krankenversicherung und vor allem die „kalte Progression“ bei der Lohnsteuer gegenüber. Die monetären Sozialleistungen stiegen nach dem Rückgang im Vorjahr wieder leicht an. Maßgeblich trugen dazu neben einer zunehmenden Inanspruchnahme des Elterngelds bei gleichzeitig auslaufendem Erziehungsgeld eine stärkere Anhebung der Altersrenten um 1,1 vH durch Aussetzung des Riester-Treppe für die Jahre 2008 und 2009 (Ziffer 620), eine Ausweitung des Berechtigtenkreises für den Kinderzuschlag sowie die Erhöhung der Leistungen nach dem Bundesausbildungsförderungsgesetz (BAföG) zum Wintersemester bei. Dagegen waren die Transferausgaben für Arbeitslosengeld und Arbeitslosengeld II rückläufig. Die Arbeitnehmerentgelte stiegen mit 3,7 vH in diesem Jahr wiederum recht kräftig, der Zuwachs bei den Unternehmens- und Vermögenseinkommen fiel dagegen mit 2,6 vH merklich geringer aus als im Vorjahr. Die geleisteten Einkommensteuern erhöhten sich

abermals deutlich und wirkten somit dämpfend auf die verfügbaren Einkommen, die nominal insgesamt um 2,6 vH zunahmen.

Aufgrund der bestehenden Verunsicherung der Haushalte über die zukünftige Entwicklung ihrer Einkommenssituation, welche durch die teilweise schubartigen Preisbewegungen im Energie- und Nahrungsmittelbereich hervorgerufen und durch die Schockwellen der Finanzkrise im Herbst verstärkt wurde, stieg die **Sparquote** der privaten Haushalte in diesem Jahr um 0,6 Prozentpunkte auf 11,4 vH an. Hier machte sich nochmals ein höheres Altersvorsorgesparen, gefördert durch die Erhöhung des Sonderausgabenabzugs für Riester-Renten von 1 575 Euro auf 2 100 Euro, bemerkbar. Wegen der unsicheren Zinssausichten und den Turbulenzen an den Finanzmärkten waren ferner kurzfristige Anlagen im Rahmen der Geldvermögensbildung gefragt.

Staatskonsum: Stabilisator in der Konjunkturabschwächung

145. Die staatlichen Konsumausgaben – bestehend aus sozialen Sachleistungen, den Personalausgaben sowie staatlichen Vorleistungen abzüglich der Abschreibungen und Verkäufe des Staates – nahmen in diesem Jahr merklich um 2,0 vH zu (Schaubild 33). Ausgaben für Medikamente, Krankenhausleistungen und Pflege führten zu einer kräftigen Expansion der sozialen Sachleistungen. Ebenfalls deutlich stiegen die staatlichen Vorleistungen aufgrund höherer Verteidigungsausgaben. Schließlich trug eine geringfügige Ausweitung der Beschäftigung im öffentlichen Dienst zu einem Anstieg des Staatskonsums bei.

146. Die Finanzpolitik kann über den Staatskonsum und indirekt über eine Beeinflussung der Nettolöhne und -gehälter sowie der Investitionen in den Wirtschaftskreislauf eingreifen. Als Instrumente stehen dem Staat eine Variation der Steuern, der Sozialversicherungsbeiträge oder staatliche Transferleistungen zur Verfügung. Als Maß für die Ausrichtung der Fiskalpolitik verwendet der Sachverständigenrat den konjunkturbereinigten Primärsaldo. Dieser glättet – unter Vernachlässigung der Zinseinnahmen und Zinsausgaben des Staates – einzelne Ausgaben- und Einnahmekategorien um zyklische Schwankungen. Die durch Sondereffekte hervorgerufenen temporären Mehrausgaben oder Mindereinnahmen, zum Beispiel infolge der in diesem Jahr beobachtbaren Stützungsmaßnahmen bei Finanzinstituten, bleiben bei der Berechnung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ebenfalls außer Acht. Dieser Saldo verschlechterte sich in diesem Jahr leicht um 0,3 Prozentpunkte auf 1,7 vH in Relation zum nominalen Produktionspotenzial, sodass die Finanzpolitik eine expansive Ausrichtung aufwies (Ziffer 333). Zu analogen Ergebnissen gelangt man bei Betrachtung der Summe aller finanzpolitischen Maßnahmen in diesem Jahr, da im Vergleich zum Vorjahr Entlastungen im zweistelligen Milliardenbereich zu verzeichnen waren. Vor allem die Senkung des Beitragssatzes zur Arbeitslosenversicherung von 4,2 vH auf 3,3 vH und die Unternehmensteuerreform gingen mit deutlichen Mindereinnahmen einher, welche zum einen die Nettolöhne und -gehälter der Beschäftigten und zum anderen die Unternehmens- und Vermögenseinkommen stützten (Tabelle 12, Seite 94).

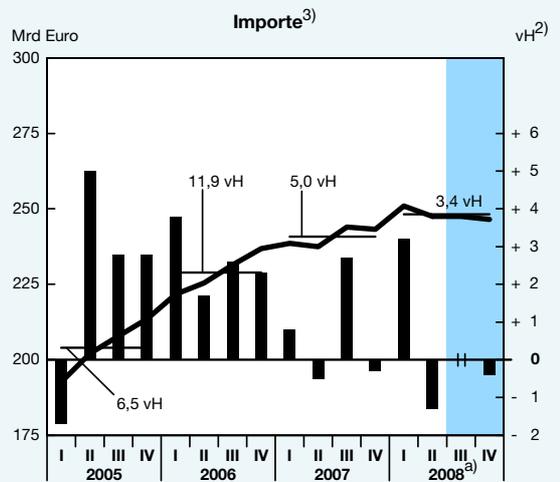
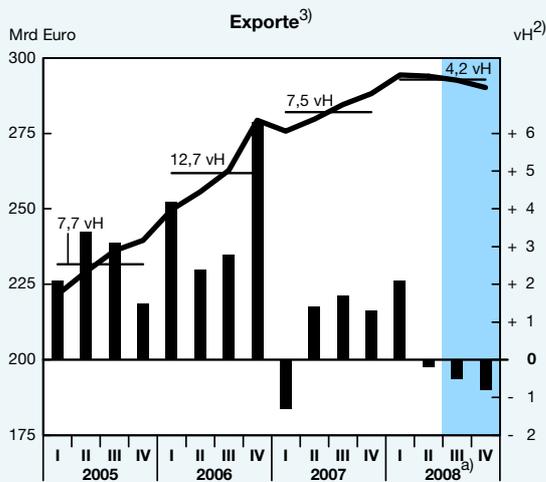
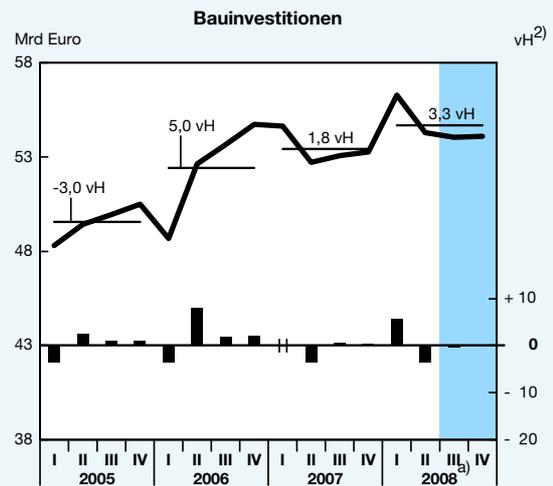
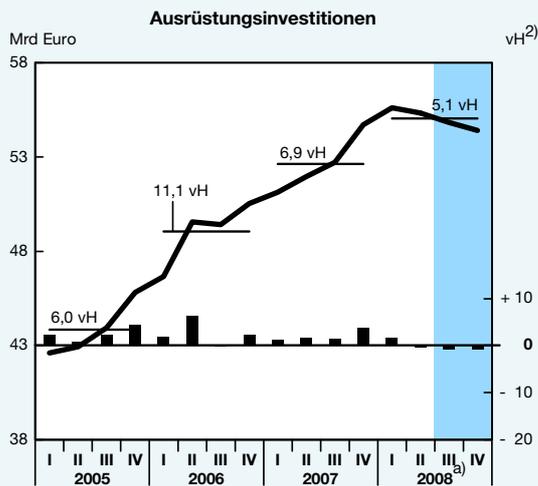
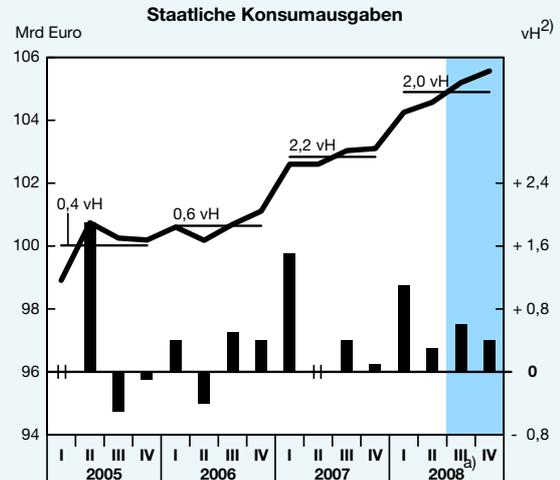
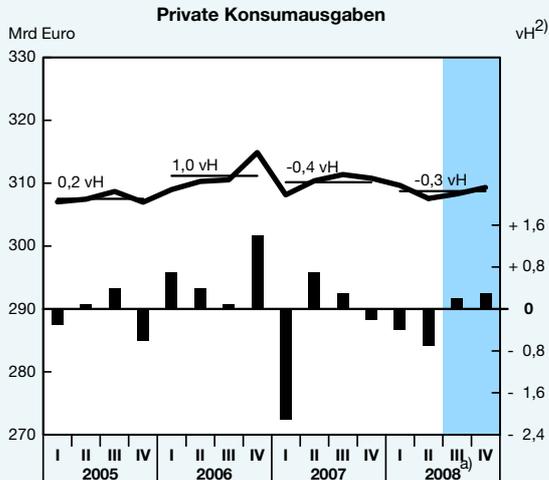
Ausrüstungsinvestitionen: Der Aufschwung ist zu Ende

147. Die seit einigen Jahren andauernde Expansion der Ausrüstungsinvestitionen hielt zu Beginn des Jahres 2008 zunächst noch an. Ein Grund dafür war das Auslaufen der degressiven Abschreibung zum Jahresende 2007. Viele Unternehmen sicherten sich diesen Steuervorteil noch durch

Schaubild 33

Verwendung des Bruttoinlandsprodukts¹⁾

— Jahresdurchschnitte
 ■ Prognosezeitraum



1) Verkettete Volumenangaben, preisbereinigt; saison- und kalenderbereinigte Ergebnisse nach dem Census-Verfahren X-12-ARIMA. – 2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in vH. – 3) Waren und Dienstleistungen. – a) Jahresdurchschnitt sowie 3. und 4. Quartal eigene Schätzung.

Bestellungen im vierten Quartal 2007. Aufgrund hoher Auftragsbestände und einer starken Kapazitätsauslastung mussten aber große Teile der Produktion dieser Bestellungen in das erste Quartal 2008 verlagert werden. Diese Aufträge fehlten im weiteren Jahresverlauf, weshalb die Ausrüstungsinvestitionen anschließend rückläufig waren. Externe Einflüsse aus den Vereinigten Staaten und den Mitgliedern des Euro-Raums führten zu sinkenden Auftragseingängen aus dem Ausland und zu einer weiteren Drosselung der Industrieproduktion. Die Ergebnisse der DIHK-Konjunkturumfrage zu den Geschäfts- und Exporterwartungen der Unternehmen untermauerten diese Einschätzung. Dennoch schlug sich die Verschlechterung bei den Geschäftserwartungen nicht vollständig in den Investitionsplänen nieder, sodass bei einem moderaten Zuwachs der Unternehmens- und Vermögenseinkommen die **Ausrüstungsinvestitionen** zwar langsamer, aber über das Gesamtjahr immer noch mit 5,1 vH expandierten (Schaubild 33). Die **Sonstigen Anlageinvestitionen**, die von dem steuerlich bedingten Vorzieheffekt des Jahres 2007 insgesamt weniger betroffen waren, gaben in diesem Jahr einen nennenswerten Nachfrageimpuls und stiegen bei gegebenem Aktualisierungs- und Modernisierungsbedarf um 7,9 vH.

148. Während die Produktionsausweitung der letzten drei Jahre mit einer hohen **Kapazitätsauslastung** in der Industrie einherging, war letztere im Jahresverlauf wieder leicht rückläufig. In den ersten zwei Quartalen des Jahres 2008 lag sie mit durchschnittlich 87,0 vH etwas unter den hohen Werten des Jahres 2007, aber immer noch über dem langfristigen Durchschnitt der letzten zehn Jahre (Tabelle 44*, Seite 535). Der von der Deutschen Bundesbank berechnete Order-Capacity-Index, der das Verhältnis von Bestellvolumen und verfügbarer Produktionskapazität abbildet, sank bei niedrigeren Zuwächsen in den Geschäftsabschlüssen unter den Höchstwert vom Jahresende 2007, befand sich aber immer noch deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt (Schaubild 34, Seite 95). Insgesamt verlangsamte sich die industrielle Produktion. Kapazitätserweiterungen traten als Investitionsmotiv nicht zuletzt aufgrund sinkender Auftragsbestände zunehmend in den Hintergrund.

Die zunehmende Unsicherheit bezüglich der konjunkturellen Entwicklung schlug sich im Jahresverlauf zunehmend in den Erwartungen der Unternehmen nieder. Der **ifo-Geschäftsklimaindex** setzte seinen schon zur Jahresmitte 2007 begonnenen Abwärtstrend im Jahr 2008 fort. Dabei wurden die Unternehmen bei der Bewertung der aktuellen Geschäftslage und der Beurteilung der Aussichten über die nächsten sechs Monate im Jahresverlauf zunehmend skeptischer. Schleppende Auftragseingänge und abschmelzende Auftragsbestände waren hierfür maßgeblich verantwortlich. Als Folge der Belastungen durch eine starke Aufwertung des Euro in der ersten Jahreshälfte sowie einer Verteuerung bei den Energieträgern wurden die Chancen für neue positive Impulse aus dem Auslandsgeschäft zunehmend geringer eingeschätzt.

Einen ähnlichen Verlauf wies der **Einkaufsmanagerindex** im Verarbeitenden Gewerbe auf. Obgleich er sich bis zum Spätherbst noch knapp über der Marke von 50 Indexpunkten hielt und somit eine gedämpfte Expansion der gewerblichen Wirtschaft signalisierte, waren im Jahresverlauf dauerhaft sinkende Indexwerte zu beobachten (Schaubild 37, Seite 101).

Tabelle 12

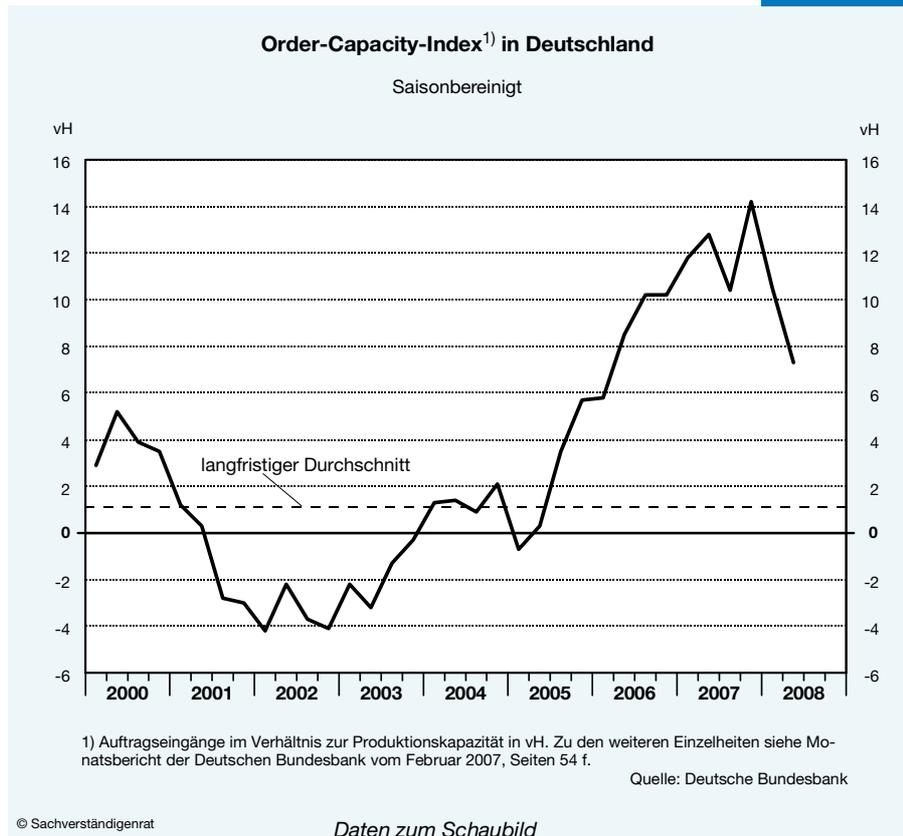
Finanzpolitische Maßnahmen der Bundesregierung
Haushaltsbelastung (-) / Haushaltsentlastung (+)
Veränderung gegenüber 2007 in Mrd Euro

Maßnahmen	2008	2009
Steueränderungsgesetz 2007	+ 2,5	+ 3,4
Unter anderem: Reichensteuer, Begrenzung des Kindergelds auf 25 Jahre, Abschaffung der Entfernungspauschale mit Härtefallregelung		
Gesetz zur steuerlichen Förderung von Wachstum und Beschäftigung	- 0,9	+ 1,0
Unter anderem: Steuerermäßigung für Erhaltungs- und Modernisierungsaufwendungen, Berücksichtigung erwerbsbedingter Kinderbetreuungskosten		
Haushaltsbegleitgesetz	+ 3,3	+ 3,8
Beitragsatzsenkung der Arbeitslosenversicherung	- 7,7	-12,0
Erhöhung des Beitragsatzes zur Pflegeversicherung	+ 1,2	+ 2,5
Steuervermeidung und Bekämpfung von Steuerbetrug	+ 0,7	+ 0,1
Unter anderem: Umsatzsteuerbetrug, Steuerstundungsmodelle		
Unternehmensteuerreform 2008	- 6,7	- 7,1
Anhebung des Beitragsatzes zur Gesetzlichen Krankenversicherung	+ 0,8	+ 6,4
Gesetz zur weiteren Stärkung des bürgerschaftlichen Engagements	- 0,3	- 0,5
Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen .....	.	- 0,2
Einnahmen aus Emissionszertifikaten	+ 0,9	+ 1,1
Weitere Steuerrechtsänderungen	+ 0,2	- 0,5
Unter anderem: Jahressteuergesetze 2008 und 2009, Mitarbeiterkapitalbeteiligungsgesetz, Drittes Gesetz zur Änderung von Verbrauchsteuergesetzen		
Förderprogramm für Klimaschutz und Energieeffizienz	- 0,9	- 1,1
Soziale Leistungen	- 0,2	- 1,1
Unter anderem: Ausbau des Kinderzuschlags, Wohngelderhöhung, Erhöhung des BAföG		
Erhöhung der Verteidigungsausgaben	- 0,8	- 1,5
Elterngeld einschließlich Überschneidung mit Erziehungsgeld, Ausbau der Kinderbetreuungseinrichtungen	- 2,3	- 2,4
Aufstockung der Entwicklungshilfe	- 0,8	- 1,3
Ausgaben für Forschung und Entwicklung	- 0,8	- 1,6
Ausbau von Leistungen im Rahmen der Pflegeversicherung	- 0,6	- 0,9
Kindergelderhöhung .....	.	- 2,2
Arbeitsmarktmaßnahmen	- 0,5	- 1,8
Unter anderem: „Kommunal-Kombi“, Gesetz zur Verbesserung der Beschäftigungschancen älterer und jüngerer Menschen sowie von Menschen mit Vermittlungshemmnissen		
Aussetzung der „Riester-Treppe“	- 0,8	- 2,4
Verlängerung der Bezugsdauer von Arbeitslosengeld für ältere Arbeitnehmer	- 0,8	- 1,2
Laufende Übertragungen an die Deutsche Post AG	- 1,1	.
Mehreinnahmen aus Erhöhung der LKW-Maut .....	.	+ 1,0
Auslaufen der Eigenheimzulage	+ 1,0	+ 1,9
Änderung der Ärztevergütung .....	.	- 2,5
Ausbau der Krankenhausfinanzierung .....	.	- 3,0
Summe	-14,60	-22,37

Quellen: BMF und eigene Schätzung

Daten zur Tabelle

Schaubild 34



149. Die **Finanzierungsbedingungen** für eine weitere Ausdehnung der Investitionen verschlechterten sich nur geringfügig. Im Zuge der anhaltenden Finanzkrise kam es zu einer Zuspitzung der Ertragslage im Bankensektor, und die Kreditvergabebedingungen wurden seit dem Herbst des Jahres 2007 leicht verschärft. Die Ergebnisse des EZB Bank Lending Survey wiesen zur Jahresmitte 2008 auf kein gravierendes Anziehen der Kreditvergabestandards im Firmenkundengeschäft hin; zu verzeichnen war lediglich eine Erhöhung der Margen seitens der kreditvergebenden Banken. Im Vergleich zur Kreditvergabepraxis in anderen Mitgliedsländern des Euro-Raums fiel die Verschlechterung der Kreditvergabebedingungen in Deutschland damit deutlich moderater aus. Dieses Ergebnis war bis dahin umso überraschender, als Kreditinstitute in Deutschland durch die internationale Finanzkrise mit hohem Abschreibungsbedarf konfrontiert waren und eine Einschränkung der Kreditvergabe zu befürchten war (Expertise 2008). Unter einer Kreditrationierung oder gar einer Kreditklemme mussten die Unternehmen jedoch in ihrer Gesamtheit nicht leiden. Vielmehr wurde bis in die erste Jahreshälfte 2008 das Kreditvergabevolumen seitens der Banken eher ausgeweitet als eingeschränkt. Die Befragung der KfW Bankengruppe zur Unternehmensfinanzierung kam zu ähnlichen Ergebnissen: Die Finanzierungsbedingungen der befragten Unternehmen im Untersuchungszeitraum verschlechterten sich zwar leicht, die Finanzkrise führte aber nicht zu einer spürbaren Verschärfung. Vor allem kleine und mittlere Unternehmen berichteten zunehmend über Schwierigkeiten, eine Kreditfinanzierung zu erhalten, während von der Gesamtheit aller Unternehmen die Finanzierungssituation nicht wesentlich schlechter beurteilt wurde als im vergangenen Jahr.

150. Bei den Unternehmenskrediten ließen sich zumindest bis zum September 2008 keine Auswirkungen der Finanzkrise erkennen. Die **Außenfinanzierung** über Banken weitete sich bis zur

Jahresmitte aus. Nach Jahren hoher Innenfinanzierung waren Unternehmen etwas stärker auf externe Mittel angewiesen. Die gleichwohl noch hohe **Innenfinanzierung** kann durch eine Zunahme der Unternehmens- und Vermögenseinkommen erklärt werden. Diese spiegelt nicht zuletzt die immer noch gute Bilanzsituation der Unternehmen wider, die sich mit der positiven Ertragslage der letzten Jahre erklären lässt.

Verhaltene Entwicklung in der Bauwirtschaft

151. Nach einer mehrjährigen Schwächephase konnte die Bauwirtschaft in den vergangenen beiden Jahren moderat zulegen. Im ersten Quartal 2008 stiegen die **Bauinvestitionen** recht kräftig im Vergleich zum Vorquartal an, allerdings war dieser Effekt durch einige Sonderfaktoren überzeichnet. Die Bauproduktion ging im Winter aufgrund milder Witterungsverhältnisse geringer als saisonal üblich zurück, wodurch der Auftragsbestand zu einem guten Teil abgearbeitet werden konnte. Dies führte in Form einer technischen Gegenreaktion zu einem Rückgang im zweiten Quartal. Im weiteren Jahresverlauf folgten vor dem Hintergrund steigender Preise für Baustoffe und Energie schwach negative Veränderungsraten. Die Bauinvestitionen nahmen im Jahr 2008 insgesamt um 3,3 vH zu (Schaubild 33).

Die einzelnen Komponenten der Bauinvestitionen entwickelten sich dabei recht unterschiedlich. Der **Wohnungsbau** war im Jahr 2007 durch den Sondereffekt der Umsatzsteueranhebung zum 1. Januar 2007 belastet worden, da zahlreiche Bauprojekte noch in das Jahr 2006 vorgezogen worden waren. Im Jahr 2008 setzte sich die schwache Entwicklung fort. Rückläufige Auftragseingänge verfestigten sich, sodass daraus noch keine wesentliche Belebung der Wohnungsbauproduktion folgen konnte. Von der Einführung des neu geschaffenen Instruments des „Wohn-Riesters“ rückwirkend zum Januar 2008 gingen ebenfalls keine nennenswerten Impulse auf die Wohnungsbauinvestitionen aus. Im Jahresdurchschnitt war daher ein Zuwachs von 1,9 vH bei den Wohnungsbauinvestitionen zu verzeichnen, der aber hauptsächlich durch das gute erste Quartal verursacht wurde.

Der **gewerbliche Bau** zeigte im abgelaufenen Jahr abermals eine ausgeprägte Dynamik und erwies sich als eine Stütze der Bauwirtschaft. Nachdem es im Jahr 2007 schon zu einer spürbaren Ausweitung gekommen war, setzte sich dieser Trend im Jahr 2008 fort. Steigenden Baugenehmigungen und Auftragseingängen folgte im Jahresverlauf eine Ausweitung der Produktion im Hochbau. In der Folge stützte im Jahr 2008 der Wirtschaftsbau die Baukonjunktur. Insgesamt nahm der gewerbliche Bau im Jahresdurchschnitt um 5,1 vH zu.

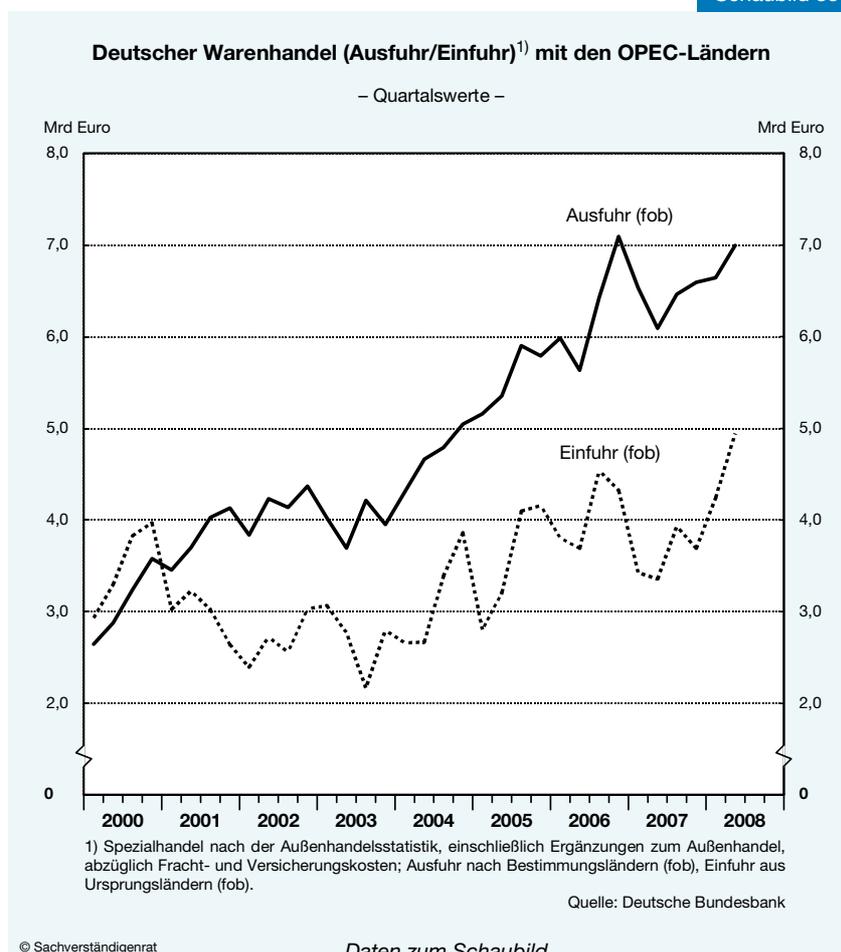
Nachdem die **öffentlichen Bauinvestitionen** schon in den beiden Vorjahren deutlich zugenommen hatten, setzte sich dieser Trend im abgelaufenen Jahr abermals fort. Alle Ebenen der Gebietskörperschaften investierten dank steigender Steuereinnahmen verstärkt in Infrastrukturmaßnahmen. Im gesamten Jahresverlauf nahmen die öffentlichen Bauinvestitionen zu, wobei die Dynamik der vorangegangenen Jahre noch übertroffen wurde. Auf kommunaler Ebene expandierten die Investitionen in Baumaßnahmen nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Ausweitung der Kinderbetreuung im Vorschulalter und des Sanierungsbedarfs von Schulen. Zusätzlicher Aufwind kam weiterhin von dem Programm der KfW Bankengruppe zur Unterstützung der energetischen Sanierung kom-

munaler Gebäude (Ziffer 307). Insgesamt stiegen die öffentlichen Bauinvestitionen im Jahr 2008 damit um 5,3 vH.

Außenwirtschaft: Nachlassende Impulse

152. Nach der kräftigen Expansion der Exporte im ersten Quartal 2008 waren die Zuwachsraten in den weiteren Quartalen negativ. Dies hatte sich schon im Vorfeld durch sinkende Auftragseingänge aus dem Ausland sowie geringere Exportabsatzerwartungen bei den Unternehmen angedeutet. Trotz der im Jahresverlauf zunehmenden Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Bedingungen, maßgeblich verursacht durch die schwache wirtschaftliche Entwicklung der Handelspartner innerhalb des Euro-Raums, konnten sich die deutschen Exporte im Jahresmittel dennoch behaupten. Rückläufig verliefen die Exporte in die EU-Mitgliedsländer in Mittel- und Osteuropa, die in der Vergangenheit einen immer wichtigeren Absatzmarkt bildeten. Das Produktportfolio aus Fahrzeugen, Vorleistungen und Investitionsgütern, das zusammen mehr als drei Viertel der deutschen Warenexporte ausmacht, war für Länder wie Russland und die OPEC-Länder trotz der wechselkursbedingten Verteuerung im ersten Halbjahr immer noch sehr attraktiv, sodass die Warenlieferungen in diese Regionen stärker expandierten, während sie beispielsweise in die Vereinigten Staaten und in den Euro-Raum rückläufig waren (Tabelle 13, Seite 99). Trotz der Verteuerung von Rohöl in der ersten Jahreshälfte wies Deutschland einen positiven Handelsbilanzsaldo mit den OPEC-Ländern auf (Schaubild 35).

Schaubild 35

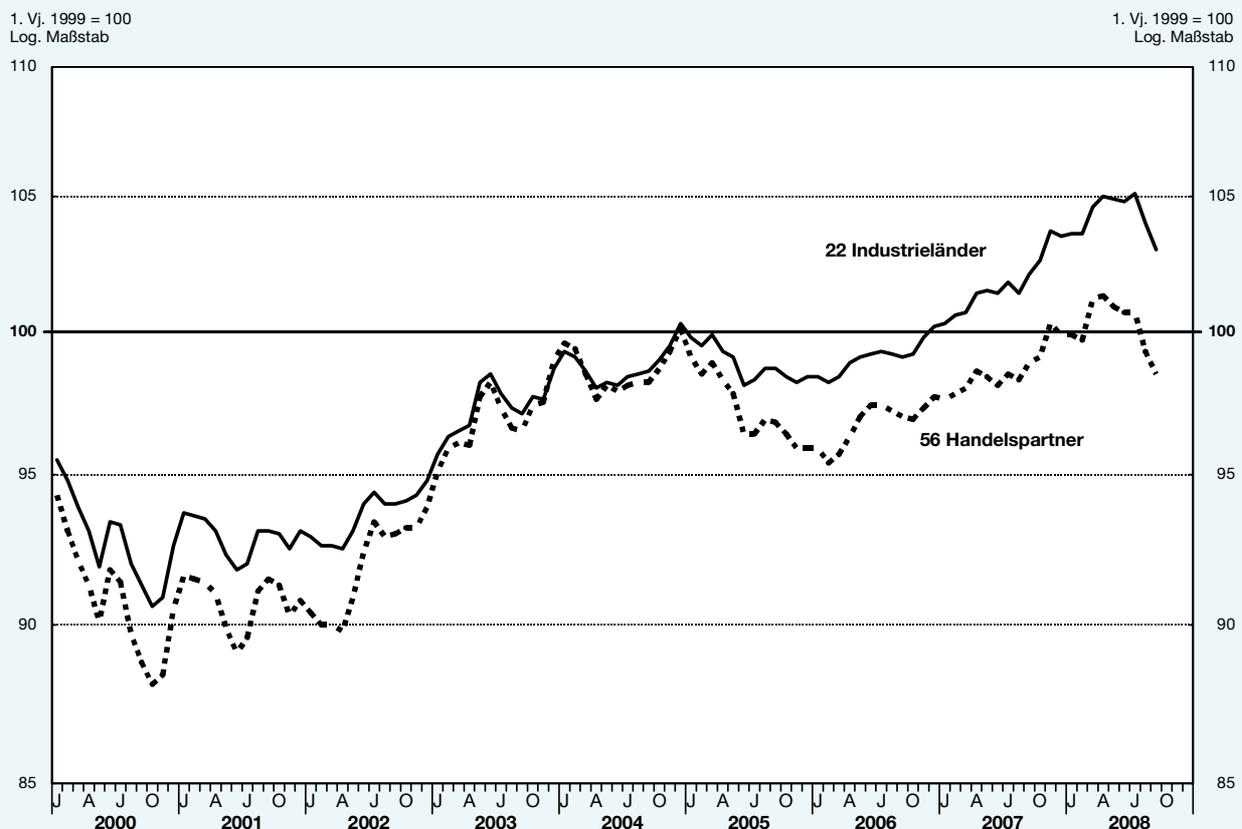


Andererseits war die Ausfuhr gerade in jene Länder tendenziell schwächer, die von Belastungen im Immobiliensektor (Irland, Spanien, Vereinigtes Königreich) oder von der globalen Abschwächung besonders betroffen waren (Frankreich, Italien, Japan). Die Zuwachsrate der **Exporte** von Waren und Dienstleistungen fiel mit einem Anstieg von 4,2 vH immer noch recht kräftig aus, konnte aber nicht an die Dynamik der Aufschwungjahre 2006 und 2007 anknüpfen (Schaubild 33, Seite 92).

153. Die Wechselkursentwicklung stellte sich bis zum Sommer als belastender Faktor für die Exporte dar. Der Euro verteuerte sich gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner; gegenüber dem US-Dollar erreichte er im Juli 2008 schließlich seinen historischen Höchstwert von 1,60 US-Dollar je Euro, entfernte sich jedoch von diesem hohen Niveau in den Folgemonaten wieder. Die Entwicklung zeigte sich ebenfalls in dem für die Exportentwicklung aussagekräftigeren realen effektiven Wechselkurs, der gerade die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber seinen Handelspartnern besser erfasst. Im Spätsommer war jedoch auch hier ein Rückgang der Aufwertungstendenzen zu erkennen (Schaubild 36).

Schaubild 36

Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber verschiedenen Gruppen von Handelspartnern¹⁾



1) Realer, mit dem Verbraucherpreisindex deflationierter effektiver Wechselkurs gegenüber 22 Industrieländer beziehungsweise 56 Handelspartnerländer; weitere Einzelheiten zur Methode und Abgrenzung der Handelspartnergruppen siehe EZB, Monatsbericht, September 2004, S. 78 ff., Occasional Paper Nr. 2 und Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2008. Ein Rückgang der Werte bedeutet eine Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit.

Quelle: Deutsche Bundesbank

Tabelle 13

Entwicklung des deutschen Außenhandels nach Ländern und Ländergruppen¹⁾

Veränderung gegenüber dem Vorjahreszeitraum in vH

Land/Ländergruppe	Ausfuhr					Einfuhr				
	Anteil 2007 in vH ²⁾³⁾	2005	2006	2007 ³⁾	2008 Jan/Aug ³⁾	Anteil 2007 in vH ²⁾³⁾	2005	2006	2007 ³⁾	2008 Jan/Aug ³⁾
Frankreich ⁴⁾	9,5	6,3	7,5	7,8	7,9	8,2	4,2	15,6	1,2	7,1
Italien	6,7	4,6	10,2	8,7	0,9	5,8	1,9	14,1	7,8	4,4
Niederlande	6,5	4,9	15,3	11,4	7,6	8,0	12,2	17,2	2,0	18,9
Belgien und Luxemburg	5,7	8,0	7,6	8,3	4,0	5,1	9,0	15,4	8,8	13,7
Österreich	5,5	7,6	14,3	6,7	3,7	4,2	8,4	16,3	5,9	6,4
Spanien	4,9	10,4	4,4	14,0	- 1,0	2,7	3,7	9,7	4,3	7,2
Finnland	1,1	11,2	13,3	11,5	1,9	1,1	28,1	7,0	- 1,2	4,1
Portugal	0,9	9,4	0,4	12,9	0,3	0,5	-10,9	1,7	- 1,2	8,3
Griechenland	0,8	3,2	12,5	8,1	6,6	0,3	11,2	12,7	2,1	- 1,1
Irland	0,6	12,1	20,8	6,9	+ 0,8	2,3	1,8	11,5	3,9	- 3,5
Slowenien	0,4	10,6	17,4	18,2	9,5	0,5	4,6	23,5	15,3	10,7
Euro-Raum	42,7	6,9	9,9	9,4	4,2	38,6	6,7	14,7	4,2	9,2
Vereinigtes Königreich	7,2	0,7	7,2	7,8	- 0,6	5,5	13,4	4,5	2,8	7,0
Schweden	2,2	9,6	9,0	14,4	3,3	1,8	10,9	14,1	8,4	5,0
Dänemark	1,6	9,9	15,0	7,5	8,1	1,4	4,7	4,6	3,6	7,9
EU-16	53,7	6,2	9,7	9,3	3,7	47,3	7,5	13,0	4,2	8,8
Mittel- und osteuropäische EU-Mitgliedstaaten ⁵⁾	10,1	12,7	23,8	16,5	11,2	10,1	4,5	19,9	15,2	8,2
Europäische Union (EU-27)	64,6	7,1	11,7	10,4	4,9	58,4	7,0	14,2	6,1	8,6
Schweiz	3,8	6,1	17,4	4,6	7,5	3,9	5,5	11,5	18,2	5,6
Norwegen	0,8	10,8	16,2	13,9	6,4	2,3	23,1	30,1	- 9,7	31,9
Vereinigte Staaten	7,6	6,8	12,5	- 6,0	- 0,7	6,0	2,7	17,7	- 6,5	- 1,9
Japan	1,3	4,9	4,1	- 6,2	- 0,9	3,2	0,9	10,3	1,5	- 4,8
Kanada	0,7	11,9	17,3	- 1,7	0,5	0,5	10,4	45,9	-10,9	+ 2,9
Lateinamerika ⁶⁾	2,1	15,0	14,6	6,6	17,3	2,7	21,0	35,4	13,1	7,1
Ostasiatische Schwellenländer ⁷⁾	3,1	4,2	14,1	4,2	5,7	3,9	5,8	15,6	- 3,2	-10,4
China	3,1	1,2	29,4	8,8	17,6	7,3	24,6	22,3	12,9	3,3
Indien	0,8	27,5	51,8	15,3	19,2	0,6	15,2	23,8	12,5	9,2
Russische Föderation	2,9	15,3	35,2	20,5	20,3	3,8	36,4	34,7	- 3,8	28,0
Südafrika	0,7	9,9	10,3	- 3,3	9,4	0,6	6,3	20,3	6,0	24,9
Türkei	1,6	8,6	12,4	4,8	9,3	1,3	5,2	9,9	6,6	0,5
Australien	0,6	7,8	9,2	5,8	18,3	0,2	- 1,6	28,9	11,2	- 6,8
OPEC-Länder ⁸⁾	2,4	15,9	10,3	6,6	13,3	1,6	37,7	16,7	- 7,3	40,5
Übrige ⁹⁾	4,0	7,9	21,4	10,0	6,6	3,7	3,3	22,6	12,5	4,8
Insgesamt ¹⁰⁾	100	7,5	13,6	8,1	6,1	100	9,1	16,9	4,9	7,8
Nachrichtlich: Insgesamt, Mrd Euro .....	.	786,27	893,04	965,24	673,82	.	628,09	733,99	769,89	545,92

1) Spezialhandel nach Bestimmungs-/Ursprungsländern.– 2) Anteil an der Gesamtausfuhr/-einfuhr.– 3) Vorläufige Ergebnisse.– 4) Einschließlich Réunion, Guadeloupe, Martinique, Französisch-Guyana.– 5) Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, Slowakei, Tschechische Republik, Ungarn, Zypern. Ohne Slowenien.– 6) Mittel- und Südamerika (ohne Venezuela).– 7) Hongkong (China), Malaysia, Südkorea, Singapur, Taiwan, Thailand.– 8) Algerien, Angola, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate.– 9) Entwicklungsländer: Afrika (ohne Angola und Republik Südafrika), Asien (ohne Indien, Japan, Ostasiatische Schwellenländer und China); Liechtenstein; Mittel- und osteuropäische Länder (ohne Russische Föderation); Neuseeland; ohne OPEC-Länder; Ozeanien. Nicht ermittelte Länder und Gebiete, Grönland, St. Pierre und Miquelon, Schiffs- und Luftfahrzeugbedarf.– 10) Einschließlich des nicht zuordenbaren Intrahandels, der nicht ermittelten Bestimmungs-/Ursprungsländer, des Schiffs- und Luftfahrzeugbedarfs sowie der Zuschätzungen für Meldebefragungen.

Daten zur Tabelle

154. Die **Importe** von Waren und Dienstleistungen legten im Jahresverlauf im Vergleich zu den Exporten etwas weniger stark zu. Maßgeblich für den Anstieg war vor allem der erhöhte Bedarf an Vorleistungsgütern, der eng mit der Dynamik im Exportbereich verknüpft ist. Darüber hinaus gab es bedingt durch den Rohstoffpreisanstieg wertmäßige Zuwächse beim Import von Energieträgern aus Russland und den OPEC-Staaten. Die Einfuhr aus China verzeichnete nur noch einen leichten Anstieg. Die Importe aus dem Euro-Raum fielen demgegenüber etwas schwächer aus. Alles in allem nahmen die Importe von Waren und Dienstleistungen um 3,4 vH zu. Der Außenbeitrag stieg dementsprechend, allerdings geringer als in den Vorjahren, und lieferte erneut einen positiven Wachstumsbeitrag von 0,7 Prozentpunkte (Schaubild 39, Seite 104).

Entstehungsseite: Produktionsdynamik in der Industrie schwächt sich ab

155. Die **Industrieproduktion** als einer der wichtigen Motoren der gesamten Wirtschaftsleistung erfuhr im Jahr 2008 einen einschneidenden Dämpfer. Der aufwärtsgerichtete Trend der letzten Jahre erreichte zur Jahreswende 2007/2008 seinen Höhepunkt. Danach sank die Produktion im Produzierenden Gewerbe in den ersten acht Monaten insgesamt um 4,0 vH. Dabei verbuchten die Produzenten von Investitionsgütern bis zum Juli mit 5,1 vH sehr deutliche und die von Vorleistungsgütern mit 1,0 vH geringe Produktionsrückgänge. Maßgeblich für die im Jahresverlauf schwache Entwicklung waren rückläufige Auftragseingänge sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland. Die Produktionsentwicklung von Konsumgütern, die mehrheitlich von der Binnen- dynamik und weniger von der Exportentwicklung geprägt ist, war bis zum Juli 2008 mit einer Veränderung von 4,2 vH schwächer.

Die in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelte **Bruttowertschöpfung** stieg im Jahresdurchschnitt 2008 um 1,8 vH. Als Haupttriebkraft erwies sich erneut das Verarbeitende Gewerbe mit einem Zuwachs von 2,6 vH, der damit jedoch deutlich schwächer war als in den vorangegangenen Jahren. Gerade die Nachfrage aus dem Ausland fiel als Stütze weg.

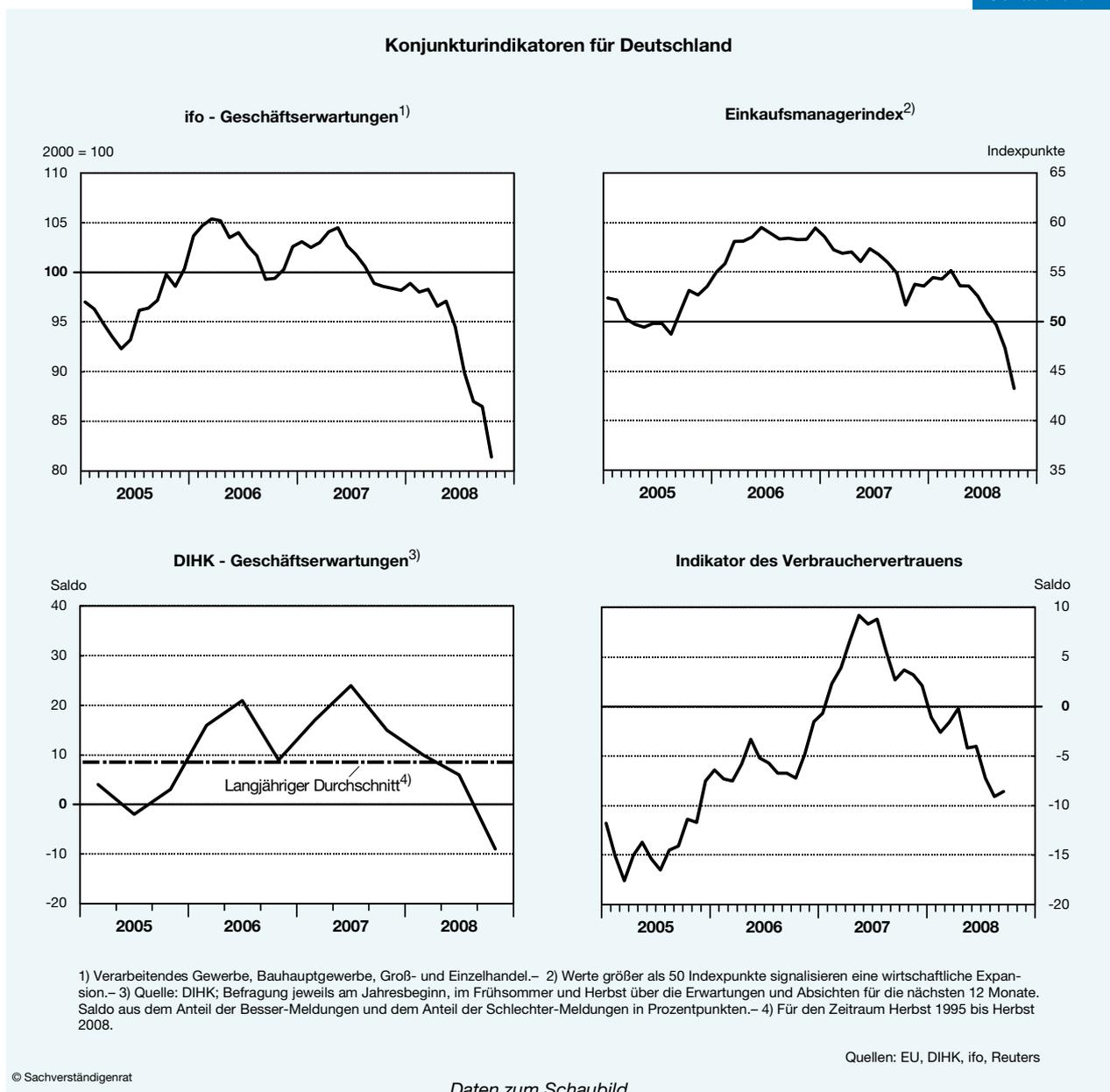
Der Zuwachs der Wertschöpfung im **Dienstleistungssektor** betrug lediglich 1,6 vH. Dieser moderate Zuwachs erstreckte sich auf die meisten Dienstleistungsbereiche. Der mit einem Anteil von knapp 30 vH an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung gewichtigste Zweig Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleistungen verzeichnete einen Zuwachs von 1,7 vH. Bei den Anbietern von privaten und öffentlichen Dienstleistungen, die einen Anteil von rund 22 vH an der gesamten Wertschöpfung aufweisen, kam es zu einem Zuwachs von lediglich 0,8 vH; dieser Bereich trug somit zu der moderaten Ausweitung bei den Dienstleistungen bei. Der Saldo von Gütersteuern und Subventionen stagnierte im Jahr 2008, sodass Bruttoinlandsprodukt und die Bruttowertschöpfung in etwa mit der gleichen Größenordnung expandierten.

2. Die voraussichtliche Entwicklung im Jahr 2009: Deutschland in der Rezession

156. Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft, der im ersten Quartal 2005 begonnen hatte, fand im Jahr 2008 sein Ende. Die **gesamtwirtschaftliche Produktion** in Deutschland stieg im Jahresdurchschnitt zwar noch einmal um 1,7 vH an. Allerdings kam es schon im Jahresverlauf zu einer deutlichen Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik.

Alle wichtigen Indikatoren deuten auf einen konjunkturellen Abschwung im Jahr 2009 hin (Schaubild 37). Der ifo-Indikator für die Geschäftserwartungen zeigte bis Oktober 2008 eine drastische Verschlechterung an. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe durchbrach im September erstmals seit Mitte des Jahres 2005 wieder die Marke von 50 Punkten und erreichte somit den Stagnationsbereich. Diese Entwicklung war hauptsächlich auf die schrumpfenden Auftragseingänge zurückzuführen; zuletzt zeigte sich ebenfalls eine Verschlechterung bei der Produktionskomponente. Das Verbrauchervertrauen setzte seinen seit dem Jahr 2007 beobachtbaren Rückgang nahezu ungebremst fort. Trotz der positiven Arbeitsmarktentwicklung beherrschten Besorgnisse über die weiteren Auswirkungen der Finanzkrise die konjunkturelle Eintrübung und die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln und Energie die Stimmung der Verbraucher. Zu ähnlichen Ergebnissen, wenn auch in abgeschwächter Form, kam die Unternehmensbefragung des Deutschen Industrie- und Handelskammertages (DIHK).

Schaubild 37



Die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen sind insgesamt als uneinheitlich einzuschätzen. Beim Zinsniveau von 3,75 % zum Zeitpunkt der Erstellung der Prognose und vor dem Hintergrund der drastischen Verspannungen am Geldmarkt ist die Geldpolitik schwach restriktiv ausgerichtet. Sie wird diesen Kurs im Prognosezeitraum bei nachlassenden Inflationsrisiken aber verlassen und die Konjunktur tendenziell stimulieren. Die Fiskalpolitik dürfte im kommenden Jahr weiterhin expansiv wirken.

Kasten 4

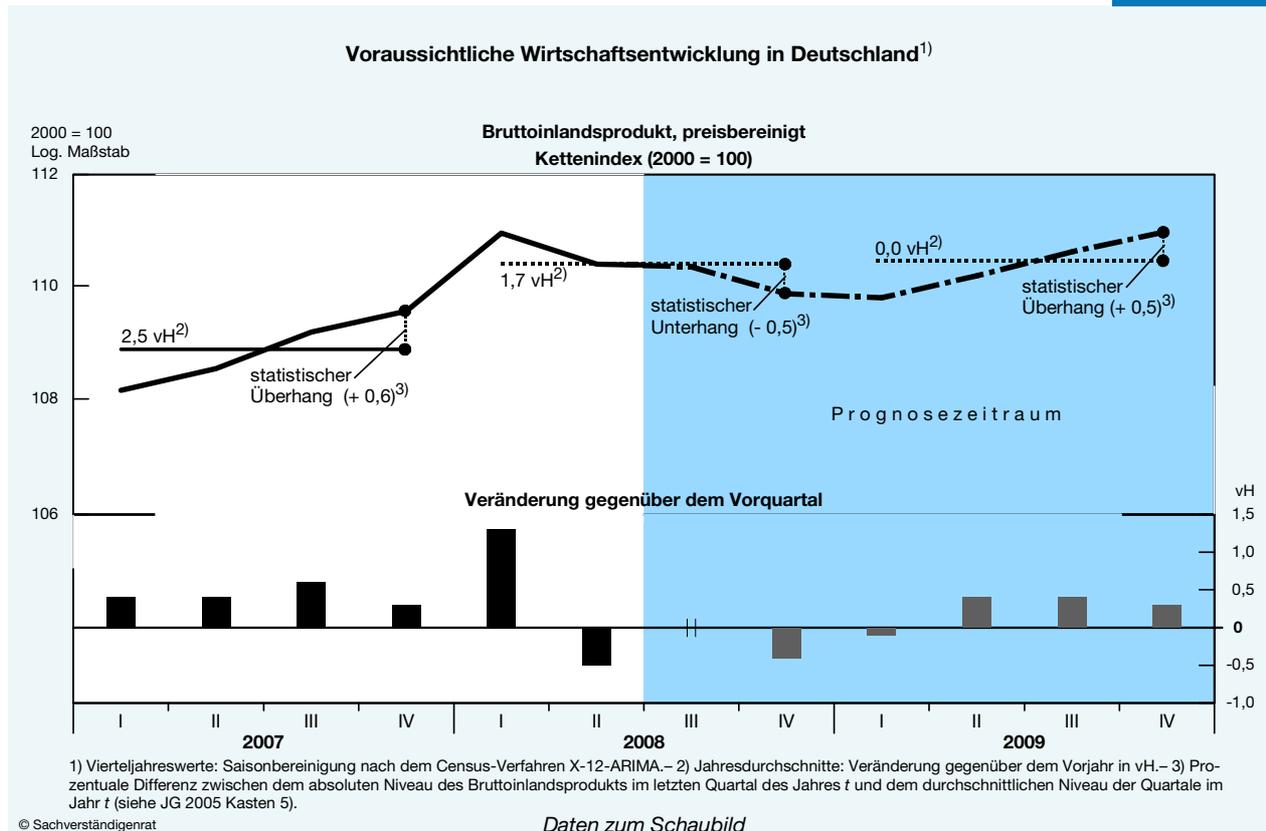
Annahmen der Prognose

- Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz leistet zur Eindämmung der Finanzkrise einen entscheidenden Beitrag und trägt im Jahresverlauf zu einer Beruhigung der Finanzmärkte bei. Nachteilige Auswirkungen in Form einer angebotsseitigen Kreditverknappung werden – abgesehen von konjunkturell bedingten Risikoaufschlägen in der Kreditvergabe – begrenzt bleiben.
- Als Wechselkurs werden 1,43 US-Dollar je Euro unterstellt, und der reale effektive Wechselkurs (Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit) wird im Jahr 2009 auf dem Niveau vom Herbst dieses Jahres liegen.
- Der Anstieg der tariflichen Stundenlöhne im nächsten Jahr liegt etwas über der Tariflohnsteigerung dieses Jahres.
- Auf der Grundlage der Terminkurse für Oktober 2009 wird angenommen, dass sich die Ölpreise um einen Wert von 90 US-Dollar pro Barrel stabilisieren werden.
- Grundlage der Prognose ist die derzeitige Gesetzeslage, das heißt, es werden nur die Maßnahmen einbezogen, bei denen das Gesetzgebungsverfahren bis Ende Oktober 2008 abgeschlossen wurde.

157. Auf Basis der bis Ende Oktober 2008 vorliegenden Daten und Prognoseannahmen wird das **Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 stagnieren**. Hinter dieser jahresdurchschnittlichen Entwicklung stehen ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal und anhaltend schwache Zuwächse im restlichen Jahresverlauf. Das Ergebnis für den Jahresdurchschnitt resultiert nicht zuletzt aus dem statistischen Unterhang des Jahres 2008 in Höhe von 0,5 vH (Schaubild 38).

Nach dem Kriterium des Sachverständigenrates liegt eine **Rezession** dann vor, wenn ein Rückgang der relativen Output-Lücke um mindestens zwei Drittel der jeweiligen Potenzialwachstumsrate mit einer aktuell negativen Output-Lücke einhergeht. Bei einer relativen Output-Lücke im Jahr 2008 in Höhe von etwa 0,9 vH und einer für das Jahr 2009 erwarteten relativen Output-Lücke in Höhe von rund -0,5 vH, ergibt sich somit ein Rückgang der relativen Output-Lücke um rund 1,5 Prozentpunkte. Dieser Rückgang liegt betragsmäßig deutlich über dem Wert von zwei Dritteln der Potenzialwachstumsrate, welche sich derzeit auf 1,6 vH beläuft. Somit befindet sich Deutschland im Jahr 2009 in einer Rezession.

Schaubild 38



158. Bei der Zusammensetzung des Bruttoinlandsprodukts kommt es zu einer Verlagerung der Wachstumskräfte (Schaubild 39, Seite 104). Im nächsten Jahr wird die Entwicklung in geringem Maße von der **Binnenwirtschaft** und hierbei in erster Linie vom privaten Verbrauch getragen; die Investitionen werden hingegen einen deutlich negativen Wachstumsbeitrag leisten. Vom **Außenhandel** gehen wegen der globalen Konjunkturabschwächung keine Impulse aus.

Beim **privaten Konsum** macht sich zunächst der Wegfall der dämpfenden Wirkung der Inflation bei Nahrungsmitteln und Energieträgern bemerkbar. Die Löhne dürften zudem nochmals kräftig steigen und bei einem auslaufenden Beschäftigungsaufbau zu einer moderaten Erhöhung der verfügbaren Einkommen führen. Im Jahresverlauf wird allerdings der stützende Effekt vom Arbeitsmarkt wegfallen. Der private Konsum legt daher insgesamt nur moderat zu und wird im Jahr 2009 die wirtschaftliche Entwicklung geringfügig stützen.

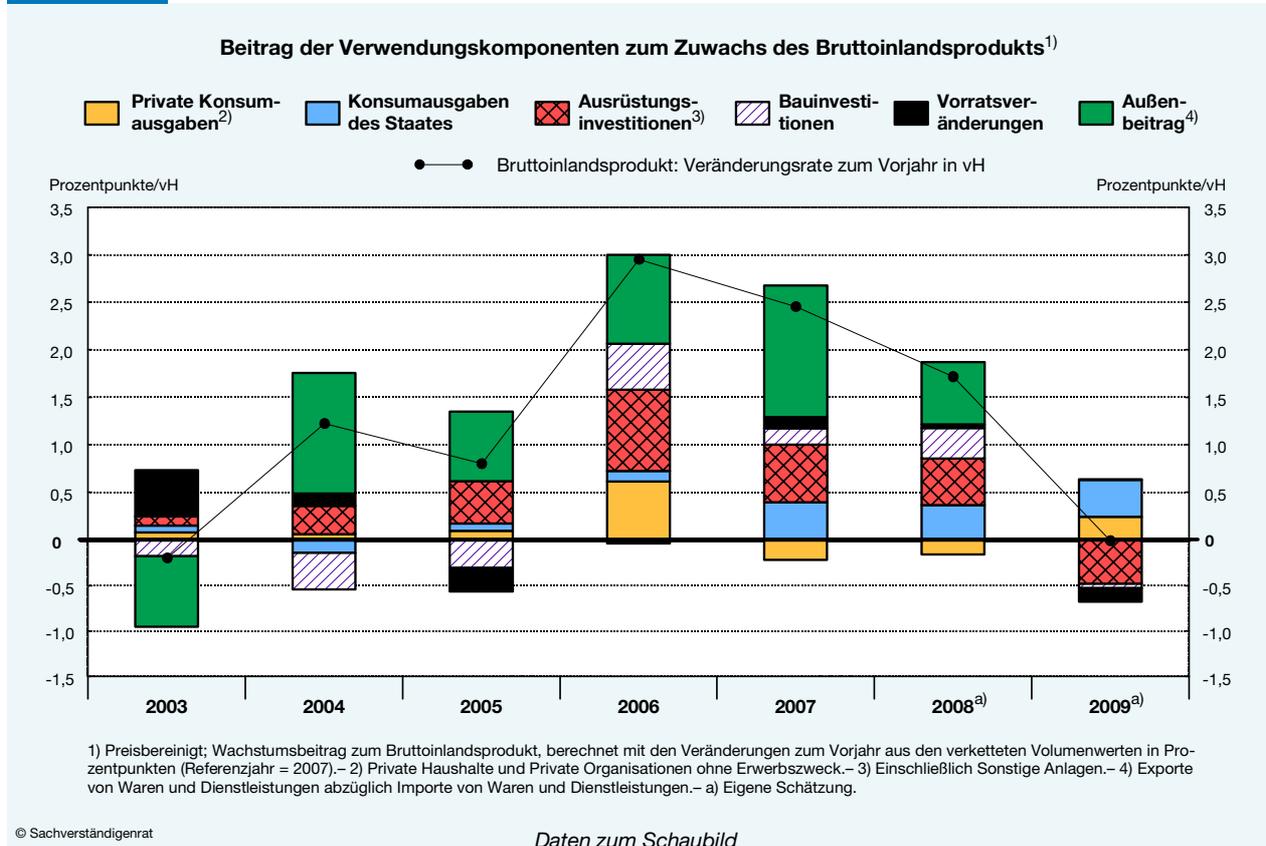
Der Zyklus der **Ausrüstungsinvestitionen** in Deutschland ist zum Erliegen gekommen und wird damit die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des nächsten Jahres über mehrere Quartale belasten. So wird der Bedarf an Erweiterungsinvestitionen bei rückläufiger Kapazitätsauslastung schwinden.

Im **Baugewerbe** wird sich die heterogene Entwicklung des Jahres 2008 fortsetzen. Während sich die öffentlichen Bauinvestitionen weiter ausweiten, werden die Investitionen im Wohnungsbau und im gewerblichen Bau zurückgehen.

Die Impulse vom **Außenhandel** werden im kommenden Jahr weitestgehend wegfallen. Auf der einen Seite werden die Exporte infolge der sich abschwächenden Weltkonjunktur nur gering stei-

gen. Auf der anderen Seite wird die zunächst noch positive Entwicklung des inländischen Konsums zu einem moderaten Anstieg der Importe führen. Zusammen genommen steuert der Außenhandel im Jahr 2009 keinen Wachstumsbeitrag zur Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts bei.

Schaubild 39



Risiken der Prognose

159. Die hier vorgestellte Prognose für das Jahr 2009 wird vom Sachverständigenrat als das wahrscheinlichste Szenario der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im kommenden Jahr angesehen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass wichtige makroökonomische Größen wie Wechselkurse, Rohstoffpreise, Aktienkurse und andere Vermögenspreise in den letzten Monaten eine außerordentlich hohe Volatilität und teilweise erratische Verläufe aufwiesen. Hierin spiegelt sich das Zusammenwirken und Überlagern gravierender makroökonomischer Schocks wider. Deshalb ist die aktuelle Prognose mit besonders großer Unsicherheit behaftet, wobei die Abwärtsrisiken überwiegen.

Das zentrale Risiko der Prognose liegt in möglichen zusätzlichen negativen Auswirkungen der **Finanzkrise**. Auch wenn es mit den staatlichen Rettungsprogrammen gelungen ist, den Finanzsektor zu stabilisieren, besteht große Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Vermögenspreise. Die aus einem möglichen weiteren Verfall der Vermögenspreise entstehenden Verluste wären insbesondere eine zusätzliche Belastung für die Bankenbilanzen, wodurch sich die Gefahr einer Kreditklemme erhöhen würde. Von einem solchen Risikoszenario wären vor allem die Vereinigten Staaten betroffen, da dort die Konsumententwicklung stark von der Verfügbarkeit von Krediten sowie vom Verlauf der Aktienkurse und der Immobilienpreise abhängt.

Zu einer ungünstigeren Entwicklung des Welthandels könnte es zudem deshalb kommen, weil andere Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten sich zunehmenden Schwierigkeiten gegenüber sehen, diese zu finanzieren. Für die deutsche **Exportwirtschaft** wäre es besonders gravierend, wenn es als Folge dieser Schwierigkeiten zu einer kräftigeren Eintrübung des Konjunkturklimas in den Defizitländern des Euro-Raums sowie im Vereinigten Königreich käme. Ähnliches gilt für die Länder in Mittel- und Osteuropa, die besonders ausgeprägte außenwirtschaftliche Ungleichgewichte bei bis in die jüngste Vergangenheit überhöhten Zuwachsraten in den Kreditaggregaten aufweisen. In Volkswirtschaften, in denen diese Situation mit einem hohen Grad an Verschuldung in Fremdwährung einherging, sind schon jetzt krisenhafte Zuspitzungen zu beobachten (Ziffern 130 f).

Die Effekte, die bei diesem ungünstigeren weltwirtschaftlichen Szenario auf den deutschen Außenhandel zu erwarten wären, verstärkten sich, wenn sich der Abbau der Leistungsbilanzdefizite in einer **starken Aufwertung des Euro** niederschlagen würde. Insbesondere könnte es zu einer erneuten Schwäche des US-Dollar kommen, wenn sich die wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten ungünstiger als erwartet entwickeln sollte.

Bei der **binnenwirtschaftlichen Entwicklung** bestehen ebenfalls Abwärtsrisiken. Käme es nicht zu der erwarteten Verbesserung der Lage des Bankensystems, wäre eine angebotsseitige Kreditverknappung zu erwarten. Infolgedessen wäre mit einer weiteren Beeinträchtigung der Investitionstätigkeit zu rechnen. Zudem ist bei einer insgesamt ungünstigeren Entwicklung zu berücksichtigen, dass die Verunsicherung der Verbraucher weiter zunimmt. Dann käme es anders als prognostiziert zu einem Anstieg der Sparquote, womit der private Konsum als stützendes Moment ausfiel.

Die Entwicklung der Nachfragekomponenten im Einzelnen

160. Die Bruttolöhne und -gehälter als ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der **Privaten Konsumausgaben** werden als Folge der auslaufenden Erholung am Arbeitsmarkt bei den zu erwartenden Tariflohnabschlüssen nur noch mit einer nominalen Rate von 2,4 vH steigen. Die Lohndrift, als Differenz zwischen Effektivverdiensten und Tariflöhnen, entwickelt sich dabei wie in diesem Jahr leicht negativ, da der konjunkturelle Rückgang die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer schwächt. Der Zuwachs der Nettolöhne und -gehälter wird von der Progressivität der Lohnsteuer gebremst. Der Beitragssatz der gesetzlichen Krankenversicherung steigt wegen der Einführung des Gesundheitsfonds zum 1. Januar 2009 auf einheitlich 15,5 vH, während der Beitragssatz in der Arbeitslosenversicherung um 0,5 Prozentpunkte auf 2,8 vH sinken wird. Zusammengenommen bedeutet dies, dass die Beitragsbelastung von Arbeitgebern und Versicherten in der Tendenz steigen wird. Neben dem Zuwachs der Arbeitnehmerentgelte (Bruttolöhne und -gehälter zuzüglich Arbeitgeberbeiträgen) werden die übrigen Primäreinkommen der privaten Haushalte – hierzu zählen der Betriebsüberschuss von Personenunternehmen, die Selbstständigeneinkommen sowie die empfangenen Vermögenseinkommen der privaten Haushalte – moderat steigen.

Die monetären Sozialleistungen werden im nächsten Jahr deutlicher zunehmen als in diesem Jahr. Die Renten werden zum 1. Juli des nächsten Jahres voraussichtlich um 2,75 vH angehoben. Im Bereich des Arbeitslosengelds und des Arbeitslosengelds II kommt es angesichts des auslaufenden

Beschäftigungsaufbaus nunmehr zu leichten Mehrausgaben. Insgesamt werden die **verfügbaren Einkommen** der privaten Haushalte nominal um 2,5 vH steigen. Die **Privaten Konsumausgaben** werden mit einem Anstieg um 0,4 vH über dem Niveau des Vorjahres liegen und erstmals seit dem Jahr 2006 wieder eine positive Zuwachsrate aufweisen (Tabelle 14). Die Sparquote geht dagegen im nächsten Jahr leicht zurück.

161. Der Aufschwung der **Ausrüstungsinvestitionen** fand im Jahr 2008 sein Ende. Die letztmalige Gewährung der günstigen Abschreibungsbedingungen im Jahr 2007 für bewegliche Güter des Anlagevermögens stützte das Investitionsklima zwar noch bis in das erste Quartal hinein, die bis dahin hohen Bestellungen ließen im weiteren Jahresverlauf jedoch merklich nach. Die Senkung des Körperschaftsteuersatzes von 25 vH auf 15 vH zum 1. Januar 2008 wird sich erst langfristig in einer höheren Investitionsneigung niederschlagen, da der konjunkturelle Ausblick die steuerlichen Anreize überwiegt. Bei einer schwächeren Nachfrageentwicklung wird es zu einem Rückgang der Kapazitätsauslastung im Jahr 2009 kommen, sodass die Anreize für Erweiterungsinvestitionen zurückgehen. Für sich genommen wird die Investitionsentwicklung merklich rückläufig sein. Dies dürfte sich über die ersten drei Quartale hinziehen. Die Ausrüstungsinvestitionen werden im Jahr 2009 insgesamt um 6,3 vH zurückgehen. Dieser Rückgang wird jedoch geringer ausfallen als in zurückliegenden Rezessionsjahren.

Bei den **Finanzierungsbedingungen** ist davon auszugehen, dass es im Prognosezeitraum zu weiteren Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank kommen wird. Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass die Banken aufgrund der Finanzkrise bei der Kreditvergabe zurückhaltender agieren könnten. Für sich genommen sollte das Finanzmarktstabilisierungsgesetz mit seinen verschiedenen Instrumenten eine Kreditklemme verhindern können, doch ist anzunehmen, dass es eine Weile dauern wird, bis sich die Entlastung über die Bankbilanzen in die Realwirtschaft überträgt.

162. Die traditionell eng an die Ausrüstungsinvestitionen gekoppelten **gewerblichen Bauinvestitionen** haben erst mit Verzögerung auf den Aufschwung reagiert. Dementsprechend war noch Nachholbedarf in diesem Segment vorhanden, unter anderem deshalb, weil die günstigen Abschreibungsbedingungen nicht für Gebäude galten, sodass es hier nicht zu Vorzieheffekten kam. Auch wenn sich die Auftragslage im gewerblichen Bau bis zum Sommer 2008 verschlechtert hat, sind der Auftragsbestand und die Baugenehmigungen immer noch positiv zu bewerten. Dennoch wird es im Prognosezeitraum aufgrund konjunktureller Belastungen und steigender Finanzierungskosten zu Rückstellungen geplanter Projekte kommen. In der Summe wird die gewerbliche Bauproduktion um 1,4 vH zurückgehen.

Die Entwicklung im Bereich des **Wohnungsbaus** verlief im Jahr 2008 eher verhalten. Das Vorziehen von Bauaktivitäten wegen der Umsatzsteuererhöhung zum 1. Januar 2007 führte im Laufe des Jahres 2007 zu einem markanten Rückgang der Baugenehmigungen. Im Jahr 2008 haben sich diese nicht von ihrem Tief erholt, sodass im Verlauf des Jahres 2009 mit keiner Stabilisierung der Lage im Wohnungsbau zu rechnen ist. Über das Gesamtjahr ergibt sich ein Rückgang des Wohnungsbaus um 1,1 vH.

Tabelle 14

Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Deutschland
Schätzung für das Jahr 2008 und Prognose für das Jahr 2009

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH

	2006	2007	2008	2009
Verwendung des Inlandsprodukts				
Preisbereinigt (Vorjahrespreisbasis)				
Konsumausgaben, zusammen	0,9	0,2	0,3	0,9
Private Konsumausgaben ¹⁾	1,0	- 0,4	- 0,3	0,4
Staatliche Konsumausgaben	0,6	2,2	2,0	2,2
Bruttoanlageinvestitionen	7,7	4,3	4,3	- 2,7
Ausrustungsinvestitionen	11,1	6,9	5,1	- 6,3
Bauinvestitionen	5,0	1,8	3,3	- 0,5
Sonstige Anlagen	8,0	8,0	7,9	2,6
Vorratsveränderungen (Wachstumsbeitrag) ²⁾³⁾	0,0	0,1	0,0	- 0,1
Inländische Verwendung	2,1	1,1	1,1	- 0,1
Außenbeitrag (Wachstumsbeitrag) ²⁾	1,0	1,4	0,7	0,0
Exporte von Waren und Dienstleistungen	12,7	7,5	4,2	0,4
Importe von Waren und Dienstleistungen	11,9	5,0	3,4	0,5
Bruttoinlandsprodukt	3,0	2,5	1,7	0,0
Verwendung des Inlandsprodukts				
In jeweiligen Preisen				
Konsumausgaben, zusammen	2,1	1,6	2,5	3,0
Private Konsumausgaben ¹⁾	2,3	1,4	2,2	2,9
Staatliche Konsumausgaben	1,3	2,4	3,6	3,3
Bruttoanlageinvestitionen	8,2	7,2	5,8	- 1,2
Ausrustungsinvestitionen	9,8	6,3	4,7	- 6,4
Bauinvestitionen	7,5	8,1	6,6	2,6
Sonstige Anlagen	3,9	5,1	5,8	1,9
Inländische Verwendung	3,1	2,8	3,1	2,1
Außenbeitrag .....	.	.	.	.
Exporte von Waren und Dienstleistungen	14,3	8,0	5,4	1,3
Importe von Waren und Dienstleistungen	14,9	4,9	6,1	2,6
Bruttoinlandsprodukt	3,5	4,4	2,9	1,5
Preisentwicklung (Deflatoren)				
Konsumausgaben, zusammen	1,1	1,4	2,3	2,1
Private Konsumausgaben ¹⁾	1,3	1,7	2,5	2,4
Staatliche Konsumausgaben	0,7	0,2	1,5	1,1
Bruttoinlandsprodukt	0,5	1,9	1,2	1,5
Inländische Verwendung	1,0	1,7	1,9	2,1
Entstehung des Inlandsprodukts				
Erwerbstätige (Inland)	0,6	1,7	1,3	- 0,2
Arbeitsvolumen	0,5	1,8	1,6	- 0,7
Produktivität/Stunde	2,5	0,6	0,2	0,6
Verteilung des Volkseinkommens				
Volkseinkommen	4,1	3,5	3,3	2,0
Arbeitnehmerentgelte	1,7	3,0	3,7	2,4
darunter: Nettoarbeitnehmerentgelte ⁴⁾	0,4	3,0	3,5	1,8
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	8,7	4,5	2,6	1,2
Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte ¹⁾	1,9	1,6	2,6	2,5
Sparquote der privaten Haushalte ¹⁾⁵⁾	10,5	10,8	11,4	11,2
Nachrichtlich:				
Lohnstückkosten ⁶⁾ (Inlandskonzept)	- 1,2	0,4	1,7	2,5
Verbraucherpreise (Verbraucherpreisindex 2005 = 100)	1,6	2,3	2,8	2,1

1) Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck.– 2) In Prozentpunkten.– 3) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.–

4) Arbeitnehmerentgelte abzüglich Sozialbeiträge der Arbeitgeber sowie Sozialbeiträge und Lohnsteuer der Arbeitnehmer.– 5) Sparen in vH des verfügbaren Einkommens plus der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche.– 6) Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (preisbereinigt) je Erwerbstätigen.

Daten zur Tabelle

Die **öffentlichen Bauinvestitionen**, die bereits im Jahr 2008 kräftig zulegen, werden auch im Jahr 2009 weiter expandieren, da die positive Entwicklung der Steuereinnahmen in den vergangenen Jahren in vielen Kommunalhaushalten Spielräume für Neubauten und dringend erforderliche Ersatzinvestitionen eröffnet. Zusätzliche Impulse kommen aus einer verstärkten Nutzung der von der KfW Bankengruppe ausgegebenen günstigen Kredite zur energetischen Sanierung kommunaler Gebäude, sodass die öffentlichen Bauinvestitionen im Jahr 2009 weiter zunehmen werden. Wegen der in diesem Segment weiter steigenden Preise für Bauleistungen fällt der reale Zuwachs mit 4,9 vH allerdings nicht ganz so kräftig aus wie im Vorjahr.

Die **Bauinvestitionen insgesamt** werden im Jahr 2009 um 0,5 vH sinken. Der Preisanstieg, der im Jahr 2008 wegen der Rohstoffpreisinflation vergleichsweise hoch war, wird angesichts der moderaten Nachfrage merklich geringer ausfallen.

163. Das Expansionstempo der **Exporte von Waren und Dienstleistungen** wird sich im Jahr 2009 deutlich verringern. Insgesamt beträgt der Exportzuwachs 0,4 vH, nachdem er sich im Vorjahr auf 4,2 vH belief. Zwar gehen von der im August einsetzenden Abwertung des Euro positive Effekte für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure aus. Entscheidender als die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist im Jahr 2009 allerdings, dass es aufgrund der sich abschwächenden weltwirtschaftlichen Dynamik nicht zu Nachfrageimpulsen aus dem Ausland kommen wird.

164. Die Zuwachsrate der **Importe von Waren und Dienstleistungen** verringerte sich bereits seit dem Jahr 2006. Im Jahr 2008 waren hierfür steigende Rohstoffpreise und die schwache Konsumententwicklung ausschlaggebend. Diese dämpfenden Effekte sollten im Jahr 2009 entfallen und für sich genommen die Einfuhr erhöhen. Während sich die Nachfrage nach ausländischen Konsumgütern in Anbetracht der positiven aber schwachen Konsumententwicklung nur moderat erhöhen dürfte, wird der Bedarf an Investitions- und Vorleistungsgütern bestenfalls stagnieren. Insgesamt steigen die Importe mit 0,5 vH geringfügig stärker als die Exporte. Anders als in den Vorjahren wird von der Außenwirtschaft kein Wachstumsbeitrag ausgehen.

165. Der Preisauftrieb wird sich im Jahr 2009 deutlich abschwächen. Die **Inflationsrate** gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI) wird im Jahresdurchschnitt 2,1 vH betragen und sich damit gegenüber der Rate von 2,8 vH im Jahr 2008 deutlich verringern. Ausschlaggebend dafür dürften die stark zurückgehenden Nahrungsmittel- und Energiepreise sowie die schwache konjunkturelle Entwicklung im nächsten Jahr sein. Ausgehend von dem Höchststand zur Jahresmitte 2008 von 3,3 vH wird die Inflationsrate bis Herbst des Jahres 2009 auf knapp unter 2 vH fallen. Hierzu wird vor allem ein starker Rückgang der Rohstoffpreise beitragen. Im Zuge dessen werden bei den Teilkomponenten Verkehr sowie Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke, welche im Jahr 2008 für die hohe Inflationsrate ausschlaggebend waren, die Zuwachsraten wieder auf unter 2 vH zurückgehen. Des Weiteren fällt im Jahr 2009 auch der durch die Einführung von Studienbeiträgen bedingte starke Preisanstieg der vergangenen Jahre im Bereich Bildungswesen weg. Nicht zuletzt sind vom schwachen konjunkturellen Umfeld keine preistreibenden Effekte zu erwarten und zudem Zweitrundeneffekte auszuschließen. Insgesamt wird es dadurch wieder zu einem Angleichen des VPI an die Kerninflationsrate kommen.

Die im Jahr 2008 beobachtete Differenz zwischen HVPI und VPI wird zurückgehen, da der tendenziell preisdämpfende Effekt durch die Einbeziehung von selbst genutztem Wohneigentum im VPI durch die stärkere Gewichtung der Energiekomponenten im HVPI kompensiert wird.

Arbeitsmarkt: Beschäftigungsabbau und Anstieg der Arbeitslosigkeit

166. Nachdem die Entwicklung am Arbeitsmarkt im Jahr 2008 – wie in den beiden Vorjahren – noch einmal äußerst positiv verlaufen war, machte sich gegen Ende des Jahres das sich verschlechternde konjunkturelle Umfeld zunehmend auch auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar, und mit dem Jahreswechsel geht der **Aufschwung auf dem Arbeitsmarkt zu Ende**. Die Entwicklung im Verlauf des Jahres 2008 führt dazu, dass die Beschäftigung mit einem statistischen Überhang und die Arbeitslosigkeit mit einem statistischen Unterhang in das Jahr 2009 starten. Diese positive Ausgangssituation trägt wesentlich dazu bei, dass der Vergleich der Jahresdurchschnitte 2009 und 2008 günstiger ausfällt, als die Entwicklung am Arbeitsmarkt im Jahresverlauf 2009.

167. Die Anzahl der **Erwerbstätigen** in Deutschland sinkt im Verlauf des Jahres 2009 deutlich. Aufgrund des statistischen Überhangs fällt jedoch der jahresdurchschnittliche Rückgang mit 0,2 vH verhalten aus. Die Zahl der Erwerbstätigen beläuft sich im Jahresdurchschnitt 2009 somit auf rund 40,22 Millionen Personen (Tabelle 15, Seite 110). Die Anzahl der Selbstständigen legt – wie schon im Jahr 2008 – gegenüber dem Vorjahr nur um rund 0,1 vH zu und steigt damit mit jahresdurchschnittlich 4,46 Millionen Personen kaum. Die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten sinkt im Jahresdurchschnitt 2009 um knapp 0,2 vH auf rund 27,43 Millionen Personen, wobei auch hier aufgrund der guten Ausgangsbasis aus dem Vorjahr der Vergleich der Jahresdurchschnitte die Entwicklung günstiger darstellt als sie im Jahresverlauf tatsächlich ist. Dabei ergibt sich in Ostdeutschland eine stärkere Abnahme als in Westdeutschland. Im Jahr 2009 fällt der Rückgang der ausschließlich geringfügig Beschäftigten in Deutschland etwa doppelt so hoch aus wie im Vorjahr.

168. Die Anzahl der **registriert Arbeitslosen** steigt im Jahr 2009 auf durchschnittlich 3,30 Millionen Personen an. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies eine Zunahme um rund 36 000 Personen oder knapp 1,1 vH. Allerdings wird auch hier aufgrund des statistischen Unterhangs der Anstieg im Jahresmittel unterzeichnet, und im Jahresverlauf sind auf Monatsbasis deutliche (saisonbereinigte) Anstiege zu beobachten. Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in den beiden Gebietsständen verläuft im kommenden Jahr unterschiedlich. Während in Westdeutschland im Jahresdurchschnitt 2009 ein Anstieg um rund 51 000 Personen zu erwarten ist, verringert sich die Arbeitslosenzahl in Ostdeutschland um 15 000 Personen. Ursächlich für diese Entwicklung ist, dass sich – im Gegensatz zu Westdeutschland – aufgrund des in Ostdeutschland ausgeprägteren negativen Arbeitsangebotseffekts der stärkere Beschäftigungsabbau im Jahr 2009 weniger stark in einem Anstieg der Arbeitslosigkeit niederschlagen wird als in Westdeutschland. Die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2009 in Deutschland im Durchschnitt bei 7,9 vH liegen, wobei sie sich in Westdeutschland auf 6,6 vH und in Ostdeutschland auf 13,0 vH belaufen wird. Sollte die Bundesagentur für Arbeit im nächsten Jahr jedoch aufgrund der negativen Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt die Maßnahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik deutlich ausweiten, so könnten der statistische Anstieg der Arbeitslosigkeit und der entsprechende Rückgang der Beschäftigung verhaltener ausfallen.

Tabelle 15

Der Arbeitsmarkt in Deutschland¹⁾
Schätzung für das Jahr 2008 und Prognose für das Jahr 2009

	2007	2008 ²⁾	2009 ²⁾
	Tausend Personen		
Erwerbspersonen ³⁾⁴⁾	43 296	43 334	43 249
Erwerbslose ⁵⁾	3 602	3 105	3 097
Pendlersaldo ⁶⁾	74	73	69
Erwerbstätige ⁷⁾	39 768	40 302	40 221
Registriert Arbeitslose ⁸⁾	3 776	3 268	3 303
davon:			
im früheren Bundesgebiet ohne Berlin	2 486	2 147	2 199
in den neuen Bundesländern und Berlin	1 291	1 120	1 105
Nachrichtlich:			
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ⁸⁾	26 942	27 478	27 427
	Quoten (vH)		
Arbeitslosenquote ⁹⁾	9,0	7,8	7,9
ILO-Erwerbslosenquote ¹⁰⁾	8,3	7,2	7,2

1) Jahresdurchschnitte.– 2) Eigene Schätzung. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.– 3) Personen im erwerbsfähigen Alter, die ihren Wohnort in Deutschland haben (Inländerkonzept).– 4) In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.– 5) Abgrenzung nach der Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO).– 6) Saldo aus erwerbstätigen Einpendlern aus dem Ausland und Auspendlern in das Ausland.– 7) Erwerbstätige Personen, die einen Arbeitsplatz in Deutschland haben, unabhängig von ihrem Wohnort (Inlandskonzept).– 8) Quelle: BA.– 9) Registriert Arbeitslose in vH an allen zivilen Erwerbspersonen (abhängig zivile Erwerbspersonen, Selbstständige, mithelfende Familienangehörige).– 10) Erwerbslose in vH der Erwerbspersonen.

Daten zur Tabelle

Öffentliche Finanzen: Öffentliche Haushalte in turbulenten Zeiten

169. Das **Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte** wird sich infolge der schwachen konjunkturellen Entwicklung im Jahr 2009 erhöhen. Die Defizitquote wird sich auf 0,2 vH belaufen (Tabelle 16). Aufgrund der Stagnation des Bruttoinlandsprodukts bei gleichzeitig deutlichem Anstieg der Staatsausgaben wird sich die Staatsquote, selbst ohne Berücksichtigung der durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz möglicherweise entstehenden Zusatzbelastungen, im Jahr 2009 erstmals seit dem Jahr 2003 wieder erhöhen.

170. Die **Einnahmen** werden sich **etwas schwächer** als im Vorjahr entwickeln. Stützend wirken hier die Einnahmen aus der Lohnsteuer und – mit einer Zuwachsrate von 2,4 vH schwächer – aus Sozialversicherungsbeiträgen. Bei der Lohnsteuer macht sich die kalte Progression verstärkt bemerkbar, da die Zunahme der Bruttolöhne und -gehälter im nächsten Jahr ausschließlich aus Lohnzuwächsen resultiert. Hinsichtlich der Belastung der Arbeitnehmer mit Sozialversicherungsbeiträgen ergeben sich weitreichende Änderungen, da der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung noch einmal (befristet) von 3,3 vH auf 2,8 vH gesenkt wird. Diese Reduktion kann jedoch die zusätzlichen Belastungen durch die Erhöhung des Beitragssatzes zur Gesetzlichen Krankenversicherung in Höhe von 0,6 Beitragssatzpunkten nicht vollständig kompensieren, sodass bei einer Gesamtbetrachtung die Belastung durch Sozialversicherungsbeiträge leicht steigen wird. Die Unternehmensteuern werden im nächsten Jahr aufgrund ihrer hohen Konjunkturereagibilität zurückge-

hen. Aus der Einführung der Abgeltungsteuer resultieren Haushaltsbelastungen von etwas mehr als 1 Mrd Euro, die darüber hinaus auch zu einer Strukturverschiebung bei den Steuereinnahmen führen werden. Während bei der ehemaligen Zinsabschlagsteuer und der zukünftigen Abgeltungsteuer mit Aufkommensrückgängen zu rechnen ist, werden die nicht veranlagten Steuern vom Ertrag zu nehmen. Potenzielle Mehreinnahmen würden aus der durchgängigen Besteuerung der Kursgewinne von Privatanlegern resultieren. Allerdings dürften Aktienkursgewinne und Ausschüttungen aufgrund des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds zurückgehen. Zudem werden die staatlichen Verkäufe im Jahr 2009 steigen, da die Erhöhung der LKW-Maut mit Mehreinnahmen von etwa 1 Mrd Euro einhergeht. Insgesamt werden die Einnahmen der öffentlichen Haushalte im Jahr 2009 nur noch mit einer Rate von 2,3 vH expandieren.

Tabelle 16

Einnahmen und Ausgaben des Staates¹⁾					
Schätzung für das Jahr 2008 und Prognose für das Jahr 2009					
Art der Einnahmen und Ausgaben ²⁾	2007	2008 ³⁾	2009 ³⁾	2008 ³⁾	2009 ³⁾
	Mrd Euro			Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH	
Einnahmen	1 065,9	1 091,6	1 116,4	+ 2,4	+ 2,3
darunter:					
Steuern	576,3	593,1	607,8	+ 2,9	+ 2,5
Sozialbeiträge	399,9	407,5	417,4	+ 1,9	+ 2,4
Ausgaben³⁾	1 070,1	1 093,1	1 121,9	+ 2,1	+ 2,6
davon:					
Vorleistungen	101,9	105,6	110,5	+ 3,6	+ 4,7
Arbeitnehmerentgelt	168,0	173,2	178,5	+ 3,1	+ 3,1
Geleistete Vermögenseinkommen (Zinsen)	67,4	70,0	70,8	+ 3,9	+ 1,1
Geleistete Transfers ³⁾	660,1	673,5	692,5	+ 2,0	+ 2,8
Bruttoinvestitionen	35,6	37,7	39,8	+ 6,0	+ 5,5
Sonstiges ⁴⁾	37,1	33,0	29,8	X	X
Finanzierungssaldo³⁾	- 4,2	- 1,5	- 5,5	X	X
Nachrichtlich:					
Staatsquote ⁵⁾	44,2	43,8	44,3	X	X
Steuerquote ⁵⁾	24,3	24,3	24,5	X	X
Abgabenquote ⁵⁾	39,8	39,6	40,0	X	X
Finanzierungssaldo (vH) ³⁾⁶⁾	- 0,2	- 0,1	- 0,2	X	X

1) Gebietskörperschaften und Sozialversicherung in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Gebietskörperschaften: Bund, Länder und Gemeinden, EU-Anteile, ERP-Sondervermögen, Kinderbetreuungsausbau, Fonds „Deutsche Einheit“, Vermögensentschädigungsfonds, Teile des Bundeseisenbahnvermögens, Erblastentilgungsfonds.– 2) Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.– 3) Potenzielle Auswirkungen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes sind nicht berücksichtigt.– 4) Vermögenstransfers, geleistete sonstige Produktionsabgaben sowie Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern.– 5) Ausgaben/Steuern sowie Steuern an die EU/Steuern und Erbschaftsteuer, Steuern an die EU sowie tatsächliche Sozialbeiträge jeweils in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.– 6) In Relation zum Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen.

Daten zur Tabelle

171. Der **Zuwachs der Staatsausgaben** wird sich im nächsten Jahr nochmals **beschleunigen** und auf 2,6 vH belaufen. Zum einen fallen aufgrund der konjunkturellen Abkühlung nunmehr geringe Mehrausgaben bei der Grundsicherung für Arbeitsuchende und beim Arbeitslosengeld an, nachdem beide Ausgabenkategorien im Jahr 2008 teilweise kräftig rückläufig waren; zum anderen ist die positive Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Entgelte in diesem Jahr zusammen

mit der Aussetzung der Riester-Treppe eine Ursache für steigende Ausgaben der Rentenversicherung. Die Renten werden voraussichtlich zum 1. Juli 2009 um 2,75 vH erhöht, sodass die Rentenausgaben um 2,2 vH zunehmen werden. Ausgabensteigerungen ergeben sich ebenfalls durch die Erhöhung des Kinderzuschlags und der Bundesausbildungsförderung, da beide Maßnahmen erst zum 1. Oktober 2008 in Kraft traten. Eine Ausweitung des Bezieherkreises von Wohngeld, welches ebenfalls zum 1. Oktober 2008 von durchschnittlich rund 90 Euro auf etwa 140 Euro erhöht wurde, führt zu Mehrausgaben von etwa 0,3 Mrd Euro. Jedoch dürften die Kosten für Unterkunft und Heizung im Rahmen der Grundsicherung für Arbeitsuchende leicht zurückgehen, da eine größere Zahl von Haushalten auf das nun attraktivere Wohngeld wechseln wird. Zudem führt die Anhebung des Kinderfreibetrags und die Erhöhung des Kindergelds um 10 Euro für die ersten beiden Kinder sowie um 16 Euro für jedes weitere Kind zu Mehrausgaben, sodass in der Summe die monetären Sozialleistungen im Jahr 2009 mit einer Rate von 2,5 vH zunehmen werden. Infolge der Tarifabschlüsse im öffentlichen Dienst expandieren auch die Arbeitnehmerentgelte des Staates mit einer Rate von 3,1 vH wiederum spürbar. Die Investitionsausgaben werden im Jahr 2009, sofern die zusätzlichen Einnahmen aus der Erhöhung der LKW-Maut – wie von Seiten der Politik angekündigt – nicht für andere Maßnahmen zweckentfremdet werden, nochmals mit 5,5 vH expandieren. Die Ausweitung der Krankenhausfinanzierung und höhere Honorare für Ärzte führen wiederum zu einem kräftigen Anstieg der sozialen Sachleistungen in Höhe von 4,5 vH und sind somit ursächlich für die steigenden Beitragssatzbelastungen der Versicherten. Nochmals deutlich werden die Ausgaben für Entwicklungshilfe, Bildung und Verteidigung expandieren. Innerhalb der einzelnen staatlichen Ebenen ergeben sich neue Belastungen für den Bund, da der Zuschuss zur Finanzierung versicherungsfremder Leistungen in der Gesetzlichen Krankenversicherung ab dem Jahr 2009 um jährlich 1,5 Mrd Euro ansteigen und bis zum Jahr 2016 auf 14 Mrd Euro erhöht wird.

Nachdem die Finanzkrise bereits in den Jahren 2007 und 2008 zu Haushaltsbelastungen von etwa 12 Mrd Euro geführt hat, ist es wahrscheinlich, dass auch im nächsten Jahr weitere Ausgaben zur Stützung angeschlagener Finanzinstitute anfallen. Eine genaue Schätzung dieser Größe ist jedoch mit sehr hohen Unsicherheiten behaftet. Für den Prognosezeitraum wurden deshalb keine weiteren Belastungen eingestellt.

172. In der Summe werden die öffentlichen Haushalte das Jahr 2009 mit einem Defizit abschließen. Zu beachten ist allerdings, dass in der Prognose keine Haushaltsbelastungen infolge der Finanzkrise berücksichtigt wurden. Sollte zudem die konjunkturelle Abschwächung noch stärker ausfallen oder die Politik anlässlich des Wahljahres verstärkt ausgabenerhöhende oder einnahmehindernde Maßnahmen beschließen, dürfte die Defizitquote des Staates jedoch sehr viel stärker als in der Prognose unterstellt ansteigen.

Literatur

- Bank of England (2008) *Financial Stability Report*, Oktober 2008, 24.
- Broda, C. und J. A. Parker (2008) *The Impact of the 2008 Tax Rebates on Consumer Spending: Preliminary Evidence*.
- Brühwiler, F. C. und H. Hauser (2008) *Biofuels and WTO Disciplines*, Aussenwirtschaft, 63. Jahrgang, Heft 1, 7 – 40.
- Congressional Budget Office (2007) *Housing Wealth and Consumer Spending*, Background Paper, Januar 2007.
- Davis, A. (2007) *Where has all the Oil gone?*, The Wall Street Journal, 6.10.2007.
- Dovern, J. und N. Jannsen (2008) *Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten: Historischer Vergleich und Implikationen für den Konjunkturverlauf*, Kieler Diskussionspapiere, 451.
- EIA-Energy Information Administration (2008) *Short-Term Energy Outlook*, September 2008.
- Erdmann, G. und P. Zweifel (2008) *Energieökonomik*, Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg.
- Engle, R. F. und C. W. J. Granger (1987) *Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, Testing*, *Econometrica* 55, 251 – 276.
- EU-Kommission (2005) *Housing Markets and the Business Cycle in the Euro Area*, Quarterly Report on the Euro Area II/2005.
- Europäische Zentralbank (2008) *Preise für Wohneigentum im Euroraum*, Monatsbericht Juni 2008.
- Friedman, M. (1957) *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Greenlaw, D. J. Hatzius, A. K. Kashyap und H. S. Shin (2008) *Leverage Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown*, U.S. Monetary Policy Forum Report No. 2, Rosenberg Institute, Brandeis International Business School and Initiative on Global Markets, University of Chicago Graduate School of Business, 2008.
- Hamburg, B., M. Hoffmann und J. Keller (2005) *Consumption, Wealth and Business Cycles: Why is Germany Different?*, Discussion Paper, 16, Deutsche Bundesbank.
- Hamilton, J. D. (2008) *Understanding Crude Oil Prices*, Working Paper, University of California.
- Hassler, U. (2000) *Leitfaden zum Testen und Schätzen von Kointegration*, in: Gaab, W., U. Heilemann und J. Wolters (Hrsg.), *Arbeiten mit ökonometrischen Modellen*, Physika.
- Internationaler Währungsfonds (2003) *When Bubbles Burst*, World Economic Outlook, April 2003 Washington D.C.
- Internationaler Währungsfonds (2008a) *The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy*, World Economic Outlook, April 2008. Washington D.C.
- Internationaler Währungsfonds (2008b) *World Economic Outlook*, April 2008, Washington D.C.
- Internationaler Währungsfonds (2008c) *World Economic Outlook*, Oktober 2008, Washington D.C.
- ITF-Interagency Task Force on Commodity Markets (2008) *Interim Report on Crude Oil*, Juli 2008.
- Jannsen, N. (2008) *Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen*, Kieler Diskussionsbeiträge, 458.
- Jansen, W. J. und Nahuis, N. J. (2003) *The stock market and consumer confidence: European evidence*, *Economics Letters*, Elsevier, Vol. 79 (1)

- Koh, P. (2007) *A drop in a puddle*, Euromoney, Juni, 146 – 149.
- Krugman, P. (2008) *Speculation and Signatures*, mimeo.
- Leamer, E. E. (2008) *Whats 's a Recession, Anyway?*, NBER Working Paper 14221.
- Lettau, M. und S. Ludvigsson, (2001) *Consumption, aggregate wealth, and expected stock returns*, Journal of Finance 56, 815 – 850.
- Masters, M. (2008) *Testimony before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, United States Senate.
- Modigliani, F. und R. Brumberg (1954) *Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data*, in: K. K. Kurihara (Hrsg.) *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick: Rutgers University Press.
- OECD (2004) *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, OECD Economic Outlook No. 75, Juni 2004.
- OECD (2007) P. Hoeller und D. Rae, *Housing markets and adjustments in monetary union*, Economics Department Working Paper No. 550, April 2007.
- OECD (2008) *What is the economic outlook for the OECD countries? An interim assessment*, September 2008.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007) *Staatsverschuldung wirksam begrenzen*, Wiesbaden.