

**Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose:**

**ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München in Kooperation mit  
KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich**

**Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel**

**Institut für Wirtschaftsforschung Halle in Kooperation mit**

**Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans-Böckler-Stiftung**

**Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung**

**RWI Essen, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung**

**bei der Mittelfristprognose in Kooperation mit**

**Institut für Höhere Studien Wien**

**Abgeschlossen in München**

**am 21. April 2009**

## 1. Die Lage der Weltwirtschaft

### Überblick

Die Weltwirtschaft befindet sich im Frühjahr 2009 in der tiefsten Rezession seit der Großen Depression. Der Abschwung verschärfte sich im Herbst zu einem regelrechten Einbruch, der rasch nahezu alle Länder der Welt erfasste. Er hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2009 offenbar ungebremst fortgesetzt. Wichtige Indikatoren wie Auftragseingänge und Industrieproduktion sind weltweit weiter kräftig zurückgegangen; der Handel mit Waren und Diensten verzeichnete dramatische Einbußen. Auch umfangreiche staatliche Programme zur Stützung des Finanzsektors und zur Belebung der Konjunktur konnten bislang das Vertrauen der Akteure in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung nicht wieder herstellen.

Eine Abkühlung der Weltkonjunktur hatte sich bereits im Verlauf des Jahres 2007 angedeutet. Zu Beginn des vergangenen Jahres war die konjunkturelle Schwäche noch weitgehend auf die USA beschränkt. Danach setzte auch in den übrigen Industrieländern ein Abschwung ein. Die dramatische Zuspitzung der Situation an den Finanzmärkten im September 2008, die in dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers kulminierte, löste dann einen schweren Einbruch der Produktion aus, der auch die Schwellenländer erfasste, die sich zuvor noch recht robust gezeitigt hatten. Die Stärke des Ab-

schwungs im Winterhalbjahr 2008/09 erklärt sich so auch daraus, dass die Produktion nahezu überall auf der Welt gleichzeitig auf Talfahrt war.

### Krisenübertragung in der globalisierten Welt

Ausgangspunkt der gegenwärtigen Weltrezession war das Kippen des Immobilienmarktes in den USA. Dadurch verloren viele mit Hypothekenkrediten unterlegte Wertpapiere und davon abgeleitete Finanzderivate drastisch an Wert, was eine Spirale von Abschreibungen und Notverkäufen in Gang setzte, die das Finanzsystem nicht nur in den USA an den Rand des Zusammenbruchs führte. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers und der weitgehenden Verstaatlichung des Versicherungsunternehmens AIG im September 2008 kamen zunehmend Zweifel auf, ob es den Regierungen und den Zentralbanken gelingen würde, die Situation zu kontrollieren und ein System bedrohendes Abschmelzen des Eigenkapitals der Banken zu verhindern. Die Folge ist eine massive Krise im globalen Finanzsystem mit erheblichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft.<sup>1</sup>

Die Verluste der Banken durch Abschreibungen auf Finanzanlagen sind enorm. Es

<sup>1</sup> Für eine ausführliche Darstellung der Genese der Krise und ihrer Auswirkungen auf die Realwirtschaft vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, *Deutschland am Rande der Rezession, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008*, Halle 2008, S. 33–37.

zeigt sich, dass durch die Globalisierung der Finanzbeziehungen auch in erheblichem Umfang Banken in Ländern betroffen sind, in denen es am Immobilienmarkt keinerlei Überreibungen mit anschließenden Vermögensverlusten gegeben hat. In vielen Fällen haben die Abschreibungen die Eigenkapitalbasis der Banken so stark vermindert, dass diese trotz staatlicher Kapitalspritzen gezwungen sind, ihre Kreditportfolios zu verringern (deleveraging) und Risikopositionen abzubauen. Auch deshalb wurden die Kreditstandards deutlich gestrafft.

Im Verlauf der Krise sind die Vermögenswerte in vielen Ländern erheblich gefallen. Verbreitet sinken die Immobilienpreise; dort, wo sie zuvor stark gestiegen waren, ist der Preisverfall meist äußerst kräftig. Auch die Aktienkurse sind weltweit auf Talfahrt gegangen. Hinzu kommt schließlich ein drastischer Rückgang der Preise für Rohstoffe, die als Anlageform in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Zunächst war damit gerechnet worden, dass die Schwellenländer aufgrund der Struktur ihrer Finanzmärkte und der Tatsache, dass die Banken dieser Länder nur in geringem Maße die problematischen, auf US-Hypotheken basierenden Vermögenstitel in ihre Bilanzen genommen hatten, von der Krise über die Finanzmärkte nur wenig betroffen sein würden. Zeitweise schienen Schwellenländer sogar ein „sicherer Hafen“ für Anleger zu sein, und zum Teil werteten ihre Währungen am Beginn der Krise noch auf. Allerdings hatten dort die Banken häufig in beträchtlichem Umfang in Finanzderivate investiert, die sich auf Wechselkursrisiken oder Rohstoffpreise beziehen, und waren somit ebenfalls großen Risiken ausgesetzt. Daher konnten sich auch diese Länder der Entwicklung nicht entziehen, und die Aktienkurse fielen dort im Lauf des vergangenen Jahres sogar noch stärker als die in den Industrieländern.<sup>2</sup>

Der Rückgang der Vermögenswerte auf breiter Front hat auch die Bilanzsituation von nichtfinanziellen Unternehmen geschwächt und deren Finanzierungsbedingungen verschlechtert; er dämpft daher die Investitionstätigkeit. Gleichzeitig haben die Verschuldungsmöglichkeiten der privaten Haushalte abgenommen und sie sparen vermehrt, um ihre Vermögensverluste zu kompensieren. All dies dämpft die Konsumnachfrage. Der Rohstoffpreistrückgang hat hingegen – neben den negativen Wirkungen auf die Vermögen der Besitzer von Rohstoffen und Rohstoffzertifikaten – kurzfristig vor allem Verteilungseffekte. Er entlastet zwar die Verbraucher, reduziert aber die Absorptionsmöglichkeiten in den Produzentenländern, deren Nachfrage noch bis in den Herbst 2008 hinein robust geblieben war.

Darüber hinaus trägt der internationale Handel zur Verbreitung der Krise bei. Zu Beginn beschränkte sich die Nach-

frageschwäche noch weitgehend auf die USA, und dort war zunächst vor allem die Bauwirtschaft betroffen. Davon gingen über den Außenhandel bis zum Sommer 2008 nur begrenzte kontraktive Wirkungen auf die übrige Welt aus, zumal die US-Binnennachfrage im ersten Halbjahr 2008 durch ein Konjunkturprogramm gestützt wurde. Im Sommer vergangenen Jahres setzte dann mit der Zuspitzung der Finanzkrise in vielen Ländern eine drastische Korrektur der Absatz- und Ertrags Erwartungen ein. Die Reduktion von Produktion und Nachfrage in den einzelnen Ländern verstärkte sich so über den Handelskanal gegenseitig; infolge der Aufspaltung der Wertschöpfungskette bei der industriellen Güterfertigung, die im Zuge der Globalisierung in den vergangenen zwei Jahrzehnten zunehmend grenzüberschreitenden Charakter bekommen hat, führte dies zu einem massiven Einbruch im Welthandel. Hinzu kam, dass es im Zuge der Finanzmarktkrise offenbar schwieriger wurde, Handelskredite oder Bürgschaften für Handelsgeschäfte zu erhalten. Im Ergebnis ging das Welthandelsvolumen in den drei Monaten von November 2008 bis Januar 2009 um nahezu 20% zurück. Unter den Industrieländern waren von dieser Entwicklung Japan und Deutschland besonders stark betroffen; unter den Schwellenländern litten die kleineren asiatischen Schwellenländer, in denen die Exporte einen Großteil des Bruttoinlandsprodukts ausmachen, in besonderem Maße.

### Inflation auf dem Rückzug

Die Inflation ist im zweiten Halbjahr 2008 als Folge gesunkener Rohstoffpreise weltweit stark zurückgegangen. In den OECD-Ländern verringerte sich die Inflationsrate von knapp 5% im Juli auf 1,3% im Februar, die niedrigste Rate seit Einführung des Systems flexibler Wechselkurse zu Beginn der 70er Jahre. Die ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kerninflation lag zwar deutlich höher, aber auch auf dieser Basis hat der Preisauftrieb nachgelassen, und er war mit etwa 1,5% gering. Vor allem in den USA hat sich mittlerweile die Kernrate recht deutlich reduziert. Auch in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern ist die Inflation als Folge niedrigerer Öl- und Nahrungsmittelpreise in der zweiten Jahreshälfte spürbar zurückgegangen. So fiel die Inflationsrate in China von über 6% im vergangenen Sommer auf – 1,6% im Februar 2009. Allerdings gab es in einer Reihe von Ländern einen Schub bei den Importpreisen, weil die heimische Währung stark abwertete. So liegen die Inflationsraten in Russland und in einigen Ländern Lateinamerikas über den von den Regierungen angestrebten Werten.

Für den Prognosezeitraum unterstellen die Institute einen konstanten Ölpreis in Höhe von 50 Dollar pro Barrel; die Notierungen für Industrierohstoffe steigen von ihrem zuletzt erreichten, stark ermäßigten Niveau aus allenfalls leicht.

<sup>2</sup> Vgl. Asian Development Bank, *Global Financial Turmoil and Emerging Market Economies: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth?*, Manila 2009.

Unter diesen Rahmenbedingungen und angesichts einer voraussichtlich weiter sinkenden Kapazitätsauslastung wird sich die Inflationsrate im weiteren Verlauf des Jahres 2009 nochmals reduzieren. Für Frühjahr und Sommer, wenn die Ölpreise ihr Vorjahresniveau um rund die Hälfte unterschreiten werden, sind in vielen Industrieländern, aber auch in einigen Schwellenländern negative Inflationsraten absehbar. Im gesamten Prognosezeitraum dürfte der Preisanstieg in den Industrieländern sehr niedrig ausfallen. Das Risiko, dass sich verbreitet deflationäre Tendenzen durchsetzen, ist angesichts der tiefen Rezession gestiegen. Allerdings könnte die extrem expansive Geldpolitik auch dazu führen, dass sich die Inflationserwartungen deutlich erhöhen.

### Geldpolitik im Zeichen der Krise

Die Zentralbanken in den Industrieländern haben auf die konjunkturelle Talfahrt und die anhaltenden Probleme im Finanzsektor in den vergangenen Monaten mit einer Reihe von Maßnahmen reagiert. Die Notenbankzinsen wurden weiter gesenkt: In vielen Ländern sind inzwischen langjährige Tiefststände erreicht; in den USA, in Großbritannien und in Japan betragen die Leitzinsen bereits seit Ende 2008 annähernd 0%. Die Geldmarktzinsen liegen inzwischen trotz nach wie vor erhöhter Risikoprämien im Interbankenmarkt überall deutlich unter den Kapitalmarktzinsen. Vor dem Hintergrund, dass für konventionelle Geldpolitik mittels Senkung der Notenbankzinsen nur noch wenig Spielraum besteht, können zusätzliche Anregungen nunmehr fast ausschließlich durch unkonventionelle Maßnahmen erfolgen, mit denen die Zentralbankgeldmenge erhöht und das Zinsniveau auf Märkten für verschiedene Vermögenstitel durch direkte Interventionen der Notenbanken beeinflusst werden soll.

Insbesondere in den USA unternimmt die Notenbank weiterhin enorme Anstrengungen, um die Verwerfungen an den Finanzmärkten zu bereinigen und die Konjunktur zu stützen. Bereits im September hatte sie begonnen, in größerem Umfang an den Wertpapiermärkten zu intervenieren, teils um Finanzinstituten den Zugang zu Liquidität zu erleichtern, teils um durch den Aufkauf von kurzfristigen Unternehmensanleihen und von mit Kreditforderungen unterlegten Wertpapieren die Finanzierungskosten auf direktem Wege zu senken und der Neukreditvergabe wieder Schwung zu verleihen. Alles in allem gelang es der Fed, die Situation an den Finanzmärkten etwas zu entspannen. Um die Kreditvergabe anzuregen, wird sie weiterhin versuchen, auf direktem Wege die relevanten Finanzierungskosten zu senken und die Bankbilanzen durch die Übernahme von Kreditforderungen zu entlasten, um so den Banken wieder mehr Spielraum für die Neukreditvergabe zu verschaffen und auf sinkende Zinsen in diesen Märkten hinzuwirken.

Auch die Bank von England ist im Dezember 2008 gleichzeitig mit der Senkung des Reposatzes auf das Rekordtief von 0,5% offiziell zu einer Politik der quantitativen Lockerung übergegangen. In Japan hat die Notenbank begonnen, Aktien, kurzfristige Schuldverschreibungen des privaten Sektors und Unternehmensanleihen zu erwerben sowie den Umfang ihrer Käufe von Staatsanleihen aufzustocken.

Die Europäische Zentralbank lehnt hingegen einen direkten Ankauf von Wertpapieren unter Umgehung des Bankensektors nach wie vor ab. Sie hat unter den Notenbanken der großen Industrieländer allerdings noch den größten Spielraum für weitere Zinssenkungen.

### Finanzpolitik: Massive Konjunkturprogramme

Angesichts der Spannungen auf den Finanzmärkten könnten die geldpolitischen Impulse auf die Realwirtschaft geringer ausfallen als üblich. Daher haben viele Länder auf die verschlechterten Konjunkturaussichten mit einer massiven Lockerung der Finanzpolitik reagiert. Bereits im vergangenen Jahr sind die Budgetdefizite in den meisten Industrieländern höher ausgefallen als ein Jahr zuvor. Im laufenden Jahr werden sie drastisch ansteigen. Zu den gravierenden Auswirkungen des konjunkturellen Einbruchs auf Staatseinnahmen und -ausgaben kommen erhebliche Ausgaben zur Stützung des Finanzsektors, auch wenn die Rettungspakete nur zum Teil unmittelbar defizitwirksam werden. Zudem wurden in zahlreichen Ländern Konjunkturprogramme aufgelegt, welche die Neuverschuldung zusätzlich erhöhen. Dies gilt nicht nur für die Industrieländer, sondern auch für die Schwellenländer.

Die Konjunkturpakete sind vielfach von beträchtlichem Umfang. Nominell belaufen sie sich gemessen am Bruttoinlandsprodukt nicht selten auf eine Größenordnung von 3% und mehr (vgl. Tab. 1.1). Die konjunkturelle Wirkung der Programme hängt von mehreren Faktoren ab. Zum einen ist von Bedeutung, welche konkreten Maßnahmen ergriffen werden. Empirische Studien kommen überwiegend zu dem Ergebnis, dass eine Erhöhung der Ausgaben kurzfristig stärker stimuliert als eine Steuersenkung gleichen Ausmaßes.<sup>3</sup> Zum anderen spielt das Timing des Gesamtprogramms eine Rolle. Häufig sind die Programme über eine Laufzeit von mehreren Jahren angelegt, nicht zuletzt weil die verschiedenen Maßnahmen unterschiedlich schnell umgesetzt werden können. Dabei lassen sich Steuersenkungen oder eine Erhöhung der Transfers relativ schnell durchführen, während die Umsetzung öffentlicher Investitionen einen zum Teil erheblichen Vorlauf benötigt. Schließlich ist zu bedenken, dass nicht selten die von den Regierungen angegebenen Volu-

<sup>3</sup> Für eine Übersicht zu den Multiplikatorwirkungen verschiedener fiskalpolitischer Maßnahmen im internationalen Vergleich siehe OECD, Economic Outlook (Interim Report März 2009), Paris 2009.

**Tab. 1.1**  
**Fiskalpolitische Maßnahmen**  
 in Relation des Bruttoinlandsprodukts von 2008

	Maßnahmen										Finanzierungsdefizit			Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzmarktsektors <sup>a)</sup>
	Diskretionäre Maßnahmen					Erhöhung der Staatsausgaben					2008	2009	2010	2008–2010
	Gesamt		Steuer- und Abgabensenkungen		Erhöhung der Staatsausgaben									
2008–2010	2008–2010	2008	2009	2010	2008–2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008–2010		
Frankreich	3,0	1,6	0,0	0,6	1,0	1,4	0,0	0,7	0,6	-0,1	-3,7	-5,5	23,3	
Großbritannien	0,7	0,2	0,0	0,1	0,0	0,5	0,0	0,4	0,1	-3,4	-6,3	-8,1	3,6	
Italien	1,4	1,5	0,2	1,0	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,4	-4,4	-9,3	-10,5	25,5	
Spanien	0,0	-0,3	0,0	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0	-2,5	-4,5	-5,8	k.A.	
Euroraum <sup>b)</sup>	3,5	1,6	0,5	0,6	0,6	1,9	0,6	1,1	0,2	-3,4	-7,5	-8,9	17,6	
USA	1,3	0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	0,1	0,4	0,2	-1,7	-4,9	-6,4	12,5	
Mexiko	5,6	3,2	1,2	0,8	1,2	2,4	0,0	1,2	1,2	-3,2	-12,0	-11,0	34,2	
Japan	1,3	-0,8	0,0	-0,8	k.A.	2,1	0,0	2,1	k.A.	-0,1	-5,3	-2,8	k.A.	
China	2,0	0,5	0,0	0,2	0,2	1,5	0,0	1,3	0,3	-1,5	-7,5	-9,0	20,7	
Korea	4,8	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	4,2	1,2	0,7	k.A.	
	4,8	3,2	0,6	1,2	1,4	1,6	0,5	1,2	0,0	0,3	-6,5	-4,4	0,8	

<sup>a)</sup> Ein wesentlicher Teil der Maßnahmen ist nicht unmittelbar defizitwirksam. – <sup>b)</sup> Ohne Slowenien, Zypern und Malta.

Quelle: OECD; Brookings Institute; EIU; Eurostat; Berechnungen und Prognosen der Institute.

mina der Programme deren fiskalischen Impuls überzeichnen, weil bereits beschlossene Maßnahmen oder ohnehin beabsichtigte Ausgabenzuwächse in die Konjunkturprogramme mit eingerechnet werden (etwa im Fall Chinas), oder weil an anderer Stelle Budgetkürzungen oder Abgabenerhöhungen vorgenommen werden, so dass per saldo ein geringerer Nachfragestimulus entsteht (wie in Italien). Auch können Preiseffekte den Impuls schmälern.

Bei der Bewertung der Finanzpolitik gilt es zudem zu berücksichtigen, dass sie nicht nur über diskretionäre Konjunkturprogramme expansiv wirkt, sondern auch über automatische Stabilisatoren. Deren Wirkungen können von Land zu Land unterschiedlich ausfallen, je nach Umfang der Sozialleistungen, Größe des öffentlichen Sektors und Progressionsgrad des Steuersystems. In der Rezession werden die öffentlichen Haushalte in den Ländern stärker belastet, die stärkere automatische Stabilisatoren aufweisen. Daher ist es nicht überraschend, dass in Ländern, in denen die automatischen Stabilisatoren besonders groß sind, wie Belgien, Frankreich und den Niederlanden, die Konjunkturprogramme bislang eher gering ausfallen.

### Ausblick: Dem Rückgang der Weltproduktion folgt eine nur allmähliche Erholung

Im ersten Quartal 2009 hat sich die Talfahrt der Weltkonjunktur in unvermindertem Tempo fortgesetzt. Deutliche Hinweise auf ein Ende des Einbruchs sind bislang noch nicht erkennbar. Jedoch deuten einige Indikatoren darauf hin, dass Produktion und Nachfrage in den kommenden Monaten langsamer abnehmen werden. So haben sich das Geschäftsklima und die Ergebnisse von Umfragen bei Einkaufsmanagern in vielen Industrieländern nicht mehr verschlechtert. Insbesondere die Erwartungskomponenten dieser Indizes haben sich – vermutlich als Reaktion auf die zunehmend expansive Ausrichtung der Wirtschaftspolitik – zum Teil sogar verbessert. Auch sind die meisten Rohstoffpreise nach der Jahreswende wieder leicht gestiegen, was auf eine Stabilisierung der Nachfrage hindeuten könnte.

Nach Ansicht der Institute wird die Abwärtsbewegung wohl erst im Winterhalbjahr 2009/2010 auslaufen. Die sich anschließende konjunkturu-

**Kasten 1.1****Zur Wirkung von Konjunkturprogrammen**

Einschätzungen der Wirkung von Konjunkturprogrammen sind aus einer Reihe von Gründen mit großer Unsicherheit behaftet. So unterscheidet sich die Wirkung von Land zu Land spürbar und hängt unter anderem vom Offenheitsgrad und von den institutionellen Gegebenheiten der jeweiligen Volkswirtschaft ab.<sup>a)</sup> Zudem erweist es sich als schwierig, die Ergebnisse von Studien auf konkret ausgestaltete Konjunkturprogramme zu übertragen.<sup>b)</sup> Vor allem aber wurde bisher weder in der theoretischen noch in der empirischen Literatur ein einheitlicher Modellrahmen gefunden, der es erlaubt, die Wirkung von Staatsausgaben und Steuersenkungen abzuschätzen.

Kurzfristig dürften vor allem vermehrte Staatsausgaben expansive Effekte haben, während die Wirkung von Steuersenkungen in der Regel etwas geringer eingeschätzt wird, da hier ein Teil des zusätzlich verfügbaren Einkommens von den Haushalten gespart werden dürfte. Mittelfristig sind aus theoretischer Sicht sowohl Mechanismen denkbar, die den ursprünglichen Impuls weiter verstärken, als auch solche, die ihn dämpfen. Verstärkende Effekte entstehen durch das über die Auslastung nicht genutzter Produktionsfaktoren generierte Einkommen, das wiederum zusätzliche Nachfrage auslöst und so einen Multiplikatorprozess in Gang setzt. Eine hohe Importneigung, steigende Zinsen und ricardianische Effekte (also Konsumzurückhaltung der Privaten in Erwartung zukünftiger Steuererhöhungen) dämpfen hingegen den ursprünglichen Impuls. Gerade ricardianische Effekte, die in nekeynesianischen Modellen mit rationaler Erwartungsbildung eine zentrale Rolle spielen, können aus theoretischer Sicht sogar dazu führen, dass Konjunkturprogramme überhaupt keine Wirkung entfalten.

Empirische Untersuchungen, die sich häufig auf die USA beziehen, finden oftmals kurz- und mittelfristig positive Wirkungen einer Erhöhung der Staatsausgaben auf den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts. Die einzelnen Ergebnisse weichen aber erheblich voneinander ab. In einer Vergleichsstudie berichten Caldara und Kamps, dass der Multiplikator kurzfristig, d.h. für einige Quartale, zwischen null und etwas über eins liegt, während er mittelfristig bis zu 1,5 betragen kann.<sup>c)</sup> Gali et al. schätzen die kurzfristige Multiplikatorwirkung auf etwa 0,8 und die mittelfristige auf etwa 1,7.<sup>d)</sup> Noch größere Unsicherheit herrscht bezüglich der Auswirkungen von Steuersenkungen. Während gemäß einigen Ansätzen mit überhaupt keiner signifikanten Wirkung auf die Konjunktur zu rechnen ist (Caldara und Kamps), kommen Mountford und Uhlig zu dem Resultat, dass Steuersenkungen nach einigen Quartalen sogar eine größere Wirkung entfalten als Staatsausgaben.<sup>e)</sup> Zusätzliche Unsicherheit bezüglich der Ergebnisse entsteht dadurch, dass Gegenstand dieser Untersuchungen die Änderung gewöhnlicher Staatsausgaben und Steuereinnahmen ist, deren Wirkung nicht unbedingt den Effekten entsprechender Maßnahmen im Rahmen von groß dimensionierten Konjunkturprogrammen ähneln muss.

All dies führt dazu, dass sich die Einschätzungen bezüglich der Auswirkung des Konjunkturprogramms in den USA zum Teil erheblich voneinander unterscheiden. So kommen Bernstein und Romer zu dem Ergebnis, dass das Bruttoinlandsprodukt aufgrund des Konjunkturpakets zum Jahresende 2010 um 3,6% höher sein wird als ohne fiskalischen Stimulus.<sup>f)</sup> Cogan et al. verwenden ein nekeynesianisches Modell mit rationalen Wirtschaftssubjekten und der Betonung ricardianischer Effekte und errechnen, dass das Niveau des Bruttoinlandsprodukts im selben Zeitraum lediglich um 0,7% erhöht wird.<sup>g)</sup> Das Congressional Budget Office unterstellt für die verschiedenen Teile des Konjunkturprogramms eine Bandbreite von möglichen Multiplikatorwirkungen und kommt zu dem Ergebnis, dass das Bruttoinlandsprodukt bereits im Jahr 2009 zwischen 1,4 und 3,8% höher sein wird als ohne Konjunkturprogramm.<sup>h)</sup> Am Jahresende 2010 wird das Bruttoinlandsprodukt gemäß diesen Schätzungen zwischen 1,1 und 3,4% höher sein.

Alles in allem sind Schätzungen der Auswirkungen der Konjunkturprogramme mit großer Unsicherheit behaftet. Für Konjunkturprognosen ist zudem nicht nur von Interesse, um wie viel das Bruttoinlandsprodukt zum Jahresende gestiegen ist, sondern auch, welche Auswirkungen sich im Jahresdurchschnitt ergeben. Um eine solche Schätzung vornehmen zu können, müssen Annahmen über die zeitliche Verteilung der Ausgaben des Konjunkturprogramms getroffen werden. Da diese Annahmen die Resultate stark beeinflussen, können schon leichte Verzögerungen bei der Durchführung des Programms zu stark unterschiedlichen Ergebnissen führen, was die Unsicherheit bezüglich der Einschätzung der Auswirkungen von Konjunkturprogrammen noch einmal erhöht.

<sup>a)</sup> Vgl. EZB, *Monatsbericht März*, Kasten 7, Frankfurt am Main 2009, und OECD (2009), a.a.O..

<sup>b)</sup> Vgl. Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook, September 2008*, Washington, D.C. 2008.

<sup>c)</sup> Vgl. Caldara, D. und C. Kamps, »What are the Effects of Fiscal Policy Shocks? A VAR-Based Comparative Analysis«, EZB Working Paper Series 877, 2008.

<sup>d)</sup> Vgl. Gali, J., J.D. Lopez-Salido und J. Valles, »Understanding the Effects of Government Spending on Consumption«, *Journal of the European Economic Association* 5(1), 2007, S. 227–270.

<sup>e)</sup> Mountford, A. und H. Uhlig, »What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?« NBER Working Paper 14551, 2009.

<sup>f)</sup> Vgl. Bernstein, J. und C. Romer, »The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan«, [http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074\\_j3m6bt1te.pdf](http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074_j3m6bt1te.pdf). Download am 4. März 2009. Dabei wird auf der Grundlage zweier makroökonomischer Modelle für Staatsausgaben ein Multiplikator von kurzfristig etwa eins und mittelfristig von etwa 1,5 unterstellt. Steuersenkungen haben demzufolge einen Multiplikator von kurzfristig Null, der dann sukzessive auf einen Wert von eins ansteigt.

<sup>g)</sup> Vgl. Cogan, J.F., T. Cwik, J.B. Taylor und V. Wieland, »New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers«, <http://www.stanford.edu/~johnhay/CCTW%20Mar%202009.pdf>, Download am 4. März 2009. Für Staatsausgaben ergibt sich den Autoren zu Folge ein kurzfristiger Multiplikator von etwa 1,4, der dann sukzessive – unter der Annahme einer dauerhaften Erhöhung der Staatsausgaben – in einem Zeitraum von sechs Jahren auf nahe null sinkt. Für Steuersenkungen wird ein Multiplikator von 0,3 unterstellt.

<sup>h)</sup> Vgl. Congressional Budget Office, »Estimated Impacts of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009«, [http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10008/03-02-Macro\\_Effects\\_of\\_ARRA.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10008/03-02-Macro_Effects_of_ARRA.pdf), Download am 4. März 2009.

relle Belebung dürfte allerdings zunächst nur wenig Dynamik entfalten. Eine Reihe von Faktoren, die sich zum Teil gegenseitig verstärken, belastet die Perspektiven bis auf weiteres. Ein Kernproblem bleibt die anhaltende Verunsicherung an den Finanzmärkten, die vor allem auf Sorgen bezüglich der Solvenz einzelner Banken beruht und den Geldfluss zwischen den Wirtschaftsakteuren spürbar ver-

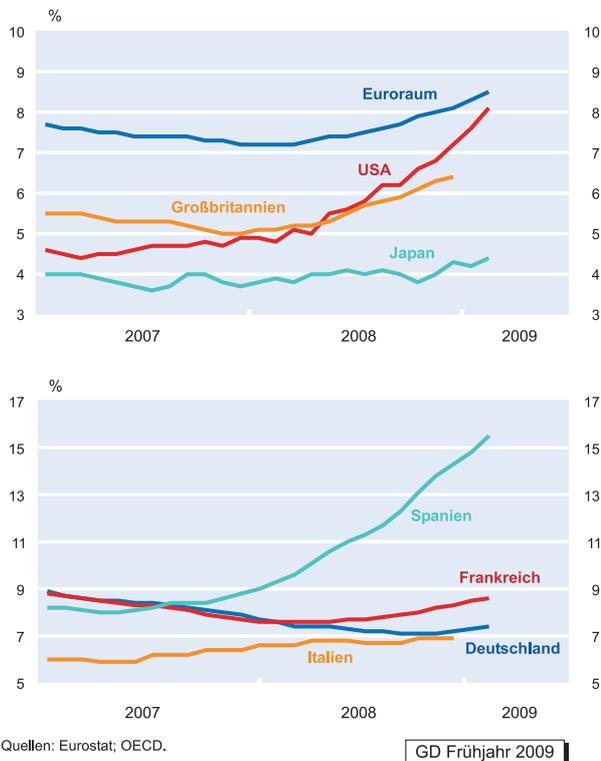
langsam hat. In wichtigen Ländern kommt eine Depression am Immobilienmarkt hinzu, deren Ende noch nicht absehbar ist und die den Abschreibungsbedarf der Banken erhöht. Erfahrungsgemäß sind Rezessionen, die mit Immobilien- und Banken Krisen einhergehen, tiefer und vor allem schwerer zu überwinden als Rezessionen, in denen solche Probleme nicht prominent sind. Zwar wird in dieser

Prognose davon ausgegangen, dass es weiterhin gelingt, einen Zusammenbruch des Weltfinanzsystems zu verhindern. Diese Erwartung gründet sich darauf, dass die Regierungen und Notenbanken in den großen Industrieländern demonstriert haben, dass sie gewillt sind, den Finanzsektor mit allen Mitteln zu stützen; dies wurde nochmals beim Treffen der Regierungschefs der G-20-Staaten verdeutlicht. So sollte es z.B. durch die Stärkung internationaler Organisationen möglich sein, die Zahlungsfähigkeit einzelner, von einem Staatsbankrott bedrohter Länder durch kurzfristige Kreditgewährung zu sichern. Auch wurden erhebliche Mittel für die Vergabe von Handelskrediten durch Exportkreditagenturen der Industrieländer bereitgestellt, so dass der Welthandel gestützt wird. Gleichwohl erscheint eine kräftige Erholung der Produktion vorerst wenig wahrscheinlich, denn der Finanzsektor wird im Prognosezeitraum wohl kaum vollständig gesunden. Dazu kommen weitere retardierende Faktoren.

Die Struktur der Nachfrage in den einzelnen Industrieländern wird sich im Prognosezeitraum verändern, je nachdem in welchem Maße die Verschuldung im privaten Sektor in den vergangenen Jahren gestiegen ist und die Akteure nun durch schrumpfende Vermögenswerte zu erhöhter Ersparnis gezwungen sind, mit der Folge, dass die inländische Verwendung auf absehbare Zeit gedämpft wird und die realen Außenhandelsdefizite, die sich in den vergangenen Jahren aufgebaut haben, zurückgehen. Mit den USA ist von dieser Korrektur die weltgrößte Volkswirtschaft besonders stark betroffen. Auch in anderen Ländern, etwa in Großbritannien und in Spanien, werden die privaten Haushalte ihre Konsumneigung reduzieren. Auf der anderen Seite kommt der kontraktive Impuls in Deutschland, Italien und Frankreich sowie – besonders deutlich – in Japan in erster Linie von der Auslandsnachfrage, während die Binnennachfrage im Jahr 2009 günstiger als das Bruttoinlandsprodukt verlaufen wird und sich in diesen Ländern der reale Außenbeitrag vermindern dürfte. Die damit einhergehende Verringerung der globalen Außenhandelsungleichgewichte ist mit Produktionsverlusten verbunden, da die durch die Nachfragedämpfung vor allem in den USA entstehende Lücke kurzfristig nicht durch eine entsprechende Expansion der Binnennachfrage in anderen Ländern geschlossen wird.

Der Ausblick wird nicht zuletzt durch die Entwicklung am Arbeitsmarkt erheblich belastet, wenn auch nicht überall in gleichem Maße. Darin zeigen sich Unterschiede in Zeitpunkt und Ausmaß der konjunkturellen Abschwächung, aber auch die Tatsache, dass in den einzelnen Ländern die Rezession unterschiedliche Sektoren besonders hart betroffen hat; hinzu kommen voneinander abweichende institutionelle Bedingungen. So hat der Anstieg der Arbeitslosigkeit dort früher eingesetzt und ist dort ausgeprägter (vgl. Abb. 1.1), wo Immobilienkrisen mit einem starken Rück-

Abb. 1.1  
Entwicklung der Arbeitslosenquoten im internationalen Vergleich



gang der Bautätigkeit einhergingen (USA, Spanien, Irland). In den Ländern, in denen die Rezession vor allem in dem seit Herbst zu verzeichnenden, dramatischen Einbruch der Industrieproduktion begründet ist (insbesondere in Deutschland, aber auch in einer Reihe von anderen Ländern des Euroraums, in Schweden, in der Schweiz und in Japan), wurde die Zahl der Beschäftigten erst im Verlauf des Winterhalbjahrs spürbar reduziert, zumal häufig zunächst Überstunden abgebaut werden konnten und die Arbeitszeit reduziert wurde.

Alles in allem rechnen die Institute damit, dass die Produktion in den Industrieländern 2009 mit einer Rate von 4,2% drastisch zurückgeht, 2010 fällt sie nochmals geringfügig (vgl. Tab. 1.2). Dabei nimmt die Arbeitslosigkeit massiv zu, und die Produktionslücke wird am Ende des Prognosezeitraums erheblich sein. Dies dürfte dazu führen, dass die Inflation in der Grundtendenz weiter sinkt. In den Schwellenländern wird die Wirtschaft insgesamt 2009 nur leicht schrumpfen. Dies ist aber vor allem der anhaltenden, wenn auch schwächeren Expansion in den beiden großen Ländern China und Indien geschuldet. In den übrigen asiatischen Schwellenländern und in Lateinamerika sowie in Russland geht das Bruttoinlandsprodukt deutlich zurück. Für 2010 ist eine moderate Erholung der wirtschaftlichen Aktivität in den meisten Ländern zu erwarten. Die Weltproduktion dürf-

**Tab. 1.2**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Welt**

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
<b>Industrieländer</b>										
EU-27	34,5	0,9	-4,3	-0,5	3,5	0,2	0,1	7,0	9,2	10,1
Schweiz	0,9	1,6	-2,4	-0,3	2,3	-0,6	1,0	2,6	3,5	4,8
Norwegen	0,8	2,0	-1,0	0,5	3,4	1,5	0,8	2,6	3,4	3,7
West- und Mitteleuropa	36,2	0,9	-4,2	-0,5	3,5	0,2	0,1	6,9	9,0	9,9
USA	28,2	1,1	-3,5	-0,1	3,8	-0,5	1,1	5,7	9,2	10,2
Japan	9,0	-0,7	-6,7	0,2	1,4	-1,0	-0,8	4,0	4,8	5,3
Kanada	2,9	0,8	-2,5	0,5	2,3	0,0	1,3	6,0	8,5	9,0
<b>Industrieländer insgesamt</b>	<b>76,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>6,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>
<b>Schwellenländer</b>										
Russland	2,6	5,6	-3,5	-0,5	-	-	-	-	-	-
China und Hongkong	7,1	8,7	5,0	6,5	-	-	-	-	-	-
Indien	2,3	7,4	4,5	6,0	-	-	-	-	-	-
Ostasien ohne China <sup>a)</sup>	5,2	4,4	-4,5	2,0	-	-	-	-	-	-
Lateinamerika <sup>b)</sup>	6,5	4,4	-3,5	1,0	-	-	-	-	-	-
<b>Schwellenländer insgesamt</b>	<b>23,7</b>	<b>6,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Insgesamt<sup>c)</sup></b>	<b>100,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<i>Nachrichtlich:</i>										
Exportgewicht <sup>d)</sup>		1,7	-3,6	0,0	-	-	-	-	-	-
Welthandel, real	-	1,5	-16,5	0,5	-	-	-	-	-	-

<sup>a)</sup> Gewichteter Durchschnitt aus: Südkorea, Taiwan, Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Philippinen. Gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar. – <sup>b)</sup> Gewichteter Durchschnitt aus: Brasilien, Mexiko, Argentinien, Kolumbien, Venezuela, Chile. Gewichtet mit dem BIP von 2006 in US-Dollar. – <sup>c)</sup> Summe der aufgeführten Ländergruppen. Gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar. – <sup>d)</sup> Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr 2007.

Quelle: OECD; IWF; Berechnungen der Institute; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

te 2009 kräftig schrumpfen.<sup>4</sup> Noch dramatischer ist die Entwicklung im Welthandel, für den ein Rückgang um etwa 15% zu erwarten ist. Im kommenden Jahr dürfte das globale Bruttoinlandsprodukt wieder leicht zunehmen. Mit einer Rate von rund 0,5% fällt der Zuwachs allerdings im historischen Vergleich sehr niedrig aus, und auch der Welthandel steigt zunächst nur sehr verhalten.

## Risiken

Aus der ungewöhnlich starken Abwärtsdynamik der Weltkonjunktur, der hohen Ungewissheit über die tatsächliche Situation des Finanzsektors und den Folgewirkungen der massiven wirtschaftspolitischen Interventionen ergeben sich Risiken für die Prognose. In ihrer Basisprognose erwarten

die Institute eine allmähliche Stabilisierung der Weltkonjunktur im Verlauf dieses Jahres und eine schleppende Belebung der wirtschaftlichen Aktivität im Jahr 2010. Dabei ist unterstellt, dass die Situation an den Finanzmärkten vorerst labil bleibt, es aber nicht zu einer neuerlichen dramatischen Verschärfung der Lage kommt. Bei dieser Annahme gibt es Risiken für die Prognose in beide Richtungen.

Risiken liegen einmal darin, dass die Stärke oder die zeitliche Dimension bestimmter Entwicklungen falsch eingeschätzt wird. Beispielsweise könnte nach den dramatischen Einbrüchen der Vormonate eine Rückkehr des Vertrauens zu einer unerwartet kräftigen Erholung führen, insbesondere wenn sich die Lage an den Finanzmärkten rascher entspannt als unterstellt. Auch könnten exogen gesetzte Rahmendaten deutlich von den realisierten Werten abweichen. So könnte ein nochmaliger drastischer Verfall der Vermögenswerte einen zusätzlichen kontraktiven Schock für die Weltwirtschaft insgesamt auslösen. Starke Verschiebungen der Wechselkursrelationen würden die Aussichten in den einzelnen Wirtschaftsräumen markant, wenn auch in unterschiedlicher Weise berühren. Angesichts der massiven Aus-

<sup>4</sup> Diese Rate bezieht sich auf den in Tabelle 1.2 enthaltenen Länderkreis, wobei die Zuwachsraten mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2007 in US-Dollar gewichtet wurden. Sie ist nicht unmittelbar vergleichbar mit anderen Angaben für das Wachstum der Weltwirtschaft, beispielsweise denen des Internationalen Währungsfonds, die Kaufkraftparitäten bei der Gewichtung zugrunde legen und auch hier nicht berücksichtigte Länder einschließen.

weitung der Staatsverschuldung und der drastischen Zuwächse der Zentralbankgeldmenge in den USA scheint gegenwärtig insbesondere das Risiko einer starken Abwertung des US-Dollar erheblich zu sein. Weitere Risiken liegen in der angespannten finanziellen Situation einiger Schwellenländer, die zu Währungs- und Finanzkrisen führen könnten, welche die weltwirtschaftliche Entwicklung zusätzlich belasten würden. Solche Risiken quantitativer Fehleinschätzungen sind gegenwärtig möglicherweise besonders ausgeprägt; sie bestehen grundsätzlich aber bei jeder Prognose.

Ein anderes, qualitatives Risiko besteht darin, dass in der gegenwärtigen Situation die Reaktion der Wirtschaftssubjekte auf die Politikmaßnahmen grundsätzlich falsch eingeschätzt wird. So ist es denkbar, dass es der Wirtschaftspolitik trotz aller Bemühungen nicht gelingt, einen deflationären Zirkel aus Vermögensverlusten, Einkommensrückgängen, steigender realer Schuldenlast und sinkenden Preisen zu verhindern, so dass die wirtschaftliche Aktivität in ähnlicher Weise nachhaltig und andauernd zurückgeht wie in den 1930er Jahren des vorigen Jahrhunderts. Die Institute halten dies angesichts der Tatsache, dass die Politik offenbar entschlossen ist, einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, allerdings für sehr unwahrscheinlich. Der massive Expansionskurs der Wirtschaftspolitik könnte aber letztlich dazu führen, dass die Schuldenlast der öffentlichen Haushalte in einem Maße zunimmt, dass sich die Erwartung eines deutlichen Anstiegs der Inflation herausbildet. Auch eine solche Entwicklung würde die wirtschaftlichen Perspektiven auf mittlere Sicht erheblich belasten. Von einer ähnlichen Qualität wäre eine starke Zunahme protektionistischer Tendenzen oder der Versuch, im Sinne einer „beggar thy neighbor“-Politik die eigene Wirtschaft durch Abwertung der Währung oder Subventionierung der heimischen Produktion anzuregen. Auch dies würde das Wachstum auf mittlere Sicht dämpfen.

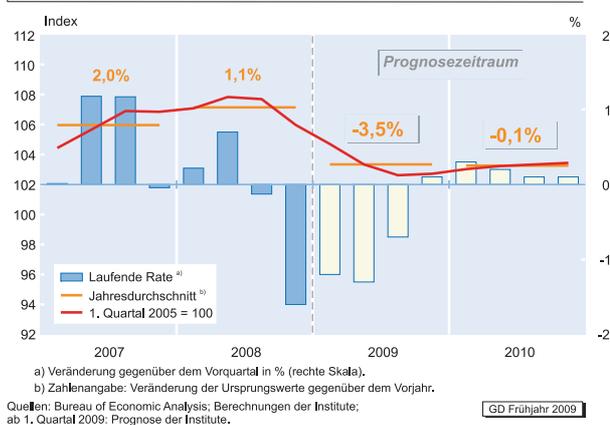
Im Euroraum besteht die Herausforderung darin, Ungleichgewichte zwischen den Ländern zu verringern, wobei die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen in den Staaten mit hohen Außenhandelsdefiziten in einem Umfeld sehr niedriger durchschnittlicher Lohn- und Preissteigerungsraten erschwert ist. Vor diesem Hintergrund könnten die Spannungen innerhalb des Währungsraums zunehmen.

### USA: Andauernde Rezession trotz umfangreicher wirtschaftspolitischer Maßnahmen

In den USA hat sich der Abschwung zum Jahresende noch einmal spürbar beschleunigt (vgl. Abb. 1.2). Im vierten Quar-

Abb. 1.2

#### Reales Bruttoinlandsprodukt der USA Saisonbereinigter Verlauf



tal schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt um 1,6%, so stark wie seit 1982 nicht mehr. Gemessen an der Industrieproduktion, der Beschäftigung und den realen Einzelhandelsumsätzen ist die aktuelle Rezession bereits ausgeprägter als die sechs Rezessionen, die die USA in den vergangenen 40 Jahren durchliefen.<sup>5</sup>

Die privaten Konsumausgaben gingen im Vergleich zur Vorperiode mit einer Rate von real 1,1% zwar nur etwas stärker zurück als im Vorquartal. Da der Rückgang im dritten Quartal durch das Auslaufen der stimulierenden Wirkungen des Konjunkturpakets vom vergangenen Frühjahr aber überzeichnet war, hat sich die zugrunde liegende Abwärtsdynamik noch einmal spürbar beschleunigt.<sup>6</sup> Einen vergleichbaren Einbruch der privaten Konsumausgaben gab es seit Anfang 1980 nicht.

Auch die Anlageinvestitionen nahmen zum Jahresende dramatisch ab. Die Ausrüstungsinvestitionen brachen im vierten Quartal um 7,9% ein, da sich die Unternehmen aufgrund der bereits niedrigen Kapazitätsauslastung, der weiter fortbestehenden Unsicherheit über die Dauer und Tiefe der Rezession sowie der erschwerten Refinanzierungsbedingungen mit Anschaffungen zurückhielten. Dieselben Probleme machen sich zunehmend auch beim Wirtschaftsbau bemerkbar, der zum Jahresende erstmals in der laufenden Rezession zurückging, und zwar um 2,4%. Die Abwärtsdynamik beim privaten Wohnungsbau verstärkte sich mit einem Rückgang von 6,2% sogar wieder, nachdem er in den

<sup>5</sup> Vgl. Federal Reserve Bank of St. Louis, »Tracking the Recession«, 2009, <http://research.stlouisfed.org/recession/>.

<sup>6</sup> Anhand geeigneter Annahmen über den Verlauf der Sparquote kann der Einfluss des Konjunkturpakets auf den privaten Konsum abgeschätzt werden (Siehe Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Herbst 2008, *Deutschland am Rande der Rezession*, Halle 2008, S. 14). Rechnet man diesen Einfluss heraus, so wäre der private Konsum im zweiten Quartal um 0,3% und im dritten Quartal um 0,4% zurückgegangen. Mit dem Konjunkturpaket ergaben sich ein Anstieg des privaten Konsums im zweiten Quartal von 0,3% und ein Rückgang von 1,0% im dritten Quartal.

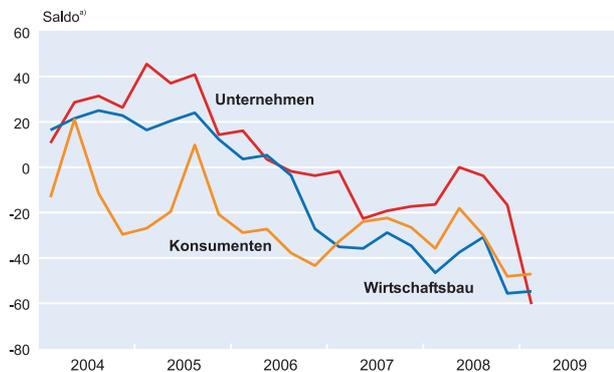
letzten drei Jahren bereits um mehr als 50% geschrumpft war. Er befindet sich nunmehr auf dem Niveau von 1991. Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt ist inzwischen sogar auf einen historischen Tiefstand gesunken. Die Exporte schrumpften im Zuge der schwachen weltwirtschaftlichen Dynamik um 6,5%. Da jedoch auch die Importe mit einer Rate von 4,7% sehr stark zurückgegangen sind, war die Wirkung des Außenbeitrags auf die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts nur leicht negativ.

Am Arbeitsmarkt hat sich der Stellenabbau beschleunigt fortgesetzt. Allein in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres ist die Zahl der Beschäftigten um mehr als 2 Mill. gesunken. Seit Jahresbeginn 2008 sind bereits mehr als 5,1 Mill. Stellen verloren gegangen, und zwar etwa zu gleichen Teilen im Dienstleistungssektor und im produzierenden Gewerbe. Einzig im Staatssektor sowie im Bildungs- und Gesundheitsbereich wurde zuletzt noch Beschäftigung aufgebaut. Die Arbeitslosenquote stieg im März auf 8,5%, den höchsten Stand seit 1983.

Die Fed unternimmt weiterhin enorme Anstrengungen, um die Verwerfungen an den Finanzmärkten zu beseitigen und die Konjunktur zu stützen. Nachdem das Instrument der Leitzinssenkung bereits seit Dezember mit der Festsetzung eines Zielbereichs zwischen 0 und 0,25% praktisch vollständig ausgeschöpft worden ist, kommt der quantitativen Lockerung der Geldpolitik zunehmende Bedeutung zu. Alles in allem gelang es der Fed, die Lage an den Finanzmärkten wieder etwas zu entspannen. So hat sich die Differenz zwischen dem Zinssatz am Interbankenmarkt und der Rendite von Schatzwechseln des Staates mit einer Laufzeit von drei Monaten, ein Indikator für das Vertrauen der Akteure am Interbankenmarkt, zuletzt stark verringert. Allerdings ist der Aufschlag noch nicht wieder auf das Niveau der Zeit vor Ausbruch der Finanzkrise gesunken.

Die Maßnahmen der Fed zeigen inzwischen auch Wirkungen an den Kreditmärkten. So konnte sie durch den Ankauf verbriefteter Hypothekenkredite die Hypothekenzinsen absenken, und auch die Kreditzinsen für Unternehmen gingen zuletzt spürbar zurück. Die Kreditzinsen für private Haushalte verringerten sich zwar nur geringfügig, diese Zinssätze reagieren für gewöhnlich jedoch ohnehin etwas träger auf Änderungen der Federal Funds Rate.<sup>7</sup> Gleichwohl verhinderte dies nicht, dass sich die Kreditvergabe zuletzt deutlich verlangsamte. So geht das Volumen von durch Geschäftsbanken ausgereichten Firmenkrediten seit Beginn dieses Jahres zurück. Das Volumen von Krediten an private Haushalte ist bereits seit September vergange-

**Abb. 1.3**  
Kreditnachfrage in den USA  
2004 bis 2009



a) Differenz aus prozentualen Anteil der Banken, die eine steigende Nachfrage berichten, und Banken, die eine fallende Nachfrage berichten.

Quelle: Federal Reserve Board.

GD Frühjahr 2009

nen Jahres in der Tendenz rückläufig. Für diese Entwicklung ist freilich nicht nur eine Verknappung des Kreditangebots, ablesbar an weiter verschärften Kreditvergabe-standards der Banken, verantwortlich, sondern offenbar auch eine zurückgehende Kreditnachfrage im privaten Sektor (vgl. Abb. 1.3).

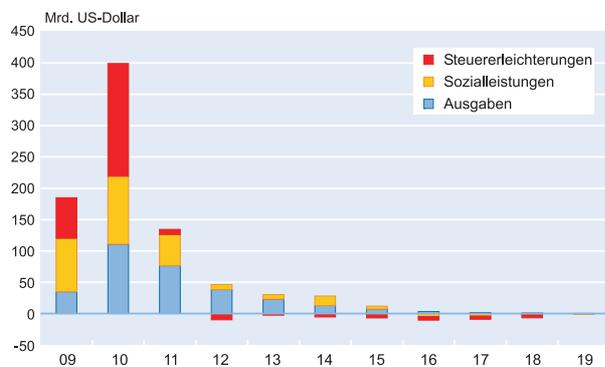
Um die Kreditvergabe anzuregen, wird die Fed weiterhin versuchen, auf direktem Wege die relevanten Kreditzinsen zu senken und die Bankbilanzen durch die Übernahme von Kreditforderungen zu entlasten. Zuletzt wurde angekündigt das Volumen der *Term Asset-Backed Securities Lending Facility* (TALF) von 200 Mrd. auf 1 Bill. Dollar anzuheben. Ursprünglich war vorgesehen, im Rahmen des TALF-Programms neu aufgelegte Wertpapiere am Markt aufzukaufen, die unter anderem mit Kreditkartenverbindlichkeiten, Konsumentenkrediten, Studentenkrediten und Krediten von mittelständischen Unternehmen unterlegt sind, um so den Banken wieder mehr Spielraum für die Neukreditvergabe zu verschaffen und auf sinkende Zinsen in diesen Märkten hinzuwirken. Mit der Ausweitung des Volumens ist jedoch beschlossen worden, auch Wertpapiere zu erwerben, die mit bereits bestehenden Kreditforderungen besichert sind.

Die Finanzpolitik in den USA ist weiterhin stark expansiv ausgerichtet. Im Februar wurde ein Konjunkturprogramm mit einem Volumen von 787 Milliarden Dollar (rund 5,5% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt) verabschiedet. Ein Großteil der fiskalischen Belastung entfällt auf die Jahre 2009 bis 2011 (vgl. Abb. 1.4). Schätzungen des Congressional Budget Office zufolge werden etwa 210 Mrd. Dollar des Gesamtvolumens für temporäre Steuererleichterungen aufgewendet. Transferzahlungen an private Haushalte machen etwa 270 Mrd. Dollar aus.<sup>8</sup> Die

<sup>7</sup> Vgl. den Haan, W.J., S.W. Summer and G.M. Yamashiro, »Bank Loan Portfolio and the Monetary Transmission Mechanism«, *Journal of Monetary Economics* 54, 2007, S. 904–924.

<sup>8</sup> In den Bereich der Transferzahlungen entfallen beispielsweise auch Steuerergänzungen, die an nicht steuerpflichtige Arbeitnehmer ausbezahlt werden.

Abb. 1.4

**Volumen des Konjunkturprogramms in den Fiskaljahren 2009 bis 2019**

Quelle: Congressional Budget Office (2009), H.R. 1 American Recovery and Reinvestment Act of 2009.

GD Frühjahr 2009

restlichen 310 Mrd. Dollar sind für diskretionäre Ausgaben darunter auch Investitionen und Investitionsanreize vorgesehen (Kasten 1.2).

Die Abschätzung der Effekte des Konjunkturprogramms auf das Bruttoinlandsprodukt kann nur unter einer Reihe von Annahmen erfolgen und ist somit mit erheblicher Unsicher-

heit behaftet (Kasten 1.1). Die Institute rechnen damit, dass die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr und im nächsten Jahr jeweils etwa um einen Prozentpunkt höher sein wird als ohne Konjunkturprogramm. Das impliziert einen Fiskalmultiplikator bis Ende des Jahres 2010 von etwa 0,8.

Neben dem Konjunkturprogramm stehen zwei weitere Maßnahmen der US-Regierung im Blickpunkt. So wurde ein umfangreiches Programm zur Stützung des Finanzsektors angekündigt. In dessen Kern steht die Gründung von Investitionsfonds mit staatlicher Beteiligung, die Finanzinstituten Kreditforderungen und Wertpapiere abkaufen, welche aufgrund eines hohen Ausfallrisikos derzeit kaum handelbar sind und die Bilanzen der Banken stark belasten.<sup>9</sup> Das zweite Programm, der Homeowner Affordability and Stability Plan, soll den Immobilienmarkt dadurch stützen, dass in Finanznöte geratenen Hauseigentümern die Umschuldung ihrer Hypothekenkredite ermöglicht wird.

<sup>9</sup> Vgl. Abschnitt »Zur Finanzkrise« in Kapitel 5.

**Kasten 1.2****Zum Konjunkturprogramm in den USA**

Die von der US-Regierung für die kommenden Jahre für die Stimulierung der Konjunktur vorgesehenen Maßnahmen bestehen aus Steuererleichterungen, Transferzahlungen und diskretionären Ausgaben. Zu einem Teil sind sie so konzeptioniert, dass sie in ihrer Wirkung den in vielen anderen Ländern stärker ausgeprägten automatischen Stabilisatoren entsprechen.

Der größte Posten im Bereich der Steuererleichterungen entfällt mit 116 Mrd. Dollar auf eine Steuergutschrift für Arbeitnehmer, die nicht mehr als 95.000 Dollar (Verheiratete: 190.000 Dollar) jährlich verdienen. Sie erhalten in den Jahren 2009 und 2010 jeweils bis zu 400 Dollar (Verheiratete: 800 Dollar).<sup>a)</sup> Ein zweiter gewichtiger Posten ist die Beibehaltung eines erhöhten Freibetrags, ab dem die Alternative Minimum Tax wirksam wird.<sup>b)</sup> Diese Regelung gilt nur für das Jahr 2009 und verursacht Kosten in Höhe von 70 Mrd. Dollar; ohne sie wäre die Steuerbelastung gestiegen. Unternehmen wird über geänderte Abschreibungsregelungen ermöglicht, ihre Steuerlast in die Zukunft zu verschieben. Dies dürfte sich im Jahr 2009 auf bis zu 40 Mrd. Dollar und 2010 auf bis zu 36 Mrd. Dollar belaufen.

Die größten Posten im Bereich der Transferzahlungen betreffen die Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung (40 Mrd. Dollar) sowie die Stützung des Gesundheitssystems (150 Mrd. Dollar, davon fließen 90 Mrd. an die Bundesstaaten).

Diskretionäre Ausgaben sind für eine Reihe von Maßnahmen vorgesehen. Darunter befinden sich beispielsweise Investitionen in die Infrastruktur, die Modernisierung von Gebäuden und die Förderung erneuerbarer Energien und der Energieeffizienz (zusammen etwa 140 Mrd. Dollar) sowie Ausgaben im Bereich der Aus- und Weiterbildung (50 Mrd. Dollar). Ferner erhalten die Bundesstaaten 50 Mrd. Dollar, überwiegend für die Finanzierung des Bildungssystems. So soll verhindert werden, dass die Bundesstaaten, die zu einem ausgeglichenen Haushalt verpflichtet sind, in der Rezession Einschnitte bei bereits geplanten Ausgaben machen müssen. Diese diskretionären Ausgaben erfolgen gleichmäßiger und über einen längeren Zeitraum als die Steuererleichterungen und Transferzahlungen. Dies gilt insbesondere für direkte Investitionsausgaben beispielsweise in die Infrastruktur und die Gebäudesanierung.

Angesichts des großen Volumens dürften von dem Konjunkturpaket insgesamt spürbare Wirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung ausgehen. Die Steuersenkungen werden jedoch eher einen geringen Effekt haben, zumal sie nicht dauerhaft angelegt sind. Die Steuergutschriften werden nur für zwei Jahre gewährt und dürften damit ähnliche Wirkungen haben wie die vom Frühjahr vergangenen Jahres, welche lediglich zu etwa 30% in den Konsum geflossen sind.<sup>c)</sup> Zudem ist ein Teil der Steuererleichterungen – nämlich die Heraufsetzung der Einkommensgrenze der Alternative Minimum Tax – eine schon seit längerem jährlich wiederkehrende Maßnahme und somit nicht als zusätzlicher konjunktureller Impuls zu werten. Bezüglich der Steuererleichterungen und Investitionsanreize für Unternehmen ist die Wirkung auf die Konjunktur als besonders unsicher einzustufen. Zwar besteht für Unternehmen ein gewisser Anreiz Investitionen vorzuziehen, jedoch ist aufgrund der pessimistischen Absatz- und Ertragsaussichten fraglich, inwieweit sie dazu bereit sind. Die zusätzlichen öffentlichen Investitionen dürften der Konjunktur zwar großenteils direkt zu Gute kommen. Hier ist allerdings fraglich, ob der geplante Zeiträumen eingehalten werden kann und bereits kurzfristig spürbare Anregungen erzielt werden können.

<sup>a)</sup> Ab einem Jahresgehalt von 75 000 Dollar (Verheiratete: 150 000 Dollar) wird die Gutschrift sukzessive gekürzt.

<sup>b)</sup> Die Alternativ Minimum Tax wurde Anfang der 1970er Jahre eingeführt, um sicherzustellen, dass Besserverdienende sich durch das Ausnutzen von Steuerschlupflöchern nicht gänzlich einer Steuerzahlung entziehen können. Da sie nicht Inflationsindexiert ist, unterliegt ein immer größerer Teil der Steuerpflichtigen dieser Steuer.

<sup>c)</sup> Vgl. Shapiro, M. und J. Slemrod, »Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending?«, NBER Working Paper 14753, 2009, für die Steuergutschriften von 2008. Johnson, D.S., J. Parker und N. Souleles, »Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001«, NBER Working Paper 10784, 2004, für die Steuergutschriften von 2001.

**Abb. 1.5**  
Kreditausfälle in den USA  
1985 bis 2008



Quelle: Federal Reserve Board.

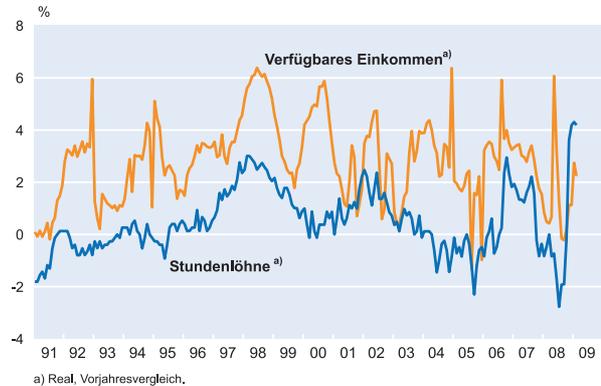
GD Frühjahr 2009

Die Kombination von rezessionsbedingt sinkenden Steuereinnahmen, fiskalischen Belastungen durch die Stützung des Finanzsektors und einem umfangreichen Konjunkturprogramm wird sich das Budgetdefizit im Jahr 2009 drastisch auf etwa 12% des Bruttoinlandsprodukts erhöhen. Im kommenden Jahr dürfte es vor allem durch den Wegfall einmaliger Belastungen zwar etwas zurückgehen, mit 11% aber sehr hoch bleiben.

Im Prognosezeitraum belastet die tiefe Rezession ihrerseits die Stabilisierung des Finanzsektors, der sich nach Ausfällen im Bereich der Immobilienkredite nun vermehrt auch Problemen bei Unternehmens- und Konsumentenkrediten gegenüber sieht. So ist der Anteil der Zahlungsausfälle bereits jetzt höher als während der Rezession in den Jahren 1990 und 1991 (vgl. Abb. 1.5), und er dürfte in den kommenden Monaten weiter steigen. Dadurch wird sich der Abschreibungsbedarf auf ausstehende Forderungen weiter erhöhen, und dies wird die Eigenkapitalbasis der Banken weiter angreifen. Vor diesem Hintergrund erwarten die Institute, dass die Probleme im Finanzsektor nur allmählich überwunden werden und dass die Wirksamkeit der Geldpolitik bis auf weiteres eingeschränkt bleibt.

Die konjunkturellen Aussichten in den USA bleiben vorerst düster. Zwar haben sich die privaten Konsumausgaben in den ersten beiden Monaten dieses Jahres stabilisiert, jedoch ist dies in erster Linie auf den starken Rückgang der Verbraucherpreise und den damit verbundenen Zuwachs der realen Einkommen zurückzuführen (vgl. Abb. 1.6). In den Folgeperioden dürften die Haushalte ihre Ausgaben erneut merklich einschränken. Verantwortlich hierfür ist der Trend zu einer höheren Sparquote, der dem Bemühen der

**Abb. 1.6**  
Real verfügbares Einkommen und Reallohnentwicklung



a) Real, Vorjahresvergleich.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

Haushalte entspringt, die in den vergangenen Jahren stark gestiegene Verschuldung zu verringern und an die gesunkenen Vermögenswerte anzupassen.

Außerdem wird die rasche Verschlechterung auf dem US-Arbeitsmarkt die Bruttoarbeitnehmerentgelte deutlich belasten. Da auch die übrigen Einkünfte wegen der Rezession und der gesunkenen Zinsen zurückgehen werden, dürften die privaten Konsumausgaben im Sommerhalbjahr stark sinken; im Durchschnitt des Jahres 2009 werden sie voraussichtlich um real 2,7% zurückgehen (vgl. Tab. 1.3); die umfangreichen Steuererleichterungen und Transferzahlungen werden zu einem großen Teil zum Schul-

**Tab. 1.3**  
Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA

	2007	2008	2009	2010
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,0	1,1	-3,5	-0,1
Privater Konsum	2,8	0,2	-2,7	-0,3
Staatskonsum und -investitionen	2,1	2,9	2,8	3,1
Private Bruttoanlageinvestitionen	-3,1	-5,0	-16,1	-3,9
Inländische Verwendung	1,8	-0,3	-3,7	-0,1
Exporte	8,4	6,2	-13,2	-2,7
Importe	2,2	-3,5	-11,5	-1,8
Außenbeitrag <sup>a)</sup>	0,6	1,4	0,2	0,0
Verbraucherpreise	2,9	3,8	-0,5	1,1
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts				
Budgetsaldo <sup>b)</sup>	-1,2	-3,2	-12,0	-11,0
Leistungsbilanzsaldo	-5,3	-4,6	-4,3	-4,2
in % der Erwerbspersonen				
Arbeitslosenquote	4,6	5,7	9,2	10,2
a) Wachstumsbeitrag. – b) Gesamtstaatlich.				

Quelle: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics; Berechnungen der Institute; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

denabbau verwendet. Die Sparquote wird hierdurch deutlich ansteigen.

Im Jahr 2010 werden wichtige Belastungsfaktoren allmählich an Bedeutung verlieren. So dürfte sich der Beschäftigungsabbau deutlich verlangsamen. Auch werden die Vermögenseinkünfte im kommenden Jahr wohl nicht mehr rückläufig sein. Die staatlichen Transfers an die privaten Haushalte werden bei gleichzeitiger Ausweitung der Steuererleichterungen weiter zunehmen und deren Einkommen stützen. Insgesamt sollte sich der Konsum der privaten Haushalte stabilisieren.

Die Investitionstätigkeit wird auch in den nächsten Quartalen zurückgehen, da die Absatzaussichten ungünstig bleiben. Außerdem deuten die verschärften Kreditvergabebedingungen der Geschäftsbanken darauf hin, dass Kredite schwerer zu erhalten sind, zumal sich der Verschuldungsgrad vieler Firmen aufgrund von Wertverlusten auf der Aktivseite der Bilanz zuletzt spürbar erhöht haben dürfte. Somit ist mit einem kräftigen Rückgang der Investitionen in Ausrüstungen und Software zu rechnen. Gleiches gilt für Investitionen in Wirtschaftsbau und Wohnimmobilien. Beide Bereiche leiden unter Überkapazitäten auf der einen und unter deutlich verschärften Kreditkonditionen auf der anderen Seite. Die Exporte werden im Zuge der weltweiten Rezession weiter sinken. Da jedoch auch die Importe aufgrund der schwachen inländischen Nachfrage deutlich zurückgehen dürften, werden vom Außenbeitrag keine zusätzlich dämpfenden Effekte ausgehen. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 voraussichtlich um 3,5% zurückgehen. Im Verlauf des Jahres 2010 wird die gesamtwirtschaftliche Produktion trotz des massiven fiskalischen Stimulus nach Einschätzung der Institute nur schwach expandieren; im Jahresdurchschnitt wird das Bruttoinlandsprodukt wohl noch nicht zunehmen. Die Arbeitslosenquote dürfte weiter steigen und sich 2009 und 2010 auf 9,2 bzw. 10,2% belaufen.

### Scharfe Rezession in Japan

In Japan ist die wirtschaftliche Aktivität im vierten Quartal 2008 stärker zurückgegangen als in den übrigen großen Industrieländern. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal um 3,1% ab. Offenbar hat sich die konjunkturelle Talfahrt nach dem Jahreswechsel ungebremst fortgesetzt. Insbesondere ist die Industrieproduktion weiter drastisch gefallen. Sie ist mittlerweile auf das Niveau von Mitte der achtziger Jahre gesunken. Maßgeblich für den Konjunktureinbruch war der massive Rückgang der Ausfuhr. Dabei sanken die Exporte in alle Regionen mit zweistelligen Raten. Die realen Importe blieben hingegen weitgehend stabil, was mit einer inzwischen auch deutlich nachlassenden inländischen Endnachfrage nur schwer vereinbar ist und ei-

ne spürbare Korrektur des Niveaus der Einfuhr in den kommenden Monaten erwarten lässt.

Die Inflation, die Mitte des vergangenen Jahres zeitweise auf 2% gestiegen war, ist in den vergangenen Monaten wieder stark gesunken. Obwohl dies überwiegend auf die verringerten Rohstoffpreise zurückzuführen ist, war die Kernrate zuletzt erneut negativ. Konfrontiert mit dem drohenden Rückfall in die Deflation lockerte die japanische Notenbank im Dezember ihre Politik. Sie senkte den Leitzins auf 0,1% und beschloss, ihre Käufe von Wertpapieren am Kapitalmarkt aufzustocken, um die Liquidität zu erhöhen und die Finanzierungsmöglichkeiten japanischer Unternehmer zu verbessern. Es ist allerdings fraglich, ob es mit diesen Maßnahmen gelingt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in einem deflationären Umfeld nachhaltig zu stimulieren.

Auch die Finanzpolitik ist expansiv ausgerichtet, doch sind die Konjunkturprogramme, die in der Gesamtsumme verteilt über zwei Jahre einen Umfang von rund 2% des Bruttoinlandsprodukts ausmachen, wohl ebenfalls nicht in der Lage, eine rasche Belebung der Konjunktur zu bewirken. Die beschlossenen Einkommensteuererleichterungen und Konsumschecks dürften angesichts der unsicheren Arbeitsmarktsituation in wesentlichen Teilen gespart werden. Die Verausgabung der budgetierten zusätzlichen Mittel für öffentliche Investitionen kommt nur zögerlich voran. Dies liegt zum einen an den schwierigen Mehrheitsverhältnissen im Parlament, zum anderen mangelt es wohl auch an sinnvollen Investitionsprojekten, nachdem bereits in den neunziger Jahren enorme Mittel aus Konjunkturprogrammen in den Ausbau der öffentlichen Infrastruktur geflossen waren. Derzeit wird ein weiteres Konjunkturprogramm diskutiert mit dem Schwerpunkt auf Maßnahmen, die es den Betrieben erlauben sollen, trotz stark rückläufiger Produktion auf Entlassungen zu verzichten.

Allerdings ist der fiskalische Spielraum inzwischen wohl eng begrenzt angesichts der Tatsache, dass die Staatsverschuldung inzwischen auf fast 180% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt angeschwollen ist, das höchste Niveau unter den Industrieländern. In der Folge muss die japanische Regierung trotz niedriger Zinsen für den Schuldendienst inzwischen annähernd gleich viel ausgeben, wie für Sozialausgaben zur Verfügung stehen. Das Defizit in den öffentlichen Haushalten dürfte sich im Jahr 2009 auf 7,5% erhöhen und 2010 nochmals steigen (vgl. Tab. 1.4).

Angesichts der Schärfe des konjunkturellen Einbruchs blieb die Arbeitslosenquote mit etwa 4% bislang vergleichsweise niedrig. Allerdings hat sich der erwerbstätige Anteil der Bevölkerung weiter verringert, unterstützt durch zusätzliche vorgezogene Pensionierungen. Trotz der Bemühungen der Regierung, die Beschäftigung zu stabilisieren, dürfte die Arbeitslosenquote bis 2010 auf rund 5,5% steigen. Die Re-

**Tab. 1.4**  
**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in Japan**

	2007	2008	2009	2010
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,4	-0,7	-6,7	0,2
Privater Konsum	0,7	0,5	-1,4	-0,3
Staatskonsum und -investitionen	2,0	0,9	3,4	5,1
Private Bruttoanlageinvestitionen	5,5	-3,9	-12,0	-2,6
Inländische Verwendung	1,8	-0,2	-2,9	0,5
Außenbeitrag <sup>a)</sup>	1,1	0,2	-4,4	-0,3
Verbraucherpreise	0,1	1,4	-1,0	-0,8
In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts				
Budgetsaldo <sup>b)</sup>	-2,4	-1,5	-7,5	-9,0
Leistungsbilanzsaldo	4,8	3,5	2,0	1,5
In % der Erwerbspersonen				
Arbeitslosenquote	3,9	4,0	4,8	5,3
a) Wachstumsbeitrag. – b) Gesamtstaatlich.				

Quelle: Cabinet Office, OECD; Berechnungen der Institute; 2008, 2009 und 2010: Prognose der Institute.

aleinkommen sind seit Mitte 2008 in der Tendenz rückläufig, obwohl die Inflation im gleichen Zeitraum ebenfalls deutlich gesunken ist. In diesem Umfeld wird der private Konsum zunehmend in Mitleidenschaft gezogen; das Konsumentenvertrauen befindet sich mittlerweile auf dem tiefsten Stand seit 26 Jahren. Mit den verdüsterten konjunkturellen Aussichten im restlichen Asien und der anhaltend negativen Entwicklung bei den Handelspartnern in Amerika und Europa werden die Exporte im ersten Halbjahr 2009 wohl weiter stark zurückgehen und sich anschließend nur zögerlich erholen. Die mit all dem verbundene weitere Eintrübung der Absatz- und Ertragsaussichten – ablesbar an dem starken Fall des Tankan-Index – dürfte auch dazu führen, dass die Investitionen weiter zurückgehen. Dieser Entwicklung läuft bereits ein starker Rückgang der Auftrags-

eingänge im Maschinenbau voraus. So zeichnet sich für 2009 ein drastischer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion um nahezu 7% ab (vgl. Abb. 1.7). Die Institute erwarten zwar, dass das reale Bruttoinlandsprodukt ab dem vierten Quartal 2009 wieder steigt, wozu vor allem eine Stabilisierung des Außenbeitrags sowie fiskalische Impulse beitragen. Eine deutliche konjunkturelle Erholung erscheint allerdings bis auf weiteres unwahrscheinlich.

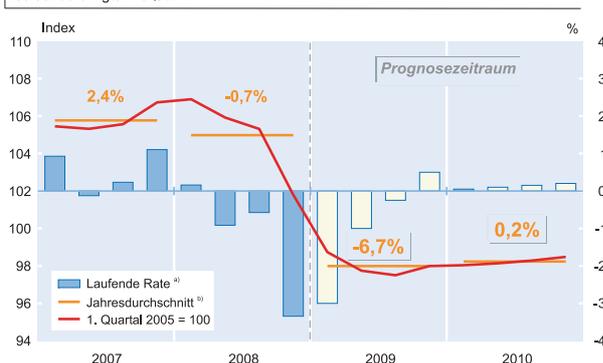
### Einbruch des Welthandels belastet die Wirtschaft in den asiatischen Schwellenländern

Die Konjunktur in *China* verlor im zweiten Halbjahr 2008 erheblich an Fahrt. Im vierten Quartal wurde mit einem Zuwachs von 6,8% (Vorjahresvergleich) der niedrigste Wert seit 1990 verzeichnet. Die internationale Finanzkrise hatte zwar nur geringe direkte Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft, aber der Einbruch der Nachfrage in den Hauptabsatzmärkten belastete die Exporte und entsprechend die Investitionen im Exportsektor zuletzt erheblich. Der Überschuss in der Handelsbilanz blieb aber aufgrund eines umfangreichen Abbaus von Rohstofflagern, und daher stark rückläufigen Importen nach wie vor sehr hoch.

Die Binnennachfrage entwickelte sich im letzten Quartal des Jahres 2008 angesichts des turbulenten Umfeldes insgesamt erstaunlich robust. Allerdings liefern die Indikatoren für die jüngste Entwicklung widersprüchliche Informationen. Während die Zuwachsraten der Produktion von Dienstleistungen und die Einzelhandelsumsätze zuletzt wieder zulegten und die Industrieproduktion Zeichen einer Stabilisierung zeigten, deuten andere Indikatoren für die wirtschaftliche Aktivität (z.B. der Elektrizitätsverbrauch) auf eine anhaltende Abkühlung hin.

Auf den ausgeprägten Abschwung der Konjunktur reagierte die Regierung im Herbst mit einem umfangreichen Konjunkturpaket. Sie stellte Maßnahmen im Umfang von 4 Billionen Renminbi (rund 14% des Bruttoinlandsprodukts) in Aussicht, verteilt über einen Zeitraum von zwei Jahren. In dieser Summe sind aber offenbar auch bereits zuvor geplante Maßnahmen enthalten; das tatsächlich konjunkturwirksame Volumen dürfte eher bei 5% liegen. Entscheidend dürfte sein, in welchem Umfang es der Regierung gelingt, die Provinzregierungen und die noch immer staatlich gelenkten Banken an der Finanzierung des Pakets zu beteiligen. Die Maßnahmen scheinen indes bereits positiv zu wirken, was sich in einer starken Ausweitung der Kreditverga-

**Abb. 1.7**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt in Japan**  
Saisonbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangabe: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: ESRI; Berechnungen der Institute; ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute. GD Frühjahr 2009

be zu Beginn des laufenden Jahres und einem Anziehen der öffentlichen Investitionen widerspiegelt.

Die Notenbank ist ebenfalls bemüht, die Konjunktur anzuregen. Nach wie vor besteht Spielraum für eine weitere Lockerung der monetären Rahmenbedingungen, zumal die Verbraucherpreise zuletzt sogar ihr Vorjahresniveau deutlich – um 1,6% im Februar – unterschritten. Zwar ist dies vor allem dem starken Rückgang der Nahrungsmittelpreise zuzuschreiben. Allerdings steigt angesichts der zunehmenden Arbeitslosigkeit und der vielen freien Produktionskapazitäten das Risiko, dass es zu einer negativen Kerninflation bei sinkenden Löhnen kommt.

Die stark expansive Finanzpolitik sowie eine großzügige Kreditvergabe werden Investitionen und privaten Konsum im Verlauf dieses Jahres zunehmend ankurbeln; die Auslandsnachfrage wird aber nur allmählich wieder an Fahrt gewinnen. Damit wird die Binnennachfrage den Außenhandel als Wachstumsmotor ablösen. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in China (einschließlich Hongkong) dürfte sich in diesem Jahr auf für das Land bescheidene 5% belaufen. Im kommenden Jahr wird die wirtschaftliche Expansion mit voraussichtlich 6,5% etwas höher liegen.

Die *übrigen ostasiatischen Schwellenländer* wurden im Herbst vom Sog der weltweiten Wirtschaftskrise voll erfasst. Als maßgeblich erwies sich dabei die hohe Abhängigkeit von der Entwicklung des Welthandels, von dem die Region in den vergangenen Jahren überproportional profitiert hatte. Volkswirtschaften, die auf die Produktion technisch hochwertiger Produkte für den Weltmarkt ausgerichtet waren, wurden dabei in besonderem Maße getroffen. Besonders drastisch sank die Industrieproduktion; sie war in Taiwan in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres um 35% niedriger als ein Jahr zuvor, in Korea betrug der Rückgang rund ein Viertel.

Die Wirtschaftspolitik im ostasiatischen Raum ist bemüht, die Konjunktur durch fiskalische Maßnahmen und Zinssenkungen anzuregen. Stützend wirkt auch die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die sich als Folge der zum Teil deutlichen Währungsabwertungen ergeben hat. Die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung dieser Region ist aber aufgrund der hohen Exportabhängigkeit eng mit der Konjunktur in den westlichen Volkswirtschaften sowie in China verknüpft. Der Ausblick auf das Jahr 2009 ist daher aufgrund des sich abzeichnenden fortgesetzten Rückgangs der weltweiten Nachfrage, besonders in den USA und in Europa, in der kurzen Frist weiter erheblich getrübt. Für das Jahr 2009 ist mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 4,5% zu rechnen. Für das Jahr 2010 ist eine konjunkturelle Belebung zu erwarten, die aber noch keine hohe Dynamik erreichen wird. Im Jahresdurchschnitt dürfte das regionale Bruttoinlandsprodukt dann um rund 2% zulegen.

In *Indien* war die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts mit 7,4% im Jahr 2008 die niedrigste seit 2002. Im vierten Quartal betrug sie sogar nur 5,3% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Anders als in den meisten anderen Schwellenländern war die Abschwächung weniger auf ein Einbrechen der Exportnachfrage zurückzuführen als vielmehr auf einen geringeren Anstieg des privaten Konsums und eine schwächere Investitionstätigkeit, die im Zusammenhang mit der sehr restriktiven Geldpolitik im Verlauf des Jahres 2008 zu sehen ist. Zu Jahresbeginn 2009 wurde aber auch Indien vom Einbruch im Welthandel erfasst; im Januar sanken die Exporte um 15,9%. Die Importe gingen mit 18,2% sogar noch stärker zurück. Wie in den meisten anderen Ländern wurden auch in Indien fiskal- und geldpolitische Maßnahmen gegen die Krise in allerdings bisher recht bescheidenem Umfang ergriffen. Der Spielraum für eine zusätzliche fiskalische Expansion ist bei einem für das neue Fiskaljahr erwarteten Budgetdefizit von 6,5% und einer Staatsverschuldung in Höhe von über 80% des Bruttoinlandsprodukts begrenzt. Anlass zur Hoffnung gibt dagegen die geldpolitische Seite. Nachdem die Zentralbank – begünstigt durch den starken Rückgang der Inflation – bereits den Leitzins auf ein historisches Tief von 5% reduziert hat, eröffnet das weitere Abflauen der Preisdynamik die Möglichkeit zusätzlicher Zinssenkungen.

Im Zuge der Rezession in den Industrieländern werden die indischen Exporte weiter zurückgehen. Dennoch erwarten die Institute, dass die indische Wirtschaft im Jahr 2009 mit 4,5% noch deutlich expandieren wird. Dies ist zum einen in der – gemessen an anderen Schwellenländern – geringeren Exportabhängigkeit begründet. Zum anderen kann die Geldpolitik angesichts der immer noch relativ hohen Zinssätze erhebliche Impulse geben. So ist eine relativ schnelle Erholung der wirtschaftlichen Aktivität gegen Ende des Jahres wahrscheinlich. Im Jahr 2010 dürfte das Wachstum bereits wieder 6% betragen.

## Getrübe Konjunkturaussichten in Lateinamerika

In Lateinamerika war die Konjunktur bis in den Herbst 2008 hinein sehr robust, hat sich aber in den jüngsten Monaten stark eingetrübt. War die gesamtwirtschaftliche Produktion in den vergangenen Jahren noch von einer kräftigen globalen Nachfrage, nicht zuletzt nach Rohstoffen, von verbesserten Terms of Trade und äußerst vorteilhaften Finanzierungsbedingungen begünstigt worden, so haben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen seit der Jahresmitte 2008 erheblich verschlechtert. Infolge der Rezession in den Industrieländern ging die Nachfrage aus dem Ausland kräftig zurück. Wegen des Einbruchs der Rohstoffpreise fielen die Exporteinnahmen deutlich stärker als die Volumina. Gleichzeitig war ein Abfluss von internationalem Kapital zu

verzeichnen. Die Währungen zahlreicher Länder werteten deutlich ab. So verloren mexikanischer Peso und brasilianischer Real seit Mitte 2008 rund 30% gegenüber dem Dollar. Die Währungsreserven, die bis Mitte 2008 in den meisten Staaten auf einen historischen Höchststand gestiegen waren, sind durch Devisenmarktinterventionen zur Stützung der heimischen Währungen jüngst gesunken. Budgetüberschüsse und niedrigere Leistungsbilanzdefizite sowie ein relativ stabiles Bankensystem garantieren jedoch eine günstige makroökonomische Ausgangsposition. Zudem sind die Bestände an Währungsreserven noch immer auf einem hohen Niveau. Als problematisch könnte sich die hohe Auslandsverschuldung des privaten Sektors in einigen Ländern wie Chile und Peru erweisen.

Besonders heftig war der konjunkturelle Einbruch gegen Ende des Jahres in den beiden größten Ländern der Region. In Brasilien sank das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2008 um 3,5% gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend dafür waren beträchtliche Rückgänge der Investitionen und des privaten Konsums, wohl vor allem als Folge der gravierenden Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. In Mexiko schrumpfte die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal 2008 um 2,5%. Hier machte sich insbesondere die hohe wirtschaftliche Verflechtung mit den USA bemerkbar. Zu einem Rekordrückgang bei den Exporten zum nördlichen Nachbarn kam hinzu, dass die Auslandsüberweisungen mexikanischer Emigranten – eine wichtige Komponente für den privaten Konsum – dramatisch zurückgingen.

Der Konjunkturinbruch in Lateinamerika wird sich im ersten Halbjahr 2009 fortsetzen. Die Risikoaufläufe auf Anleihen dieser Länder haben sich deutlich ausgeweitet und die Abwertung der heimischen Währungen hat die Belastung für die Bedienung von Fremdwährungsanleihen und -krediten in Dollar erhöht. Folglich dürften verschärfte Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie öffentliche Haushalte die wirtschaftliche Dynamik dämpfen. Allerdings hat sich die Lage an den Finanzmärkten in den vergangenen Wochen etwas beruhigt und bei Ausbleiben neuerlicher Turbulenzen dürfte sich die Wirtschaft in der lateinamerikanischen Region stabilisieren. Insgesamt ist für Lateinamerika mit einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Jahr 2009 um 3,5% und mit einer leichten Erholung im Verlauf des Jahres 2010 zu rechnen.

### **Ölpreisrückgang und Finanzkrise stoppen wirtschaftliche Expansion in Russland**

Im Herbst 2008 ging in Russland die seit Jahren sehr kräftige, von der Binnennachfrage getragene wirtschaftliche Expansion abrupt zu Ende. Nachdem sich bereits im Som-

mer des vergangenen Jahres Anzeichen einer Verschlechterung der Kreditkonditionen zeigten, machten sich die Auswirkungen der Weltfinanzkrise auf den Finanz- und Bankensektor bemerkbar. Auch traf die international eingebrachte Nachfrage nach Rohstoffen, bei gleichzeitigem Rückgang der Energiepreise, die Wirtschaft hart. Die in der Folge fallenden Exporteinnahmen, aber auch massive Kapitalabflüsse, ließen den Rubel unter Abwertungsdruck geraten. Der im vierten Quartal 2008 verzeichnete drastische Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität setzte sich in den ersten Monaten dieses Jahres ungebremst fort. Die Erwartungen der Unternehmen haben sich seit Jahresende 2008 in nahezu allen Sektoren der Wirtschaft in einem Maße verschlechtert, wie es zuletzt in den Krisenjahren 1998/99 zu beobachten war. Als Folge von Entlassungen, Kurzarbeit und Lohnausfällen hat sich das Konsumentenvertrauen im ersten Quartal 2009 stark verschlechtert, und die Einzelhandelsumsätze stiegen deutlich langsamer.

Im Zuge der weltweiten Finanzmarkturbulenzen ist die Kreditvergabe ins Stocken gekommen. Staatliche Interventionen konnten den Kreditfluss bislang nicht wieder in Gang bringen. Gravierende Schieflagen im Finanzsektor sind bislang zwar noch nicht erkennbar; sie bilden aber ein beträchtliches Risiko für die Prognose der Wirtschaftsentwicklung, da die Banken in den kommenden Monaten zunehmend mit Kreditausfällen konfrontiert sein dürften. Erhebliche Belastungen treten durch die starke Abwertung des Rubels um 40% gegenüber dem US-Dollar bei der Bedienung von Fremdwährungskrediten auf, die für die Wirtschaft von großer Bedeutung sind. Im Oktober 2008 entfielen reichlich 85% von Russlands Auslandsschulden auf Privatunternehmen des nichtfinanziellen Sektors (269 Mrd. US-Dollar) und Banken (197 Mrd. US-Dollar).

Allerdings stellen sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht so ungünstig dar, dass mit einer dramatischen Abwärtsspirale wie vor zehn Jahren zu rechnen ist. Die Regierung kann bis auf weiteres eine konjunkturstabilisierende Finanzpolitik betreiben, denn es sind in den vergangenen Jahren aufgrund der hohen Rohstoffpreise beträchtliche Mittel in Stabilisierungsfonds angesammelt worden, auf die nun zurückgegriffen werden kann. Dank eines hohen Bestandes an Währungsreserven und der Entscheidung, eine einmalige kräftige Abwertung zuzulassen sowie das Zielband für den Wechselkurs zu verbreitern, gelang es, den Außenwert des Rubels zu stabilisieren. Durch die kontrollierte Abwertung des Rubels konnte zudem ein Sturm der Privatanleger auf die Banken verhindert werden. Gleichzeitig ist die Inflation nicht aus dem Ruder gelaufen, sondern zuletzt sogar wieder leicht rückläufig gewesen. Stabilisierend wirkte zuletzt auch, dass sich der Ölpreis wieder leicht erholt hat. Die Investitionstätigkeit dürfte nach dem Ende des Baubooms und infolge höherer Finanzierungskosten dennoch vorerst gedrückt bleiben, und die Kon-

sumausgaben werden im Prognosezeitraum unter einer schwachen Realeinkommensentwicklung leiden. Doch dürfte die abwertungsbedingte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit russischer Hersteller die inländische Güterproduktion anregen. So rechnen die Institute damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in Russland im kommenden Jahr nur noch leicht schrumpft, nach einem Rückgang um 3,5% in diesem Jahr.

## 2. Die wirtschaftliche Lage in der Europäischen Union

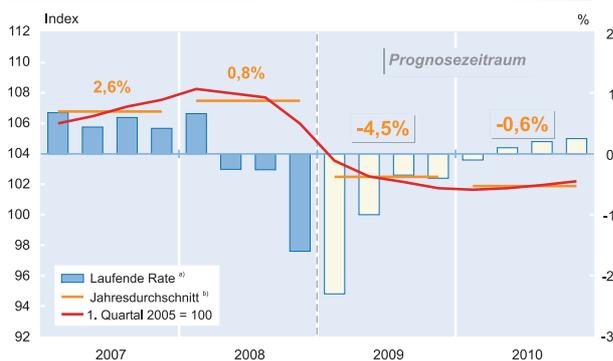
### Weltweite Rezession trifft Euroraum schwer

Wie in vielen anderen Regionen der Welt brach auch im Euroraum die gesamtwirtschaftliche Produktion im vierten Quartal 2008 ein. Das Bruttoinlandsprodukt ging um 1,6% zurück, so stark wie noch nie seit der Gründung der Währungsunion (vgl. Abb. 2.1). Auslöser war vor allem der deutliche Rückgang der Exporte (- 7% gegenüber dem Vorquartal), wohingegen die Importe nicht im gleichen Ausmaß abnahmen. Angesichts der sich verschlechternden Lage in der Industrie und in der Folge auf dem Arbeitsmarkt schwächte sich auch der private Konsum merklich ab. Aufgrund der negativen Absatzperspektiven und der stark sinkenden Kapazitätsauslastung gingen die Investitionen dramatisch zurück. Darüber hinaus haben die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen für Unternehmen belastend gewirkt.

Besonders getroffen hat der Konjunkturreinbruch die Industrie. Von November 2008 bis Februar 2009 ging deren Produktion saisonbereinigt um 7,4% zurück. Der Vorjahresstand wurde im Februar bereits um gut 18% unterschritten. Die Auftragseingänge waren im Januar 2009 sogar um 32% geringer als noch vor einem Jahr. Die wirtschaftliche Talfahrt

Abb. 2.1

**Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum**  
Saisonbereinigter Verlauf

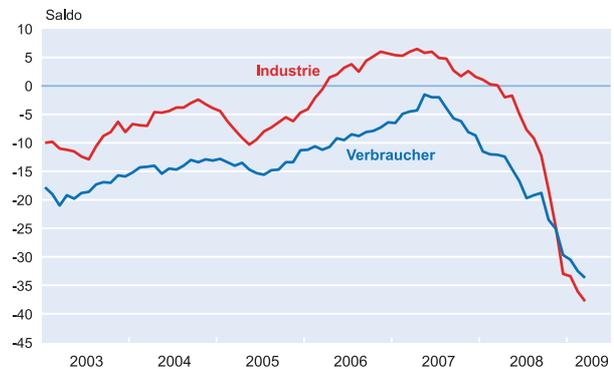


a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangabe: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

Quellen: Eurostat; Berechnungen der Institute; ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute. GD Frühjahr 2009

Abb. 2.2

**Stimmungsindikatoren im Euroraum**



Quelle: Europäische Kommission.

GD Frühjahr 2009

spiegelte sich auch in der Abwärtsentwicklung des Geschäftsklimas wider. Der im Auftrag der EU-Kommission erhobene Index hatte den zuvor – im November 2001 im Gefolge der Anschläge vom 11. September – verzeichneten historischen Tiefpunkt von 89,2 im Oktober 2008 erstmals unterschritten; in der Folge sank der Index auf 80,3 im Februar 2009 (vgl. Abb. 2.2).

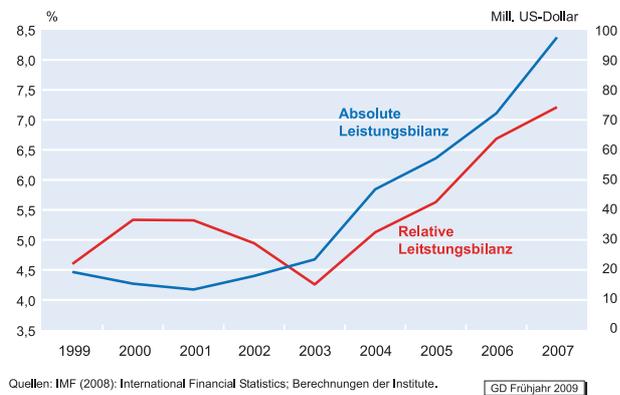
Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion hat bereits seine Spuren am Arbeitsmarkt hinterlassen. Die Arbeitslosenquote erreichte im Februar einen Stand von 8,5% und lag damit um 1,3 Prozentpunkte über dem Wert ein Jahr zuvor. Die Intensität und der zeitliche Verlauf des Einbruchs am Arbeitsmarkt variiert dabei zwischen den Ländern des Euroraums. Während sich in Deutschland und den Niederlanden der Arbeitsmarkt eher spät – erst gegen Ende des Jahres 2008 – und im Verhältnis zum Produktionsrückgang nur mäßig verschlechterte, kam es in Spanien und Irland schon in der Mitte 2008 zu deutlichen Anstiegen der Arbeitslosenzahlen. Die Quoten liegen in beiden Ländern inzwischen mehr als 5 Prozentpunkte über ihren jeweiligen Vorjahresniveaus.

### Interne Ungleichgewichte verschärfen die Krise

In den vergangenen Jahren haben sich die außenwirtschaftlichen Positionen der Länder im Euroraum sehr heterogen entwickelt. Während Deutschland, die Niederlande und Österreich steigende Außenbeiträge aufwiesen, weiteten sich die Leistungsbilanzdefizite in Spanien und Irland aus. Diese Ungleichgewichte waren in erster Linie durch die unterschiedliche Lohn- und Preisentwicklung in den einzelnen Ländern bedingt. Länder mit überdurchschnittlicher Inflation verzeichneten einerseits eine stetige Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit, andererseits entwickelten sich aufgrund niedriger Realzinsen Immobilienpreisblasen. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Länder mit einer niedrigen Inflationsrate nahm hingegen immer weiter zu. Die Dif-

Abb. 2.3

## Streuung der Leistungsbilanzwerte im Euroraum (Standardabweichung)



ferenzen in den Leistungsbilanzpositionen zwischen den Ländern im Euroraum haben sich im Zeitraum zwischen 2000 und 2007 spürbar vergrößert (vgl. Abb. 2.3).

Zur Entstehung der Ungleichgewichte im Euroraum trug maßgeblich die unterschiedliche Entwicklung auf den Immobilienmärkten bei. Im Zeitraum 1999–2007 stiegen die Hauspreise vor allem in Spanien und Irland, aber auch in Frankreich und Belgien rasant an, während sie z.B. in Deutschland, Österreich und Portugal zurückgingen. In Ländern, in denen der Wohnungsbau boomte, sich die Immobilienpreise kräftig erhöhten und die privaten Konsumausgaben von den Vermögenseffekten positive Impulse erhielten, nahmen die Binnennachfrage und mit ihr die Importe besonders dynamisch zu. Davon profitierten wiederum die übrigen Länder im Euroraum, die ihre Exporte stark ausweiteten. Durch die derzeitige Krise entsteht nun ein merklicher Anpassungsdruck. Das Platzen der Immobilienmarktblasen geht in Spanien und Irland einher mit einem Einbruch der Bauinvestitionen, stark steigender Arbeitslosigkeit und sinkendem Konsum. Der Rückgang der inländischen Verwendung führt zu deutlich niedrigeren Importen, während sich die Wettbewerbsfähigkeit infolge der durch die höhere Arbeitslosigkeit ausgelösten Lohnanpassungen allmählich verbessert. Die Exportnachfrage in den Leistungsbilanzüberschussländern erfährt einen Rückgang; auf mittlere Sicht wächst die Konkurrenz aus den bisherigen Defizitländern. Dieser Anpassungsprozess belastet die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum zusätzlich.

### Temporärer Rückgang der Verbraucherpreise

Der Preisauftrieb hat sich im Euroraum in den vergangenen Monaten deutlich abgeschwächt. Der Rückgang der Inflation – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex – von 4,1% im Juli 2008 auf 0,6% im März 2009 ist jedoch bislang vor allem auf den Rückgang der Preise für Roh-

stoffe und Nahrungsmittel zurückzuführen. Die Kerninflation – der Anstieg der Preise für Güter und Dienstleistungen ohne Energie und Nahrungsmittel – verringerte sich weniger stark, auch weil sich die Zunahme der Lohnkosten im Verlauf des Jahres 2008 spürbar beschleunigt hat. Im Zuge der rasch sinkenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung dürfte sich die Kerninflation in den kommenden Monaten deutlich abflachen; die steigende Arbeitslosigkeit wird dazu beitragen, dass sich der Lohnanstieg wieder verlangsamt.

Für die kommenden Monate ist damit zu rechnen, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex sein Vorjahresniveau unterschreitet. Dies ist allerdings vor allem darauf zurückzuführen, dass die Preise für Rohstoffe und Nahrungsmittel im Vorjahr vorübergehend außerordentlich hoch waren. Auch wenn die geringe gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Prognosezeitraum auf eine weiter nachgebende Kernrate hinwirken wird, erwarten die Institute, dass es der EZB gelingt, eine nachhaltig deflationäre Entwicklung zu verhindern. Dafür sprechen beispielsweise die nach wie vor positiven Inflationserwartungen.

### Budgetdefizite schwellen stark an

Die Lage der öffentlichen Haushalte im Euroraum hat sich im Zuge der konjunkturellen Abschwächung bereits im Jahr 2008 verschlechtert. Das zusammengefasste Budgetdefizit stieg auf schätzungsweise 1,7% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gegenüber 0,6% im Jahr 2007. Dies ist ausschließlich auf die Entwicklung außerhalb Deutschlands zurückzuführen, wo sich das Defizit von 0,9 auf 2,3% erhöhte. Insbesondere in Spanien und Irland, wo die konjunkturelle Abschwächung relativ früh einsetzte, hat sich die Haushaltssituation bereits sehr deutlich verschlechtert. Hier traten aber auch bereits 2008 im Rahmen von Konjunkturprogrammen expansive Maßnahmen in erheblichem Umfang in Kraft.

Für das laufende Jahr ist angesichts der inzwischen überall eingetretenen Verschärfung der konjunkturellen Tal-fahrt mit einer massiven Ausweitung der Budgetdefizite zu rechnen. Auch Länder, wie Deutschland und die Niederlande, bei denen sich in 2008 die Haushaltssituation noch verbesserte, werden deutlich steigende Defizite verzeichnen. Neben den Kosten der automatischen Stabilisatoren werden die Haushalte vielfach durch gesonderte Konjunkturprogramme belastet. Der Europäische Rat hat, Bezug nehmend auf nationale Programme und Maßnahmen der Kommission, ein Konjunkturprogramm für die gesamte Europäische Union von 400 Mrd. Euro verabschiedet (etwa 3,3% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt der EU), das neben zusätzlichen Investitionen und Steuersenkungen auch Bürgschaften und Kre-

ditprogramme enthält, deren konjunkturelle Wirkung nur schwer abzuschätzen ist. Die Wirkungen dieser Maßnahmen werden sich über einen längeren Zeitraum verteilen. Im laufenden Jahr ist ein fiskalpolitischer Impuls in Höhe von etwa 0,8% des Bruttoinlandsprodukts vorgehen.

Der Umfang der Programme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist in den einzelnen Ländern der Union sehr unterschiedlich (vgl. Tab. 1.1). Dies spiegelt nicht zuletzt die verschiedenen Ausgangspositionen hinsichtlich der Solidität der Staatsfinanzen wider. So wird eine expansive Ausrichtung der Politik in einigen Ländern dadurch erschwert, dass die Budgetdefizite im Aufschwung nicht hinreichend zurückgeführt worden waren.

Angesichts der absehbaren fiskalischen Belastungen durch die Rezession ist bereits ohne zusätzliche Maßnahmen in vielen Ländern ein deutliches Überschreiten der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Obergrenze für die Neuverschuldung von 3% zu erwarten. Schon im vergangenen Jahr wurde von der Kommission ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits gegen Frankreich, Spanien, Irland, Griechenland, Malta und Lettland eingeleitet. Den nochmals deutlichen fiskalischen Impulsen im laufenden Jahr sollen dort bereits 2010 Steuererhöhungen folgen, um eine Konsolidierung der Staatsfinanzen einzuleiten.

Zunehmende Zweifel daran, dass Länder ihre fiskalische Position auf mittlere Sicht konsolidieren können, haben dazu geführt, dass die Emittenten von Staatsanleihen in einigen Ländern hohe Aufschläge im Vergleich zu den Zinsen etwa auf deutsche Bundesanleihen zahlen müssen. Die Ausweitung der Spreads hat insbesondere für Griechenland und Irland zu einem Zinsanstieg geführt und stellt eine erhebliche finanzielle Mehrbelastung dar. Griechenland zeichnet sich dabei durch einen relativ hohen Schuldenstand der öffentlichen Hand und eine recht schwache inländische Ersparnisbildung aus. Angesichts der laufenden Defizite scheint die griechische Regierung im besonderen Maße von ausländischen Investoren abhängig zu sein (vgl. Kasten 2.1). In Irland wiederum hat sich die finanzpolitische Situation innerhalb kürzester Zeit dramatisch verschlechtert. Bis ins Jahr 2007 verzeichnete der irische Staatshaushalt noch Überschüsse, nun weist er gemessen am Bruttoinlandsprodukt das höchste Defizit im Euroraum auf. Hinzu kommt, dass irische Banken in besonderem Maße durch die Finanzkrise getroffen wurden und der irische Staat mit der vollständigen Garantie der Einlagen erhebliche Risiken auf sich genommen hat. Bei der Einschätzung der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts einzelner Länder des Euroraums (die gestiegenen Renditen auf Staatsanleihen können als solche interpretiert werden) ist jedoch zu berücksichtigen, dass diese keinem Währungsrisiko ausgesetzt sind, da die Währung, in der die Verschuldung besteht, zugleich die Währung ist, in der die Einnahmen des Staates realisiert werden. Bei früheren Staatsbankrotten hat eine Verschuldung in

**Tab. 2.1**  
**Finanzierungssaldo<sup>a)</sup> der öffentlichen Haushalte in den EWU-Ländern**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009
Deutschland	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1	-3,7	-5,5
Frankreich	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,4	-6,3	-8,1
Italien	-3,5	-4,3	-3,4	-1,6	-2,5	-4,5	-5,8
Spanien	-0,3	1,0	2,0	2,2	-3,4	-7,5	-8,9
Niederlande	-1,7	-0,3	0,6	0,3	1,0	-2,1	-2,9
Belgien	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-0,9	-3,9	-4,5
Österreich	-4,4	-1,5	-1,5	-0,4	-0,3	-3,8	-4,4
Griechenland	-7,5	-5,1	-2,8	-3,5	-3,4	-4,6	-5,4
Finnland	2,4	2,9	4,1	5,3	4,5	0,5	-1,5
Irland	1,4	1,7	3,0	0,2	-6,3	-13,0	-14,0
Portugal	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	-2,2	-5,3	-6,9
Slowakei	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,2	-3,5	-4,0
Slowenien	-2,2	-1,4	-1,2	0,5	-0,9	-3,9	-4,4
Luxemburg	-1,2	-0,1	1,3	3,2	3,0	-0,2	-1,8
Zypern	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	1,0	-1,5	-2,5
Malta	-4,7	-2,8	-2,3	-1,8	-2,0	-3,7	-4,3
Euroraum <sup>b)</sup>	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,7	-4,9	-6,4

<sup>a)</sup> In % des nominalen BIP; gemäß Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht. – <sup>b)</sup> Summe der Länder; gewichtet mit dem BIP von 2007 in Euro.

Quelle: Eurostat; Europäische Kommission; 2008, 2009 und 2010: Prognose der Institute.

Fremdwährung sowie die Abwertung der Währung des betroffenen Staates häufig eine zentrale Rolle gespielt.<sup>10</sup>

Den konjunkturellen Impuls der Finanzpolitik im Euroraum veranschlagen die Institute in diesem Jahr auf 0,7% und im nächsten Jahr auf 0,5% des Bruttoinlandsprodukts. Hinzu kommt die Wirkung der automatischen Stabilisatoren und

eine spürbare Belastung durch die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, so dass das Haushaltsdefizit im Euroraum insgesamt 2009 in diesem Jahr auf 4,9% und im nächsten Jahr auf 6,4% des Bruttoinlandsproduktes steigen dürfte (vgl. Tab. 2.1).

### Monetäre Rahmenbedingungen erheblich gelockert

Die Europäische Zentralbank führte im Oktober 2008 einen deutlichen Kurswechsel durch. Als Reaktion auf die Fi-

<sup>10</sup> Vgl. Reinhart, C. und K. Rogoff, »This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises«, NBER Working Paper 13882, 2008. Manasse, P. und N. Roubini, »Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises«, IMF Working Paper 05/42, 2005.

#### Kasten 2.1

##### Zur Erklahrung der Renditedifferenzen der Staatsanleihen des Euroraums

Die Differenzen zwischen den Renditen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit haben im Euroraum in jüngster Zeit die höchsten Werte seit Bestehen der gemeinschaftlichen Währung erreicht (vgl. Abb. 2.4). Während die Rendite der deutschen Staatsanleihen von der Rendite von Anleihen der zehn größten Länder des übrigen Euroraums in den Jahren 2001 bis 2007 um nicht mehr als 0,7 Prozentpunkte übertroffen wurde – zeitweise war die Differenz in einzelnen Ländern sogar negativ –, nahm die Renditedifferenz im Verlauf des vergangenen Jahres in einer Reihe von Ländern zunächst allmählich und schließlich sehr kräftig zu. Am 23. Januar 2009 wurde mit nahezu 3 Prozentpunkten Differenz zwischen den Renditen griechischer und deutscher Staatsanleihen ein Höchststand neuen Ausmaßes verzeichnet, und seither hat sich die Situation nur wenig entspannt. Nur die Renditen der Staatsanleihen der Niederlande, Frankreichs und Finnlands wichen zu keiner Zeit stärker als einen Prozentpunkt von denen deutscher Staatsanleihen ab. Die Renditedifferenzen könnten bedeuten, dass aus Sicht der Märkte in einzelnen Ländern das Risiko dafür gestiegen ist, dass die Staatsanleihen nicht (vollständig) bedient werden, haben sich doch die Renditedifferenzen zu einer Zeit erhöhet, da die staatlichen Haushalte unter erheblichen Druck geraten sind.

Die folgende Analyse soll der Frage nachgehen, welche makroökonomischen Größen in der sehr außergewöhnlichen aktuellen Situation die Renditedifferenzen am besten erklären können. In einfachen Querschnittsregressionsanalysen wurde der Zusammenhang zwischen den Renditedifferenzen und verschiedenen makroökonomischer Variablen überprüft. Als abhängige Variable wurden die 90 Tagedrchschnitte der Renditedifferenzen der zehnjährigen Staatsanleihen der elf größten Länder des Euroraums zu Renditen des dreimonatigen Euribor zwischen dem 14. November 2008 und dem 13. Februar 2009 herangezogen. Es wurde eine Vielzahl von Einfachregressionen mit jeweils einer anderen makroökonomischen Variablen als Regressor durchgeführt, um den Erklärungsgehalt der jeweiligen Variable zu untersuchen. Die Tabelle 2.2 gibt für eine Auswahl der durchgeführten Regressionen die Vorzeichen der geschätzten Koeffizienten, deren Signifikanzniveau sowie den relativen Erklärungsgehalt des jeweiligen Modells (Bestimmtheitsmaß) an. Neben den in der Tabelle berichteten makroökonomischen Größen wurden noch diverse weitere berücksichtigt. Zu diesen zählen die Inflation, der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts und, als Proxy für die Marktkapitalisierung, das Niveau des Bruttoinlandsprodukts sowie entsprechende öffentlich zugängliche Prognosen für 2009. Keine dieser Variablen liefert eine bessere Anpassung als die Leistungsbilanz bzw. deren Prognose für das Jahr 2009.

Die Ergebnisse lassen nicht darauf schließen, dass das Niveau der Staatsverschuldung oder die Haushaltsdefizite die Entwicklung der Renditedifferenzen in jüngster Zeit wesentlich getrieben haben.<sup>a)</sup> Dies gilt sowohl bei Verwendung aktueller Daten als auch von Prognosewerten. Die Haushaltssalden weisen sogar kontraintuitive Zusammenhänge auf. Angesichts des gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfelds werden die Schuldenstände sowie deren Prognosen von den Marktteilnehmern möglicherweise nicht mehr als verlässliche Indikatoren für die zukünftige finanzielle Leistungsfähigkeit der entsprechenden Regierungen angesehen; schließlich sind insbesondere im Zusammenhang mit Bürgschaften für angeschlagene Banken verschiedene Szenarien denkbar geworden, durch die sich die Schuldenstände oder gar die Solvenz von Regierungen des Euroraums in kürzester Zeit ändern können. Im Gegenzug hat der relative Leistungsbilanzsaldo an Erklärungsgehalt gewonnen. Es scheint derzeit ein wichtiger Aspekt zu sein, inwieweit die einzelnen Länder in der Lage sind, ihre gesamtwirtschaftlichen Investitionen aus eigenen Ersparnissen zu finanzieren. Mehrere Erklärungen, die sich nicht gegenseitig ausschließen, sind für ein solches Muster denkbar. Erstens könnte die Ersparnisbildung eines Landes von den Marktteilnehmern als Indikator für spätere potentielle Einnahmen des Staates (z.B. über Steuereinnahmen) also für seine finanzielle Leistungsfähigkeit angesehen werden. Zweitens könnte im Zuge der Krise der so genannte »home bias« der Anleger gestiegen sein, demzufolge Anleger den Anlagen in ihren Herkunftsländern höheres Vertrauen entgegenbringen. Durch einen gestiegenen »home bias« erhöhet sich dann die Nachfrage nach Staatsanleihen in jenen Ländern mit hoher Ersparnis, da die Sparer nun auch eine relativ geringere Verzinsung gegenüber ausländischen Titeln akzeptieren. In Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, in denen also in erheblichem Umfang Kapital aus dem Ausland attrahiert wird, muss wegen dieses Effekts eine höhere Verzinsung geboten werden. Schließlich könnte eine stark negative Leistungsbilanz als Indikator mangelnder Wettbewerbsfähigkeit verstanden werden<sup>b)</sup>, die dann wiederum einen höheren Anreiz anzeigt, den gemeinsamen Währungsraum zu verlassen und durch starke Abwertung zügig an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen.<sup>c)</sup>

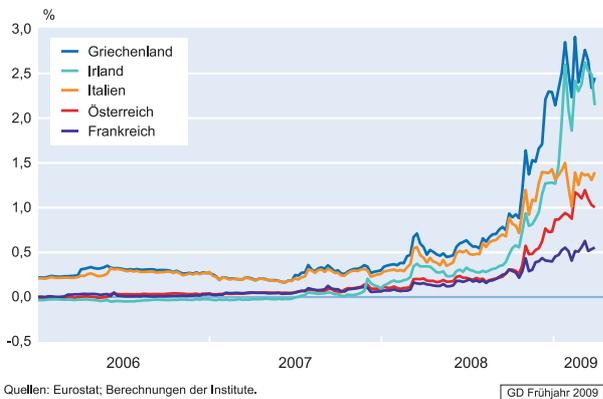
<sup>a)</sup> Führt man eine ähnliche Analyse für Renditedifferenzen aus dem Frühjahr 2007 durch, zeigt sich die Staatsverschuldung relativ zum Bruttoinlandsprodukt als beste Erklarungsgroe. Die entsprechende Einfachregression hat ein R<sup>2</sup> von über 0,6. Die OECD kommt mit einer anderen Methodik (Panelstudie), die einen konstanten Zusammenhang über die Zeit unterstellt, zu einem ähnlichen Ergebnis (OECD 2009, a.a.O.).

<sup>b)</sup> Dietrich, D. und A. Lindner, »Spannungen im Euroraum unter dem Druck der Weltfinanzkrise«, *Wirtschaft im Wandel Themenheft Weltfinanzkrise*, 2009, 39–42. Vgl. auch Europäische Kommission, *Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges, The EU Economy: 2006 Review*, Brüssel 2006; Europäische Kommission, »Competitiveness Developments within the Euro Area«, *Quarterly Report on the Euro Area* 8(1), 2009, 20–51.

<sup>c)</sup> Dazu sei angemerkt, dass der Austritt aus der Wahrungunion und eine folgende Abwertung der eigenen Währung im Hinblick auf die in Euro notierten Verbindlichkeiten mit erheblichen Kosten verbunden wären.

Abb. 2.4

**Tägliche Renditedifferenzen zwischen den Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euroraums und Deutschland**



nanzkrise und den sich abzeichnenden konjunkturellen Einbruch senkte sie den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte in sechs Schritten von 4,25 auf 1,25%. Zudem stellte sie das Zuteilungsverfahren ihrer Offenmarktgeschäfte auf einen Mengentender mit unbegrenzter Zuteilung um und dehnte die längerfristige Versorgung mit Zentralbankgeld deutlich aus. Der Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) sank in der Folge von 5,1% im Oktober auf zuletzt 1,5% (vgl. Abb. 2.5); dabei verringerte sich der Risikoaufschlag gegenüber der Rendite besicherter Interbankkredite (Eurepo) derselben Laufzeit von durchschnittlich 1,8 Prozentpunkten im Oktober 2008 auf zuletzt 0,75 Prozentpunkte.

Auch bei Unternehmensanleihen kam es zuletzt zu einem leichten Rückgang der Risikoprämien. Während die durch-

schnittliche Rendite von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren im Euroraum auf 3,8% im März von 4,3% im Oktober nachgab, fiel die Verzinsung von Unternehmensanleihen mittlerer Bonität (BBB) auf 6,8% im März, nachdem sie im Oktober auf dem Höhepunkt der Finanzkrise vorübergehend auf über 7,5% gestiegen war. Die durchschnittlichen Zinsen für Unternehmenskredite gingen ebenfalls zurück, von 5,9% im Oktober auf 4,7% im Februar.

Gleichzeitig setzte sich die Verlangsamung des Anstiegs des Kreditvolumens fort. Zwar expandierte das Volumen an Unternehmenskrediten im Februar mit 7,6% gegenüber dem Vorjahr noch relativ rasch; der Anstieg des Kreditvolumens an private Haushalte verlief dagegen schon weit weniger dynamisch und betrug im Vorjahresvergleich lediglich 0,7%. Dabei ist das Kreditvolumen an private Haushalte im Verlauf (Veränderungsrate gegenüber Vormonat, Dreimonatsdurchschnitt) bereits seit Oktober rückläufig, und das Unternehmenskreditvolumen stagnierte im Januar und Februar.

Auch die Veränderungsrate der Geldmenge M3 schwächte sich im Februar weiter auf 5,9% ab; dabei erhöhte sich der Beitrag der Ausweitung der Geldmenge M1 in den vergangenen Monaten sehr deutlich auf 2,8 Prozentpunkte im Februar. Dazu dürften in nicht unerheblichem Ausmaß Portfolioumschichtungen der Privaten beigetragen haben. Diese haben als Reaktion auf die Krise im Bankensektor Geldvermögen vorsorglich in jederzeit abrufbare monetäre Anlagen (Bargeld und täglich verfügbare Einlagen) umgeschichtet; sie weiten ihre Bestände an monetären Forderungen wohl nicht aus, um realwirtschaftliche Transaktionen abzuwickeln.

Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar liegt mit 1,30 US-Dollar je Euro gegenwärtig in etwa auf dem Niveau von Oktober; zwischenzeitlich kam es aber zu erheblichen Schwankungen. Trotzdem war im selben Zeitraum eine real effektive Aufwertung um 4,9% zu verzeichnen, vor allem weil der Euro stark gegenüber dem britischen Pfund und den Währungen der osteuropäischen Mitgliedsländer der EU aufgewertet hat.

Die Europäische Zentralbank wird im Prognosezeitraum die expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik beibehalten. Sie wird dabei vor allem auf den konjunkturellen Einbruch reagieren, der sich im Zuge der Finanzkrise in den letzten Monaten erheblich verschärfte und in dessen Folge sich die laufende und erwartete Inflation verringerte. Die EZB wird

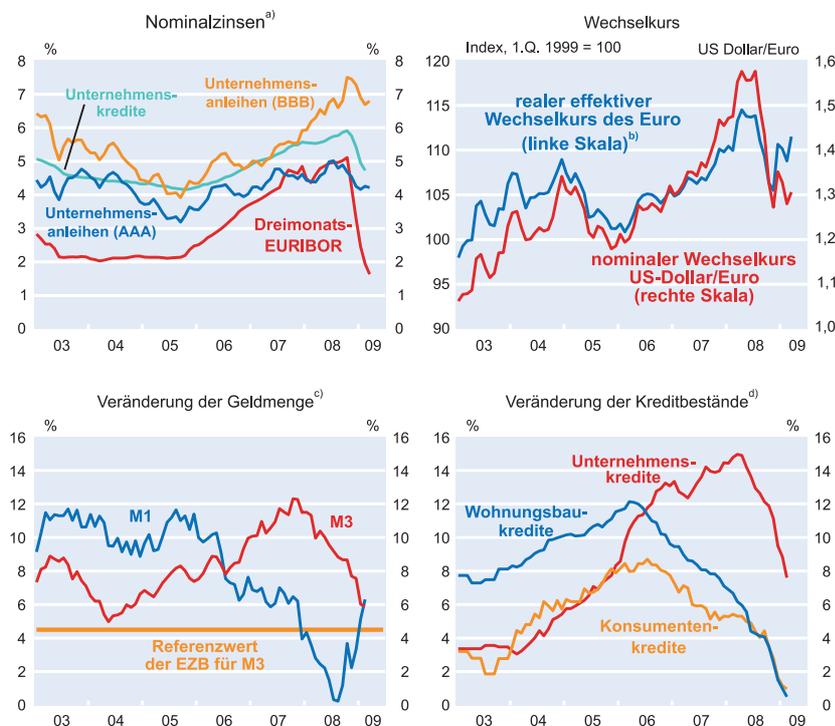
**Tab. 2.2**  
**Ergebnisse von Regressionsanalysen zu den Bestimmungsfaktoren für die Renditedifferenzen der Staatsanleihen im Euroraum<sup>a)</sup>**

Modell/Regressor	Vorzeichen der geschätzten Koeffizienten	Signifikanzniveau	Bestimmtheitsmaß
Leistungsbilanz			
2008	–	0,012	0,525
2009 <sup>b)</sup>	–	0,013	0,518
Staatsverschuldung			
2008 <sup>c)</sup>	+	0,229	0,156
2009 <sup>b),c)</sup>	+	0,179	0,191
Haushaltssaldo			
2008 <sup>c)</sup>	–	0,061	0,338
2009 <sup>b),c)</sup>	–	0,224	0,159

<sup>a)</sup> Einfachregression mit einer Konstanten und einem Regressor. Als unabhängige Variable dienen die Renditedifferenzen zehnjähriger Staatsanleihen. Der Stichprobenumfang ist 11. Die in der ersten Spalte angegebenen Variablen werden jeweils als Regressor gesondert in die Einfachregression eingesetzt. – <sup>b)</sup> Prognose der Europäischen Kommission. – <sup>c)</sup> In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Berechnungen der Institute.

Abb. 2.5  
Zur monetären Lage im Euroraum



a) Unternehmenskredite = Zinssatz für bestehende Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; Unternehmensanleihen = Zinsen für Corporate Bonds höchster (AAA) und mittlerer (BBB) Güte mit einer Laufzeit von 10 Jahren. - b) Weiter Länderkreis. - c) Veränderung gegenüber Vorjahr, Index, saisonbereinigt; M1 = Bargeldumlauf, täglich fällige Einlagen; M3 = M1 + Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu 2 Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und -papiere, Schuldverschreibungen bis zu 2 Jahren. - d) Veränderung gegenüber Vorjahr; Unternehmenskredite = Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; Wohnungsbaukredite = Wohnungsbaukredite der privaten Haushalte.

Quellen: Europäische Zentralbank; Reuters; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

bis Jahresmitte den Hauptrefinanzierungssatz um weitere 25 Basispunkte auf 1% senken. Einen Rückgang darüber hinaus halten die Institute für wenig wahrscheinlich, da die EZB mehrmals deutlich gemacht hat, dass sie eine Nullzinspolitik, wie sie faktisch in den Vereinigten Staaten seit Dezember praktiziert wird, ablehnt. Vielmehr wird davon ausgegangen, dass die EZB vermehrt Refinanzierungsgeschäfte mit längerer Laufzeit und unbegrenzter Zuteilung anbieten wird.<sup>11</sup>

### Ausblick: Konjunkturelle Talfahrt hält vorerst an

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum sind nach wie vor trübe. Für das erste Quartal 2009 zeichnet sich ein unvermindert starker Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion ab. In den kommenden Monaten dürfte sich die konjunkturelle Talfahrt verlangsamen, da die Anpassung der Produktion in der Industrie an die gesunkene Nachfrage bereits weit fortgeschritten zu sein scheint. Eine Erholung der Konjunktur zeichnet sich aber noch nicht

ab. Von den Exporten sind angesichts des anhaltenden Rückgangs der Auftragseingänge aus dem Ausland in der näheren Zukunft keine Anregungen zu erwarten. Auch die Binnen- nachfrage dürfte zunächst noch weiter zur Schwäche neigen. Zwar wird die expansive Finanzpolitik nach und nach Wirkung entfalten. Der Rückgang der Unternehmensinvestitionen wird sich aber angesichts der sehr niedrigen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung voraussichtlich noch einige Zeit fortsetzen, zumal sich die Finanzierungsbedingungen ungeachtet der niedrigen Zentralbankzinsen wohl vorerst kaum spürbar verbessern werden. Negative Vermögenseffekte und die stark steigende Arbeitslosigkeit belasten den privaten Konsum. Er dürfte ebenfalls weiter schrumpfen, auch wenn vielfach Steuererleichterungen und höhere Transfers beschlossen worden sind und der Rückgang der Inflation die Realeinkommen stärkt. Spürbare Anregungen für die Konjunktur gehen hingegen von den Staatsausgaben aus; vor allem die öffentlichen Investitionen werden im Rahmen der Konjunkturprogramme deutlich ausge-

weitert. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt 2009 um 4,5% sinken (vgl. Tab. 2.3).

Für das Jahr 2010 ist zu erwarten, dass sich die Konjunktur allmählich wieder stabilisiert. Neben der weiterhin expansiv ausgerichteten Finanzpolitik dürfte auch die Geldpolitik zunehmend Wirkung entfalten. In der Folge dürfte sich der Rückgang der Unternehmensinvestitionen abschwächen. Der private Konsum wird sich dagegen zunächst kaum beleben, da die realen verfügbaren Einkommen angesichts weiter zurückgehender Beschäftigung und geringerer Lohnzuwächse kaum steigen werden. Die Dynamik der wirtschaftlichen Expansion dürfte aber auch gegen Ende des kommenden Jahres noch schwach sein. Gegenüber dem Vorjahr wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahresdurchschnitt 2010 noch um 0,6% zurückgehen.

Dieser Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass sich die Lage im Finanzsektor allmählich entspannt. Eine solche Entwicklung ist allerdings keineswegs sicher, da auf den Finanzsektor weitere Belastungen durch die tiefe Rezession im Euroraum zukommen. So ist zu erwarten, dass z.B. die Zahl der Insolvenzen deutlich ansteigt und zu weiteren Abschreibungen bei den Banken führen wird. Dies würde den Finanzsektor zusätzlich destabilisieren. Da die Belastungen

<sup>11</sup> Vgl. Abschnitt »Zur Geldpolitik« in Kapitel 5.

**Tab. 2.3**  
**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum**

	2007	2008	2009	2010
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,6	0,8	-4,5	-0,6
Privater Konsum	1,5	0,4	-2,0	-0,8
Öffentlicher Konsum	2,2	2,0	1,9	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	-0,1	-10,0	-1,0
Inländische Verwendung	2,4	0,6	-3,0	-0,5
Exporte <sup>a)</sup>	5,8	1,4	-13,0	1,6
Importe <sup>a)</sup>	5,2	1,3	-10,0	1,7
Außenbeitrag <sup>b)</sup>	0,3	0,0	-1,5	0,0
Verbraucherpreise <sup>c)</sup>	2,1	3,3	-0,1	-0,2
In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts				
Budgetsaldo <sup>d)</sup>	-0,6	-1,7	-4,9	-6,4
Leistungsbilanzsaldo	0,4	-0,7	-1,0	-1,1
In % der Erwerbspersonen				
Arbeitslosenquote <sup>e)</sup>	7,5	7,5	9,7	11,1
<sup>a)</sup> Einschließlich Intrahandel. – <sup>b)</sup> Wachstumsbeitrag. – <sup>c)</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – <sup>d)</sup> Gesamtstaatlich. – <sup>e)</sup> Standardisiert.				

Quelle: Eurostat; Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

der öffentlichen Haushalte deutlich gestiegen sind, könnte es zumindest einigen Regierungen im Euroraum schwer fallen, weitere Finanzhilfen für den Bankensektor bereitzustellen.

## Zur Lage der Wirtschaft in Frankreich, Italien und Spanien

### Konsumausgaben in Frankreich dämpfen Konjunkturabschwung

Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm in Frankreich im Jahr 2008 um 0,8% zu. Im Verlauf des Jahres ließ die Wachstumsdynamik jedoch dramatisch nach. Im vierten Quartal schrumpfte die Wirtschaft – nach einer Stagnation im dritten Quartal – um 1,1% gegenüber dem Vorquartal. Der Einbruch fiel allerdings bislang nicht so stark aus wie im übrigen Euroraum. Einerseits lag dies an der verhältnismäßig stabilen Entwicklung des privaten Konsums; andererseits war der Rückgang bei Investitionen und Exporten nicht so stark ausgeprägt wie in anderen Ländern. Die Konsumausgaben nahmen – nach drei schwachen ersten Quartalen – im vierten Quartal sogar noch um 0,3% zu. Die Bruttoanlageinvestitionen sind im selben Zeitraum um 1,4% zurückgegangen, die Exporte sanken um 3,5%.

Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion wirkte sich negativ auf den Arbeitsmarkt aus. Seit Herbst 2008 ist die Arbeitslosenquote wieder deutlich gestiegen und erreichte im Februar 2009 einen Wert von 8,6%. Die Inflation hingegen ist nach dem starken Anstieg im Vorjahr seit Au-

gust 2008 rückläufig. Sie lag im März 2009 bei 0,4%. Die Abnahme der Teuerungsrate ist in erster Linie durch die Abnahme der Energie- und Nahrungsmittelpreise bedingt und wird durch den deflationären Einfluss der rückläufigen Nachfrage und schwächeren Nominallohnzuwachsen verstärkt.

Die Industrieproduktion ist seit September 2008 gesunken; im Januar 2009 brach sie mit – 3,9% gegenüber dem Vormonat regelrecht ein. In den kommenden Monaten wird sich die Talfahrt der Produktion noch weiter fortsetzen, wenn auch in vermindertem Tempo. Die Auftragseingänge sind zu Beginn des Jahres weiter zurückgegangen jedoch nicht mehr so stark wie in den Monaten zuvor. Auch der Vertrauensindikator in der Industrie hat sich im Lauf des ersten Quartals bisher nicht weiter verschlechtert; er liegt aber immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Kapazitätsauslastung ist gegenüber dem vierten Quartal des vergangenen Jahres jedoch drastisch eingebrochen und hat im ersten Quartal ihren bisherigen Tiefstand erreicht. Auch die Erwartungen über Auftragseingänge und Exporte in der verarbeitenden Industrie haben sich spürbar verschlechtert.

Das Konsumentenvertrauen hat mittlerweile einen historischen Tiefstand erreicht; nach dem dramatischen Absturz während des zweiten Halbjahrs 2008 verschlechterte es sich im Verlauf des ersten Quartals allerdings kaum mehr. Die Einschätzung der finanziellen Situation der Haushalte ist seit Jahresmitte 2008 anhaltend negativ, aber weitgehend konstant; die Einschätzung der Beschäftigungssituation hat sich hingegen weiter eingetrübt. Die realen Einkommen der privaten Haushalte stiegen infolge des starken Preisrückgangs jedoch an, während die Sparquote nahezu konstant blieb.

Die Regierung hat bereits mehrere Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur verabschiedet. Das Konjunkturpaket enthält Steuererleichterungen und staatliche Ausgaben in Höhe von etwa 12,7 Mrd. Euro (0,7% des Bruttoinlandsprodukts). Damit liegt Frankreich im Durchschnitt der Länder des Euroraums. Der größte Teil der Maßnahmen entfällt auf direkte öffentliche Investitionen, Investitionen staatseigener Betriebe und Sozialausgaben. Steuer- und Abgabenerleichterungen machen hingegen nur 3,2 Mrd. Euro aus. Darüber hinaus wurden Kredite und ähnliche Maßnahmen in beträchtlicher Höhe gewährt. Der Spielraum für weitere konjunkturelle Maßnahmen wird allerdings zunehmend geringer. Die Europäische Kommission hat bereits die Einleitung eines Defizitverfahrens gegen Frankreich angekündigt.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im Verlauf des Jahres 2009 rückläufig sein. Mit Ausnahme der öffentlichen Ausgaben werden alle makroökonomischen Aggregate schrumpfen. Der Rückgang der privaten Konsumausgaben wird jedoch weiterhin geringer ausfallen als im übrigen Euroraum. Die Unternehmensinvestitionen dürften hingegen drastisch einbrechen. Die Binnennachfrage dürfte insgesamt deutlich sinken. Auch der Wachstumsbeitrag des Außenhandels wird negativ sein.

Die Institute erwarten einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts bis Jahresende. Im weiteren Verlauf wird sich die Wirtschaft wieder etwas erholen, die Wachstumsraten wer-

den jedoch mäßig ausfallen. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 3,5% sinken; im Jahr 2010 dürfte die Wirtschaft nochmals leicht um 0,3% schrumpfen (vgl. Tab. 2.4). Die Situation am Arbeitsmarkt wird sich im Prognosezeitraum deutlich verschlechtern. Für 2009 erwarten die Institute im Jahresdurchschnitt eine Arbeitslosenquote von 9,3%. Im Jahr 2010 wird die Arbeitslosenquote noch einmal ansteigen und im Jahresdurchschnitt 10,1% betragen. Die Zunahme der Verbraucherpreise wird sich stark abflachen. Erst Anfang 2010 beginnen die Preise wieder leicht zu steigen. Die Inflationsrate wird 2009 bei -0,1% liegen, und im Jahr 2010 wird ein Anstieg der Verbraucherpreise um 0,1% erwartet.

**Tab. 2.4**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa**

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt <sup>a)</sup>			Verbraucherpreise <sup>b)</sup>			Arbeitslosenquote <sup>c)</sup>		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Deutschland	19,7	1,3	-6,0	-0,5	2,8	0,4	0,0	7,3	8,4	9,6
Frankreich	15,4	0,8	-3,5	-0,3	3,2	-0,1	0,1	7,8	9,3	10,1
Italien	12,5	-1,0	-5,0	-0,8	3,5	-0,5	-0,3	7,0	8,9	10,3
Spanien	8,5	1,2	-4,1	-0,9	4,1	-1,4	-0,9	11,3	17,4	20,8
Niederlande	4,6	2,0	-3,4	-0,4	2,2	0,5	0,2	2,8	4,7	5,5
Belgien	2,7	1,2	-3,1	-0,6	4,5	0,6	0,2	7,1	8,3	8,9
Österreich	2,2	1,8	-3,2	-0,5	3,2	0,1	0,3	3,8	4,9	5,8
Griechenland	1,9	2,9	-1,6	0,0	4,2	-0,5	0,0	7,7	8,9	9,3
Finnland	1,5	0,9	-3,1	-0,3	3,9	0,9	0,4	6,4	7,3	8,1
Irland	1,5	-1,6	-7,9	-2,7	3,1	-1,0	-1,3	6,3	12,2	14,3
Portugal	1,3	0,0	-4,0	-0,1	2,7	-1,4	-0,7	7,7	9,9	11,1
Slowakei	0,4	6,4	0,9	1,7	3,9	1,3	1,0	9,7	10,8	11,0
Slowenien	0,3	3,5	-3,1	0,8	5,5	0,0	0,4	4,6	5,4	6,1
Luxemburg	0,3	2,5	-1,6	0,0	4,1	-0,7	0,0	4,4	5,7	6,3
Zypern	0,1	3,7	1,0	1,6	4,4	-1,7	0,4	3,8	4,6	5,1
Malta	0,0	1,6	0,5	1,3	4,7	-0,6	0,3	5,8	6,4	6,9
Euroraum <sup>d)</sup>	72,9	0,8	-4,5	-0,6	3,3	-0,1	-0,2	7,5	9,7	11,1
Großbritannien	16,4	0,7	-4,0	-0,8	3,6	0,5	1,1	5,6	7,7	10,0
Schweden	2,7	-0,2	-6,0	0,2	3,3	0,9	0,2	6,2	8,1	9,4
Polen	2,5	4,8	0,0	2,0	4,2	2,3	0,8	7,1	8,5	9,3
Dänemark	1,8	-1,1	-4,0	-0,8	3,6	0,7	0,3	3,3	5,5	6,7
Tschechien	1,0	4,4	-1,7	1,8	6,3	1,1	0,7	4,4	5,6	6,1
Rumänien	1,0	7,1	-1,9	0,1	7,9	3,9	1,0	7,0	7,9	8,8
Ungarn	0,8	0,5	-4,0	-2,5	6,0	1,6	0,1	7,9	9,7	11,0
Litauen	0,2	3,1	-8,5	-0,5	11,1	4,1	0,2	5,8	15,0	17,8
Bulgarien	0,2	6,0	-0,5	1,4	12,0	2,6	1,0	5,6	7,0	7,6
Lettland	0,2	-4,6	-11,0	-2,2	15,3	3,7	0,7	7,3	16,7	18,0
Estland	0,1	-3,6	-9,0	-1,0	10,6	1,1	0,6	5,5	10,8	13,1
EU-15 <sup>d)</sup>	93,0	0,7	-4,5	-0,6	3,3	0,0	0,1	7,1	9,3	10,4
Beitrittsländer	7,0	4,2	-1,7	0,8	6,1	2,1	0,7	6,7	8,7	8,8
EU-27 <sup>d)</sup>	100,0	0,9	-4,3	-0,5	3,5	0,2	0,1	7,0	9,2	10,1

a) Die Zuwachsraten sind untereinander nicht voll vergleichbar, da sie für einige Länder um Arbeitstageeffekte bereinigt sind, für andere – wie für Deutschland – nicht. – b) Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – c) Standardisiert. – d) Summe der aufgeführten Länder. BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2007 in US-Dollar, Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbspersonen von 2007.

Quelle: Eurostat; IWF; OECD; Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

### Exporte und Investitionen in Italien brechen ein

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Italien sank im vergangenen Jahr um 1%. Dabei leisteten alle wichtigen Nachfragekomponenten einen negativen Beitrag. Die wirtschaftliche Entwicklung blieb damit erneut deutlich hinter jener des Euroraums zurück.

Im vierten Quartal sank das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorquartal um 1,9% und damit zum dritten Mal in Folge. Zur Konjunkturverschlechterung trugen Exporte und Investitionstätigkeit am stärksten bei. Die Ausfuhren brachen um 7,4% gegenüber dem Vorquartal ein. Mit ihrem hohen Gewicht traditioneller Industriezweige wie Textilien und Bekleidung ist die italienische Wirtschaft starkem Wettbewerbsdruck aus ostasiatischen Ländern mit niedrigen Produktionskosten ausgesetzt. Hinzu kommt, dass gerade diese Industrien in Zeiten eines globalen Abschwungs überproportional vom Rückgang der Nachfrage betroffen sind. Die Industrieproduktion weist bereits seit Mai eine deutlich fallende Tendenz auf, wobei sich die Abwärtsbewegung in der zweiten Jahreshälfte verstärkte.

Die Bruttoanlageinvestitionen sackten im vierten Quartal infolge der schlechten Auftragslage sowie der eingetrübten Absatz- und Gewinnerwartungen um fast 7% ab. Der massive Rückgang der Nachfrage verringerte die Kapazitätsauslastung und damit die Ertragskraft der Unternehmen; die verschärften Kreditkonditionen erschwerten gemeinsam mit den fallenden Aktienkursen den Zugang zu neuem Kapital.

Der private Konsum litt unter dem sinkenden Vertrauen der Verbraucher in die weitere wirtschaftliche Entwicklung. Die Realeinkommen pro Kopf entwickelten sich zwar infolge der nachlassenden Inflation relativ günstig, die rapide Verschlechterung der Arbeitsmarktlage drückte jedoch die Kaufkraft sowie die Stimmung der Verbraucher. Da die Geschäftsbanken ihre Kreditbedingungen verschärften, wurden auch der Neuverschuldung der privaten Haushalte enge Grenzen gesetzt. Die italienischen Banken scheinen bislang noch nicht so stark von den globalen Finanzmarktproblemen betroffen zu sein, jedoch wird das Engagement der italienischen Banken in Osteuropa als hohes Risiko eingestuft.

Positiv wirkte sich der durch den Preisverfall bei Nahrungsmitteln und Energie bedingte Rückgang der Inflation aus. Der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex belief sich im März 2009 auf 1,1%. Die Arbeitslosigkeit stieg seit Juni 2007 beinahe kontinuierlich an und lag im vierten Quartal mit 6,9% um einen halben Prozentpunkt höher als vor einem Jahr.

Die Sanierung der Staatsfinanzen machte in den vergangenen Jahren Fortschritte. Das Budgetdefizit belief sich 2008 auf knapp 3% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Italien zählte damit nicht zu jenen Ländern, gegen die von der EU-Kommission die Einleitung eines Verfahrens wegen übermäßiger Haushaltsdefizite empfohlen wurde. Dennoch ist die Staatsverschuldung in Italien außerordentlich hoch (106% des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2008), so dass wenig Spielraum für Konjunkturprogramme bleibt. Expansiven wirtschaftspolitischen Aktivitäten sind auch durch den Anstieg der Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen Grenzen gesetzt.

Angesichts der budgetären Engpässe plant die Regierung unkonventionelle Maßnahmen zur Belebung der Konjunktur. So können Ein- und Zweifamilienhäuser ohne Baugenehmigung um 20% ausgebaut werden. Die hohen Ersparnisse – die Sparquote der privaten Haushalte erreichte 2008 mehr als 9% – könnten dadurch teilweise in den Wohnbau gelenkt werden. Die Ankurbelung des Wohnbaus wird aber teilweise der Schattenwirtschaft zugute kommen und damit nicht voll in den offiziellen Statistiken aufscheinen.

Die internationale Wirtschafts- und Finanzkrise traf Italien zu einem besonders ungünstigen Zeitpunkt, als die Wirtschaft schon einige Jahre lang schwach expandierte. Die langfristige Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit seit der Euroeinführung stellt für Italien eine besondere Bürde dar, die sich in sinkenden Marktanteilen im Euroraum niederschlägt. Der extrem starke Rückgang der Aufträge und der Exporte im Januar (nominal um 26%) lässt eine schwere Rezession für 2009 erwarten.

Das reale Bruttoinlandsprodukt wird 2009 voraussichtlich um 5% schrumpfen und auch 2010 noch einmal um 0,8% zurückgehen. In der Folge wird die Arbeitslosenquote 2009 auf 8,9% steigen. Da der Arbeitsmarkt verzögert auf die Wirtschaftsentwicklung reagiert, wird die Arbeitslosenquote 2010 auf 10,3% klettern. Das Staatsdefizit wird 2009 auf 4,5% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen und damit die bereits sehr hohe Schuldenquote weiter erhöhen. Die Teuerung wird infolge der gesunkenen Rohöl- und Rohstoffpreise im Jahresdurchschnitt 2009 deutlich auf – 0,5% zurückgehen und auch 2010 rückläufig sein. Die Entwicklung am Arbeitsmarkt und die pessimistische Stimmung der Verbraucher lassen im Prognosezeitraum kaum positive Impulse vom Konsum der privaten Haushalte erwarten. Angesichts der ungünstigen Absatz- und Ertragsperspektiven sowie der verschlechterten Finanzierungsbedingungen wird die Investitionstätigkeit deutlich zurückgehen. Auch die Ausfuhren werden infolge des Einbruchs der Auslandsnachfrage und der geringen preislichen Wettbewerbsfähigkeit stark sinken.

### Spanische Wirtschaft von Immobilienkrise und weltweiter Rezession stark betroffen

Die Expansion der spanischen Wirtschaft endete im Verlauf des Jahres 2008; im Jahresdurchschnitt erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt aber noch um 1,2%. Die stärksten negativen Impulse gingen zunächst vom Wohnungsbau aus. Sinkende Immobilienpreise und steigende Realzinssätze ließen Wohnungsbau und -verkäufe stark zurückgehen. Gegen Jahresende verstärkte sich die konjunkturelle Abwärtsbewegung. Im vierten Quartal schrumpfte die Wirtschaft um 1% gegenüber dem Vorquartal. Der Export brach um 10% ein, die Bruttoanlageinvestitionen um 5,2%. Der private Konsum ging ebenfalls zurück (-1,4%), hielt sich angesichts des Verfalls der Vermögenspreise aber noch relativ gut. Mit dieser Entwicklung endete ein 14 Jahre andauernder Boom, der vor allem vom Bausektor getragen war. Die anhaltende Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit seit der Euroeinführung und die hohe Nachfrage, die vom Immobilienpreisboom stimuliert war, fanden in der Leistungsbilanz kumuliert ihren Niederschlag. Ihr Defizit erreichte 2008 9,5% des Bruttoinlandsprodukts.

Aufgrund der konjunkturellen Abwärtsbewegung hat sich die Lage am Arbeitsmarkt mittlerweile dramatisch verschlechtert. Die Arbeitslosenquote, die im internationalen Vergleich noch immer relativ hoch ist, nahm stark zu. Im Februar 2009 erreichte sie 15,5% und lag damit um 6,2 Prozentpunkte höher als im Vergleichsmonat des Vorjahres. Darin spiegelt sich insbesondere der Beschäftigungsabbau in der arbeitsintensiven Bauwirtschaft und in der Exportindustrie wider.

Der Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise drückte die Verbraucherpreise stark nach unten. Die Teuerungsrate, die im Juli 2008 mit 5,3% den höchsten Wert seit mehr als 15 Jahren erreicht hatte, ging seither auf 0,1% im März 2009 zurück. Die bereits beobachtbare Abnahme der Nominallöhne wird diese rückläufige Tendenz noch verstärken, so dass sich für die kommenden Monate temporär negative Inflationsraten abzeichnen.

Das hohe Wirtschaftswachstum der letzten Jahre hat sich positiv auf die öffentlichen Haushalte ausgewirkt. Der Budgetüberschuss erreichte im Jahr 2007 2,2% des Bruttoinlandsprodukts. Angesichts dieser günstigen Budgetsituation beschloss die spanische Regierung umfangreiche Maßnahmenpakete, um der Rezession entgegenzuwirken. Laut Schätzungen der OECD werden 2009 zusätzliche Ausgaben in der Höhe von 1,6% des Bruttoinlandsprodukts wirksam werden; dazu kommt noch ein Kreditpaket, das ein Mehrfaches dieser Ausgaben ausmacht. Aufgrund dieser Maßnahmen sowie der Konjunkturabschwächung erreichte die Neuverschuldung des Staates im vergangenen Jahr 3,4% des Bruttoinlandsprodukts. Für das laufende Jahr

zeichnet sich ein Defizit von 7,5% des Bruttoinlandsprodukts ab.

Der wirtschaftliche Aufholprozess Spaniens innerhalb der Europäischen Union fand mit dem Platzen der Immobilienblase ein vorläufiges Ende. Die spanische Wirtschaftsleistung wird 2009 um 4,1% schrumpfen und 2010 nochmal um 0,9% zurückgehen. Im gesamten Prognosezeitraum werden negative Vermögenseffekte die Wohnbauinvestitionen und den privaten Konsum dämpfen. Jene Nachfragekomponenten, die in den letzten Jahren besonders stark expandierten, werden im kommenden Jahr die Wirtschaftsentwicklung bremsen. Die Wohnbautätigkeit und die Unternehmensinvestitionen werden überdies von strikteren Kreditkonditionen betroffen sein. Der Rückgang des Anteils der Wohnbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt kann als Korrektur der überzogenen Bautätigkeit des vergangenen Jahrzehnts gesehen werden. Der zu erwartende starke Rückgang der Unternehmensinvestitionen ist eine Reaktion auf die sinkenden Absatz- und Gewinnerwartungen.

Aufgrund der Wirtschaftskrise wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter verschlechtern. Im Jahresdurchschnitt 2009 dürfte die Arbeitslosenquote auf 17,4% steigen. Auch 2010 ist keine Erholung auf dem Arbeitsmarkt zu erwarten; die Institute erwarten einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf 20,8%. Der zu erwartende Rückgang der internationalen Rohwaren- und Nahrungsmittelpreise sowie die schwache Konjunktur werden 2009 zu einem Rückgang der Verbraucherpreise um 1,4% führen. Im kommenden Jahr wird die Deflation anhalten.

### Großbritannien – die Krise verschärft sich

Im dritten Quartal 2008 verzeichnete die Wirtschaft Großbritanniens einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von real 0,7% gegenüber der Vorperiode, im vierten Quartal 2008 ging dann die Wirtschaftsleistung sogar um 1,6% zurück. Diese Entwicklung ist maßgeblich auf die Immobilien- und die Bankenkrise zurückzuführen. Der Wertverlust der Immobilien reduzierte die Einkommen der privaten Haushalte und führte in der Folge zu einem Rückgang des privaten Konsums, der in den vergangenen Jahren eine wichtige Stütze für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage war. Darüber hinaus bewirkte die anhaltende Bankenkrise nicht nur eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, sondern beeinträchtigt auch die Wertschöpfung in dem für die britische Wirtschaft überaus wichtigen Bankensektor. Aufgrund der verschärften Finanzierungsbedingungen und der düsteren konjunkturellen Aussichten wurden die Anlageinvestitionen eingeschränkt. Im vierten Quartal 2008 ging in der Folge die Binnennachfrage zurück. Der

Außenbeitrag war zwar im vierten Quartal 2008 positiv, aber nur deshalb, weil die Exporte weniger stark zurückgingen als die Importe. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich erheblich verschlechtert. In den meisten Sektoren gingen Stellen verloren, wobei im Bereich der Unternehmens- und Finanzdienstleistungen der größte Abbau zu verzeichnen war. Die Arbeitslosenquote stieg auf 6,5% im Durchschnitt der Monate November 2008 bis Januar 2009 und war somit 1,3 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor.

Angesichts des konjunkturellen Einbruchs sowie der anhaltenden Finanzkrise senkte die Bank von England den Leitzinssatz seit vergangener Oktober in mehreren Schritten um insgesamt 450 Basispunkte auf zuletzt 0,5%. Dies ist der tiefste Stand seit Gründung der britischen Notenbank im Jahr 1694. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex sank die Inflation von 5,2% im September 2008 auf 3,2% im Februar 2009. Der Rückgang der Teuerung wurde durch die signifikante Abwertung des Pfund im zweiten Halbjahr 2008 gebremst, die die Importpreise erhöhte. Für das Jahr 2009 ist davon auszugehen, dass die Inflation aufgrund des Rückgangs der Energiepreise und der Inlandsnachfrage weiter sinken wird. Die Institute erwarten, dass die Notenbank ihren Leitzinssatz aufgrund der weiterhin schlechten Konjunkturaussichten und der gegenwärtig geringen Inflationsrisiken vorerst auf dem aktuellen Niveau belässt.

Auch die Fiskalpolitik reagierte aktiv auf die sich verschlechternde Konjunktursituation. Im November 2008 wurde ein Konjunkturpaket beschlossen, in dessen Zentrum die im Dezember 2008 in Kraft getretene vorübergehende Senkung des Mehrwertsteuersatzes von 17,5 auf 15% steht. Vor diesem Hintergrund wird sich die bereits zuvor angespannte Lage der öffentlichen Haushalte im Prognosezeitraum weiter verschlechtern. Im Jahr 2008 erhöhte sich das Haushaltsdefizit bereits auf 4,4% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, für 2009 ist mit einem weiteren Anstieg zu rechnen. Dies ist auf die Mehrwertsteuersenkung sowie auf das Wirken der automatischen Stabilisatoren zurückzuführen.

Im laufenden Jahr dürfte sich die wirtschaftliche Situation weiter verschlechtern. Die Frühindikatoren, etwa die Produktionserwartungen und die Einzelhandelsumsätze, sprechen für einen weiteren Rückgang der Wirtschaftsleistung im ersten Quartal in einer ähnlichen Größenordnung wie im Vorquartal. Es bestehen zudem Anzeichen, dass die Unternehmen die Lagerbestände reduzieren. Da die Vermögen angesichts sinkender Immobilienwerte und Aktienkurse zurückgegangen sind, werden die privaten Haushalte ihre Sparquote erhöhen. In der Folge wird der private Konsum 2009 zurückgehen. Die Investitionsnachfrage geht in den ersten beiden Quartalen 2009 weiter zurück, da sich die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen im Vergleich zu risi-

koärmeren Staatsanleihen seit September 2008 weiter ausgeweitet haben. Seit Januar dieses Jahres war eine unterschiedliche Entwicklung bei Banken- und Industriefinanzierungen zu beobachten. Während die Spreads von Bankanleihen weiterhin stiegen, verringerten sich jene von Industriefinanzierungen leicht. Letztere befinden sich jedoch nach wie vor auf einem höheren Niveau als vor einem Jahr. Die Institute erwarten einen Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 4% in diesem und um 0,8% im kommenden Jahr. Infolge dessen wird die Arbeitslosenquote 2009 auf 7,7% und 2010 auf 10% ansteigen. Die Teuerung wird weiter sinken und sich aufgrund der schwachen Konjunktorentwicklung im Jahresdurchschnitt 2009 auf 0,5% belaufen. Auf der Basis der geltenden Gesetzeslage wird die Mehrwertsteuer zu Beginn des Jahres 2010 wieder auf das ursprüngliche Niveau angehoben. Die Verbraucherpreise werden daher 2010 wieder um 1,1% ansteigen.

### **Wirtschaftslage in den mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern der Europäischen Union deutlich von Finanzkrise gekennzeichnet**

Die Folgen der Finanzkrise sind auch in den mittel- und osteuropäischen Ländern deutlich zu spüren. In der Region insgesamt zeichnete sich seit dem dritten Quartal 2008 eine Abschwächung der Wirtschaftsentwicklung ab, wobei die Entwicklung in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich ist. Vergleichsweise früh hat sich die Konjunktur in den Ländern verlangsamt, die zuvor stark von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland profitiert hatten. Die damit einher gegangene Auslandsverschuldung – insbesondere in Fremdwährungen – führte zu einer starken Abhängigkeit von den internationalen Finanzmärkten. Die Verschärfung der Finanzkrise bewirkte einen Rückgang des Vertrauens ausländischer Kapitalanleger, so dass die bisherigen Finanzierungsströme nicht mehr aufrecht erhalten wurden und es zu einem massiven Abfluss ausländischen Kapitals und in einzelnen Ländern zu einer starken Abwertung der Währungen kam. Die verschärften Finanzierungsbedingungen und die stark ansteigenden Fremdwährungsschulden dämpften alle Komponenten der Binnennachfrage. In Lettland und Estland ist das Bruttoinlandsprodukt bereits 2008 im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen. In Ungarn und Rumänien schwächte sich die Konjunktur erst im zweiten Halbjahr ab.

Zum Jahresende 2008 wurden auch Länder von dem weltweiten konjunkturellen Einbruch erfasst, die einen hohen Exportanteil am Bruttoinlandsprodukt aufweisen. Dabei verzeichnen diese Länder aber nur eine Abschwächung ihres hohen Produktionszuwachses und trugen zur immer noch relativ kräftigen wirtschaftlichen Dynamik der Region im vergangenen Jahr bei. So brachen die Exporte in Tschechien

und der Slowakei im vierten Quartal regelrecht ein. Polen, die größte Volkswirtschaft dieser Ländergruppe, ist aufgrund der niedrigen Exportquote und der geringeren Abhängigkeit von ausländischem Kapital bisher weniger stark betroffen.

Die wirtschaftliche Expansion wird sich in diesem Jahr weiter deutlich abschwächen. Die Stärke des konjunkturellen Einbruchs wird auch von den Spielräumen der Geld- und Fiskalpolitik der jeweiligen Länder abhängen. Dabei ist die Geldpolitik in einigen Ländern inzwischen expansiver ausgerichtet und weitere Zinssenkungen sind zu erwarten. Allerdings ist vor allem in jenen Ländern mit einem Currency Board (baltische Länder, Bulgarien) sowie von jenen, die unter starkem Abwertungsdruck stehen (Ungarn, Rumänien) ein anhaltend hohes Zinsniveau zu erwarten, wodurch deutlich dämpfende Impulse von der Geldpolitik auf die konjunkturelle Entwicklung ausgehen dürften. Auch von der Finanzpolitik sind keine spürbaren Impulse zu erwarten, da die baltischen Staaten, aber auch Ungarn und Rumänien ihre Haushaltsdefizite zurückführen wollen, um das Vertrauen der Investoren zu erhalten bzw. um die Auflagen des IMF zu erfüllen. Vom Außenhandel gehen im kommenden Jahr ebenfalls keine Impulse aus. Vielmehr wird die negative Entwicklung im Euroraum die Konjunktur in den mittel- und osteuropäischen Ländern zusätzlich belasten. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt in der Region in diesem Jahr um 1,7% zurückgehen und im Jahr 2010 um 0,8% ausgeweitet werden.

### 3. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

#### Überblick

Im Frühjahr 2009 befindet sich die deutsche Wirtschaft in der tiefsten Rezession seit der Gründung der Bundesrepublik. Als Folge der Zuspitzung der internationalen Finanzkrise im vergangenen Herbst hat sich der globale Abschwung dramatisch verschärft. Dadurch ist die weltweite Nachfrage nach Investitionsgütern eingebrochen, und dies hat die Exportindustrie, die treibende Kraft hinter dem vergangenen Aufschwung, extrem hart getroffen. Nach und nach hat sich die Krise auf die gesamte Wirtschaft ausgebreitet. Auf Basis der vorliegenden Indikatoren erwarten die Institute zwar, dass die Abwärtsdynamik fortan nachlässt, sie rechnen aber nicht mit einer Stabilisierung vor Mitte 2010.

Bereits im Jahr 2008 war die gesamtwirtschaftliche Produktion nach einem ungewöhnlich guten Auftaktquartal mit zunehmenden Raten geschrumpft. Dabei machten sich die außenwirtschaftlichen Bremskräfte nach der Jahresmitte mehr und mehr bemerkbar. Nachdem die Auslandsaufträ-

ge für die deutsche Industrie schon im Verlauf der ersten Jahreshälfte in der Tendenz zurückgegangen waren, brachen sie ab September regelrecht ein. In der Folge kollabierte die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und fiel auf das Niveau von Ende 2005 zurück. In den ersten beiden Monaten des Jahres 2009 verschärfte sich die Abwärtsbewegung sogar noch. Sowohl Tempo als auch Ausmaß des Rückgangs sind in der Geschichte der Bundesrepublik ohne Beispiel.

In Deutschland brach die Produktion deutlich stärker ein als in den meisten anderen Industrieländern. Auf den ersten Blick steht dies im Widerspruch dazu, dass es hierzulande keine Blase an den Immobilienmärkten gegeben hat. Zudem hatten die deutschen Unternehmen in den vergangenen Jahren an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen, wodurch sie auf den globalen Märkten ihre Marktanteile ausbauen konnten. Das hohe Ausmaß, mit dem die deutsche Wirtschaft von der Weltrezession betroffen ist, erklärt sich vorwiegend aus der Spezialisierung auf Investitions- und langlebige Gebrauchsgüter. Dadurch profitierte sie einerseits überproportional von der wirtschaftlichen Expansion bei den Handelspartnern. Andererseits ist sie auch in besonderem Maße betroffen, wenn die konjunkturell außerordentlich anfällige Nachfrage nach diesen Waren zurückgeht. Daher ist der Rückschlag bei den Exporten, die sich im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2008 um 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% verringerten, als Gegenbewegung zu ihrer Ausweitung in den vergangenen Jahren zu sehen. Da die Importe im gleichen Zeitraum stagnierten, ist der Außenbeitrag deutlich zurückgegangen.

Die von dem Exporteinbruch ausgelösten, kontraktiven Multiplikatorprozesse trafen zunächst die besonders konjunkturreagible Investitionstätigkeit. Da die Kapazitätsauslastung trotz des Produktionsrückgangs bis zum Spätsommer 2008 nicht unter ihren langjährigen Durchschnitt gefallen war, wurden die Investitionen in Ausrüstungen in den ersten drei Quartalen zwar noch ausgeweitet, allerdings mit nachlassendem Tempo. Rückläufige Stimmungsindikatoren, wie das ifo Geschäftsklima, signalisierten aber schon zur Jahresmitte, dass die Unternehmen ihre Ertrags- und Absatzerwartungen kräftig zurückgeschraubt haben. Als dann mit der Verschärfung der Finanzkrise der Konjunkturpessimismus zunahm und sich überdies die Finanzierungsbedingungen erheblich verschlechterten, reduzierten die Firmen die Anschaffung von Ausrüstungsgütern im Schlussquartal um fast 5%.

Dagegen präsentierte sich der private Konsum in Deutschland – anders als in Ländern wie Spanien, Irland und den USA, die unter einer Immobilienkrise leiden – zuletzt als stabilisierender Faktor. Zwar hatten Preiserhöhungen für Energie und für Lebensmittel in der ersten Hälfte des Jahres 2008 die Kaufkraft geschmälert und die Konsumnachfrage sank. Die seit Jahresmitte rückläufigen Rohölpreise dämpften aber

den Preisauftrieb und stärkten die real verfügbaren Einkommen. Zudem setzte sich der Abbau der Arbeitslosigkeit fort. Das Konsumklima erholte sich etwas, und die Konsumausgaben verzeichneten in der zweiten Jahreshälfte insgesamt nur noch ein leichtes Minus.

Die Lage am Arbeitsmarkt besserte sich im Jahr 2008 erneut deutlich. Bemerkenswert ist, dass sich der Beschäftigungsaufbau bis ins vierte Quartal 2008 hineinzog, obwohl die Produktion schon seit dem Frühjahr schrumpfte. In den beschäftigungsintensiven Dienstleistungsbranchen war die Lage noch robust, und in den von der Exportkrise betroffenen Sektoren wurden Entlassungen durch die Inanspruchnahme von Zeitkonten, aber auch durch den zunehmenden Einsatz von Kurzarbeit teilweise vermieden.

Für das Auftaktquartal 2009 deuten Frühindikatoren darauf hin, dass sich der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion beschleunigt hat. Auftragseingänge und Erzeugung im verarbeitenden Gewerbe sind im Verlauf der ersten beiden Monate noch einmal dramatisch eingebrochen, und die Geschäftslage in der gewerblichen Wirtschaft wurde zunehmend schlechter beurteilt. Zudem dürfte der hohe Lagerbestand dämpfend gewirkt haben. Insgesamt wird mit einer Verringerung des Bruttoinlandsprodukts um 3,5% gerechnet.

Die Institute sind der Auffassung, dass es auch in der derzeitigen Krise notwendig und sachgerecht ist, Prognosen zu erstellen (vgl. Kasten 3.1). Für die kommenden Monate lassen das unverändert schwierige weltwirtschaftliche Umfeld und die vorlaufenden Indikatoren auf eine weiter rückläufige Produktionstätigkeit schließen. Zwar dürfte die Abwärtsdynamik ihren Höhepunkt überschritten haben; der Auftragsrückgang hat sich im Februar etwas verlangsamt, und die Geschäftserwartungen haben sich seit Dezember 2008 leicht verbessert. Dennoch bleibt die konjunkturelle Grundtendenz abwärts gerichtet. Infolge der weiterhin desolaten Absatzsituation im Ausland ist mit erneut sinkenden Ausfuhren zu rechnen. Zusammen mit den schlechten Gewinnaussichten und den gestiegenen Finanzierungskosten dürfte dies dazu führen, dass auch die Unternehmensinvestitionen weiter zurückgefahren werden.

Dagegen dürfte vor allem der private Konsum zunächst stützend wirken. Er profitiert von dem nachlassenden Preisauftrieb, der die reale Kaufkraft stärkt. Zudem werden die Steuer- und Beitragsbelastung reduziert, die Renten zur Jahresmitte spürbar erhöht und andere Transfers ausgeweitet. Die Bauinvestitionen dürften – nach einem auch witterungsbedingten Rückgang im ersten Quartal 2009 – wieder anziehen, weil die Investitionsprogramme der öffentlichen Hand mehr und mehr zum Tragen kommen. Für

### **Kasten 3.1 Konjunkturprognosen auch in Zeiten der Krise?**

In der Öffentlichkeit ist in den vergangenen Monaten wiederholt die Forderung laut geworden, in Krisenzeiten auf Prognosen zu verzichten. Ein solches Prognosemoratorium wird begründet mit der Befürchtung, aufgrund der Häufigkeit, mit der Prognosen veröffentlicht werden, entstehe der Eindruck eines »Wettlaufs der Abwärtsrevisionen«, der eine anstehende Krise erheblich verschärfen könnte. Zudem sei der Informationsgehalt von Konjunkturprognosen in unruhigen Zeiten sehr gering.

Die Institute halten die Forderung nach einem Prognosemoratorium für in sich inkonsistent, nicht zielführend, bedarfsfremd und praktisch undurchführbar, unter bestimmten Umständen sogar für schädlich.<sup>a)</sup>

Die Forderung ist in sich inkonsistent, weil sie voraussetzt, dass eine nahende Krise frühzeitig erkannt – also prognostiziert – wird, so dass ein Prognosemoratorium rechtzeitig ausgerufen werden kann. Gerade der aktuelle Fall zeigt, wie schwierig es ist, Beginn und Schärfe von Rezessionen vorherzusagen. Noch gegen Jahresende 2008 gab es Stimmen, die eine Fortsetzung des Aufschwungs vermuteten. Ganz ähnlich verhält es sich mit der Aufhebung eines Prognoseverzichts.

Die Forderung ist nicht zielführend, weil ihre zentrale Prämisse, ein Prognosemoratorium reduziere die Verunsicherung der Wirtschaftssubjekte, kaum haltbar ist. Man stelle sich nur vor, sämtliche Prognoseanbieter wären im Dezember des vergangenen Jahres übereingekommen, ihre Arbeit einzustellen und hätten dies in einer gemeinsamen Erklärung der Öffentlichkeit mit der Begründung mitgeteilt, in derart kritischen Zeiten seien Prognosen undurchführbar. Es ist nicht allzu spekulativ zu vermuten, dass dieser Schritt ähnlich hohe Aufmerksamkeit erregt hätte wie eine besonders ungünstige Prognose.

Die Forderung ist bedarfsfremd, weil die Nachfrage nach Prognosen in Krisen zumindest nicht kleiner sein dürfte als in normalen Zeiten. Viele ökonomische Entscheidungen praktisch aller Wirtschaftssubjekte enthalten – bewusst oder nicht – ein Prognoseelement. Offensichtlich ist dies bei der Haushaltsplanung des Staates und bei der Durchführung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, die nach der modernen makroökonomischen Theorie vorausschauend sein sollte. Aber auch Tarifverhandlungen, Investitionsplanungen oder private Kaufentscheidungen speziell von langlebigen Gütern sind ohne eine Vorausschau kaum sinnvoll durchführbar.

Die Forderung ist undurchführbar, weil in einer liberalen Gesellschaft das Recht der freien Meinungsäußerung gilt. Würden die Wirtschaftsforschungsinstitute freiwillig auf Prognosen verzichten, blieben zahlreiche andere Anbieter auf dem Prognosemarkt, um die offensichtlich vorhandene Nachfrage von Öffentlichkeit, Politik und Unternehmen zu befriedigen.

Der Verzicht auf Prognosen kann sogar schädlich sein. Schlössen sich nur alle unabhängigen Prognostiker dem Moratorium an, so könnte die Öffentlichkeit bei den verbleibenden Prognosen schwer feststellen, welches Gewicht die Eigeninteressen der Prognoseerzeuger spielen. So könnte ein Unternehmen mit einer optimistisch gefärbten Prognose versuchen, Risiken zu untertreiben, um sich staatliche Hilfen zu sichern. Oder eine parteinahe Organisation könnte bestrebt sein, eine anstehende Wahl durch eine besonders positive oder negative Prognose in ihrem Sinne zu beeinflussen. Der Bundesregierung, die im Rahmen internationaler Verträge verpflichtet ist, eigene Prognosen vorzulegen, könnte man vorwerfen, die Lage schön zu färben, weil der Vergleich mit Prognosen unabhängiger Institute nicht mehr möglich ist.

<sup>a)</sup> Für eine ausführliche Diskussion zu diesem Thema vgl. W. Koll u.a., »Zeitgespräch: Welche Rolle spielen Prognosen?«, *Wirtschaftsdienst* 79(2), 79–100.

**Tab. 3.1**  
**Eckdaten der Prognose für Deutschland**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reales Bruttoinlandsprodukt (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	0,8	3,0	2,5	1,3	-6,0	-0,5
Westdeutschland <sup>a)</sup>	0,9	2,9	2,5	1,3	-6,0	-1/2
Ostdeutschland <sup>b)</sup>	0,1	3,3	2,5	1,1	-5,0	-1,0
Erwerbstätige <sup>c)</sup> (1 000 Personen)	38 851	39 097	39 768	40 330	39 822	38 702
Arbeitslose (1 000 Personen)	4 861	4 487	3 776	3 268	3 718	4 688
Arbeitslosenquote <sup>d)</sup> (in %)	11,1	10,3	8,7	7,5	8,6	10,8
Verbraucherpreise <sup>e)</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	1,5	1,6	2,3	2,6	0,4	0,0
Lohnstückkosten <sup>f)</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	-1,0	-1,2	0,4	2,1	2,8	-1,3
Finanzierungssaldo des Staates <sup>g)</sup>						
in Mrd. Euro	-74,3	-35,9	-4,2	-3,3	-89,2	-132,5
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1	-3,7	-5,5
Leistungsbilanzsaldo (Mrd. Euro)	114,7	150,9	191,3	164,9	61,1	70,7

<sup>a)</sup> Einschließlich Berlin. – <sup>b)</sup> Ohne Berlin. – <sup>c)</sup> Im Inland. – <sup>d)</sup> Arbeitslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Wohnortkonzept). – <sup>e)</sup> Verbraucherpreisindex (2005 = 100). – <sup>f)</sup> Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer bezogen auf das reale Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen. – <sup>g)</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95).

Quelle: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Arbeitskreis VGR der Länder; Deutsche Bundesbank; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

das dritte Quartal 2009 ist sogar damit zu rechnen, dass die expansiven Kräfte vorübergehend die Oberhand gewinnen und sich die gesamtwirtschaftliche Produktion etwas erholt.

Die extrem schlechte konjunkturelle Grundtendenz dürfte zu einem sich beschleunigenden Abbau der Beschäftigung führen. Zwar wird der Einsatz von Kurzarbeit den Beschäftigungsabbau zunächst abfedern, doch dürften sich Unter-

nehmen zunehmend gezwungen sehen, den Personalbestand zu reduzieren, je länger die Kapazitäten unterausgelastet sind. Im Jahresverlauf ist mit einem Verlust von mehr als 1 Mill. Arbeitsplätzen zu rechnen. Spiegelbildlich wird die Arbeitslosigkeit hochschnellen und im Herbst die Marke von 4 Mill. überschreiten. Mit dem zunehmenden Arbeitsplatzrisiko wird sich die Konsumneigung verschlechtern, so dass der private Konsum zum Jahresende 2009 deutlich sinkt und die Produktion wieder nach unten zieht. Alles in allem

wird sich das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 voraussichtlich um 6% verringern (vgl. Tab. 3.1, Tab. 3.2). Am Jahresende 2009 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion auf den Stand von Mitte 2005 zurückgefallen sein.

Für 2010 ist nicht mit einer durchgreifenden Erholung zu rechnen. Erfahrungen mit früheren Rezessionen zeigen, dass diese besonders hartnäckig sind, wenn sie mit Banken- und Immobilienkrisen einhergehen.<sup>12</sup> Zwar wird die EZB die Geldpolitik weiter lockern. Angesichts der gravierenden Probleme im Bankensektor werden die monetären Impulse jedoch nicht in vollem Umfang bei den Unternehmen ankommen. Die Eigenkapitalbasis des Bankensystems, die bereits durch die Abschreibungen auf Engagements am amerikanischen Hypothekenmarkt und

**Tab. 3.2**  
**Beiträge der Nachfragekomponenten zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>a)</sup>**  
In Prozentpunkten

	2008	2009	2010
Konsumausgaben	0,3	0,6	-0,3
Private Haushalte <sup>b)</sup>	0,0	0,2	-0,7
Staat	0,4	0,4	0,4
Anlageinvestitionen	0,8	-1,7	0,1
Ausrüstungen	0,5	-1,3	-0,1
Bauten	0,3	-0,4	0,2
Sonstige Anlagen	0,1	0,0	0,0
Vorratsveränderungen	0,5	0,3	-0,5
Inlandsnachfrage	1,6	-0,8	-0,7
Außenbeitrag	-0,3	-5,2	0,2
Exporte	1,3	-10,7	0,9
Importe	-1,6	5,5	-0,6
Bruttoinlandsprodukt <sup>c)</sup>	1,3	-6,0	-0,5

<sup>a)</sup> Zur Definition vgl. Tabelle 3.3. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. – <sup>b)</sup> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. – <sup>c)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quelle: Statistisches Bundesamt; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

<sup>12</sup> Vgl. Kapitel 4.

**Kasten 3.2****Überprüfung der Prognosen für das Jahr 2008 und Anpassung der Prognose für das Jahr 2009**

Im Frühjahr vergangenen Jahres hatten die Institute für das Jahr 2008 einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Höhe von 1,8% prognostiziert. Dabei waren sie davon ausgegangen, dass die Konjunktur mit viel Schwung in das neue Jahr startet, sich im weiteren Jahresverlauf aber spürbar abkühlt. Die Ausfuhr sollte merklich an Dynamik verlieren, die Inlandsnachfrage hingegen an Tempo gewinnen, insbesondere weil der private Konsum bei zunehmender Beschäftigung und höheren Tariflöhnen spürbar ausgeweitet würde. Tatsächlich stieg die Produktion nach den vom Statistischen Bundesamt im Februar 2009 vorgelegten Werten nur um 1,3% (vgl. Tab. 3.3). Zwar expandierte das reale BIP im ersten Quartal 2008 sogar noch zügiger, als die Institute erwartet hatten. Auch kamen die dämpfenden Effekte, wie vorhergesehen, aus dem Ausland. Jedoch waren sie aufgrund zahlreicher negativer Schocks und der Zuspitzung der Lage auf den Finanzmärkten kräftiger als erwartet, so dass ab dem zweiten Quartal Nachfrage und Produktion fortlaufend gesunken sind, zuletzt sogar stark beschleunigt.

In ihrem Herbstgutachten beließen die Institute trotz alledem ihre Prognose für den jahresdurchschnittlichen Anstieg des realen BIP im Jahr 2008 bei 1,8%. Maßgeblich hierfür waren das kräftige Expansionstempo im ersten Quartal und der sich daraus ergebende Überhang. Die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte schätzten sie hingegen deutlich skeptischer ein als im Frühjahr und rechneten mit einem Rückgang gegenüber dem vorhergehenden Halbjahr. Betrachtet man die Revisionen bei den einzelnen Verwendungskomponenten des BIP, so wiesen diese aus heutiger Sicht durchweg in die richtige Richtung, allerdings wurden die Veränderungen oft unterschätzt. So wurden die Prognosen für die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen im Herbstgutachten zwar nach oben korrigiert, aus heutiger Perspektive aber nicht hinreichend stark. Die Prognose für den realen privaten Konsum wurde zutreffenderweise deutlich zurückgenommen, allerdings gemessen am vorläufigen Jahresergebnis etwas zu stark, was auch damit zusammenhängen dürfte, dass sich die Inflation gegen Jahresende stärker zurückbildete, als von den Instituten im Herbst erwartet. Insgesamt wurde der Anstieg der Inlandsnachfrage im Herbstgutachten deutlich unterschätzt, woran allerdings der infolge des Nachfrageeinbruchs unerwartet große Lageraufbau im vierten Quartal einen wesentlichen Anteil hatte. Die Prognose für die Ausfuhren hatten die Institute im Herbst zu zögerlich zurückgenommen, die der Einfuhren aber zu stark. Daraus resultiert eine falsche Einschätzung des Außenbeitrags, der nicht, wie prognostiziert, einen positiven Wachstumsbeitrag von 0,7 Prozentpunkten lieferte, sondern einen negativen von 0,3 Prozentpunkten.

Der größte Unsicherheitsfaktor für die Konjunkturprognose 2009 wurde im Herbstgutachten »im Ausmaß und der Dauer der Krise an den internationalen Finanzmärkten« (S. 7) gesehen. Um dieser Ungewissheit angemessen Rechnung zu tragen, hatten die Institute für das Jahr 2009 zusätzlich zur Basisprognose, in der von einer allmählichen Stabilisierung des Bankensektors ausgegangen wurde, ein Risikoszenario durchgerechnet, in dem von einer ungünstigeren Entwicklung der Weltwirtschaft und verschlechterten Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Verbrauchern ausgegangen wurde. Für Deutschland ergab sich unter diesen Annahmen eine Rezession, wie sie nach den Ölpreisschocks in den siebziger Jahren und zu Beginn der achtziger Jahre beobachtet worden war. Im Basisszenario wurde für 2009 ein geringfügiger Anstieg des realen BIP um 0,2% erwartet, im Risikoszenario ein Rückgang in Höhe von 0,8%.

Zu der im Basisszenario erwarteten Stabilisierung der Finanzmärkte ist es nicht gekommen. Vielmehr geriet die Weltwirtschaft in eine schwere Rezession, und der Welthandel entwickelte sich weitaus ungünstiger als im Risikoszenario unterstellt. Da die deutsche Wirtschaft besonders exportabhängig ist, brachen Produktion und Nachfrage unerwartet kräftig ein. Aufgrund des niedrigen Ausgangsniveaus am Jahresende 2008 und dem sich abzeichnenden nochmaligen Produktionsrückgang im ersten Quartal erwarten die Institute nunmehr, dass das reale BIP im Jahresdurchschnitt 2009 um 6% sinkt.

Eine Revision der Prognose der Veränderungsrate um 6,2 Prozentpunkte innerhalb eines halben Jahres hat es in der Geschichte der Gemeinschaftsdiagnose noch nicht einmal annähernd gegeben. Allerdings wurde die Stärke des konjunkturellen Umschwungs von allen Prognostikern in ähnlicher Weise unterschätzt. Eine Ursache für den großen Fehler liegt darin, dass die Wechselwirkungen zwischen Finanzmärkten und Gütermärkten sowie die Ursachen und Abläufe von Finanzkrisen in der Ökonomie insgesamt nicht soweit verstanden sind, dass Situationen wie die gegenwärtige genau prognostiziert werden können.

In der vorliegenden Prognose werden die Erwartungen für die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen sowie für die Investitionen in Ausrüstungen im Vergleich zum Herbstgutachten besonders deutlich zurückgenommen. Dagegen dürften sich die Bauinvestitionen aufgrund der Investitionsprogramme der öffentlichen Hand günstiger entwickeln. Wenig verändert gegenüber dem Herbst wurde die Prognose für die privaten Konsumausgaben. Einerseits dürften die Nettolöhne und -gehälter, anders als vor einem halben Jahr erwartet, sinken. Andererseits ist die Teuerung geringer und die Steuer- und Abgabenbelastung wurde zurückgeführt. Zudem regt die »Abwrackprämie« zum Vorziehen von Pkw-Käufen an, was die Sparquote sinken lässt.

andere Verluste im Zusammenhang mit der Finanzkrise erheblich geschrumpft ist, wird aufgrund des zu erwartenden Anstiegs der Unternehmensinsolvenzen im Zuge der scharfen Rezession deutlich sinken. Da zudem wichtige Handelspartner von Banken- und Immobilienkrisen betroffen sind, rechnen die Institute erst für die zweite Jahreshälfte mit einer nennenswerten Belebung der deutschen Exporte. Dies dürfte die Ausrüstungsinvestitionen anregen; zumal das Auslaufen der degressiven Abschreibung zum Jahresende Anreize schafft, Investitionen vorzuziehen. Aufgrund der sich weiter verschlechternden Arbeitsmarktlage mit knapp unter 5 Mill. Arbeitslosen zum Jahresende ist jedoch zu er-

warten, dass der private Konsum spürbar zurückgehen wird. Zudem werden die finanzpolitischen Impulse schwächer oder kehren sich – wie im Fall der »Abwrackprämie« – sogar um. Alles in allem ist das Bruttoinlandsprodukt am Jahresende 2010 damit nicht höher als ein Jahr zuvor. Im Jahresdurchschnitt entspricht dies einem Rückgang um 0,5% (vgl. Kasten 3.2).

Seit dem Herbst 2008 ist das Verbraucherpreisniveau in der Tendenz rückläufig, weil die Energiepreise erheblich gefallen sind. Für den Verlauf des Jahres 2009 ist damit zu rechnen, dass die gesunkenen Rohölpreise weiter auf die

**Tab. 3.3**  
**Prognosen für das Jahr 2008 und tatsächliche Entwicklung**  
 Verwendung des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>a)</sup>

	Frühjahrgutachten		Herbstgutachten		Statistisches Bundesamt		Prognosefehler für 2008	
	Prognosewerte für 2008		Prognosewerte für 2008		Istwerte <sup>b)</sup> für 2008		Differenz der Wachstumsbeiträge in %-Punkten	
	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>c)</sup>	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>c)</sup>	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>c)</sup>	Frühjahrgutachten	Herbstgutachten
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	Spalte (6) abzüglich Spalte (2)	Spalte (6) abzüglich Spalte (4)
Inlandsnachfrage	1,3	1,2	1,1	1,0	1,7	1,6	0,4	0,6
Privater Konsum	0,8	0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,4	0,2
Staatlicher Konsum	2,2	0,4	2,0	0,4	2,0	0,4	0,0	0,0
Ausrüstungen	4,0	0,3	4,8	0,4	5,9	0,5	0,2	0,1
Bauten	1,1	0,1	2,9	0,3	3,0	0,3	0,2	0,0
Sonstige Anlageinvestitionen	6,5	0,1	5,2	0,1	6,6	0,1	0,0	0,0
Vorratsveränderungen	-	-0,2	-	0,2	-	0,5	0,7	0,3
Außenbeitrag	-	0,6	-	0,7	-	-0,3	-0,9	-1,0
Ausfuhr	5,4	2,5	4,4	2,1	2,7	1,3	-1,2	-0,8
Einfuhr	4,9	-1,9	3,4	-1,3	4,0	-1,6	0,3	-0,3
Bruttoinlandsprodukt	1,8	1,8	1,8	1,8	1,3	1,3	-0,5	-0,5
<i>Nachrichtlich:</i>								
Bruttoinlandsprodukt USA	1,5	-	1,6	-	1,1	-	-	-
Bruttoinlandsprodukt Euroraum <sup>d)</sup>	1,7	-	1,1	-	0,8	-	-	-
Welthandel	5,0	-	3,5	-	1,5	-	-	-
Verbraucherpreise	2,6	-	2,8	-	2,6	-	-	-

a) In Preisen des Vorjahres. – b) Statistisches Bundesamt, Fachserie 18 Reihe 1.3, 4. Vierteljahr 2008. – c) Beiträge der Nachfragekomponenten zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (Lundberg-Komponenten). Der Wachstumsbeitrag einer Nachfragekomponente ergibt sich aus der Wachstumsrate, gewichtet mit dem nominalen Anteil des Aggregats am Bruttoinlandsprodukt aus dem Vorjahr. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. Angaben für das Bruttoinlandsprodukt: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %. – d) Arbeitstäglich bereinigte Ergebnisse.

Quelle: BEA; Eurostat; OECD; Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2009: Prognose der Institute.

Preise für Erdgas und Strom durchwirken. Daneben werden die desolante Nachfragesituation und die unterausgelasteten Kapazitäten Druck auf die Kerninflation ausüben. Da sich diese Anpassungsprozesse aber nur allmählich vollziehen, ist für den Jahresdurchschnitt 2009 noch ein leichtes Anziehen der Verbraucherpreise um 0,4% zu erwarten. Im Jahr 2010 werden sie in etwa stagnieren.

Die Konjunkturprogramme, die wegbrechenden Steuer- und Beitragseinnahmen sowie kräftig steigende Arbeitsmarktausgaben werden die öffentlichen Budgets erheblich belasten. Für das Jahr 2009 wird das Finanzierungsdefizit auf 89 Mrd. Euro hochschnellen, was einer Defizitquote von 3,7% entspricht. Aufgrund weiter rückläufiger Produktion und steigender Arbeitslosigkeit erwarten die Institute für das kommende Jahr einen Fehlbetrag von 133 Mrd. Euro und eine Defizitquote von 5,5%.

### Risiken der Prognose

Die Prognose basiert vor allem auf der Annahme, dass es zu einer, wenn auch sehr langsamen, Gesundung des internationalen Bankensystems kommt, weil die staatlichen Rettungsmaßnahmen allmählich wirken (vgl. Kasten 3.3). Daher werden die hohen Finanzierungsaufschläge für Unternehmen im Prognosezeitraum leicht zurückgehen. Diese Annahme ist aber mit großer Unsicherheit verbunden. Berechnungen des Internationalen Währungsfonds deuten darauf hin, dass das globale Bankensystem weiter mit enormen Bilanzrisiken und Eigenkapitalproblemen zu kämpfen hat. Daher ist keineswegs auszuschließen, dass es zu einer erneuten Vertrauenskrise kommt. Dies würde nicht nur die Kreditkonditionen weiter verschärfen, sondern auch das weltweite Geschäftsklima schwer belasten. Die Folge könnte ein nochmaliger Einbruch bei Bestellungen und Produktion sein.

**Kasten 3.3**  
**Annahmen für die Prognose**

- Die Prognose beruht auf folgenden Annahmen:
- Der Rohölpreis (Brent) beträgt in diesem und im kommenden Jahr im Durchschnitt 50 US-Dollar pro Barrel.
  - Der Welthandel nimmt in diesem Jahr um 16,5% ab und im kommenden Jahr um 0,5% zu.
  - Der Wechselkurs des Euro liegt im Prognosezeitraum bei 1,35 US-Dollar.
  - Die Europäische Zentralbank wird den maßgeblichen Leitzins im Frühjahr 2009 auf 1% senken sowie zu unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik greifen.
  - Das Bankensystem wird sich weltweit langsam erholen, ohne aber vollständig zu gesunden. Die Aufschläge für die Unternehmensfinanzierung werden sich leicht zurückbilden.
  - Die Finanzpolitik ist im Prognosezeitraum expansiv ausgerichtet. Der Impuls durch diskretionäre Maßnahmen gegenüber 2008 beträgt in diesem Jahr 1,3% und im kommenden Jahr 1,8%.

Da Geld- und Finanzpolitik in vielen Ländern ihre Möglichkeiten schon weitgehend ausgereizt haben, wäre ein Abgleiten in eine weltweite deflationäre Abwärtsspirale dann nicht unwahrscheinlich.<sup>13</sup>

Es ist aber ebenso gut möglich, dass sich die Konjunktur in Deutschland schneller erholt als prognostiziert. So könnte die internationale Bankenkrise rasch gelöst werden und daher die Kreditvergabe schon bald wieder annähernd wie in normalen Zeiten funktionieren, und die expansive Geldpolitik würde voll wirken. Die überraschend guten Gewinnmeldungen einzelner Finanzinstitute machen Hoffnung, dass sich die Bilanzsituation des Bankensektors insgesamt zügig entspannt. Des Weiteren gehen von der Wirtschaftspolitik weltweit massive Impulse aus, deren Wirkung größer sein könnte, als in der Prognose unterstellt. All dies würde die konjunkturellen Abwärtskräfte zwar nicht sofort umkehren, könnte aber dazu führen, dass die dramatischen Produktionsrückgänge der vergangenen Monate zum Teil bald wieder ausgeglichen werden. In Deutschland könnte so der Anstieg der Arbeitslosigkeit erheblich gemildert werden, weil die Firmen bei wieder verbesserten Absatzperspektiven Entlassungen tendenziell vermeiden würden.

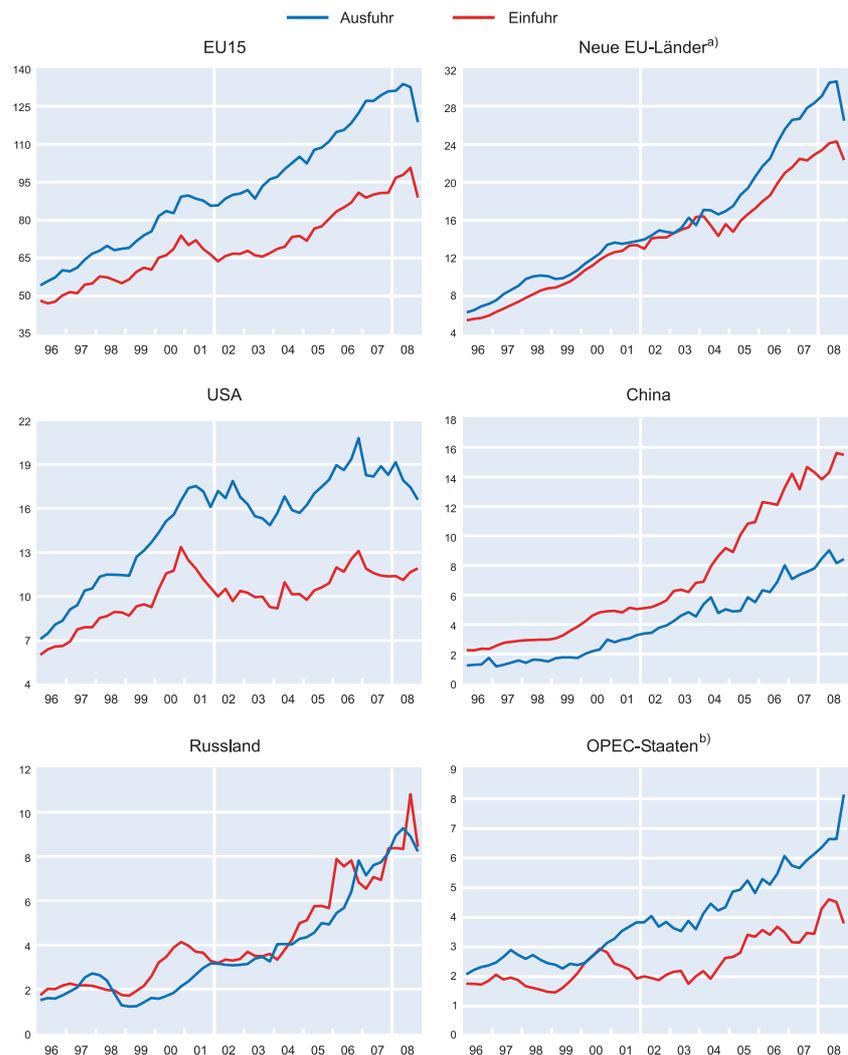
<sup>13</sup> Weitere Abwärtsrisiken für die Prognose werden in Kapitel 1 beschrieben.

**Die Entwicklung im Einzelnen**

**Tiefster Einbruch der Exporte in der Geschichte der Bundesrepublik**

Nach einem mehrjährigen sehr kräftigen Anstieg sind die realen Exporte im zweiten Halbjahr 2008 dramatisch eingebrochen. Im Zuge einer sich deutlich abschwächenden Weltkonjunktur waren die Lieferungen im vierten Quartal 7,3% niedriger als im Vorquartal. Der Einbruch war auch im internationalen Vergleich sehr ausgeprägt, weil Deutschland durch die hohe Spezialisierung auf Investitionsgüter

**Abb. 3.1**  
**Außenhandel Deutschlands nach Ländern und Regionen**  
Spezialhandel; saisonbereinigte Quartalswerte in Mrd. Euro



a) Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Lettland, Litauen, Estland, Slowenien, Malta, Zypern, Bulgarien, Rumänien.  
b) Algerien, Libyen, Nigeria, Venezuela, Irak, Iran, Saudi-Arabien, Kuwait, Katar, Vereinigte Arabische Emirate, Indonesien.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute.

vom weltweiten Nachfrageeinbruch besonders stark betroffen ist.

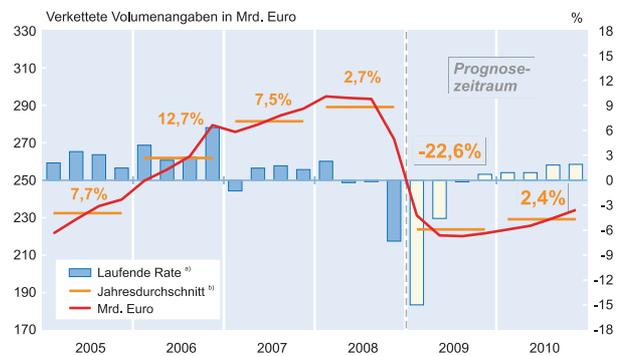
Dabei gingen die Warenausfuhren in nahezu alle Abnehmerländer deutlich zurück (vgl. Abb. 3.1). So verringerte sich die Ausfuhr in den Euroraum – dessen Anteil an den Gesamtexporten über 40% beträgt – im vierten Quartal um mehr als 10% (vgl. Tab. 3.4). Bei den Lieferungen in die übrigen europäischen Länder war der Rückgang ähnlich dramatisch. Maßgeblich hierfür waren die scharfe Rezession in Großbritannien und die kräftige Abkühlung der Konjunktur in den osteuropäischen Ländern. In die USA wurde zuletzt ebenfalls deutlich weniger geliefert, jedoch wurde die Abnahme durch die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und die damit einhergehende Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gebremst. Schließlich sanken auch die Ausfuhren in die Schwellenländer im Schlussquartal. So sahen sich deutsche Exporteure einer schrumpfenden Nachfrage aus Russland gegenüber, da hier zusätzlich zur Bankenkrise die Erlöse aus dem Öl- und Gasgeschäft in Folge des Preisverfalls im zweiten Halbjahr 2008 zurückgingen.

Im ersten Quartal 2009 dürfte sich der Rückgang der Ausfuhr noch verstärkt haben. So war die nominale Warenausfuhr in der Abgrenzung des Spezialhandels im Durchschnitt der beiden ersten Monate dieses Jahres um 13,7% niedriger als im Vorquartal, und der Auftragseingang aus dem Ausland sank erneut drastisch. Vor diesem Hintergrund rechnen die Institute für das erste Quartal mit einer Abnahme der realen Exporte um 15%. Das ist der stärkste Rückgang in der Geschichte der Bundesrepublik. Im Frühjahr werden die Ausfuhren weiter schrumpfen, jedoch weit aus weniger stark als im Winterhalbjahr. Darauf deuten die

Abb. 3.2

**Reale Exporte**

Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala),  
 b) Zahlenangabe: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
 Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute;  
 ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute.

GD Frühjahr 2009

Frühindikatoren hin. So sind die Auftragseingänge aus dem Ausland zuletzt deutlich langsamer gesunken. Auch die ifo Exporterwartungen haben sich im ersten Quartal 2009 weniger stark eingetrübt als im Vorquartal. In der zweiten Jahreshälfte dürften die Exporte mit der Stabilisierung der Konjunktur in den Hauptabnehmerländern nicht weiter sinken. Für das Jahr 2010 erwarten die Institute einen geringfügigen Anstieg der Weltproduktion, der die deutschen Ausfuhren stützen dürfte. Alles in allem werden die Exporte von Waren und Dienstleistungen im Jahresdurchschnitt 2009 um 22,6% sinken und im darauf folgenden Jahr um 2,4% zunehmen (vgl. Abb. 3.2).

Die Importe gingen nach den starken Zuwächsen der vergangenen Jahre im letzten Quartal 2008 ebenfalls kräftig zurück. Allerdings sanken sie in deutlich geringerem Ausmaß als die Exporte, da sich die Binnennachfrage in

**Tab. 3.4**  
**Deutsche Exporte nach Regionen**  
 Spezialhandel in jeweiligen Preisen

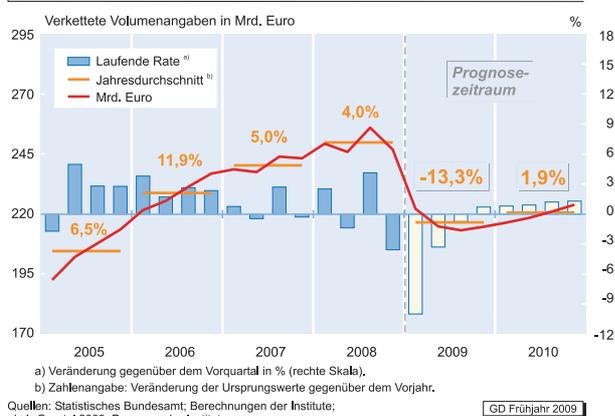
	2006			2007			2008		
	Mrd. Euro	Anteile in %	in % des BIP <sup>a)</sup>	Mrd. Euro	Anteile in %	in % des BIP <sup>a)</sup>	Mrd. Euro	Anteile in %	in % des BIP <sup>a)</sup>
Insgesamt	893,0	100,0	38,5	965,2	100,0	39,8	992,7	100,0	39,8
EU-27	564,9	63,3	24,3	623,8	64,6	25,7	633,0	63,8	25,4
darunter:									
Euroraum	373,1	41,8	16,1	407,7	42,2	16,8	412,8	41,6	16,6
neue EU-Länder <sup>b)</sup>	93,9	10,5	4,0	109,4	11,3	4,5	116,7	11,8	4,7
NAFTA <sup>c)</sup>	90,9	10,2	3,9	86,2	8,9	3,6	84,6	8,5	3,4
Ostasien <sup>d)</sup>	72,9	8,2	3,1	75,2	7,8	3,1	79,5	8,0	3,2
darunter:									
China	27,5	3,1	1,2	29,9	3,1	1,2	34,1	3,4	1,4
Übrige Länder	164,4	18,4	7,1	180,0	18,6	7,4	195,6	19,7	7,9

a) Nominales Bruttoinlandsprodukt. – b) Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Slowenien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Zypern, Rumänien, Bulgarien. – c) USA, Kanada, Mexiko. – d) Japan, China, Hongkong, Taiwan, Singapur, Thailand, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quelle: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute.

**Abb. 3.3****Reale Importe**

Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



Deutschland nur vergleichsweise wenig abschwächte. Im ersten Quartal des Jahres 2009 dürfte sich bei den Einfuhren der Rückgang auf 10% beschleunigen, weil der Einbruch der Warenexporte auf die Nachfrage nach Vorleistungsgütern durchschlägt. Im Januar und Februar war die nominale Wareneinfuhr im Durchschnitt bereits um 8,9% niedriger als im vierten Quartal 2008. Im weiteren Verlauf des Jahres dürften die Einfuhren aufgrund einer schwachen Binnen- und Exportnachfrage weiter sinken. Allerdings werden aufgrund der »Abwrackprämie« mehr Kleinwagen aus dem Ausland importiert. Aufgrund der sich allmählich erholenden Exportwirtschaft und der im Verlauf von 2010 wieder anziehenden Investitionstätigkeit rechnen die Institute damit, dass sich die Importe ab Jahresende 2009 etwas erholen. Alles in allem nehmen die Einfuhren im Jahresdurchschnitt 2009 um 13,3% ab und im nächsten Jahr um 1,9% zu (vgl. Abb. 3.3).

Die Importpreise sind gegen Jahresende trotz der zwischenzeitlichen Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar drastisch gesunken. Ursache war der rasante Preisverfall bei Rohstoffen und Nahrungsmitteln im zweiten Halbjahr 2008. In der jüngsten Zeit scheint dieser Rückgang gestoppt zu sein, und für den Prognosezeitraum unterstellen die Institute einen konstanten Rohölpreis von 50 Dollar und einen unveränderten Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar von 1,35. Gleichwohl werden die Einfuhrpreise weiter sinken, zum einen weil der zurückliegende Preisverfall bei Öl, anderen Rohstoffen sowie Nahrungsmitteln und die jüngste Aufwertung des Euro vorerst noch nachwirken, zum anderen weil im Zuge der weltweit sinkenden Kapazitätsauslastung auch die Preise für Halb- und Fertigwaren nachgeben dürften. Für den Jahresdurchschnitt rechnen

die Institute mit einem Rückgang des Importdeflators um 6,8%. Im Verlauf des nächsten Jahres werden die Importpreise aufgrund der sich stabilisierenden Weltkonjunktur wohl nicht weiter fallen. Im Jahresdurchschnitt 2010 ergibt sich eine Abnahme um 0,5%.

Die Ausführpreise dürften im Jahr 2009 angesichts rückläufiger Kosten für Rohstoffe und andere Vorprodukte sowie der abnehmenden Kapazitätsauslastung um 2,3% sinken. Im Jahr 2010 laufen die dämpfenden Effekte seitens der Rohstoffpreise aus. Die Exportpreise werden im Jahresdurchschnitt 2010 ihr Vorjahresniveau um 0,1% unterschreiten. Die Terms of Trade werden sich in diesem Jahr um 4,8% und im nächsten Jahr um 0,3% verbessern (vgl. Tab. 3.5).

### Unternehmen fahren Ausrüstungsinvestitionen drastisch zurück

Im Spätsommer 2008 endete eine seit 2003 anhaltende Expansionsphase bei den Ausrüstungsinvestitionen. Im Sog der weltweiten Rezession ging die Kapazitätsauslastung drastisch zurück, die Absatzerwartungen der Unternehmen trübten sich spürbar ein und die Finanzierungsbedingungen verschlechterten sich. Vor diesem Hintergrund sanken die Investitionen in Ausrüstungen zum Jahresende außerordentlich kräftig (4,9%).

Im laufenden Jahr dürfte sich der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen vorerst sogar deutlich beschleunigen. Aufgrund des weltweiten Produktionseinbruchs hat sich die Absatzsituation der Unternehmen sowohl im Ausland als auch

**Tab. 3.5**  
**Indikatoren zur Außenwirtschaft<sup>a)</sup>**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						
Exporte, real <sup>b)</sup>	7,7	12,7	7,5	2,7	-22,6	2,4
Waren	7,6	12,7	7,7	2,9	-23,2	2,5
Dienstleistungen	7,9	12,5	6,3	1,7	-18,6	2,2
Importe, real	6,5	11,9	5,0	4,0	-13,3	1,9
Waren	6,8	13,5	5,1	4,9	-13,4	1,9
Dienstleistungen	5,5	5,7	4,8	0,2	-13,1	1,9
Terms of Trade	-1,4	-1,3	0,7	-0,8	4,8	0,3
In Mrd. Euro						
Außenbeitrag, nominal	119,6	131,5	171,0	157,1	66,0	74,8
Leistungsbilanzsaldo <sup>c)</sup>	114,7	150,9	191,3	164,9	61,1	70,7

a) In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. – b) In Preisen des Vorjahres. – c) In der Abgrenzung der Zahlungsbilanzstatistik.

Quelle: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

im Inland dramatisch verschlechtert, und die Gewinne brechen ein. Angesichts der Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Konjunktur haben die Unternehmen ihre Investitionspläne in erheblichem Maße reduziert. Darauf deutet auch der am aktuellen Rand rapide Fall der Auftragseingänge der Investitionsgüterhersteller aus dem Inland hin.

Die Finanzierungsbedingungen haben sich zwar verschlechtert, allerdings dürfte dies nicht auf eine flächendeckende Kreditklemme hinweisen. Die Verlangsamung des Anstiegs der Kreditvolumina ist teilweise durch die schwache Kreditnachfrage bedingt.<sup>14</sup> Im Prognosezeitraum werden die Banken nur mit großer Vorsicht und zu höheren Kosten Investitionskredite vergeben, auch weil durch die stark verschlechterte Geschäftslage die Kreditwürdigkeit vieler Unternehmen erheblich abgenommen hat. Aufgrund der durch die Rezession zunehmenden Unternehmensinsolvenzen wird sich die risikogewichtete Eigenkapitalquote der Banken zusätzlich verschlechtern und dies wird die Kreditvergabe zusätzlich drücken. Darüber hinaus wird die Finanzierung von Investitionsprojekten über Eigenkapitalerhöhung oder die Ausgabe von Industrieobligationen teuer bleiben.

Der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen dürfte sich, wie in früheren Rezessionen zu beobachten war, lange fortsetzen. Erst für den späteren Verlauf des Jahres 2010 ist zu erwarten, dass er zum Stillstand kommt. Die Weltkonjunktur dürfte sich stabilisieren, und die Gewinnerwartungen der Unternehmen werden sich – bei rückläufigen Lohnstückkosten und einer moderaten Preisentwicklung bei Rohstoffen, Energie sowie anderen Vorleistungsgütern – wieder etwas verbessern. Dann werden wohl zurückgestellte Projekte getätigt, zumal Investitionen erforderlich werden, wenn die Unternehmen ihre Produktion an den sich ändernden Weltmarktbedingungen ausrichten. Verstärkt werden könnte der Anstieg gegen Ende des Jahres durch Vorzieheffekte aufgrund des Auslaufens der degressiven Abschreibung. Alles in allem rechnen die Institute damit, dass die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2009 um mehr als 16% und im Jahr 2010 um etwa 2% zurückgehen (vgl. Abb. 3.4).

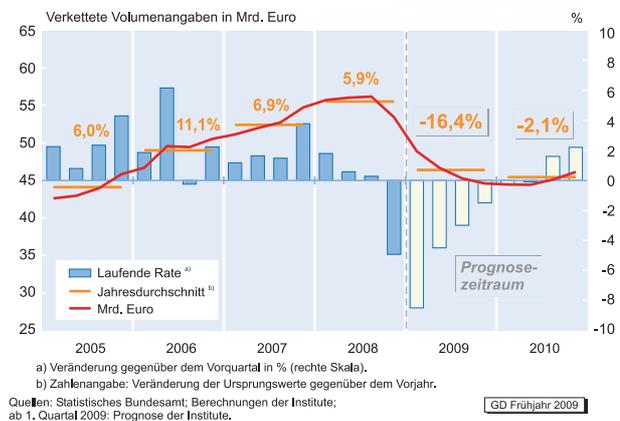
**Staatliche Maßnahmen stabilisieren Baunachfrage**

Die Bauinvestitionen haben nach drei Jahren mit Zuwächsen zuletzt ebenfalls deutlich nachgegeben. Insbesondere

<sup>14</sup> Den Ergebnissen des Bank Lending Survey des Eurosystems für Deutschland vom Januar 2009 zufolge ist die Kreditnachfrage der Unternehmen im vierten Quartal 2008 spürbar gesunken. Der Saldo der Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten, und jener, die einen Rückgang angaben, sank von 15 im dritten Quartal auf – 7 im vierten Quartal. Im ersten Quartal ist die Kreditnachfrage allerdings wieder leicht gestiegen, der Saldo aus Anstiegs- und Rückgangsmeldungen erhöhte sich auf 4.

Abb. 3.4

**Reale Investitionen in Ausrüstungen**  
Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



im Wirtschaftsbau waren zum Jahresende die Folgen der Rezession deutlich zu spüren.

Die Nachfrage nach Wohnbauten hatte sich dagegen nach einer zwei Jahre währenden Schwäche am aktuellen Rand nahezu stabilisiert. Der Rückgang im Neubau war zum Stillstand gekommen, und die Modernisierung des Wohnungsbestandes hatte vor allem durch die Förderung der CO<sub>2</sub>-Gebäudesanierung Impulse erhalten. Die Auftragseingänge des Bauhauptgewerbes signalisieren allerdings einen Rückschlag in den kommenden Quartalen. Dazu dürfte vor allem die wachsende Verunsicherung der privaten Haushalte beigetragen haben. Die realen verfügbaren Einkommen werden voraussichtlich stagnieren, insbesondere aber hat das Arbeitsplatzrisiko erheblich zugenommen. Anregungen kommen allerdings aus der Förderung der energetischen Sanierung der Wohnbauten, die die Bundesregierung im Konjunkturpaket I ausgeweitet hat. Zusätzliche Impulse könnte der Wohnungsbau erhalten, wenn die privaten Haushalte den Erwerb einer eigenen Immobilie verstärkt als Altersvorsorge (»Wohn-Riester«) nutzen. Dabei dürften die niedrigen Hypothekenzinsen stimulierend wirken. Allerdings könnte das höhere Arbeitsplatzrisiko zu einer restriktiveren Kreditvergabe führen. Insgesamt werden die Wohnungsbauinvestitionen im laufenden Jahr um 3,0% zurückgehen und im nächsten Jahr um 1,4% zulegen (vgl. Tab. 3.6).

Der Wirtschaftsbau, der in den zurückliegenden drei Jahren vom gesamtwirtschaftlichen Aufschwung kräftig mitgezogen wurde, ist nun von der Krise besonders stark betroffen. Geplante Projekte werden angesichts der konjunkturellen Risiken nochmals auf den Prüfstand gestellt, eventuell verschoben oder sogar gestrichen. Dämpfend wirken zudem die ungünstigen Finanzierungsbedingungen. Hinzu kommt, dass das Misstrauen zwischen den Banken groß bleiben dürfte, was die Finanzierung von Großprojekten erschwert, die eine Zusammenarbeit mehrerer Banken erfordert. Vor diesem Hintergrund dürfte der Wirtschaftsbau die

**Tab. 3.6**  
**Reale Bauinvestitionen**

	2008	2006	2007	2008	2009	2010
	Anteil in %	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Wohnbauten	56,0	5,6	0,3	0,8	-3,0	1,4
Nichtwohnbauten	44,0	4,1	3,8	5,9	-5,0	2,7
Gewerblicher Bau	31,8	4,3	3,4	7,2	-10,0	-3,3
Öffentlicher Bau	12,1	3,7	4,7	2,5	8,1	15,7
Bauinvestitionen	100,0	5,0	1,8	3,0	-3,9	1,9

Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

meiste Zeit des Prognosezeitraums rückläufig sein. Erst gegen Ende des kommenden Jahres wird er mit dem leichten Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen wieder zulegen, der Auftrieb dürfte aber auch dann schwach bleiben. Die gewerblichen Bauinvestitionen sinken in diesem Jahr um 10% und im kommenden Jahr um etwa 3%.

Die öffentlichen Bauinvestitionen werden im Prognosezeitraum kräftig zulegen. So sieht das Konjunkturpaket I für die Jahre 2009 und 2010 jeweils 1 Mrd. Euro für zusätzliche Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur vor. Im Rahmen des Konjunkturpakets II sollen sogar 17,3 Mrd. Euro verausgabt werden, davon 4 Mrd. Euro vom Bund und 13,3 Mrd. Euro von Länder und Kommunen. Dabei dürfte es sich in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nicht ausschließlich um Bauinvestitionen handeln, sondern teilweise um Ausrüstungsgüter und nicht werterhöhende Instandhaltungen. Die Institute erwarten, dass in diesem Jahr Bauinvestitionen von 3,5 Mrd. Euro und im kommenden von 12 Mrd. Euro angestoßen werden. Die zusätzlichen Bundesausgaben sind vor allem für den Ausbau und die Erneuerung von Bundesverkehrswegen und Hochbauten vorgesehen. Die Länder und die Kommunen werden in die Lage versetzt, ihre Infrastruktur

zu modernisieren und die Sanierung von Kindertagesstätten, Schulen und Hochschulen voranzutreiben. Allerdings sind, da viele der Maßnahmen sich auf wenige Branchen des Ausbaugewerbes konzentrieren, Preissteigerungen in einigen Bereichen wahrscheinlich, die die realen Wirkungen der Investitionsprogramme verringern. Außerdem verschlechtert sich die Finanzlage der Gemeinden aufgrund der Senkung der Einkommensteuer und der rezessionsbedingten Steuerausfälle, was deren Spielraum für Investitionen deutlich einengt. Obwohl die Mittel bereits zur Verfügung stehen, dürfte sich der Abruf wegen des Planungsprozesses verzögern, und zudem dürfen Mittelabruf und Bautätigkeit keineswegs gleichgesetzt werden.

Alles in allem rechnen die Institute damit, dass die Konjunkturpakete schwerpunktmäßig erst im zweiten Halbjahr 2009 und zu Beginn des kommenden Jahres Wirkung zeigen. In der zweiten Hälfte von 2010 macht sich dann die angespannte Finanzlage der Kommunen zunehmend bemerkbar. Die öffentlichen Bauinvestitionen steigen voraussichtlich um rund 8% in diesem und 16% im kommenden Jahr.

Die kräftig erhöhten Ausgaben des Staates für Bauten werden die Investitionsrückgänge bei den privaten Haushalten und Unternehmen im Durchschnitt dieses Jahr aber nur zum Teil ausgleichen. Die Bauinvestitionen insgesamt sinken im Jahr 2009 um knapp 4%. Im nächsten Jahr werden sie um etwa 2% steigen (vgl. Abb. 3.5).

### Expansive Finanzpolitik stützt private Konsumausgaben

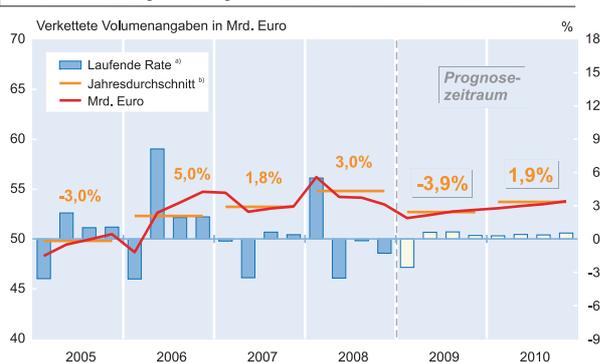
Die Einkommenssituation der privaten Haushalte wird sich aufgrund der schweren Rezession verschlechtern. Insbesondere werden die Bruttolöhne und -gehälter angesichts des sich verlangsamenden Lohnanstiegs und der deutlich rückläufigen Beschäftigung sowie der merklich zunehmenden Kurzarbeit sowohl im Jahr 2009 als auch 2010 voraussichtlich spürbar sinken (um 3,6 bzw. 2%). Ferner ist ein Rückgang der Gewinneinkommen zu erwarten, der allerdings dadurch gemildert wird, dass die deutlich gesunkenen und zunächst weiter rückläufigen Einfuhrpreise die Gewinnmargen der Unternehmen stützen. Die Selbständigen- und Vermögenseinkommen werden trotz der sehr scharfen gesamtwirtschaftlichen Kontraktion nur um 0,5% im laufenden Jahr und um 3% im kommenden Jahr sinken.

Gestützt werden die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte im Prognosezeitraum wesentlich durch die sinkende Steuer- und Sozialabgabenbelastung sowie

**Abb. 3.5**

#### Reale Bauinvestitionen

Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangabe: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute.

GD Frühjahr 2009

durch höhere Transfers. Ein großer Teil der Maßnahmen wurde im Rahmen der beiden Konjunkturpakete beschlossen. Dazu zählen die zweimalige Senkung des Einkommensteuertarifs ab Januar 2009 und zu Beginn des Jahres 2010, der einmalige Kinderbonus, die Erhöhung des ALG-II-Regelsatzes für Kinder von sechs bis 13 Jahren und die Reduktion des Beitrags zur Gesetzlichen Krankenversicherung ab Juli 2009.<sup>15</sup> Außerdem wurden bereits BAföG, Wohn- und Kindergeld erhöht sowie der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung gesenkt. Hinzu kommen die Entlastungen, die sich aus der Rückkehr zur ursprünglichen Regelung bei der Pendlerpauschale und – ab 2010 – aus der erhöhten Absetzbarkeit von Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträgen als Sonderausgaben ergeben. Davon abgesehen werden die Altersrenten – und mit ihnen der Regelsatz des Arbeitslosengeldes II und der Grundsicherung im Alter oder bei Erwerbsminderung – im Juli 2009 um 2,6% angehoben, auch weil der so genannte Riesterfaktor, der den Rentenanstieg begrenzen soll, ausgesetzt wurde. Rezessionsbedingt steigen darüber hinaus die monetären Sozialleistungen, insbesondere die der Arbeitslosenversicherung, kräftig. Insgesamt dürften die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte im laufenden Jahr um 0,2% zunehmen.

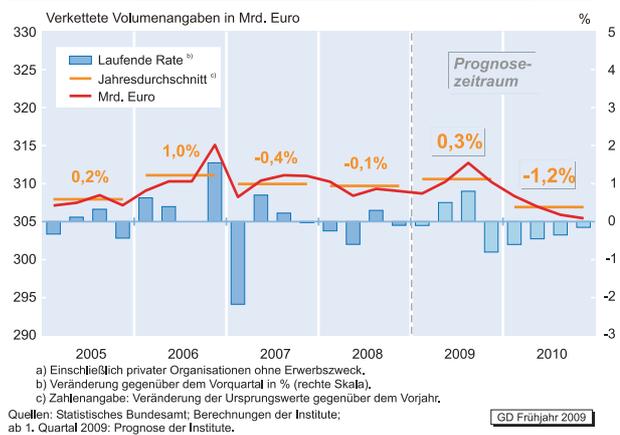
Im kommenden Jahr dürfte sich die Zunahme der monetären Sozialleistungen abflachen und der Rückgang bei den Nettolöhnen und den Gewinneinkommen wird andauern. Die verfügbaren Einkommen dürften um 0,9% sinken. Real ergibt sich für das Jahr 2009 eine Stagnation und im Jahr 2010 ein Minus von 0,9%.

Die beträchtlichen Vermögensverluste an den Börsen und die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit sprechen für sich genommen dafür, dass die Sparquote tendenziell weiter steigen wird. Allerdings dürften zahlreiche Privathaushalte, deren Einkommen im laufenden Jahr aufgrund von Arbeitslosigkeit oder Kurzarbeit zurückgehen, ihre Ersparnis verringern. Zudem erhöht die »Abwrackprämie« in Höhe von 5 Mrd. Euro die für Konsumzwecke verfügbaren Mittel der privaten Haushalte. Dies schlägt sich buchungstechnisch in einer Reduktion der Sparquote um 0,3 Prozentpunkte nieder. Da die privaten Haushalte die »Abwrackprämie« zudem nutzen dürften, um Kraftfahrzeugkäufe vorzuziehen, wird die Sparquote im laufenden Jahr zusätzlich sinken, im kommenden aber tendenziell steigen. Per saldo wird die Sparquote im Jahresdurchschnitt 2009 leicht sinken und im kommenden Jahr etwas anziehen. Alles in allem ergibt sich für das Jahr 2009 ein Anstieg der privaten Konsumausgaben um 0,3%; für das Jahr 2010 ist mit einem Rückgang um 1,2% zu rechnen (vgl. Abb. 3.6).

<sup>15</sup> Siehe auch Tabelle 3.11.

Abb. 3.6

**Reale Konsumausgaben der privaten Haushalte<sup>a)</sup>**  
Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



a) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.  
b) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
c) Zahlenangabe: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute;  
ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute.

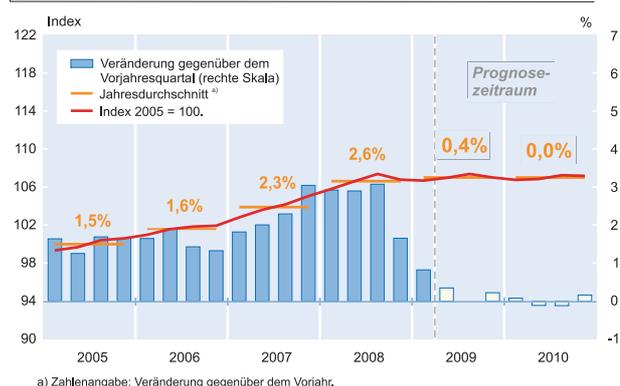
**Verbraucherpreise stagnieren**

Seit dem vergangenen Herbst ist das Verbraucherpreisniveau in der Tendenz rückläufig. Hintergrund ist vor allem der dramatische Rückgang der Energiepreise. Die Inflationsrate betrug im März 0,5%.

Die Verbraucherpreise dürften im Prognosezeitraum in etwa stagnieren. Unter der hier getroffenen Annahme eines konstanten Ölpreises und eines unveränderten Wechselkurses werden die Energiepreise voraussichtlich weiter sinken, u.a. weil die Preise für Erdgas und Strom mit Verzögerung auf den gesunkenen Ölpreis reagieren. Auch dürften sich zahlreiche Importgüter aufgrund der weltweit unterausgelasteten Kapazitäten weiter verbilligen. Im Inland steigen zwar die Lohnstückkosten am aktuellen Rand beschleunigt, da der Arbeitseinsatz nur mit Verzögerung an den Rückgang der Produktion angepasst wird. Jedoch dürften die Unternehmen angesichts der schwachen Nachfrage kaum in der Lage sein, diese Kosten zu überwälzen. Im kommenden Jahr

Abb. 3.7

**Verbraucherpreise in Deutschland**  
Ursprungswerte



a) Zahlenangabe: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute;  
ab 2. Quartal 2009: Prognose der Institute.

dürften die Lohnstückkosten leicht sinken. Zugleich dürfte aufgrund der geringen Kapazitätsauslastung der Druck auf die Preise anhalten.

Alles in allem ergibt sich für das laufende Jahr, vor allem aufgrund des vergleichsweise hohen Niveaus des Verbraucherpreisindex zu Jahresbeginn, eine Teuerungsrate von 0,4%. Für das Jahr 2010 rechnen die Institute mit im Jahresdurchschnitt annähernd konstanten Verbraucherpreisen (vgl. Abb. 3.7).

### **Produktionsrückgang setzt sich zunächst fort**

Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist im vierten Quartal 2008 um 2,1% eingebrochen, so stark wie kaum je seit der Gründung der Bundesrepublik. Im Verlauf von 2008 nahm sie um 1,6% ab. Die Verschärfung der Finanzkrise und der dadurch ausgelöste Einbruch der Weltwirtschaft hinterlassen tiefe Spuren insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe. Hier sank die Kapazitätsauslastung nach Umfragen des ifo Instituts dramatisch. Besonders stark betroffen sind der Maschinen- und der Fahrzeugbau, aber auch viele Vorleistungsgüterproduzenten wie die Metallindustrie. Das Baugewerbe verzeichnete hingegen noch einen leichten Produktionszuwachs, getragen vom Ausbaugewerbe. Weniger stark betroffen von der Rezession waren die Verbrauchsgüterproduzenten, die privaten Dienstleister und der Handel.

Für die ersten Monate dieses Jahres weisen die meisten Konjunkturindikatoren auf eine weitere drastische Abnahme der Produktion hin, vor allem in der Industrie (vgl. Tab. 3.7). So lag der Produktionsindex im Februar um 12,4% unter dem Stand vom vierten Quartal, und die Auftragseingänge deuten auf einen weiteren kräftigen Einbruch hin. Zudem dürfte durch den strengen Winter die Bauproduktion zurückgegangen sein (- 2,3%). Die rückläufige Aktivität in der Industrie wird sich nun auch bei den Unternehmensdienstleistungen negativ bemerkbar gemacht haben. Alles in allem dürfte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2009 um 3,5% und damit noch deutlich stärker gesunken sein als im Vorquartal (vgl. Tab. 3.8).

Für das zweite Quartal rechnen die Institute mit einem verlangsamt Rückgang. Zwar sind die Auftragseingänge weiter gesunken; die ersten Maßnahmen des Konjunkturpakets II dürften aber stützend wirken, insbesondere die »Abwrackprämie«. So lagen die Zulassungen von Pkw deutscher Hersteller im März um 21,2% über dem Niveau des Vorjahres; allerdings wurden dadurch bislang wohl vor allem die Lager abgebaut. Mittlerweile dürfte die Automobilproduktion aber zunehmen. Bei der Bauproduktion ist nach einem witterungsbedingt schwachen ersten Quartal – wie in

der Vergangenheit oft beobachtet – nun mit einer Gegenbewegung zu rechnen. Im weiteren Verlauf dieses Jahres dürfte die Gesamtproduktion vorübergehend steigen, weil die Bautätigkeit Impulse durch das Konjunkturpaket II erhält. Die Grundtendenz bleibt aber aufgrund der schwachen Auslandsnachfrage und der Investitionszurückhaltung abwärtsgerichtet, zumal es sich bei einem großen Teil der infolge der »Abwrackprämie« gekauften Pkw um vorgezogene Käufe handeln dürfte, so dass auch die Autokäufe gegen Ende des Jahres wohl wieder sinken werden. Mit dem Rückgang im produzierenden Gewerbe werden auch die unternehmensnahen Dienstleister ihre Produktion einschränken. Bei konsumnahen Waren und Diensten ist aufgrund des erwarteten rückläufigen privaten Verbrauchs mit einer leichten Abnahme zu rechnen. Alles in allem erwarten die Institute für 2009 einen Einbruch des Bruttoinlandsprodukts um 6,0% (vgl. Abb. 3.8). Gemessen an früheren Prognosefehlern beträgt die Spanne, die die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2009 mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa zwei Dritteln abdeckt,  $\pm 0,7$  Prozentpunkte. Aufgrund der besonderen Situation – Produktionseinbrüche in der aktuellen Dimension hat es bisher in der Bundesrepublik nicht gegeben – ist diese Spanne aber mit großer Vorsicht zu interpretieren.

Gegen Ende des kommenden Jahres wird die Produktion mit der Belebung der Weltkonjunktur leicht anziehen. Die Binnenkonjunktur erholt sich hingegen erst allmählich. Im Jahresdurchschnitt ergibt sich ein Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,5%.

### **Tariflohnanstieg verlangsamt sich**

Die tariflichen Stundenverdienste verzeichneten 2008 mit 2,7% einen deutlich höheren Zuwachs als in den vorangegangenen Jahren. Besonders kräftige Steigerungen waren im öffentlichen Dienst (Bund, Gemeinden) und in der chemischen Industrie, aber auch in der Textilindustrie zu verzeichnen. Der Effektivlohnanstieg (Bruttoverdienste je Arbeitnehmerstunde) lag mit 2,4% etwas darunter. Die Lohnstückkosten nahmen um 2,1% zu.

In vielen Branchen wurden bereits Stufenerhöhungen für 2009 vereinbart. Sie lassen erwarten, dass die tariflichen Stundenlöhne in der Gesamtwirtschaft etwas schwächer, nämlich um 2,2% steigen werden. Dies bedeutet, dass die 2009 noch anstehenden Abschlüsse aufgrund der drastisch verschlechterten gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen niedriger ausfallen werden als in den vergangenen beiden Jahren. Zudem dürfte ein Teil der Unternehmen Öffnungsklauseln in den Tarifverträgen nutzen, was den Lohnanstieg zusätzlich dämpft. So wird in vielen Betrieben der Metallindustrie die für April dieses Jahres vorgesehene Stufenerhöhung von 2,1% verschoben. Der An-

Tab. 3.7

**Reales Bruttoinlandsprodukt und reale Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen<sup>a)</sup>**  
 Prognose für das erste Halbjahr 2009

	2008				2009	
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal
	Ursprungswerte					
	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in %					
Bruttoinlandsprodukt	2,1	3,4	1,4	-1,6	-6,3	-8,2
darunter:						
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	2,2	3,7	1,6	-1,8	-6,3	-8,5
darunter:						
Verarbeitendes Gewerbe	2,8	6,9	1,3	-8,2	-21,5	-26,6
Energie- und Wasserversorgung	3,3	2,9	-1,9	-6,1	-8,4	-12,1
Baugewerbe	2,3	6,9	3,5	1,2	-5,2	-5,5
Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	2,8	4,0	2,2	-0,6	-2,6	-4,4
Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleistungen	2,4	2,5	1,6	0,7	-1,3	-2,7
Öffentliche und private Dienstleister	0,8	1,2	1,2	0,9	0,6	-0,6
	Saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte					
	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in %					
Bruttoinlandsprodukt	1,5	-0,5	-0,5	-2,1	-3,5	-0,9
darunter:						
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	1,1	-0,2	-0,7	-2,1	-3,7	-1,0
darunter:						
Verarbeitendes Gewerbe	1,2	-0,5	-1,9	-7,1	-14,0	-3,0
Energie- und Wasserversorgung	-2,0	2,9	-3,1	-3,7	-4,0	-1,0
Baugewerbe	6,6	-4,2	-2,0	0,7	-2,3	1,7
Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	1,3	-0,5	-0,3	-1,3	-0,5	-0,7
Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleistungen	1,1	0,4	-0,4	-0,4	-1,0	-0,5
Öffentliche und private Dienstleister	0,2	0,1	0,5	0,0	-0,1	-0,6

<sup>a)</sup> In Preisen des Vorjahres.

Quelle: Statistisches Bundesamt; erstes Halbjahr 2009: Prognose der Institute.

stieg der Effektivlöhne dürfte mit 1,4% nochmals deutlich unter der Tariflohnsteigerung liegen, die Lohndrift also – 0,8% betragen, da die Unternehmen auf die dramatische konjunkturelle Lage voraussichtlich auch mit einer Reduktion übertariflicher Leistungen, betrieblichen Vereinbarungen zur Lohnsenkung oder einem Ausstieg aus Tarifverträgen reagieren. Der Anstieg der Lohnkosten wird demgegenüber durch die Senkung der Beiträge zur Arbeitslosen- und zur Gesetzlichen Krankenversicherung gedämpft. Die Lohnstückkosten dürften dennoch im Jahresdurchschnitt um 2,8% zunehmen.

Im kommenden Jahr dürfte die Zuwachsrate der tariflichen Stundenlöhne aufgrund der zu erwartenden niedrigeren Ab-

schlüsse deutlich zurückgehen und nur noch bei 1,0% liegen. Der Anstieg der Effektivverdienste wird bei weiterhin schwacher Kapazitätsauslastung in etwa stagnieren. Für die Lohnstückkosten prognostizieren die Institute eine Abnahme um 1,3%.

### Starker Anstieg der Arbeitslosigkeit

Obwohl die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits seit dem zweiten Quartal 2008 rückläufig ist, nahm die Beschäftigung bis ins vierte Quartal hinein zu. Allerdings hat sich der Zuwachs im Verlauf des Jahres spürbar abgeflacht.

**Tab. 3.8****Quartalsdaten zur Entwicklung der Verwendungskomponenten des realen BIP<sup>a)</sup>**  
Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %

	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Private												
Konsumausgaben	-0,2	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,8	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2
Öffentlicher Konsum	1,0	0,8	0,3	0,0	1,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4
Ausrüstungen	1,8	0,6	0,3	-4,9	-8,5	-4,5	-3,0	-1,5	-0,3	-0,1	1,6	2,2
Bauten	5,5	-3,5	-0,1	-1,3	-2,5	0,6	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
Sonstige Anlagen	-1,6	3,4	2,6	1,7	-1,5	-0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7
Vorratsinvestitionen <sup>b)</sup>	0,8	-0,4	1,0	0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Inländische												
Verwendung	1,6	-1,0	1,3	-0,1	-0,8	-0,3	0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag <sup>b)</sup>	0,1	0,5	-1,8	-2,0	-2,7	-0,6	0,2	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3
Exporte	2,3	-0,3	-0,2	-7,3	-15,0	-4,6	-0,2	0,7	0,9	0,9	1,8	1,9
Importe	2,5	-1,4	4,1	-3,6	-10,0	-3,3	-0,8	0,7	0,8	0,9	1,2	1,3
Bruttoinlandsprodukt	1,5	-0,5	-0,5	-2,1	-3,5	-0,9	0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,3	0,3

a) Saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte; in Vorjahrespreisen. – b) Beitrag zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten (Lundberg-Komponenten).

Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute, ab erstem Quartal 2009: Prognose der Institute.

So stieg die Zahl der Erwerbstätigen im vierten Quartal nur noch um 32 000 nach etwa 80 000 in den vorangegangenen beiden Quartalen. Im Jahresdurchschnitt nahm sie um 569 000 zu und erreichte den höchsten Stand seit der Wiedervereinigung. Der Zuwachs resultierte fast vollständig aus einem Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung. Die meisten Personen wurden dabei im Bereich »Vermietung und Unternehmensdienstleister« eingestellt. Dort haben die flexibleren Regeln zu einem erneuten Beschäftigungsaufbau im Bereich der Arbeitnehmerüberlassung geführt. Auch hat sich die Zahl der Selbständigen um 14 000 erhöht, obwohl knapp 60 000 Selbständige weniger gefördert wurden. Die Zahl der ausschließlich geringfügig Beschäftigten blieb hingegen mit etwa 4,9 Mill. unverändert. Die Beschäftigung in Arbeitsgelegenheiten (Ein-Eu-

ro-Jobs) ging im vergangenen Jahr leicht zurück. Aus alledem ergibt sich eine Zunahme der Zahl der geleisteten Arbeitsstunden um 1,3% im Jahresdurchschnitt.

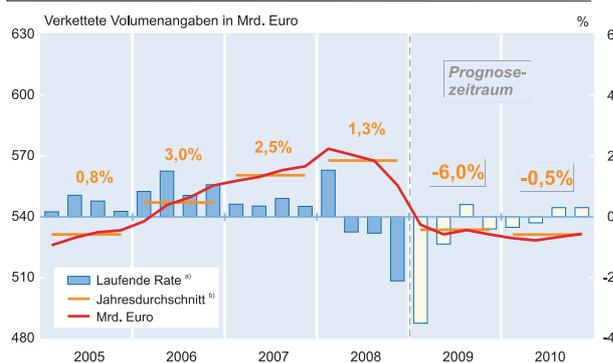
Allerdings reagierten viele Unternehmen bereits in der zweiten Jahreshälfte auf die Produktionsausfälle mit Überstundenabbau und Kurzarbeit, weshalb die geleisteten Stunden je Beschäftigten im Verlauf deutlich reduziert wurden. Entlassungen wurden erst gegen Jahresende vorgenommen. Die Zahl der Arbeitslosen sank daher noch bis Oktober 2008; im Jahresdurchschnitt war sie um eine halbe Million geringer als im Vorjahr.

Bis zum Januar 2009 führte der Nachfrageausfall vor allem zu Entlassungen bei den unternehmensnahen Dienstleistern. Dort lag die Beschäftigung 12,7% unter dem Vorjahresniveau, was darauf hindeutet, dass bereits viele Leiharbeiter entlassen worden sind. Im Baugewerbe lag die Beschäftigung leicht unter dem Niveau des Vorjahres, was auf das anhaltend winterliche Wetter zurückzuführen sein dürfte. Die Zahl der Arbeitslosen stieg in den ersten drei Monaten dieses Jahres im Durchschnitt um 62 000. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit verloren vor allem Beschäftigte im metallverarbeitenden Sektor und in der Logistikbranche sowie ungelernete Kräfte ihren Arbeitsplatz.

Viele Indikatoren für den Arbeitsmarkt haben sich in jüngster Zeit verschlechtert. Die Zahl der bei der Bundesagentur gemeldeten ungeforderten Offenen Stellen ist deutlich rückläufig und lag im März mit 320 000 um 73 000 unter dem Vorjahresniveau. Zudem wurden seit Jahresbeginn Anträge

**Abb. 3.8****Reales Bruttoinlandsprodukt**

Saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).

b) Zahlenangabe: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute.

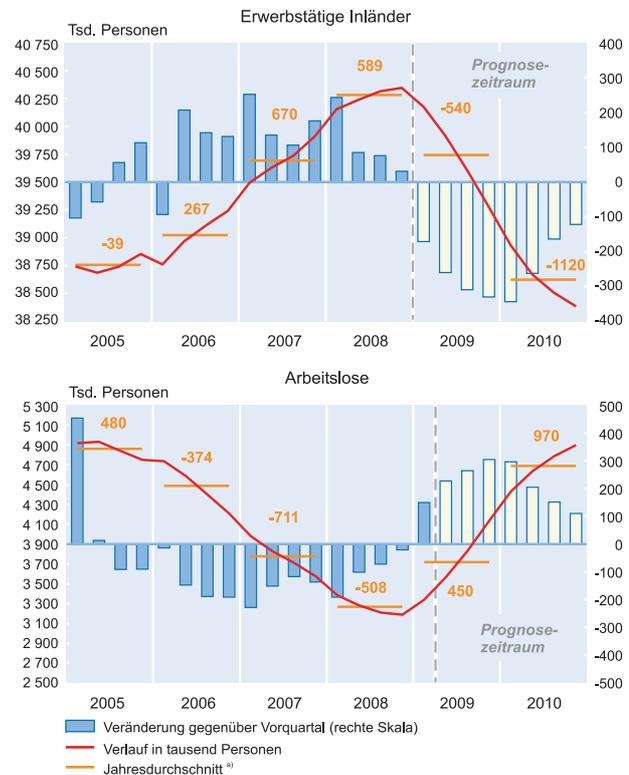
GD Frühjahr 2009

auf Kurzarbeit für 1,8 Mill. Arbeitnehmer gestellt. Des Weiteren lag die Zahl der Arbeitssuchenden, die nicht als arbeitslos registriert sind – dies sind vor allem Personen in unsicheren Erwerbsverhältnissen – seit Dezember über dem Vorjahresniveau und war im März um reichlich 100 000 höher als im gleichen Monat des Vorjahres.

Nach der Prognose der Institute wird die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten bis weit ins Jahr 2010 hinein zunehmen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden im Verlauf von 2009 drastisch einbrechen; im Jahresdurchschnitt sinkt sie um 4,8% (vgl. Abb. 3.9). Dies dürfte nicht in vollem Umfang auf die Erwerbstätigkeit durchschlagen, da die Zahl der je Erwerbstätigen geleisteten Stunden – u.a. durch Kurzarbeit und Nutzung von Arbeitszeitkonten – abnehmen wird. Dennoch erwarten die Institute eine Abnahme der Erwerbstätigkeit um 1,3% bzw. um rund 540 000; im Verlauf entspricht dies einem Verlust von rund 1,1 Mill. Arbeitsplätzen (vgl. Abb. 3.10). Die Zahl der sozialversicherungspflichtigen Stellen wird dabei dramatisch um 320 000 im Jahresdurchschnitt reduziert (vgl. Abb. 3.11). Die ausschließlich geringfügige Beschäftigung sinkt wohl weniger deutlich um 70 000, da zum Teil Vollzeitstellen durch geringfügige Beschäftigung substituiert werden (vgl. Tab. 3.9). Bis zur Jahresmitte dürften sich die Spannungen auf dem Arbeitsmarkt nach und nach auf nahezu alle Branchen ausbreiten. Lediglich im Baugewerbe dürften die Konjunkturprogramme und die stärkere Frühjahrsbelebung nach dem vergleichsweise strengen Winter zu einer vorübergehenden Stabilisierung führen. Die Zahl der Selbständigen geht deutlich zurück, weil die Förderung der Ich-AGs ausläuft, aber auch weil viele Selbständige angesichts der Rezession aufgeben dürften.

Um qualifizierte Arbeitnehmer zu halten, nehmen zwar sehr viele Unternehmen zunächst das Instrument der Kurzarbeit in Anspruch, zumal dies mit dem zweiten Konjunkturpaket erleichtert und gefördert wird. Der Staat übernimmt näm-

**Abb. 3.10**  
**Erwerbstätige und Arbeitslose**  
Saisonbereinigter Verlauf



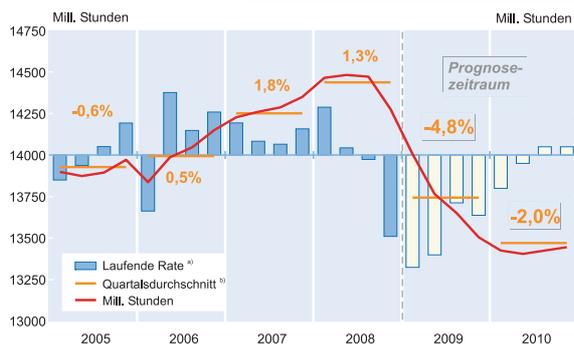
a) Zahlenangabe: Veränderung gegenüber Vorjahr in tausend Personen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute; ab 1. bzw. 2. Quartal 2009: Prognose der Institute.

GD Frühjahr 2009

lich die Hälfte der anfallenden Lohnnebenkosten, bzw. sogar die gesamten, wenn die Mitarbeiter an Weiterbildungsmaßnahmen teilnehmen. Die Institute nehmen deshalb an, dass im Durchschnitt des Jahres 2009 etwa 1,3 Mill. Arbeitnehmer in Kurzarbeit beschäftigt sind. Auch dürfte vermehrt das arbeitsmarktpolitische Instrument der Weiterbildung genutzt werden, um den Arbeitsmarkt zu entlasten. Dennoch dürfte die Zahl der Arbeitslosen im weiteren Ver-

**Abb. 3.9**  
**Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen**  
Saisonbereinigter Verlauf



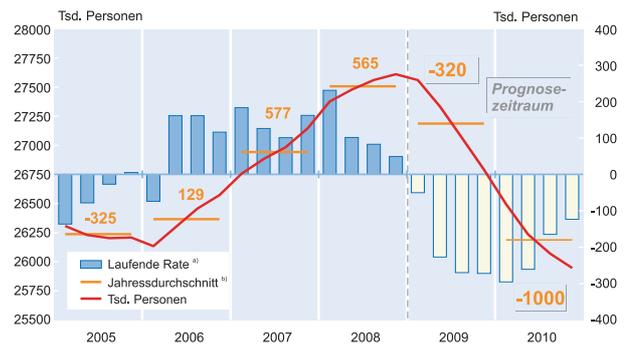
a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala).

b) Zahlenangabe: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute.

GD Frühjahr 2009

**Abb. 3.11**  
**Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte**  
Saisonbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala).

b) Zahlenangabe: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in tausend Personen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 1. Quartal 2009: Prognose der Institute.

GD Frühjahr 2009

**Tab. 3.9**  
**Arbeitsmarktbilanz**  
Jahresdurchschnitte in 1 000 Personen

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Deutschland</b>					
Arbeitsvolumen (Mill. Stunden)	55 975	57 003	57 749	54 977	53 884
Erwerbstätige Inländer	39 024	39 694	40 263	39 744	38 624
Arbeitnehmer	34 630	35 243	35 798	35 329	34 264
darunter:					
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	26 366	26 942	27 507	27 187	26 187
darunter					
geförderte SV-pflichtige Beschäftigung <sup>a)</sup>	180	208	237	268	322
Marginal Beschäftigte <sup>b)</sup>	5 887	5 923	5 912	5 837	5 797
darunter:					
Minijobs	4 819	4 861	4 858	4 788	4 738
Ein-Euro-Jobs <sup>b)</sup>	309	301	291	293	302
Selbständige	4 394	4 451	4 465	4 415	4 360
darunter:					
geförderte Selbständige <sup>e)</sup>	300	237	180	130	130
Pendlersaldo	73	74	67	78	78
Erwerbstätige Inland	39 097	39 768	40 330	39 822	38 702
Personen zwischen 15 und 64 Jahren <sup>d)</sup>	54 746	54 417	54 267	54 107	54 161
Erwerbstätigenquote	71,3	72,9	74,2	73,5	71,3
Arbeitslose	4 487	3 776	3 268	3 718	4 688
Arbeitslosenquote <sup>e)</sup>	10,3	8,7	7,5	8,6	10,8
Arbeitslosenquote BA <sup>f)</sup>	10,8	9,0	7,8	8,9	11,2
Erwerbslose <sup>g)</sup>	4 250	3 602	3 132	3 520	4 454
Erwerbslosenquote <sup>h)</sup>	9,8	8,3	7,2	8,1	10,3
Weiterbildungsmaßnahmen <sup>i)</sup>	202	208	230	280	270
Kurzarbeit	67	68	102	1 300	900

<sup>a)</sup> Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen, Strukturanpassungsmaßnahmen, Personal-Service-Agenturen, Eingliederungszuschuss, Eingliederungszuschuss bei Vertretung, Eingliederungszuschuss bei Neugründung, Arbeitsentgeltzuschuss, Einstiegsgeld bei abhängiger Beschäftigung, Arbeitsgelegenheiten bei Entgeltvariante, Beschäftigungszuschuss, Qualifikationszuschuss für Jüngere, Entgeltsicherung für Ältere. – <sup>b)</sup> Arbeitsgelegenheiten mit Mehraufwandsentschädigung. – <sup>c)</sup> Gründungszuschüsse, Existenzgründungszuschüsse, Überbrückungsgeld und Einstiegsgeld. – <sup>d)</sup> Veränderung entspricht der mittleren unteren Variante der 11. Bevölkerungsvorausberechnung ab 2008. – <sup>e)</sup> Arbeitslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Erwerbstätige Inländer einschließlich Arbeitsloser). – <sup>f)</sup> Arbeitslose in % der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß Bundesagentur für Arbeit). – <sup>g)</sup> Definition der ILO; Erwerbslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Erwerbstätige Inländer plus Arbeitslose). – <sup>h)</sup> Erwerbslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Erwerbstätige Inländer plus Arbeitslose). – <sup>i)</sup> Eignungsfeststellungs- und Trainingsmaßnahmen, Förderung der beruflichen Weiterbildung.

Quelle: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; 2009; 2009 und 2010: Prognose der Institute.

lauf von 2009 dramatisch zunehmen, auch weil sich für viele Betriebe Kurzarbeit auf längere Sicht nicht rechnet, wenn keine Aussicht auf Besserung der Konjunktur besteht. Insbesondere ungelernete Kräfte dürften entlassen werden. Entlastend wirkt nach Schätzungen des IAB in diesem Jahr allerdings, dass das Arbeitskräftepotential um rund 150 000 Personen zurückgeht.<sup>16</sup> Alles in allem steigt die Arbeitslosigkeit im Jahr 2009 um durchschnittlich 450 000 auf 3,7 Mill., und die Arbeitslosenquote erhöht sich auf 8,9%. Im Verlauf entspricht dies einer Zunahme um 1 Mill. Arbeitslose. Die Marke von 4 Mill. dürfte damit im Herbst 2009 überschritten werden.

Im nächsten Jahr hält die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten an. Der Beschäftigungsabbau dürfte sich damit fortsetzen. Insgesamt wird sich das Tempo jedoch wohl allmählich verlangsamen, zumal von den Lohn-

kosten dann eine entlastende Wirkung ausgeht. Außerdem sinkt die geförderte Selbständigkeit im kommenden Jahr voraussichtlich nicht mehr. Insgesamt wird die Zahl der Erwerbstätigen 2010 um 2,8% oder 1,1 Mill. abnehmen, was im Verlauf einem Rückgang von 890 000 entspricht. Das geleistete Arbeitsvolumen sinkt etwas weniger um 2% (arbeitsmäßig bereinigt 2,2%), weil die durchschnittliche Arbeitszeit wieder anzieht. Da die Entlastung durch die Kurzarbeit geringer werden dürfte, wird die Arbeitslosenzahl im nächsten Jahr um 970 000 auf jahresdurchschnittlich 4,7 Mill. steigen. Im Verlauf ergibt sich ein Anstieg um 760 000. Gegen Jahresende dürfte sie knapp unter 5 Mill. liegen.

## Rezession trifft Ostdeutschland weniger stark

Auch die ostdeutsche Wirtschaft gerät zunehmend in den Sog der Weltrezession. Bereits im vergangenen Jahr hatte der Produktionsanstieg deutlich an Dynamik eingebüßt; das

<sup>16</sup> Vgl. Bach, H.-U. et al., »Arbeitsmarkt im Sog der Rezession«, IAB Kurzbildung 6/2009.

**Kasten 3.4**  
**Zur Kurzarbeit in der Rezession**

Die Bundesregierung hat im Rahmen des Konjunkturpakets I beschlossen, die Bezugsdauer für Kurzarbeitergeld von zwölf auf 18 Monate zu erhöhen, dessen Beantragung zu vereinfachen und dessen Anwendung auch auf die Zeitarbeitsbranche ausgeweitet. Im Rahmen des Konjunkturpakets II wurde zudem eingeführt, dass der Bund die Hälfte der Sozialabgaben für die Zeit der Kurzarbeit übernimmt, im Falle der Teilnahme der Kurzarbeiter an Weiterbildungsmaßnahmen sogar die gesamten. Die Kurzarbeit ist derzeit das wichtigste arbeitsmarktpolitische Instrument; es ist aber keineswegs neu. Es wurde seit den siebziger Jahren angewendet (vgl. Abb. 3.12). Typisch dafür ist, dass es während früherer Rezessionen jeweils zu einem sprunghaften Anstieg der Kurzarbeit kam, dem ein ähnlich rascher Rückgang folgte. Dabei wurde jeweils ein Maximum zwischen 950 000 und 1,2 Mill. Personen erreicht. Die Anwendung des Instruments wurde 1991 massiv ausgeweitet, aber nicht aus konjunkturellen Gründen, sondern um Massenentlassungen in Ostdeutschland zu verhindern. Im Dezember 2008 – neuere Zahlen liegen nicht vor – betrug die Zahl der Kurzarbeiter 271 000, das sind 221 000 Personen mehr als ein Vierteljahr zuvor. Zum Teil dürfte es sich dabei allerdings nicht um Kurzarbeit aus konjunkturellen Gründen, sondern um Saisonkurzarbeit handeln. Früher als die Zahl der Kurzarbeiter werden die Anzeigen über Kurzarbeit veröffentlicht. Seit Jahresbeginn erreichten diese mit 346 000 im Januar, 721 000 im Februar und 687 000 im März einen beträchtlichen Umfang, was auf eine deutliche Ausweitung der Kurzarbeit im ersten Quartal 2009 hindeutet. Die Institute schätzen, dass die Zahl der Kurzarbeiter bis April auf 1,3 Mill. gestiegen ist. Für den Verlauf des Jahres erwarten die Institute eine weitere Zunahme, wobei der Höhepunkt der Inanspruchnahme in der zweiten Hälfte dieses Jahres erreicht werden dürfte. Danach ist, folgt man früheren Verhaltensmustern, mit einem relativ zügigen Rückgang der Kurzarbeit zu rechnen. Im Jahresdurchschnitt beträgt die Zahl der Kurzarbeiter 2009 rund 1,3 Mill. und im Jahr 2010 etwa 900 000. Inwieweit durch das Instrument der Kurzarbeit der Anstieg der Arbeitslosigkeit verringert werden kann, lässt sich mit Hilfe von Berechnungen des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) abschätzen. Dabei wird unterstellt, dass die Unternehmen Beschäftigung im Umfang der Vollzeitäquivalente abgebaut hätten, wenn es die Möglichkeit der Kurzarbeit nicht gegeben hätte. Es ergibt sich, dass 100 Kurzarbeiter 22 Arbeitslosen äquivalent sind.<sup>a)</sup> Bei durchschnittlich 1,3 Mill. Kurzarbeitern im Jahr 2009 würde dies eine – vorübergehende – Verminderung der Arbeitslosigkeit um ca. 300 000 Personen bedeuten.

<sup>a)</sup> Boss, A. et al., »Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2009«, Diskussionsbeitrag 461/462, 2009, S. 24.

Bruttoinlandsprodukt hatte etwas langsamer als in den alten Ländern zugenommen. Ausschlaggebend dafür waren strukturelle Gründe. So wurde der nach wie vor überdimensionierte öffentliche Sektor weiter zurückgefahren; zudem dämpfte der anhaltende Rückgang der Einwohnerzahl den Anstieg der Kaufkraft und bremste so die Expansion in den konsumnahen Wirtschaftszweigen wie dem Handel. Das verarbeitende Gewerbe expandierte im Verlauf des Jahres zunächst noch recht kräftig, wenn auch nur halb so stark wie im Vorjahr. In den alten Ländern hatte die industrielle Wertschöpfung im Gegensatz dazu nur noch geringfügig zugenommen.

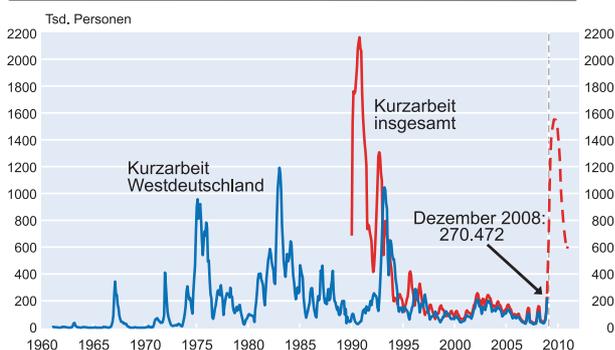
In den letzten Monaten des vergangenen Jahres setzten sich allerdings auch im ostdeutschen Verarbeitenden Gewerbe

rezessive Tendenzen durch, die nach der Jahreswende andauerten. Der Produktionseinbruch nahm seinen Ausgangspunkt beim Export; er war bislang weniger stark als in den alten Ländern, da die Auslandsorientierung der ostdeutschen Unternehmen geringer ist als die der westdeutschen und weil die zunächst betroffenen Zweige des Investitionsgütersektors wie der Kraftfahrzeugbau und der Maschinenbau ein geringeres Gewicht besitzen als in Westdeutschland.

Der Rückgang der Industrieproduktion dürfte sich zunächst fortsetzen, auch weil der Einbruch beim Export in Westdeutschland über die Produktionsverflechtungen die ostdeutschen Produzenten von Vorleistungsgütern mehr und mehr erreichen wird. Zudem sinkt inzwischen die Nachfrage nach Investitions- und nach Konsumgütern. Stabilisierend wirkt die gegenüber Produzenten aus den alten Ländern erneut verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Während die Lohnstückkosten im Osten zuletzt stagnierten, legten sie im Westen zu (vgl. Tab. 3.10).

Im Sog der rückläufigen Produktion an Industriegütern werden die Leistungen des Verkehrsgewerbes und der wirtschaftsnahen Dienstleister weniger nachgefragt. Auch die konsumnahen Wirtschaftsbereiche müssen der Rezession Tribut zollen, allerdings dürfte hier die Schwäche weniger ausgeprägt sein, da das Ernährungsgewerbe – das erfahrungsgemäß weniger konjunkturreegibel ist – in den ostdeutschen Flächenländern über eine starke Stellung verfügt. Das Baugewerbe wird dagegen durch die beiden Konjunkturpakete angeregt, so dass es nach dem witterungsbe-

**Abb. 3.12**  
**Arbeitnehmer in Kurzarbeit**  
1961 bis 2010



Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Prognose der Institute.

GD Frühjahr 2009

**Kasten 3.5****Die Entwicklung der Erwerbstätigkeit im Zyklusvergleich**

Angesichts der Arbeitsmarktreformen in den vergangenen Jahren stellt sich die Frage, ob sich der Arbeitsmarkt während der derzeitigen Rezession anders entwickelt als in früheren. Abbildung 3.13 vergleicht den jüngsten Verlauf und die prognostizierten Werte des Bruttoinlandsprodukts und wichtiger Arbeitsmarktvariablen mit denen in früheren Rezessionsphasen, beginnend in den Jahren 1974, 1980, 1992 und 2001. Startpunkt der Betrachtungen ist der jeweilige zyklische Hochpunkt. Die außerordentliche Schwere der jetzigen Rezession wird mit Blick auf das Bruttoinlandsprodukt deutlich. Am aktuellen Rand beobachtet man jedoch, dass einige Größen deutlich langsamer auf den Produktionsrückgang reagiert haben als in vergangenen Rezessionen. Insbesondere das Arbeitsvolumen und die Erwerbstätigkeit gingen erst nach mehreren Quartalen zurück.

Um die Arbeitsmarktentwicklung einzuordnen, wird ein einfaches Modell der Arbeitsnachfrage verwendet. Unterstellt man eine gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion mit konstanter Substitutionselastizität (CES) und eine Kostenminimierung der Unternehmen bei gegebenem Reallohn, so ergibt sich die logarithmierte Arbeitsnachfragefunktion.<sup>a)</sup>

$$\ln(L) = a \ln(Y) - b \ln(W/P) - c t,$$

wobei  $L$  das Arbeitsvolumen in Stunden bezeichnet,  $Y$  das reale Bruttoinlandsprodukt,  $W/P$  den Bruttorealloon und  $t$  einen linearen Trend, der den langfristigen Produktivitätsfortschritt approximiert. Die Koeffizienten  $a$ ,  $b$  und  $c$  werden als zeitkonstant aufgefasst.

Die obige Gleichung ist als langfristig gleichgewichtige Arbeitsnachfragefunktion zu interpretieren. Abweichungen des tatsächlichen vom gleichgewichtigen Arbeitsvolumen ziehen Anpassungsreaktionen nach sich, um das Gleichgewicht herzustellen. Dies lässt sich empirisch umsetzen, indem die Langfristbeziehung in ein flexibles Fehlerkorrekturmodell eingebettet wird, dessen Lagordnung mit Hilfe statistischer Kriterien bestimmt wird. Für den Stützzeitraum vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2008 ergeben sich folgende statistisch signifikante Schätzwerte:  $a = 0,74$ ,  $b = 0,6$  und  $c = 0,0015$ . Sie implizieren, dass eine Steigerung des Bruttoinlandsprodukts um 1% zu einer Erhöhung des Arbeitsvolumens um 0,74% führt, während eine Anhebung des Reallohns um 1% eine Verringerung des Arbeitsvolumens um 0,6% nach sich zieht. Zudem führt der Produktivitätsfortschritt zu einer Abnahme der Arbeitsnachfrage um 0,15% pro Quartal.

Die Entwicklung des Arbeitsvolumens in den Rezessionsphasen lässt sich nun mit Hilfe der langfristigen Arbeitsnachfragefunktion erklären. Dabei sind drei Erklärungsbeiträge zu beachten. Zum ersten spielt die Arbeitsmarktsituation am Beginn der Rezession eine wichtige Rolle. Sie lässt sich messen anhand der Abweichung des tatsächlichen vom gleichgewichtigen Arbeitsvolumen am jeweiligen zyklischen Hochpunkt. Zu Beginn der bisher schärfsten Rezession von 1974/75 betrug die Abweichung 1,6%, am Anfang der aktuellen Rezession lag sie bei -0,8%. Das bedeutet, dass es 1974 einen erheblichen Anpassungsdruck nach unten gab, während zu Beginn von 2008 noch die Tendenz zu einer Ausweitung des Arbeitsvolumens bestanden hat.

Die zweite Erklärungsgröße ist die Produktionsentwicklung. Im Vergleich zur Rezession 1974/75 ist der Produktionseinbruch in der aktuellen Krise etwas verzögert eingetreten, dafür aber besonders heftig. Daher dürfte nach dieser Betrachtung die Wirkung auf das Arbeitsvolumen gegenwärtig später zu beobachten sein als in der damaligen Rezession. Für den weiteren Verlauf der aktuellen Rezession prognostizieren die Institute einen erheblich tieferen und länger anhaltenden Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von bis zu 8% gegenüber dem Ausgangsniveau. Bei einer Elastizität von 0,74 ist dadurch eine Abwärtskorrektur beim Arbeitsvolumen um rund 6% angelegt.

Schließlich ist die Reallohnentwicklung als dritte Komponente zu beachten. Auch hier sind die Unterschiede zwischen der Rezession 1974/75 und der gegenwärtigen Krise erheblich. Damals stiegen die Reallohne deutlich an, während sie im zweiten Quartal 2008 zunächst sanken, um erst danach anzuziehen. Aufgrund der maßvollen Lohnabschlüsse der vergangenen Jahre und der Dramatik der gegenwärtigen Rezession gehen die Institute für die kommenden Quartale von einer die Arbeitsnachfrage stützenden Reallohnentwicklung aus. So dürfte der Reallohn im sechsten Quartal der aktuellen Krise rund 1,6% unterhalb des Ausgangsniveaus liegen, was bei einer Elastizität von 0,6 einen positiven Effekt auf das Arbeitsvolumen von knapp 1% hat. In der Rezession von 1974/75 war der Reallohn zum vergleichbaren Zeitpunkt um 4,6% gestiegen, wodurch das Arbeitsvolumen um mehr als 2,7% gedrückt wurde.

Die Entwicklung des tatsächlichen und des gleichgewichtigen Arbeitsvolumens ist in Abbildung 3.14 dargestellt.<sup>b)</sup> Für die Rezession 1974/75 wird deutlich, dass das tatsächliche Arbeitsvolumen am Krisenbeginn über dem gleichgewichtigen lag. Letzteres sank im Zuge der Produktionskürzungen und Reallohnsteigerungen deutlich ab, um dann in etwa zu stagnieren. Das tatsächliche Arbeitsvolumen passte sich mit Verzögerung daran an, wobei temporäre Abweichungen durch Anpassungskosten erklärt werden können. In der gegenwärtigen Rezession lag das tatsächliche Arbeitsvolumen anfangs unter dem gleichgewichtigen. Dies erklärt die verzögerte Reaktion auf den Produktionsrückgang. Für den Prognosezeitraum legen die Schätzungen der Institute nahe, dass das tatsächliche Arbeitsvolumen wiederum mit Verzögerung reagiert. Alles in allem folgt die Prognose des Arbeitsvolumens den gleichen funktionalen Zusammenhängen wie in früheren Rezessionen.

Es zeigt sich also, dass sich die Reaktion des Arbeitsvolumens in der gegenwärtigen Rezession nicht grundsätzlich von der in früheren unterscheidet. Dies ist anders bei der Entwicklung der Arbeitszeit (vgl. Abb. 3.13). Sie ging zwar in allen Rezessionen zurück. Aktuell deutet sich jedoch ein etwas anderer Verlauf an als in den früheren Episoden. Hierfür gibt es eine Reihe von Gründen.

Die anfängliche Stabilität der Arbeitszeit in der gegenwärtigen Rezession reflektiert die gute Entwicklung des Arbeitsvolumens. Im vierten Quartal 2008 wurde als Reaktion auf das sinkende Arbeitsvolumen die Arbeitszeit drastisch reduziert, während die Erwerbstätigkeit sogar noch ausgeweitet wurde.<sup>c)</sup> Ausschlaggebend dafür dürften die Verbreitung von Arbeitszeitkonten und die erhöhte Arbeitszeitflexibilität sein; das Instrument der Kurzarbeit wurde im vierten Quartal noch nicht stark genutzt. Eine Rolle dürfte zudem gespielt haben, dass die Unternehmen im vergangenen Aufschwung mehr als in früheren Aufschwungsphasen unter einem Fachkräftemangel litten und deshalb bei sinkender Produktion eher geneigt waren, ihre Fachkräfte – bei reduzierter Arbeitszeit – weiter zu beschäftigen.

Der Rückgang der Arbeitszeit dürfte sich im ersten Quartal 2009 beschleunigt haben, da das Instrument der Kurzarbeit – auch durch die häufige Übernahme der Sozialversicherungsbeiträge durch den Staat – vermehrt genutzt wurde. Unterschiede zu früheren Rezessionsphasen lassen sich aus dem Einsatz von Kurzarbeit derzeit allerdings nur teilweise erklären, da sie auch in der Vergangenheit (mit Ausnahme von 2001) in erheblichem Umfang eingesetzt wurde (vgl. Kasten 3.4). Zusätzlich zur Kurzarbeit dürften allerdings flexiblere Arbeitszeitregelungen – wie schon im vierten Quartal 2008 – zu einem deutlicheren Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit geführt haben als früher, da viele Betriebe die Weihnachtserien bis in den Januar hinein verlängert hatten. Die Zahl der Erwerbstätigen reagiert damit im ersten Quartal noch etwas verhaltener als früher und die Arbeitslosigkeit steigt noch vergleichsweise langsam. Das Arbeitsvolumen geht durch die Schwere der Rezession jedoch bereits rascher zurück als beispielsweise 1974.

Fortsetzung Kasten 3.5

Für die folgenden Quartale zeigt sich im Modell, dass sich die anhaltende Unterauslastung der Kapazitäten in einem spürbar niedrigeren Niveau der geleisteten Stunden niederschlägt als in den vergangenen Rezessionsphasen. Auch sinkt die Zahl der Erwerbstätigen relativ stärker als 1974. Anders als früher nehmen die realen Lohnkosten voraussichtlich nicht zu, was den Abbau von Arbeitsplätzen im Prognosezeitraum für sich genommen mildert. Die durchschnittliche Arbeitszeit verhardt zunächst auf – verglichen mit anderen Rezessionen – niedrigerem Niveau, auch weil im weiteren Verlauf Vollzeitstellen durch geringfügige Beschäftigung substituiert werden dürften.<sup>d)</sup> Zudem steigt der Anteil der Kurzarbeit – gemessen am Ausgangsniveau – stärker an als früher.

Es lässt sich festhalten, dass die Beschäftigung in der gegenwärtigen Rezession deutlich zurückgehen wird. Dabei sinkt das Arbeitsvolumen in einem Ausmaß, das unter Berücksichtigung der Rahmenbedingungen mit früheren Krisen gut vergleichbar ist. Stützend wirken die gute Ausgangslage und die moderate Lohnentwicklung. Hierzu mögen die Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre beigetragen haben. Da die durchschnittliche Arbeitszeit durch den vermehrten Einsatz von Arbeitszeitkonten, geringfügiger Beschäftigung und Kurzarbeit stärker fällt als in den vorangegangenen Rezessionen, sinkt die Zahl der Erwerbstätigen – gemessen an der Tiefe der Rezession – vergleichsweise langsam.

<sup>a)</sup> Hansen, G., *Quantitative Wirtschaftsforschung*, Vahlen, München 1993, S. 24 ff.

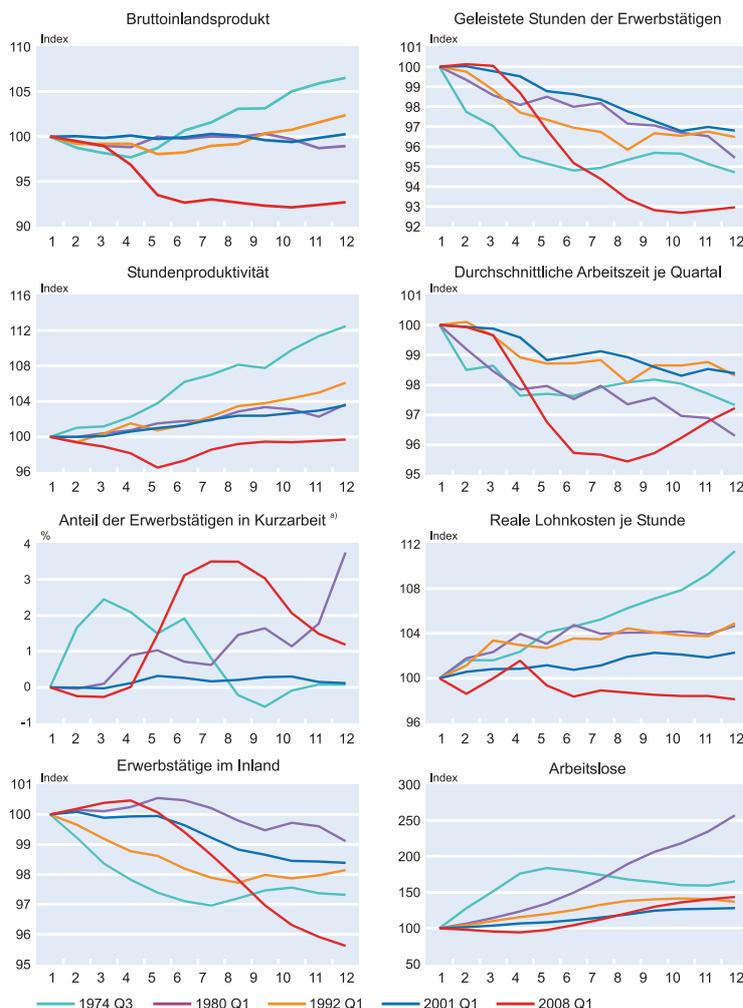
<sup>b)</sup> Zur besseren Übersichtlichkeit sind alle Reihen als gleitende Vierquartalsdurchschnitte angegeben worden.

<sup>c)</sup> Ob die Zahl der Erwerbstätigen tatsächlich ausgeweitet wurde, ist unsicher. Erfahrungen mit früheren Wendepunkten legen nahe, dass die vorläufigen Zahlen des Statistischen Bundesamtes noch nach unten revidiert werden.

<sup>d)</sup> Auch 2001 gab es schon die Möglichkeit, Vollzeitstellen durch geringfügige Beschäftigung zu substituieren und damit die durchschnittliche Arbeitszeit zu reduzieren. Jedoch war die Ausgestaltung der Regelung weniger günstig. Zudem ist in der Rezession 2001 die durchschnittliche Arbeitszeit auch deshalb kaum gesunken, weil das Instrument der Kurzarbeit damals nicht eingesetzt wurde.

Abb. 3.13

Zyklusverlauf ausgewählter ökonomischer Variablen



Anmerkung: Das erste dargestellte Quartal entspricht dem Hochpunkt des BIP und wurde auf 100 normiert. Die Zahl an der x-Achse entspricht den Quartalen nach dem Hochpunkt.  
<sup>a)</sup> Anteil der Kurzarbeiter in Westdeutschland (1974 und 1980) und Gesamtdeutschland (2001 und 2008) an den Erwerbstätigen. Aus Gründen der Vergleichbarkeit wird auf die Darstellung des Jahres 1992 verzichtet.  
 1. Quartal = 0%.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

dingten Einbruch der Produktion zu Jahresbeginn auf Wachstumskurs einschwenken dürfte. Alles in allem rechnen die Institute für 2009 mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in Ostdeutschland um 5%.

Die Rezession macht sich inzwischen auch am ostdeutschen Arbeitsmarkt bemerkbar. Die Zahl der Erwerbstätigen sinkt im Jahr 2009 erstmals seit 2005 wieder, und zwar um etwa 60 000 Personen. Besonders betroffen ist bisher das Verarbeitende Gewerbe, jedoch dürfte dies nun auch auf die unternehmensnahen Dienstleister ausstrahlen. Weniger stark dürfte der Personalbestand im Baugewerbe eingeschränkt werden, da von den Investitionsprogrammen merkliche Impulse ausgehen. Insgesamt dürfte die Beschäftigung in Ostdeutschland weniger stark sinken als in Westdeutschland, weil der Rückgang der Produktion in den neuen Ländern weniger ausgeprägt ist. Produktion und Beschäftigung sinken in diesem Jahr in Ostdeutschland weniger als im Westen. Die registrierte Arbeitslosigkeit wird infolge des nochmals kräftigen Rückgangs des Erwerbspersonenpotentials (– 120 000 Personen) sinken. Die Arbeitslosenquote wird mit 13,8% allerdings immer noch deutlich höher sein als in Westdeutschland.

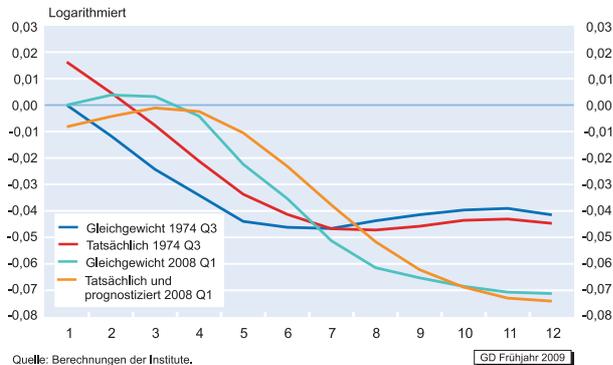
**Kräftiger Anstieg des Budgetdefizits**

Die Bundesregierung hat angesichts der sich abzeichnenden Rezession im November

Abb. 3.14

**Arbeitsvolumen**

Gleichgewicht am Rezessionsbeginn = 0



2008 ein erstes, allerdings gering dimensioniertes Konjunkturpaket geschnürt. Im Februar 2009 wurde ein zweites, größeres Konjunkturpaket auf den Weg gebracht. Beide Programme geben der Wirtschaft nach Einschätzung

der Institute in den Jahren 2009 und 2010 – unter Berücksichtigung der aufgestockten »Abwrackprämie« – Impulse von knapp 60 Mrd. Euro. Zusätzlich sinkt die Einkommensteuerbelastung, weil zwei Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts umgesetzt werden mussten. Zum einen gilt rückwirkend ab 2007 die alte Entfernungspauschale, zum anderen können die Beiträge zur Kranken- und Pflegeversicherung ab 2010 vermehrt als Sonderausgaben abgesetzt werden. Insgesamt ist die Finanzpolitik auf einem spürbar expansiven Kurs; die Impulse durch diskretionäre Maßnahmen insgesamt dürften sich, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, im Jahr 2009 auf 1,3% und im Jahr 2010 auf 1,8% belaufen (vgl. Tab. 3.11). Zudem wird zugelassen, dass die automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken.

Die Konjunkturpakete wirken sich vor allem bei den öffentlichen Bauinvestitionen aus; sie werden in den Jahren 2009 und 2010 deutlich ausgeweitet. Der Bund hat im Konjunktur-

Tab. 3.10

**Indikatoren zum wirtschaftlichen Aufholprozess in Deutschland**  
 Relationszahlen für Ostdeutschland (ohne Berlin), in jeweiligen Preisen

	1991	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Westdeutschland = 100											
Bruttoinlandsprodukt nominal je Einwohner <sup>a)</sup>	33,6	60,6	63,1	63,8	65,6	66,6	67,5	67,3	68,0	68,7	69,4
Bauinvestitionen nominal je Einwohner <sup>a)</sup>	73,8	186,0	124,6	106,6	102,8	105,0	102,4	99,1	89,3	–	–
Investitionen in neue Aus-rüstungen und sonstige Anlagen nominal je Einwohner <sup>a)</sup>	58,3	105,0	85,2	72,0	64,0	62,5	68,0	64,5	66,3	–	–
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>a)</sup>	49,8	74,8	76,8	76,9	77,0	77,2	77,4	78,0	78,2	78,1	78,0
je Arbeitsstunde der Arbeitnehmer <sup>a)</sup>			70,1	70,6	71,4	71,8	72,5	73,1	73,5	74,0	74,1
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen <sup>a), b)</sup>	35,2	66,4	72,2	74,0	76,1	76,7	77,4	77,3	77,5	77,7	78,5
je Arbeitsstunde der Erwerbstätigen <sup>a), b)</sup>			67,1	69,2	71,6	72,4	73,3	73,1	73,5	74,2	75,1
Lohnstückkosten <sup>a), c)</sup>											
Basis Personen	141,4	112,7	106,4	103,9	101,2	100,6	100,0	100,9	100,9	100,5	99,4
Basis Stunden			104,4	102,1	99,6	99,2	98,9	99,9	100,0	99,7	98,6
Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr Bevölkerung <sup>a)</sup>											
Ostdeutschland	–	–0,4	–0,6	–0,8	–0,9	–0,8	–0,7	–0,7	–0,7	–0,8	–0,8
Westdeutschland	–	0,4	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Erwerbstätige (Inland) <sup>a)</sup>											
Ostdeutschland	–	2,1	–0,9	–1,6	–1,6	–1,2	0,1	–0,8	0,6	1,7	0,8
Westdeutschland	–	–0,1	2,4	0,8	–0,4	–0,9	0,4	0,0	0,6	1,7	1,5
Arbeitsvolumen je Erwerbstätigen (Inland) <sup>a)</sup>											
Ostdeutschland	–	–	–2,4	–3,0	–3,1	–1,8	0,0	–1,3	0,3	1,2	0,5
Westdeutschland	–	–	1,2	–0,1	–1,1	–1,3	0,7	–0,5	0,5	1,9	1,5

<sup>a)</sup> Angaben für Ostdeutschland: neue Bundesländer ohne Berlin, für Westdeutschland: alte Bundesländer einschließlich Berlin. – <sup>b)</sup> Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen je Erwerbstätigen (Arbeitsstunde der Erwerbstätigen). – <sup>c)</sup> Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (Arbeitsstunde der Arbeitnehmer) bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt im jeweiligen Preisen je Erwerbstätigen (Arbeitsstunde der Erwerbstätigen).

Quelle: Statistisches Bundesamt (Rechenstand: Februar 2009); Arbeitskreis Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der Länder (Rechenstand: März 2009); Arbeitskreis Erwerbstätigenrechnung des Bundes- und der Länder (Rechenstand: März 2009); Berechnungen der Institute.

Tab. 3.11

**Änderung von Steuern, Sozialabgaben und Staatsausgaben durch diskretionäre Maßnahmen<sup>a)</sup>**  
 Haushaltsentlastungen (+) und Haushaltsbelastungen (-) in Mrd. € gegenüber 2008

	2009	2010
Konjunkturpaket I	-4,2	-7,6
Gesetz zur Umsetzung steuerlichen Regelungen des Maßnahmenpakets		
Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung	-2,6	-5,7
Verlängerung der Bezugsdauer von Kurzarbeit, Ausbau der Qualifizierung	-0,3	-0,5
Aufstockung der Verkehrsinvestitionen	-1,0	-1,0
Erhöhung der Mittel zur Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur sowie		
Aufstockung der KfW-Programme	-0,3	-0,4
Konjunkturpaket II	-19,5	-27,6
Entlastungen bei der Einkommensteuer, Kinderbonus	-4,9	-5,6
Gesetz zur Neuregelung der Kraftfahrzeugsteuer	-3,0	-0,2
Senkung der Beitragssätze zur GVK zum 1. Juli 2009 um 0,6 Prozentpunkte <sup>b)</sup>	-3,0	-6,0
Zukunftsinvestitionen der öffentlichen Hand	-3,0	-12,0
Förderung der Mobilitätsforschung und Innovationsförderung des Bundes	-0,7	-0,7
»Abwrackprämie« <sup>c)</sup>	-5,0	-
Aufstockung des Hartz-IV-Regelsatzes für Kinder	-0,2	-0,3
Bezuschussung beim Kurzarbeitergeld, Ausweitung der Qualifizierung sowie		
Schaffung von 5 000 zusätzlichen Stellen bei der Arbeitsagentur	-2,6	-2,7
Änderung der Pendlerauschale	-5,9	-2,4
Gesetz zur verbesserten steuerlichen Berücksichtigung von Vorsorgeaufwendungen	-	-8,1
Sonstige Steuerrechtsänderungen <sup>d)</sup>	2,9	6,5
Sonstige Änderungen der Beitragssätze zur Sozialversicherung <sup>b),e)</sup>	2,7	2,7
Erhöhung der Autobahnmaut für Lastkraftwagen	1,0	1,0
Ausweitung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen <sup>f)</sup>	-0,9	-0,1
Aussetzung des Riester-Faktors sowie Aufstockung von BAföG, Wohngeld und		
Kindergeld	-4,5	-3,6
Abbau der Eigenheimzulage	0,8	1,5
Änderungen im Bereich der gesetzlichen Kranken- und der Pflegeversicherung <sup>g)</sup>	-4,5	-4,7
Insgesamt	-32,1	-42,4
<i>Nachrichtlich:</i>		
Fiskalische Impulse in Relation zum nominalen BIP	1,3	1,8

<sup>a)</sup> Ohne makroökonomische Rückwirkungen; ohne Berücksichtigung der Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute. – <sup>b)</sup> Nach Abzug der Mehrausgaben des Staates für Beiträge für Empfänger sozialer Leistungen. – <sup>c)</sup> Die »Abwrackprämie« wurde im April 2009 um 3,5 Mrd. Euro aufgestockt. – <sup>d)</sup> Jahressteuergesetz 2007, Unternehmensteuerreformgesetz 2008, Gesetz zur Stärkung des bürgerschaftlichen Engagements, Lohnsteuerrichtlinien 2008, Eigenheimrentengesetz, Gesetz zur Neuregelung der Kraftfahrzeugsteuer, Gesetz zur steuerlichen Förderung von Wachstum und Beschäftigung, Haushaltsbegleitgesetz 2006, Steueränderungsgesetz 2007. – <sup>e)</sup> Anhebung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung zum Juli 2008 um 0,25 Prozentpunkte, Reduktion des Beitragsatzes zur Arbeitslosenversicherung zum 1. Januar 2009 um 0,5 Prozentpunkte, Anhebung des durchschnittlichen Krankenkassenbeitragsatzes zum 1. Januar 2009 um 0,6 Prozentpunkte. – <sup>f)</sup> Gesetz zur Verbesserung der Beschäftigungschancen von Langzeitarbeitslosen mit Vermittlungshemmnissen, Gesetz zur Verbesserung der Beschäftigungschancen von jüngeren Menschen mit Vermittlungshemmnissen, Einführung von Eingliederungsscheinen für über fünfzigjährige Arbeitslose. – <sup>g)</sup> GKV-Wettbewerbsverstärkungsgesetz, Schaffung neuer Stellen und Förderung der Ausbildung im Pflegebereich, Aufstockung der Leistungen der Pflegeversicherung, Einführung einer Euro-Gebührenordnung für Ärzte, Änderung der Ärztevergütung sowie Erhöhung von Zahlungen an Krankenhäuser.

Quelle: Bundesministerium der Finanzen; Berechnungen und Schätzungen der Institute.

turpaket I sein Investitionsbudget vor allem im Verkehrsbe-  
reich um 2 Mrd. Euro aufgestockt. Mit dem Konjunkturpa-  
ket II werden – wie beschrieben – 17,3 Mrd. Euro zur Ver-  
besserung der Infrastruktur zur Verfügung gestellt. Zusätz-  
liche Impulse kommen von den Infrastrukturprogrammen  
der KfW. Vermutlich werden aber nicht nur zusätzliche, son-  
dern auch ohnehin geplante Projekte im Rahmen des Kon-  
junkturpakets II realisiert. Zudem ist angesichts der insge-  
samt noch recht günstigen Lage in der Bauwirtschaft damit  
zu rechnen, dass die Preise für Bauleistungen im öffentlichen  
Bereich anziehen werden. Insgesamt dürften die nomina-  
len Bruttoinvestitionen des Staates in den Jahren 2009 und  
2010 um 10,8 bzw. 15,2% zunehmen.

Der Sachaufwand der Gesetzlichen Krankenversicherung,  
insbesondere der für ärztliche Leistungen, und der Sach-

aufwand der Gebietskörperschaften, vor allem der für For-  
schung, Entwicklung und Bildung, werden beträchtlich aus-  
geweitet. Darüber hinaus werden die Mittel für die Gemein-  
schaftsaufgabe »Verbesserung der regionalen Wirtschafts-  
struktur« aufgestockt. Zusätzliche Mittel werden auch für die  
aktive Arbeitsmarktpolitik aufgewendet, u.a. wird die Kurz-  
arbeit gefördert. Darüber hinaus wird eine »Abwrackprämie«  
von 2 500 Euro gezahlt, wenn ein mindestens neun Jahre  
altes Automobil verschrottet und dafür ein neues gekauft  
wird. Die Mittel hierfür wurden jüngst auf 5 Mrd. Euro auf-  
gestockt. Schließlich wurde ein Kredit- und Bürgschafts-  
programm mit einem Volumen von 115 Mrd. Euro aufgelegt,  
das die Versorgung der Unternehmen mit Krediten sichern  
oder erleichtern soll, das aber vorerst nur geringe Wirkun-  
gen auf den Staatshaushalt haben dürfte. Im Rahmen der

Maßnahmen zur Sanierung der Banken werden zusätzliche Mittel eingesetzt; für Vermögensübertragungen im Sinne der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind 10 Mrd. Euro in die Prognose eingestellt (2008: 8,5 Mrd. Euro).

Zum deutlichen Anstieg der Ausgaben des Staates im Jahr 2009 trägt bei, dass die Altersrenten im Juli 2009 wegen des im vergangenen Jahr beschleunigten Lohnanstiegs, aber auch aufgrund des vorübergehenden Aussetzens des so genannten Riesterfaktors um 2,6% und damit stärker als im Juli 2008 (1,1%) angehoben werden. Entsprechend werden auch die Regelsätze beim Arbeitslosengeld II sowie bei der Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung steigen. Zudem wird der anteilige Regelsatz für Kinder im Alter von sechs bis unter 13 Jahren erhöht. Das Kindergeld wurde ab dem Jahresbeginn 2009 aufgestockt, zudem wird im April 2009 einmalig ein Zuschlag zum Kindergeld (»Kinderbonus«) von 100 Euro je Kind ausgezahlt. Schließlich werden die arbeitsmarktbedingten Ausgaben aufgrund der im Verlauf des Jahres kräftig steigenden Arbeitslosigkeit spürbar zunehmen. Alles in allem dürften die Ausgaben des Staates im Jahr 2009 um 5,7% ausgeweitet werden.

Im Jahr 2010 wird sich der Anstieg der Staatsausgaben auf 2,2% abschwächen. Die öffentlichen Investitionen werden zwar nochmals kräftig ausgeweitet. Auch dürften angesichts der Zunahme der Arbeitslosigkeit beträchtliche Mehraufwendungen beim Arbeitslosengeld und bei anderen Sozialleistungen entstehen. Die Löhne im öffentlichen Dienst dürften dagegen analog zum gewerblichen Bereich stark verlangsamt steigen, und einmalige Leistungen wie die »Abwrackprämie« und der Kinderbonus fallen weg. Weitere Vermögensübertragungen des Staates an die Banken sind für 2010 nicht eingestellt, da diese von noch zu treffenden politischen Entscheidungen über die Ausgestaltung der Bankenrettung abhängen.

Die Staatseinnahmen dürften im Jahr 2009 um 2,2% und im Jahr 2010 um 1,7% sinken. Besonders kräftig dürfte das Steueraufkommen zurückgehen (3,1 bzw. 2,1%). Hier schlagen die Steuerentlastungen zu Buche. So werden der Grundfreibetrag bei der Einkommensteuer (zusammen mit dem Kinderfreibetrag) erhöht und die Steuersätze gesenkt. Zudem wird bis zum Jahresende 2010 eine degressive Abschreibung bei den Ausrüstungsinvestitionen zugelassen. Die rückwirkende Einführung der alten Regelung bei der Entfernungspauschale führt im Jahr 2009 voraussichtlich zu Mindereinnahmen des Staates von fast 6 Mrd. Euro (insbesondere für Erstattungen für die Jahre 2007 und 2008).<sup>17</sup> Das Aufkommen der Lohnsteuer wird aufgrund der rück-

läufigen Beschäftigung, das der gewinnabhängigen Steuern wegen kräftiger Gewinneinbußen sinken. Weitere Mindereinnahmen dürften aus den Verlusten der Banken resultieren. Im Jahr 2010 wird das Steueraufkommen dadurch gedämpft, dass ein größerer Teil der Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge bzw. -prämien als Sonderausgaben abgesetzt werden darf und dass der Grundfreibetrag und die Tarifeckwerte bei der Einkommensteuer nochmals angehoben werden.

Die Einnahmen der Sozialversicherung dürften in den Jahren 2009 und 2010 bedingt durch den Rückgang der Bruttolöhne und -gehälter sinken. Dazu trägt bei, dass die Beitragssätze per saldo etwas abnehmen. Der Beitragssatz in der Arbeitslosenversicherung wurde zu Jahresbeginn um 0,5 Prozentpunkte auf 2,8% reduziert. Der Beitragssatz in der Krankenversicherung wurde zwar zu Jahresbeginn um 0,6 Prozentpunkte angehoben; andernfalls war angesichts höherer Aufwendungen für ärztliche Leistungen sowie für Krankenhausleistungen zu erwarten gewesen, dass die Krankenkassen insgesamt ihr Budget nicht hätten ausgleichen können. Er wird aber zur Jahresmitte 2009 zur Stimulierung der Konjunktur um 0,6 Prozentpunkte gesenkt; zur Kompensation der aus der Beitragssatzsenkung resultierenden Mindereinnahmen zahlt der Bund einen zusätzlichen Zuschuss an den Gesundheitsfonds von 3,2 Mrd. Euro im Jahr 2009 und 6,3 Mrd. Euro im Jahr 2010.

Die Finanzlage des Staates wird sich in diesem Jahr deutlich verschlechtern. Wir erwarten ein Budgetdefizit von 89 Mrd. Euro. Die Defizitquote dürfte auf 3,7% steigen und wird dreiviertel Prozentpunkte höher sein als im jüngst verabschiedeten Stabilitätsprogramm der Bundesregierung, dem ein Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts von 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% zugrunde liegt. Für das kommende Jahr ist mit einem Anstieg des Fehlbetrags auf 132 Mrd. Euro (5,5% des Bruttoinlandsprodukts) zu rechnen (vgl. Tab. 3.12). Die Haushalte der Gesetzlichen Rentenversicherung, der Gesetzlichen Krankenversicherung und der Bundesagentur für Arbeit werden beträchtliche Defizite ausweisen; sie müssen – sollen die Beitragssätze stabil bleiben – zunächst ihre Reserven angreifen und sind dann auf Darlehen oder Zuschüsse des Bundes angewiesen.

Der Anstieg des Budgetdefizits wird durch zwei Faktoren gedämpft: Die Rückerstattungen im Zusammenhang mit der Wiedereinführung der alten Entfernungspauschale werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bereits 2008 gebucht, so dass 2009 rein rechnerisch Mehreinnahmen in dieser Höhe entstehen; dies verringert den Swing des Budgetsaldos um 0,4 Prozentpunkte. Zudem sind in die Prognose zwar für 2009 Finanzhilfen an die Banken in Höhe von per saldo 10 Mrd. Euro eingestellt, nicht aber für 2010, was ebenfalls einen positiven Swing des Budgetsaldos in Höhe von 0,4 Prozentpunkten zur Folge hat.

<sup>17</sup> Die volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen spiegeln dies nicht wider, weil die Mindereinnahmen infolge der Erstattungen für die Jahre 2007 und 2008 bereits im vierten Vierteljahr 2008, dem Zeitpunkt des Verfassungsgerichtsurteils erfasst wurden, das Steueraufkommen im Jahr 2009 wird in gleichem Ausmaß höher ausgewiesen.

**Tab. 3.12**  
**Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren<sup>a)</sup>**  
 in % des nominalen BIP

	Staatseinnahmen			Staatsausgaben			Finanzierungs-saldo	Nachrichtlich: Zins-steuer- quote <sup>b)</sup>
	Insgesamt	darunter:		Insgesamt	darunter:			
		Steuern	Sozial-beiträge		Zins-ausgaben	Brutto-investitionen		
1992	44,8	22,4	17,2	47,2	3,1	2,8	-2,5	14,1
1993	45,2	22,4	17,7	48,2	3,2	2,7	-3,0	14,3
1994	45,6	22,3	18,2	47,9	3,2	2,5	-2,3	14,2
1995 <sup>c)</sup>	44,9	21,9	18,3	48,1	3,5	2,2	-3,2	15,9
1996	46,0	22,4	19,0	49,3	3,5	2,1	-3,3	15,5
1997	45,7	22,2	19,2	48,4	3,4	1,8	-2,6	15,3
1998	45,9	22,7	18,9	48,0	3,4	1,8	-2,2	14,8
1999	46,6	23,8	18,7	48,1	3,1	1,9	-1,5	13,2
2000 <sup>d)</sup>	46,4	24,2	18,3	47,6	3,2	1,8	-1,2	13,0
2001	44,7	22,6	18,2	47,6	3,1	1,7	-2,8	13,5
2002	44,4	22,3	18,2	48,1	2,9	1,7	-3,7	13,1
2003	44,5	22,3	18,3	48,5	3,0	1,6	-4,0	13,3
2004	43,3	21,8	17,9	47,1	2,8	1,4	-3,8	13,0
2005	43,5	22,0	17,7	46,8	2,8	1,4	-3,4	12,6
2006	43,8	22,9	17,2	45,3	2,8	1,4	-1,5	12,3
2007	44,0	23,8	16,5	44,2	2,8	1,5	-0,2	11,7
2008	43,8	23,8	16,4	43,9	2,8	1,5	-0,1	11,6
2009	44,2	23,8	16,6	47,9	2,9	1,7	-3,7	12,3
2010	43,5	23,3	16,4	49,0	3,1	2,0	-5,5	13,2

<sup>a)</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen – <sup>b)</sup> Zinsausgaben des Staates in Relation zum Steuer-aufkommen. – <sup>c)</sup> Ohne Vermögenstransfers im Zusammenhang mit der Übernahme der Schulden der Treuhänderanstalt und der Wohnungswirtschaft der ehemaligen DDR (per saldo 119,6 Mrd. Euro). – <sup>d)</sup> Ohne Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen (50,8 Mrd. Euro).

Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2008, 2009 und 2010: Prognose der Institute.

Die Belastungen durch die Finanzkrise lassen sich nicht verlässlich quantifizieren. Daraus resultieren beträchtliche Haushaltsrisiken. Zudem gehen die Institute bei ihrer Prognose von Status-quo-Bedingungen aus, d.h. eine nachträgliche Finanzierung der bisher kreditär finanzierten Maßnahmen zur Stabilisierung von Konjunktur und Finanzmarkt durch höhere Abgaben oder eine sparsamere Haushaltsführung ist ebenso wenig berücksichtigt wie zusätzliche Konjunkturprogramme.

#### 4. Auswirkungen der Finanzkrise auf die mittelfristige wirtschaftliche Entwicklung

##### Einleitung

Die Finanzkrise beeinflusst nicht nur die Konjunkturaussichten für die Jahre 2009 und 2010, sie wirkt sich auch auf die zu erwartende wirtschaftliche Entwicklung in der mittleren Frist aus. Unterstellt man ein gegenüber der Mittelfristprognose der Institute vom Frühjahr 2008 unverändertes Potentialwachstum von 1,6% pro Jahr, und nimmt man weiterhin an, dass die Produktionslücke am Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2013 geschlossen ist, dann würde das reale Bruttoinlandsprodukt nach 2010 um reichlich 4 1/2% pro Jahr steigen. Dies halten die Institute aus

verschiedenen Gründen für unrealistisch. In diesem Kapitel wird erörtert, inwieweit die damaligen Schätzungen korrigiert werden müssen. Dies geschieht je nach Fragestellung auf Basis von theoretischen Überlegungen, von Zyklenvergleichen und von Analysen mit verschiedenen ökonomischen Modellen. Dazu ist zunächst zu analysieren, über welche Kanäle sich die Finanzkrise auf die Volkswirtschaft auswirkt.

Das Bruttoinlandsprodukt kann als Produkt von Produktionspotential und Auslastungsgrad dargestellt werden. Die Finanzkrise hat Konsequenzen für beide Bestimmungsgrößen. Diese werden im Folgenden zunächst getrennt untersucht, bevor anschließend die konkrete Schätzung für die mittelfristige Entwicklung beider Größen abgeleitet wird. Mit Blick auf das Produktionspotential besteht eine wesentliche Konsequenz der Finanzkrise darin, dass Kapital dauerhaft teurer sein wird, weil sich die Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer nachhaltig ändert. Besonders in Mitleidenschaft gezogen wird dadurch die Sachkapitalbildung. Eine weitere Konsequenz der Finanzkrise für das Potential ist, dass der durch sie ausgelöste starke Einbruch der Produktion zu einer Revision des Trendwachstums bestimmter Größen, insbesondere der Produktivität, führt. Dies ist insoweit zu erwarten, als die Produktionsstruktur der deutschen Wirtschaft gegenwärtig noch an einen weltwirtschaftlichen Nachfrageboom angepasst ist, der nach Ende der Re-

zession so nicht wiederkehren dürfte. Auch könnte der geringere Risikoappetit der Investoren die Finanzierung transnationaler Produktionsverlagerungen und damit Produktivitätsgewinne durch zunehmende internationale Arbeitsteilung verringern. Die Implikation ist in jedem Fall, dass das Produktionspotential und sein Wachstum derzeit deutlich niedriger eingeschätzt werden müssen als noch vor einem Jahr.

Die Finanzkrise schlägt sich aber auch auf der Nachfrageseite der Volkswirtschaft und damit im Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nieder. Dauerhaft höhere Kapitalkosten bedeuten eine geringere Investitionstätigkeit, die dämpfend auf den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts wirkt. Vergleiche mit früheren Finanz- und Immobilienkrisen weltweit bestätigen, dass die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Gefolge solcher Krisen typischerweise für mehrere Jahre deutlich unter dem Normalwert liegt. Zwar befindet sich die deutsche Wirtschaft nicht in einer hausgemachten Bankenkrise, andere Länder jedoch schon, und die konjunkturelle Erholung dürfte dort schwächer ausfallen als nach einer normalen Rezession. Insbesondere ist zu erwarten, dass es in Ländern wie den USA und Großbritannien, in denen der Konsum in den vergangenen Jahren durch niedrige Finanzierungskosten und einen Immobilienboom stark angeregt wurde, zu einer Normalisierung des Sparverhaltens kommt. Dies dürfte über die außenwirtschaftlichen Verflechtungen bremsend auf die konjunkturelle Erholung auch in Deutschland wirken.

Unabhängig davon haben die Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Jahren zugenommen, weil sich die wirtschaftspolitische Ausgangslage erheblich geändert hat. So könnten weltweit die protektionistischen Tendenzen zunehmen, was die deutsche Wirtschaft wegen ihres hohen Exportanteils besonders treffen würde. Insbesondere aber stehen die Geld- und die Finanzpolitik vor ungewöhnlich großen Herausforderungen. In wichtigen Ländern, auch im Euroraum, ist die Politik der Notenbanken auf einem extrem expansiven Kurs. Dies ist vor dem Hintergrund der Krise derzeit zwar angemessen; es bleibt aber die Frage, ob die Liquidität in der Zukunft abgebaut wird, wenn sich die wirtschaftliche Lage zu normalisieren beginnt. Inflationäre Tendenzen und Turbulenzen auf den Devisenmärkten könnten die Folge sein, wenn dies nicht gelingt, und die wirtschaftliche Expansion würde entsprechend destabilisiert. Ähnliches wäre zu erwarten, wenn die Märkte bezüglich der kräftig steigenden Staatsverschuldung misstrauisch würden und einen hohen Risikoaufschlag forderten. Auch in Deutschland ergeben sich auf absehbare Zeit sehr hohe Budgetdefizite. Auch wenn diese vor allem zyklisch bedingt sind, so sind doch in mittlerer Frist erhebliche Konsolidierungsanstrengungen erforderlich.

## Wirkung auf das Produktionspotential

### Erhöhte Kapitalkosten

Im laufenden sowie in den kommenden Jahren dürfte das Produktionspotential dadurch gedämpft werden, dass Kapital als Folge der Finanzkrise relativ teurer geworden ist, da für Firmen sowohl die externe Finanzierungsprämie als auch die Anforderungen an Sicherheiten für gewährte Kredite gestiegen sind und mittelfristig über dem Niveau der vergangenen Jahre liegen dürften. So haben die Risikoprämien bei der Kreditvergabe der Banken an Unternehmen seit Mitte 2008 drastisch angezogen. Der Abstand der Zinsen für Kredite an Unternehmen zu Renditen risikoloser deutscher Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von drei Monaten stieg von unter 2% in den Jahren 2006 und 2007 auf 4,8% im Dezember 2008. Er liegt damit auch weit über dem langfristigen Durchschnitt von 2,9%. Zusätzlich wurden die Kreditvergaberichtlinien seitens der Banken jüngst dadurch verschärft, dass Fremdmittel stärker besichert werden müssen. Aus dem Bank Lending Survey des Eurosystems geht hervor, dass die Sicherheitenerfordernisse in Deutschland seit dem vierten Quartal 2007 deutlich angezogen haben. Dies wird bestätigt durch Unternehmensbefragungen des ifo Instituts, nach denen insbesondere große Firmen von einer restriktiven Kreditvergabepraxis berichten.

Für den jüngsten Anstieg der Risikoprämien können zwei Erklärungen angeführt werden. Es könnte sich dabei um ein rein zyklisches Phänomen handeln, das erfahrungsgemäß in konjunkturellen Abschwüngen auftritt. Im Rahmen einer Mittelfristprojektion wäre nach dieser Überlegung davon auszugehen, dass sich die Risikoprämien nach wenigen Jahren wieder auf ihren durchschnittlichen Wert zurückbilden. Es könnte sich aber auch, zumindest teilweise, um einen permanenten Anstieg handeln, der auf die fundamentalen Veränderungen im Finanz- und Bankensystem zurückzuführen ist, die sich im Zuge der aktuellen Finanzkrise einstellen. Das würde bedeuten, dass die Banken ihre Kreditvergabepraxis grundlegend verschärft und Kredite damit dauerhaft verteuert haben.

Die relative Bedeutung der beiden Erklärungsansätze lässt sich empirisch vermutlich erst in einigen Jahren beurteilen. Da aber die Eigenkapitalanforderungen an Banken für ausgereichte Kredite in Folge neuer Regulierungen zunehmen dürften, gehen die Institute davon aus, dass die Banken die Verschärfung ihrer Kreditkonditionen auch auf längere Sicht nicht vollständig zurücknehmen werden. Daher wurden die Auswirkungen eines dauerhaften Anstiegs der Risikoprämien und der Sicherheitenerfordernisse im Rahmen theoretischer Modelle untersucht (vgl. Exkurs). In einem einfachen neoklassischen Wachstumsmodell führt eine Anhebung der Risikoprämie um einen halben Prozentpunkt da-

zu, dass der Kapitalstock im langfristigen Gleichgewicht um etwa 6,5% und das Niveau des Bruttoinlandsprodukts um 2% fällt. Im Rahmen des Finanzakzelerator-Modells von Bernanke et al.<sup>18</sup> führt der dauerhafte Anstieg der externen Finanzierungsprämie zu einem Rückgang der Produktion um 2,4%; der Kapitalstock sinkt um 6,9%. Ähnlich groß fallen die Effekte in einem Modell aus, in dem statt des Anstiegs der Risikoprämie eine Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien modelliert wird. In allen drei Modellen sinkt das Niveau des Produktionspotentials unmittelbar. Die langfristige Wachstumsrate bleibt hingegen unverändert, da diese annahmegemäß nur von exogenen Größen wie der Rate des technischen Fortschritts abhängt.

Insgesamt legen die verschiedenen Modelle nahe, dass die gegenwärtige Rezession sowohl die Arbeitsproduktivität als auch den gleichgewichtigen gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock nachhaltig geschwächt hat. Allerdings erscheint eine sprunghafte Verringerung des Produktionspotentials angesichts von – in den Modellen unberücksichtigten – Anpassungskosten wenig realistisch. Vielmehr dürfte das Wachstum des Produktionspotentials über die kommenden Jahre erheblich gedämpft bleiben.

### Auswirkungen auf die internationale Arbeitsteilung und Kapitalallokation

Im Zuge der Finanzkrise könnte es zu einem – auch mittelfristig spürbaren – Rückschlag im Prozess der internationalen Arbeitsteilung kommen. Zum einen könnte ein dauerhaft geringerer Risikoappetit die Finanzierung transnationaler Produktionsverlagerungen erschweren, besonders in Richtung Schwellenländer. Gegenwärtig ist jedenfalls ein starker Rückgang von Direktinvestitionen in den Schwellenländern zu beobachten.<sup>19</sup> Zum anderen könnte die weltweite Konjunkturkrise protektionistischen Maßnahmen Auftrieb verleihen, die die globale Krise verschärfen dürften und auch nach Abklingen der Krise nur schwer wieder aufzuheben wären. Ansätze von offenem oder verstecktem Protektionismus finden sich jedenfalls schon gegenwärtig nicht nur in der wirtschaftspolitischen Diskussion, sondern auch in den Stabilisierungs- und Konjunkturprogrammen führender Industrieländer.

Sollten sich die Fortschritte bei der internationalen Arbeitsteilung nachhaltig verlangsamen, würde dies den Produktivitätsfortschritt bremsen.<sup>20</sup> Darüber hinaus könnten Teile des bestehenden Bestandes an Sach- und an Humankapital ob-

solet werden, sei es, dass ihr Betrieb sich nur bei günstigen Finanzierungsbedingungen rechnet, sei es, dass sie im Vertrauen auf eine weiter voranschreitende internationale Arbeitsteilung und einen anhaltenden Boom im Finanzsektor getätigt wurden. Dies hätte zur Folge, dass der Kapitalstock nicht nur künftig langsamer wächst, sondern dass er kurzfristig sogar zurückgeht.

### Zur Revision der Potentialschätzung

Das Produktionspotential ist nicht beobachtbar, sondern muss geschätzt werden, wobei üblicherweise ein glatter Verlauf unterstellt wird.<sup>21</sup> Daher kommen statistische Glättungsverfahren wie der Hodrick-Prescott-Filter zum Einsatz. Werden diese direkt auf das reale Bruttoinlandsprodukt angewendet, wird dessen Trend als Potentialschätzung interpretiert. Alternativ kann das Produktionspotential aus einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion abgeleitet werden, indem das konjunkturbereinigte Volumen der Inputfaktoren und der Produktivität bestimmt wird. Dabei handelt es sich wiederum um unbeobachtbare Größen, so dass auch bei diesem Vorgehen häufig Glättungsverfahren verwendet werden.

Diese Glättungsverfahren haben jedoch zwei Nachteile. Zum einen sind sie aus technischen Gründen revisionsanfällig und insofern unsicher (vgl. Kasten 4.1). Zum anderen widersprechen die als gleitende Durchschnitte geschätzten und daher recht glatt verlaufenden Trendwerte theoretischen Überlegungen. Die Revisionsanfälligkeit der Glättungsverfahren ist in der gegenwärtigen Situation besonders akut, da der Rückgang der Weltproduktion einen Bruch mit den bisherigen konjunkturellen Mustern darstellt. So fällt beispielsweise das auf der Basis des heutigen Datenstandes und der in diesem Gutachten veröffentlichten Prognosen mit einem Hodrick-Prescott-Filter geschätzte Niveau des trendmäßigen realen Bruttoinlandsprodukts für das Jahr 2008 um 2,7% geringer aus als das auf der Basis des Datenstandes von vor einem Jahr ermittelte. Auch liegt das heute ermittelte Trendwachstum mit 0,9% weit unter der Rate von 1,8%, die auf dem Datenstand vom Frühjahr 2008 basiert. Zwar wird der Hodrick-Prescott-Filter von den Instituten aus diesen Gründen gerade nicht mechanisch verwendet, aber auch andere Verfahren zur Trendermittlung leiden an dem gleichen grundsätzlichen Problem.

Neubewertungen ergeben sich auch bei einer Ermittlung des Produktionspotentials auf der Basis einer Produktionsfunk-

<sup>18</sup> Vgl. Bernanke, B., M. Gertler und S. Gilchrist, »The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework«, in: J. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, Volume I, 1999, S. 1341–1393.

<sup>19</sup> Vgl. etwa Institute for International Finance, Capital flows to emerging market economies, Report, Januar 2009, <http://www.iif.com/about/article+204.php>.

<sup>20</sup> Dies besagt jedenfalls eine alte Grundeinsicht der Außenwirtschaftstheorie. Vgl. Etwa Corden, W.M., »Normative Theory of International Trade«, in: R. Jones und P. Kenen, Handbook of International Economics, Volume I, 1984, S. 69–76.

<sup>21</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2008, Kiel 2008, S. 59.

**Kasten 4.1****Zur Revision von Schätzungen des Produktionspotentials**

Potentialschätzungen müssen vor allem aus zwei Gründen revidiert werden. Zum einen sind die amtlichen VGR-Ergebnisse am aktuellen Rand, die für die Schätzung des gegenwärtigen Potentialpfads besondere Bedeutung haben, nur vorläufig. Zum anderen besteht das so genannte Randwertproblem, das im Kern besagt, dass statistische wie ökonomische Verfahren zur Trennung von Trend und konjunkturellem Zyklus am aktuellen Rand besonders ungenau sind, insbesondere wenn die aktuellen Daten stark vom bisherigen Muster abweichen.<sup>a)</sup>

Die Revisionen der VGR sind gut dokumentiert.<sup>b)</sup> Da die Basisdaten der VGR erst nach und nach zur Verfügung stehen, beruhen die ersten aktuellen Vierteljahresergebnisse, die jeweils 45 Tage nach Quartalsende vorgelegt werden, zu einem erheblichen Teil auf Indikatoren und Schätzungen. Vorläufige VGR-Ergebnisse werden deshalb turnusmäßig revidiert. Die Quartalsergebnisse des laufenden Jahres werden vom Statistischen Bundesamt bei jedem neuen Quartalstermin im Lichte neu verfügbarer bzw. überarbeiteter kurzfristiger Ausgangsdaten überprüft. Zudem werden im Sommer zusätzlich die jeweils vergangenen vier Jahre überarbeitet. Erst nach vier Jahren gelten VGR-Daten – vorbehaltlich großer Revisionen – als »endgültig«. Im mehrjährigen Vergleich können die ersten vorläufigen Ergebnisse für die Veränderungsrate des vierteljährlichen realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr vom jeweils endgültigen Wert um rund einen halben Prozentpunkt nach oben oder unten abweichen.

Die Auswirkung von Datenrevisionen und des Randwertproblems auf die Schätzung der Wachstumsrate des Produktionspotentials lässt sich anhand von Echtzeitdaten quantifizieren, die den Kenntnisstand zu einem bestimmten Zeitpunkt wiedergeben. Dazu wird der in die Analyse einfließende Datenstand schrittweise erweitert und jeweils die Potentialwachstumsrate am aktuellen Rand geschätzt. Dies sei hier am Beispiel dreier Filterverfahren demonstriert.<sup>c)</sup> Dabei wird vereinfachend davon ausgegangen, dass Datenrevisionen und Randwertproblem dann vernachlässigbar sind, wenn die Potentialwachstumsrate für ein Quartal  $t$  anhand des Datenstandes bis zum Quartal  $t + 9$  geschätzt wird.<sup>d)</sup> Folglich wird die mittlere Abweichung zwischen der ersten und der neunten Schätzung für eine gegebene Periode miteinander verglichen.

Die Analyse wird mit Hilfe eines Echtzeitdatensatzes für die annualisierte Quartalswachstumsrate des deutschen Bruttoinlandsprodukts vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2008 durchgeführt, der die in einer bestimmten Periode verfügbare Datenmenge widerspiegelt. Als Evaluationsperiode dient der Zeitraum vom ersten Quartal 1994 bis zum vierten Quartal 2006, so dass auch für die letzte Beobachtung acht Revisionsquartale zur Verfügung stehen. Es ergibt sich, dass der mittlere absolute Fehler zum Datenstand  $t + 1$ , also der Erstveröffentlichung, gegenüber dem Datenstand  $t + 9$  bei knapp 0,4 Prozentpunkten liegt, die Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers bei etwa 0,45 Prozentpunkten. Nach einem Jahr, d. h. zum Datenstand  $t + 5$ , hat sich die Unsicherheit in etwa halbiert. Die Abweichungen zwischen den Verfahren sind relativ gering. Die Standardabweichung der annualisierten Quartalswachstumsrate beträgt im betrachteten Zeitraum 2,3 Prozentpunkte und ist damit deutlich größer als die Revisionen. Die Ergebnisse zeigen, dass filtergestützte Schätzungen der Potentialwachstumsrate am aktuellen Rand mit großer Vorsicht interpretiert werden sollten.<sup>e)</sup>

<sup>a)</sup> Um die Trendschätzung am aktuellen Rand zu stabilisieren, werden die Daten häufig mit Hilfe von Prognosen fortgeschrieben und der Trend dann auf der Basis der tatsächlichen und der prognostizierten Daten geschätzt.

<sup>b)</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt, *Qualitätsbericht 2007*; Statistisches Bundesamt, *Revisionsbedarf des Bruttoinlandsprodukts*, Statistisches Bundesamt, *Bruttoinlandsprodukt 2008 für Deutschland* sowie FAQ zu Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

<sup>c)</sup> Verwendet werden der Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter 1600, der Christiano-Fitzgerald-Filter mit einem Frequenzbereich ab acht Jahren und der Baxter-King-Filter mit einem Frequenzbereich ab acht Jahren. Zur Verringerung des Randwertproblems werden vor Anwendung des Filters jeweils acht Quartale mit einem autoregressiven Modell fortgeschrieben.

<sup>d)</sup> Die erste Veröffentlichung für ein Quartal  $t$  erfolgt im Folgequartal  $t + 1$ . Bis zum Quartal  $t + 9$  kommen daher insgesamt acht neue Beobachtungen hinzu. Folglich wird die Potentialwachstumsrate in dieser Untersuchung nach der achten Revision als endgültig angenommen. Tatsächlich liegt für den HP-Filter schon die mittlere absolute Abweichung zwischen der annualisierten Potentialwachstumsrate für ein Quartal  $t$ , die mit dem Datenstand bis Quartal  $t + 8$  geschätzt wird, und derjenigen, die mit dem Datenstand bis Quartal  $t + 9$  geschätzt wird, bei nur noch rund 0,08 Prozentpunkten.

<sup>e)</sup> Graphisch dargestellt wird dies für die Revision der Trendwachstumsrate der Weltproduktion (vgl. Abb. 4.1).

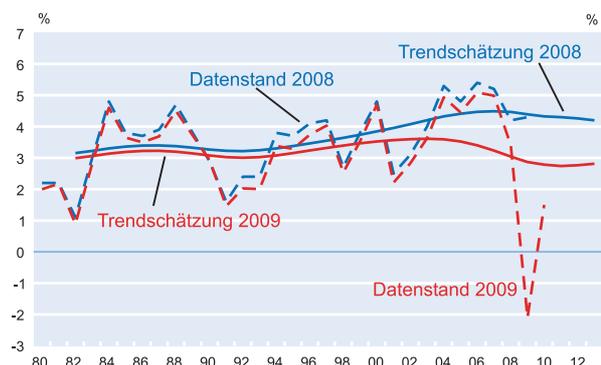
tion in Verbindung mit einer Trendschätzung für das Produktivitätsniveau. Denn im Zuge des Produktions- und Produktivitätseinbruchs – beispielsweise ist die Stundenproduktivität im vierten Quartal 2008 mit einer laufenden Jahresrate von 5,3% zurückgegangen – ergibt sich erheblicher Revisionsbedarf auch für das Trendniveau der totalen Faktorproduktivität.

Tendenziell noch größer ist der Revisionsbedarf für das Niveau des Produktionspotentials, wenn man bei der Beurteilung auch theoretische Überlegungen berücksichtigt. So können sich Veränderungen der strukturellen Arbeitslosenquote, des marktrelevanten Kapitalstocks oder der totalen Faktorproduktivität durchaus sprunghaft vollziehen, etwa wenn sich Regulierungen am Arbeitsmarkt ändern, bestehende Produktionskapazitäten dauerhaft nicht mehr markadäquat sind oder neue Technologien zur Verfügung gestellt werden.

Selbst wenn man nicht so weit geht wie die Vertreter der Theorie realer Konjunkturzyklen, die die beobachteten Pro-

**Abb. 4.1**

**Trendschätzung für das Wachstum der Weltproduktion bei unterschiedlichem Datenstand**



Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

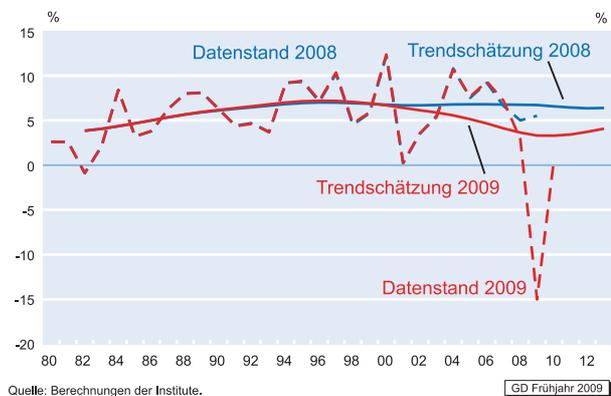
duktivitätsdaten in vollem Umfang als Wirkungen technologischer Veränderungen und die maßgebliche Quelle zyklischer Schwankungen interpretieren<sup>22</sup>, so erscheint es plausibel, dass die Produktionsfaktoren mit der schweren wirtschaftlichen Krise zumindest etwas an Produktivität eingebüßt haben, weil ein Teil der hergestellten Produkte und der Produktionsprozesse nun nicht mehr den Anforderungen des Marktes entspricht. Aus dem gleichen Grund dürfte ein Teil des Bestands an Sach- und Humankapital obsolet geworden sein. Beispielsweise sind in vielen Ländern im zurückliegenden Boom der Wohnungsbausektor und der Finanzsektor übermäßig ausgeweitet worden. Da die Nachfrage nach den Leistungen dieser Branchen vermutlich nicht nur vorübergehend niedriger sein wird als vor der Krise, ist der Einbruch der Produktivität hier nicht nur Ausdruck einer vorübergehenden Unterauslastung der Produktionskapazitäten, sondern steht auch für eine nicht länger angemessene gesamtwirtschaftliche Produktionstechnologie. In Deutschland ist es in den genannten Branchen zwar nicht zu einer Ausweitung der Kapazitäten gekommen. Allerdings profitierten deutsche Unternehmen von dem Boom im Ausland und bauten im Vertrauen darauf, dass er anhält, Kapazitäten auf, die nun zum Teil nicht mehr marktgerecht sein dürften. Wie stark der konjunkturbereinigte Rückgang der totalen Faktorproduktivität und des Kapitalstocks ist, lässt sich freilich schwer einschätzen. Die Institute interpretieren den größeren Teil des derzeitigen Rückgangs als Folge einer vorübergehenden Unterauslastung der Produktionsfaktoren.

Auch die Einschätzung des Trendwachstums der Weltwirtschaft muss angesichts des schweren globalen konjunkturellen Einbruchs, der derzeit zu verzeichnen ist, erheblich revidiert werden. Am Ende der Phase sehr kräftiger weltwirtschaftlicher Expansion zwischen 2003 und 2007 wurde das Trendwachstum der Weltwirtschaft sehr hoch eingeschätzt. Das Ausmaß der notwendigen Trendrevision kann auch hier verdeutlicht werden, indem die Schätzungen auf Basis des gegenwärtigen Datenstandes mit denen auf der Basis der vor einem Jahr verfügbaren Informationen verglichen werden.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> Vgl. z.B. Hall, R.E., »Separating the Business Cycle from Other Economic Fluctuations«, in: Federal Reserve Bank of Kansas City (Hrsg.), *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Kansas 2005, S. 133–179.

<sup>23</sup> Dabei wird ein Hodrick-Prescott-Filter mit einem relativ hohen Glättungsfaktor ( $\lambda = 100$ ) verwendet. Dem Problem, dass die geschätzte Trendrate bei dieser Methode am aktuellen Rand stark zu dem letzten Wert der tatsächlichen Produktion hingezogen wird (Randwertproblem), kann dadurch begegnet werden, dass der Zeitreihe Prognosewerte hinzugefügt werden, allerdings um den Preis, dass der Schätzung eine Prognoseunsicherheit hinzugefügt wird. So wird die Reihe mit historischen Daten zum einen um Prognosen für die konjunkturelle Entwicklung für das laufende und das kommende Jahr ergänzt. Verwendet werden soweit wie möglich die jeweiligen Prognosen der Institute, für nicht im Berichtskreis enthaltene Länder werden die Prognosen des IWF zugrunde gelegt ist jeweils die Herbstausgabe der IMF World Economic Outlook Database) herangezogen. Die Aggregation erfolgt auf der Basis von Kaufkraftparitäten. Darüber hinaus werden noch Prognosen für sechs weitere Jahre berücksichtigt, die mittels eines autoregressiven Modells erzeugt werden.

**Abb. 4.2**  
Trendschätzung für das Wachstum des Welthandels bei unterschiedlichem Datenstand



Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

Auf der Basis des Datenstandes im Frühjahr 2008, unter Verwendung der damaligen Prognose für den globalen Produktionsanstieg von jeweils reichlich 4% in den Jahren 2008 und 2009, ergibt sich eine Trendrate im Jahr 2008 von 4,4%. Auf Basis des gegenwärtigen Datenstandes wird die trendmäßige Wachstumsrate nur noch auf 3,3% taxiert (vgl. Abb. 4.1). Zwar hat dazu auch eine Abwärtsrevision der Daten für den Anstieg der Weltproduktion im Zusammenhang mit einer Neuberechnung der Kaufkraftparitätengewichte beigetragen, doch ist dieser Faktor von eher geringer Bedeutung. Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich nämlich, wenn Trendwerte für den Welthandel geschätzt werden, der kaum Revisionen unterlag: Während vor einem Jahr noch eine trendmäßige Beschleunigung des Welthandels ermittelt worden wäre, ergibt sich unter Berücksichtigung des derzeitigen tiefen Einbruchs beim Welthandel nunmehr ein eher abwärts gerichteter Wachstumstrend (vgl. Abb. 4.2). Gravierende Abwärtsrevisionen ergeben sich für alle betrachteten Regionen sowie für einzelne große Länder (vgl. Tab. 4.1).

Der veränderte Wachstumspfad impliziert, dass das Niveau der Produktion am Ende des Projektionszeitraums aus heu-

**Tab 4.1**  
Schätzung für das Trendwachstum im Jahr 2008 und bei unterschiedlichem Datenstand

	Trendeschätzung Datenstand	
	2009	2008
Industrieländer	1,6	2,5
USA	1,7	2,6
EU	1,5	2,3
Entwicklungs- und Schwellenländer		7,0
China	9,5	10,0
Indien	7,0	7,3
Russland	3,9	4,9
Lateinamerika	2,9	3,9
Welt	3,3	4,4
Welthandel	4,3	6,5

Quelle: Berechnungen der Institute.

tiger Sicht überall erheblich niedriger sein wird, als es vor einem Jahr erwartet wurde. So liegt das Trendniveau des realen Bruttoinlandsprodukts in den USA ebenso wie in der EU im Jahr 2013 um rund 7 1/2% niedriger als nach den Schätzungen mit Datenstand 2008. Der Abstand der Weltproduktion ist mit 7% nur wenig kleiner. Verhältnismäßig gering fällt die Revision des Wachstumspfades für China aus, aber auch hier liegt das Niveau der Trendproduktion aus heutiger Sicht deutlich – um 4 1/2% – unterhalb dessen, was man auf Basis der vor einem Jahr verfügbaren Informationen erwartet hätte.

Aus dem verringerten Trendwachstum kann zwar nicht direkt auf eine Verlangsamung des Potentialwachstums geschlossen werden. Aber auch wenn man das Produktionspotential in der Tradition der Real Business Cycle Theorie als einen stochastischen Prozess auffasst, in dem es sich unter bestimmten Bedingungen sprunghaft verändern kann, dürfte sich das Niveau der gleichgewichtigen Produktion in den einzelnen Ländern ebenso wie auf globaler Ebene spürbar verringert haben, da sich die finanziellen Rahmenbedingungen für die Weltwirtschaft im Zuge der Finanzkrise nachhaltig verschlechtert haben.

## Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage

### Konsequenzen höherer Kapitalkosten für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage

Wie oben dargelegt, führen höhere Finanzierungskosten zu einem niedrigeren gleichgewichtigen Kapitalstock. Hinzu kommt, dass sich aufgrund der Liquiditätsschwierigkeiten und der Refinanzierungsprobleme von Geschäftsbanken die Bedingungen für die Finanzierung von Investitionen seit Ausbruch der Finanzkrise erheblich verschlechtert haben. Beeinträchtigt wird die Investitionstätigkeit zusätzlich durch den massiven Rückgang der Aktienkurse in den vergangenen Monaten. Zwar spielen Aktienemissionen bei der Finanzierung von Sachkapitalinvestitionen in Deutschland im Vergleich etwa zu angelsächsischen Ländern eine eher untergeordnete Rolle. Aufgrund der vielfältigen Eigentumsverflechtungen zwischen den Unternehmen sinken mit zurückgehenden Aktienkursen jedoch die Buchwerte des Vermögens. Dieses dient häufig als Sicherheit bei der Aufnahme von Bankkrediten. Dies alles impliziert sowohl kurz- als auch mittelfristig eine geringere Investitionstätigkeit und damit eine niedrigere gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

Die Institute haben den Einfluss einer höheren Finanzierungsprämie auf das Bruttoinlandsprodukt mit Hilfe makro-

**Tab 4.2**

### Effekte eines höheren Risikoaufschlags von 0,5 Prozentpunkten auf das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

Modell	Abweichungen des Bruttoinlandsprodukts von der Basislösung in %		
	2011	2012	2013
OEF	-0,2	-0,6	-0,7
IWH	-0,1	-0,2	-0,3
RWI-IHS	-0,1	-0,1	-0,2

Quelle: Berechnungen der Institute.

ökonomischer Modelle quantifiziert (vgl. Tab. 4.2). Für diese Simulation wurden einerseits das OEF-Weltmodell<sup>24</sup> andererseits – als nationale Modelle – das makroökonomische Modell des IWH<sup>25</sup> und das RWI-IHS-Mittelfristmodell<sup>26</sup> verwendet. Simuliert wurden die Effekte eines Risikoaufschlags in Form einer Erhöhung der langfristigen Zinsen in Höhe von 0,5 Prozentpunkten auf die Entwicklung der Produktion für die Jahre 2011 bis 2013.

Im Schnitt verringert die höhere Risikoprämie den Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland um 0,1 Prozentpunkte pro Jahr. Eine höhere Risikoprämie wirkt sich in den hier verwendeten Modellen relativ langsam auf die Produktion aus, da sich der Kapitalstock sehr zögerlich an die veränderten Rahmenbedingungen (in diesem Fall auf die Erhöhung der Kapitalnutzungskosten) auswirkt. Allerdings wirkt eine erhöhte Risikoprämie nicht nur auf die aktuelle Produktion dämpfend, sondern sie senkt wie oben ausgeführt auch langfristig das Produktionspotential.

### Vergleich mit früheren Rezessionen und Krisen

Die Modellsimulationen könnten die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft allerdings unterschätzen. Die Tatsache, dass die wirtschaftliche Dynamik gerade in Krisenzeiten hochgradig nichtlinear verläuft, erschwert die Verwendung von – in der Konjunkturprognose sonst weit verbreiteten – linearen Zeitreihenmethoden. Zudem wird der Bankensektor in den Modellen nicht explizit berücksichtigt. Da Banken- oder Immobilienkrisen in einem Land nur sehr selten auftreten, fällt es schwer, Aussagen über die weitere Entwicklung des Landes in der derzeitigen Situation allein aus einer Betrachtung der vergangenen Konjunkturzyklen dieses Landes abzuleiten. Ein Ansatz, diese beiden Probleme zu umgehen, besteht darin, über ein Panel mit Daten vieler Länder durchschnittliche Verläufe der Konjunktur im Um-

<sup>24</sup> Vgl. [http://www.oef.com/OE\\_FA\\_Display\\_Frm.asp?Pg=GlobMod&Txt=Models#](http://www.oef.com/OE_FA_Display_Frm.asp?Pg=GlobMod&Txt=Models#).

<sup>25</sup> Vgl. Scheufele, R., »Das makroökonomische Modell des IWH: Eine angebotsseitige Betrachtung«, *IWH Diskussionspapiere* 9/2009.

<sup>26</sup> Vgl. Barabas, G. und R. Döhm, »Die Arbeitsmarkt- (IAB-) Version des RWI-Konjunkturmodells«, *IAB Forschungsbericht* 20/2006, Nürnberg.

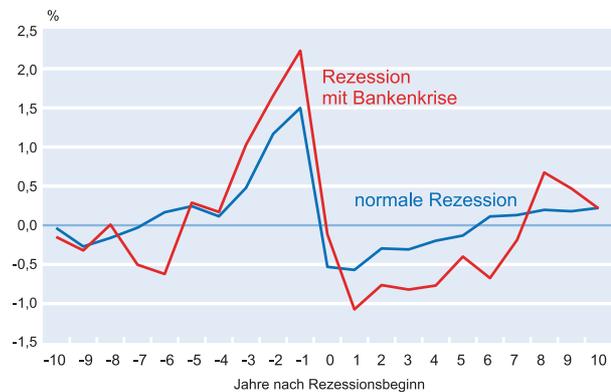
feld von Krisen zu analysieren; in jüngster Zeit haben eine Reihe von Studien über die Auswirkungen verschiedener Krisen auf diese Methode zurückgegriffen.<sup>27</sup>

Im Folgenden wird auf einen Datensatz<sup>28</sup> zurückgegriffen, der die jährliche Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts von 40 Industrie- und Schwellenländern, beginnend zum Teil vor 1900 und endend am aktuellen Rand, enthält, um den typischen Konjunkturverlauf im Umfeld von »normalen« Rezessionen sowie von Rezession, die mit Bankenkrisen – die häufig auch von Immobilienkrisen begleitet waren – zu bestimmen.<sup>29</sup> Insgesamt umfasst der Datensatz 520 Rezessionen, von denen 69 mit Bankenkrisen verbunden waren.<sup>30</sup>

Es zeigt sich, dass zwischen normalen Rezessionen einerseits und Rezessionen, die mit Bankenkrisen (und ggf. auch Immobilienkrisen) verbunden sind, andererseits, nimmt man die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung zum Maßstab, erhebliche Unterschiede bestehen (vgl. Abb. 4.3).<sup>31</sup> Generell gilt, dass der Wechsel vom »Boom«

Abb. 4.3

**Gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Umfeld von Wirtschaftskrisen in 40 Industrie- und Schwellenländern 1900–2006<sup>a)</sup>**



a) Abweichung von der Normalauslastung. Geschätzt mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters (Wert des Glättungsparameters: 100).

Quellen: Barro, R. J. und J. F. Ursua (2008), »Macroeconomic Crises Since 1870«, NBER Working Paper Series 13940; Reinhart, C. M. und K. S. Rogoff (2008), »This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises«, NBER Working Paper 13882; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

zum »Bust« in Rezessionen, die mit Bankenkrisen verbunden sind, ausgeprägter ist als in normalen Rezessionen. Einer Rezession, die mit einer Bankenkrise verbunden ist, geht typischerweise eine deutlich höhere gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung voran. Der Produktionseinbruch nach dem zyklischen Höhepunkt fällt in beiden Krisentypen nahezu identisch aus; die Kapazitätsauslastung ist freilich im Fall der normalen Rezession im ersten Rezessionsjahr geringer, weil der Rückgang der Auslastung von einem niedrigeren Niveau erfolgt. Die Rezession insgesamt ist jedoch, wenn sie mit einer Bankenkrise verbunden ist, deutlich gravierender; die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten bleiben länger und stärker unterausgelastet.

Die hier abgeleiteten konjunkturellen Auswirkungen von verschiedenen Krisen sollen lediglich als Anhaltspunkt dienen; sie können nicht zur Prognose des Konjunkturverlaufs in der gegenwärtigen Situation herangezogen werden. Dabei ist in der derzeitigen Situation zu beachten, dass im Gegensatz zu den weitaus meisten Krisen, die in der Stichprobe enthalten sind, derzeit weltweit fast alle größeren Länder mit Banken-, Rezessions- oder Immobilienkrisen zu kämpfen haben, darunter mit den USA auch das wichtigste Industrieland. Dadurch verstärkt sich die wirtschaftliche Abwärtsdynamik zusätzlich.<sup>32</sup> Eine schnelle wirtschaftliche Erholung basierend auf einer signifikanten Erhöhung der Nettoexporte, wie sie in der Vergangenheit oftmals nach einer Abwertung der Währung des Krisenlandes geschah, erscheint derzeit also nicht als realistische Möglichkeit. Aus diesem Grund sollten die hier geschätzten Auswirkungen als eine Art Obergrenze für die weitere Entwicklung gesehen werden; die wirkliche Entwicklung in den kommenden

<sup>27</sup> Vgl. unter anderem Dovern, J. und N. Jannsen, »Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten – Historischer Vergleich und Implikationen für den Konjunkturverlauf«, *Kieler Diskussionsbeitrag* 451, IfW, Kiel 2008. – Jannsen, N., »Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen«, *Kieler Diskussionsbeiträge* 458, IfW, Kiel 2008. – Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff, »Banking Crises: An Equal Opportunity Menace«, *NBER Working Paper* 14587, 2008. – Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff, »This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises«, *NBER Working Paper* 13882, 2008. – Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff, »The Aftermath of Financial Crises«, *NBER Working Paper* 14656, 2008 oder Claessens, S., M.A. Kose und M.E. Terrones, »What Happens During Recessions, Crunches and Busts?«, *IMF Working Paper* 08/274, 2008.

<sup>28</sup> Barro, R.J. und J.F. Ursua, »Macroeconomic Crises Since 1870«, *NBER Working Paper* 13940, 2008.

<sup>29</sup> Dazu werden im Falle der Bankenkrisen die Datierungen von Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff, *Banking ...*, a.a.O., verwendet, im Falle von Immobilienkrisen gemäß der in Dovern, J. und N. Jannsen a.a.O., vorgestellten Methode, nach der ein bestimmter Rückgang der Immobilienpreise unter ein vorheriges Hoch eine Krise definiert, wobei die Datierung des vorherigen Hochpunkts den Startpunkt der Krise bestimmt.

<sup>30</sup> Für eine ausführliche Beschreibung der Methoden vgl. Boss, A., J. Boyesen-Hogrefe, J. Dovern, K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide, »Weltwirtschaft in der Krise: Szenarien für das Wachstum in Deutschland und Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik«, *Kieler Diskussionsbeiträge* 465, IfW, Kiel 2009, im Erscheinen.

<sup>31</sup> Bei der Arbeit mit einem Datensatz, der sich über eine Vielzahl von Ländern zu unterschiedlichen Zeiten erstreckt, ergibt sich das Problem, dass sich die zugrunde liegenden Produktionsdaten stark hinsichtlich ihrer Schwankungsbreiten unterscheiden. So variiert die Produktion in kleineren Ländern von Jahr zu Jahr typischerweise stärker als in großen Ländern, wo sich unsystematische Veränderungen bei einzelnen Firmen oder in einzelnen Branchen stärker gegenseitig ausgleichen. Auch waren die Schwankungen früher typischerweise größer als in jüngerer Zeit. Um die Daten vergleichbar zu machen, bedarf es einer Standardisierung. Diese wurde dadurch erreicht, dass die Daten im Umfeld einer jeden Krise durch die Standardabweichung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung in dem betreffenden Land in den zwanzig Jahren vor Beginn der Krise dividiert wurde. Die so standardisierte gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wurde anschließend mit der Standardabweichung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung in Deutschland in den vergangenen zwanzig Jahren multipliziert, um aus den Ergebnissen direkt Schlussfolgerungen für Deutschland ableiten zu können. Im Vergleich zur derzeitigen Krise sind die historischen Schwankungen in Deutschland gering. Im laufenden Jahr dürfte die – mit vergleichbarer Methodik geschätzte – Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nach der hier vorgelegten Prognose bei über 5% liegen.

<sup>32</sup> Vgl. dazu Gern, K.J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide, »Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel«, in: Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Frühjahr 2009*, *Kieler Diskussionsbeiträge* 461/462, IfW, Kiel 2009.

Jahren dürfte gerade in besonders exportabhängigen Ländern wie beispielsweise Deutschland und Japan spürbar schlechter verlaufen.

Alles in allem legt der historische Vergleich nahe, dass für Deutschland mit einem beträchtlichen Einbruch der Produktion zu rechnen ist und die Produktionslücke, so wie sie hier definiert wird, voraussichtlich nicht vor 2015 wieder geschlossen sein wird.

### Gedämpfte Exportchancen

Wesentlichen Anteil am weltwirtschaftlichen Boom hatte, dass in zahlreichen Volkswirtschaften, vor allem in den angelsächsischen Ländern, aber zum Beispiel auch in Spanien – nicht zuletzt aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen – die inländische Absorption kräftig ausgeweitet wurde. Dabei nahm die Verschuldung der privaten Haushalte stark zu. Davon profitierten auch die deutschen Exporte. In den kommenden Jahren werden die privaten Haushalte in diesen Ländern gezwungen sein, ihre Verschuldung auf ein langfristig tragfähiges Niveau zurückzuführen. Dies wird den deutschen Export tendenziell dämpfen.

Simulationen mit den oben angesprochenen makroökonomischen Modellen zeigen eine starke Reaktion des deutschen Bruttoinlandsprodukts in Abhängigkeit von der unterstellten Wachstumsrate des Welthandels (vgl. Tab. 4.3). Flacht sich das langfristige Wachstum des Welthandels in Folge einer Korrektur der Konsumneigung in wichtigen Abnehmerländern um 2 Prozentpunkte ab, hätte dies zur Folge, dass das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland pro Jahr um gut 0,5 Prozentpunkte schwächer zunimmt als im Basisszenario unterstellt.

### Projektion der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bis 2013

Sowohl die theoretischen Überlegungen als auch die empirischen Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass die Wachstumsaussichten auf mittlere Frist gedämpft bleiben. Es ist nicht damit zu rechnen, dass die Produktionslücke

so rasch geschlossen wird wie nach früheren Rezessionen. Dabei bestehen sogar erhebliche Risiken für eine stabile Entwicklung, da unklar ist, in welchem Ausmaß der Expansionsgrad der Geldpolitik korrigiert wird und wie die Finanzpolitik auf die kräftige Ausweitung der Budgetdefizite reagieren wird.

### Rahmenbedingungen

Die Institute erwarten, dass sich die Wirtschaft in allen Regionen nach 2010 von der scharfen Rezession nur schleppend erholen wird. Höhere Finanzierungskosten und der Abbau der globalen Ungleichgewichte belasten nicht nur im laufenden und im kommenden Jahr die Konjunktur, sondern drücken auch darüber hinaus die Wachstumsaussichten. Im Durchschnitt des Zeitraums 2008 bis 2013 wird das Bruttoinlandsprodukt in den USA um 1/2% und in der EU um 1/4% pro Jahr steigen. Dabei dürfte die Produktion den neuen EU-Mitgliedstaaten im Mittel um 1 1/4% steigen, während sie im Euroraum kaum mehr als stagnieren dürfte. Für Japan sind die mittelfristigen Aussichten noch weitaus ungünstiger; dort dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Mittel um 1/2% pro Jahr sinken. Der Welthandel dürfte im Durchschnitt um 1/4% pro Jahr zunehmen. Für den Ölpreis wird reale Konstanz unterstellt, d.h. ein nominaler Anstieg in Höhe der durchschnittlichen weltweiten Inflationsrate. Für den Wechselkurs zwischen Euro und Dollar wird für den Zeitraum 2011 bis 2013 die Annahme aus der Kurzfristprognose fortgeschrieben. Bezüglich der Wirtschaftspolitik wird für die Projektion unterstellt, dass sie ab 2011 den sehr expansiven Kurs verlässt. So dürfte die Finanzpolitik darauf ausgerichtet sein, mittelfristig das strukturelle Defizit in kleinen Schritten zurückzuführen. Daher werden von der Finanzpolitik dämpfende Impulse ausgehen, etwa weil die auf 2009 und 2010 vorgezogenen öffentlichen Investitionen wegfallen. Zudem ist davon auszugehen, dass die Beitragssätze zu einzelnen Zweigen der Sozialversicherung angehoben werden. Auch für die Geldpolitik ist eine Verringerung des Expansionsgrades zu erwarten.

### Schätzung des Produktionspotentials

Eine Projektion der mittelfristigen Wachstumsaussichten erfordert zunächst eine Einschätzung bezüglich der Entwicklung des Produktionspotentials. Die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten hängt vom Anstieg des Kapitalstocks, vom technischen Fortschritt sowie der Veränderung des potentiellen Arbeitsvolumens ab. Bezüglich der Komponenten des Arbeitsvolumens wird für den Projektionszeit-

**Tab 4.3**  
**Effekte einer Abflachung des jährlichen Welthandelwachstums um 2 Prozentpunkte auf das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland**

Modell	Abweichungen des Bruttoinlandsprodukts von der Basislösung in %		
	2011	2012	2013
OEF	-0,6	-1,3	-1,9
IWH	-0,4	-1,1	-2,1
RWI-IHS	-0,5	-1,0	-1,6

Quelle: Berechnungen der Institute.

**Tab. 4.4**  
**Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts**  
 jahresdurchschnittliche Veränderung in %<sup>a)</sup>

	1995–2008	2008–2013 <sup>b)</sup>
Bruttoinlandsprodukt	1,5	0,9
Kapitalstock	1,5 (0,5)	0,6 (0,2)
Arbeitsparender technischer Fortschritt	1,4 (0,9)	1,0 (0,7)
Arbeitsvolumen	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	-0,2	-0,1
Partizipationsrate	0,7	0,1
Erwerbsquote	0,1	0,0
Jährliche Arbeitszeit	-0,5	-0,1
<i>Nachrichtlich:</i>		
Arbeitsproduktivität	1,4	0,9

<sup>a)</sup> Differenzen in den aggregierten Werten durch Rundung. In Klammern: Wachstumsbeiträge. – <sup>b)</sup> Trendmäßige Entwicklung.

Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektionen der Institute.

raum Folgendes unterstellt: Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter geht geringfügig zurück (vgl. Tab. 4.4).<sup>33</sup> Die Partizipationsrate wird als konstant angenommen. Die deutliche Zunahme in den vergangenen Jahren ist vor allem durch die erhöhten Anreize zur Aufnahme einer geringfügigen Beschäftigung bedingt, die nicht weiter steigen werden.<sup>34</sup> Der in den vergangenen Jahren beobachtete Anstieg der strukturellen Beschäftigungsquote wird sich nicht fortsetzen, wenn

<sup>33</sup> Hier lehnen sich die Institute an die mittlere Variante der 11. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung an, vgl. Statistisches Bundesamt, Bevölkerung Deutschlands bis 2050 – Ergebnisse der 11. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden 2006.

<sup>34</sup> Eine Rolle dürfte hier auch gespielt haben, dass die Anreize zur Frühverrentung in den vergangenen Jahren verringert wurden; dies wird sich wohl im Projektionszeitraum allenfalls in geringem Maße fortsetzen. Außerdem erhöhte sich die ausgewiesene Partizipationsrate im Jahr 2005 durch die Zusammenlegung von Arbeitslosenhilfe und Sozialhilfe für Erwerbsfähige.

– wie in dieser Projektion unterstellt – keine weiteren Arbeitsmarktreformen umgesetzt werden. Die Arbeitszeit pro Beschäftigten dürfte leicht zurückgehen; der Jahrzehnte währende Abwärtstrend hat sich in den vergangenen Jahren abgeschwächt. Diese Setzungen implizieren, dass das potentielle Arbeitsvolumen in etwa unverändert bleibt. Nach dem rezessionsbedingten Einbruch der Sachkapitalbildung wird der Kapitalstock deutlich langsamer ausgeweitet werden als in der Vergangenheit. Für den arbeitssparenden technischen Fortschritt wird eine jahresdurchschnittliche Zunahme um 1% unterstellt. Unter den beschriebenen Annahmen und Schätzungen ergibt sich eine Wachstumsrate des Produktionspotentials von 0,9% pro Jahr. Dies stellt gegenüber den vergangenen Jahren einen beträchtlichen Wachstumsrückgang dar. Die Institute schätzen, dass das Produktionspotential im Zeitraum 2003 bis 2008 um 11¼% pro Jahr expandierte.

**Projektion bis zum Jahr 2013**

Die Institute setzen ihre Mittelfristprojektion bis zum Jahr 2013 auf die Konjunkturprognose für das laufende und das kommende Jahr auf. Sie erwarten, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion das Produktionspotential auch am Ende des Projektionszeitraums noch beträchtlich unterschreiten wird. Nach dem starken Einbruch im laufenden Jahr dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt zwar wieder zulegen, im Jahr 2013 aber lediglich das Niveau des Jahres 2008 erreichen (vg. Tab. 4.5). Aufgrund des starken Rück-

**Tab. 4.5**  
**Erwerbstätige, Produktivität und Wirtschaftswachstum**

Jahr	Erwerbstätige (Inland)	Beschäftigte Arbeitnehmer (Inland)	Arbeitszeit je Erwerbstätigen	Bruttoinlandsprodukt				
				preisbereinigt, verkettete Volumenwerte				
				insgesamt	je Erwerbstätigen	je Erwerbstätigenstunde	in jeweiligen Preisen	Deflator
	Mill.	Stunden	Mrd. Euro	Euro	Mrd. Euro	2000 = 100		
2003	38,726	34,653	1 438,9	2 083,5	53 802	37	2 163,8	103,9
2008	40,330	35,865	1 431,9	2 270,8	56 306	39	2 492,0	109,7
2013	38,9	34,5	1 439	2 275	58 489	41	2 629	115,6
Veränderung insgesamt in %								
2008/2003	4,1	3,5	-0,5	9,0	4,7	5,2	15,2	5,7
2013/2008	-3½	-3¾	0	¼	4	4	5½	5¼
jahresdurchschnittliche Veränderung in %								
2008/2003	0,8	0,7	-0,1	1,7	0,9	1,0	2,9	1,1
2013/2008	-¾	-¾	0	0	¾	¾	1	1

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen der Institute; Zeitraum 2013/2008: Projektionen der Institute.

gangs der Beschäftigung in Folge der Rezession wird die Zahl der Erwerbstätigen auch im Jahr 2013 noch um 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% unter dem im Jahr 2008 erreichten Niveau liegen. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen wird insgesamt stagnieren. Dies impliziert eine Erhöhung der Produktivität je Erwerbstätigen bzw. je Erwerbstätigenstunde um 4%. Vor dem Hintergrund einer anhaltend negativen Produktionslücke dürfte von der Lohnseite kein Inflationsdruck ausgehen. Der Deflator des Bruttoinlandsprodukts wird bei rückläufigen Export- und Importpreisen nur um 1% pro Jahr steigen.

Verwendungsseitig erwarten die Institute eine Verschiebung zu Gunsten der Inlandsnachfrage. Die Verschuldung der Unternehmen in Deutschland ist im zurückliegenden Zyklus kaum gestiegen, die der privaten Haushalte sogar deutlich gesunken. Die Binnennachfrage in Deutschland dürfte daher in den kommenden Jahren nicht dadurch gedämpft werden, dass private Haushalte und Unternehmen sich in einer längeren Phase des Schuldenabbaus befinden. Bremsend auf die Expansion der inländischen Verwendung wirken hauptsächlich die Schwierigkeiten der Banken. Die Institute erwarten, dass diese Probleme allmählich überwunden werden und die Geldpolitik der EZB nach und nach ihre Wirkung entfaltet. Daher dürfte trotz der ungünstigen Arbeitsmarktlage und der moderaten Lohnentwicklung der Anteil der privaten Konsumausgaben am nominalen Bruttoinlandsprodukt bis 2013 gegenüber dem Jahr 2008 auf 57<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% steigen (vgl. Tab. 4.6).

Auch der Anteil des Staatskonsums wird im Projektionszeitraum leicht zunehmen und sich im Jahr 2013 auf 19<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% belaufen. Dies ist auf die kräftige Ausweitung des Staatskonsums in den Jahren 2009 und 2010 zurückzuführen; in den Jahren 2011 bis 2013 dürfte er hingegen nur mäßig expandieren. Für die Bruttoanlageinvestitionen errechnet

sich ein leichter Anstieg des Anteils auf 19<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%. Vor dem Hintergrund des Abbaus der globalen Ungleichgewichte dürften die deutschen Exporte mittelfristig deutlich langsamer expandieren als in der Vergangenheit. Der Anteil des Außenbeitrags am Bruttoinlandsprodukt wird im Jahr 2013 voraussichtlich mit 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% um rund drei Prozentpunkte niedriger sein als im Jahr 2008.

## Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik in der mittleren Frist

### Geldpolitik: Abschöpfung der Liquidität erforderlich

Aufgrund des drastischen Konjunkturerinbruchs und der Probleme im Finanzsektor sind die Zentralbanken der wichtigen Währungsräume teilweise auf einen extrem expansiven geldpolitischen Kurs eingeschwenkt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie die Auswirkungen dieser Aktionen, vor allem jene der Politik der quantitativen Lockerung, auf mittel- und langfristige Sicht einzuschätzen sind. Zentral sind dabei zwei Aspekte. Einerseits geht es um die Glaubwürdigkeit des Inflationsziels und damit um die Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen. Andererseits geht es darum, selbst bei fest verankerten Inflationserwartungen das Aufkommen erneuter Vermögenspreisblasen und damit künftige Risiken für die Finanzstabilität zu vermeiden.

Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik hängt im Wesentlichen von ihrer Bereitschaft und Fähigkeit ab, die mit der monetären Expansion verbundene Ausweitung des Angebots an Zentralbankliquidität wieder rückgängig machen zu können, bzw. Bedingungen anzukündigen, bei deren Erfüllung die

**Tab. 4.6**  
**Verwendung des nominalen Bruttoinlandsprodukts**

Jahr	Bruttoinlandsprodukt	Konsumausgaben		Bruttoinvestitionen			Außenbeitrag
		Private Haushalte	Staat	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderung	
Mrd. Euro							
2003	2 163,8	1 284,6	416,9	376,4	386,7	-10,3	859
2008	2 492,0	1 402,3	452,0	480,6	478,7	2,0	157,1
2013	2 629	1 517	516	510	513	-3	86
Anteile am BIP in %							
2003	100,0	59,4	19,3	17,4	17,9	-0,5	4,0
2008	100,0	56,3	18,1	19,3	19,2	0,1	6,3
2013	100	57 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	19 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	19 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	19 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	0	3 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Veränderung insgesamt in %							
2008/2003	15,2	9,2	8,4	27,7	23,8	-	-
2013/2008	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	8 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	14 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	6	7	-	-
Jahresdurchschnittliche Veränderung in %							
2008/2003	2,9	1,8	1,6	5,0	4,4	-	-
2013/2008	1	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	-	-

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen der Institute; Zeitraum 2013/2008: Projektionen der Institute

monetäre Lockerung sukzessiv zurückgenommen wird. Hierbei dürfte für die EZB ihre – im Vergleich zu anderen wichtigen Notenbanken – institutionell gut abgesicherte Unabhängigkeit hilfreich sein. Insbesondere ihr geldpolitischer Rahmen, innerhalb dessen die geldpolitischen Geschäfte vor allem in Form von befristeten Offenmarktgeschäften abgewickelt werden, dürfte sich als förderlich für ihre Glaubwürdigkeit erweisen. Denn anders als das Federal Reserve Board kauft die EZB keine von den Banken vergebene Kredite auf, sondern beleihet diese. Somit umgeht sie den unter Umständen politisch sehr problematischen Wiederverkauf im Zuge einer Rücknahme des geldpolitischen Impulses. Bewahrt sich die EZB ihre Unabhängigkeit in diesem schwierigen Umfeld und ist ihre Glaubwürdigkeit weiterhin gewährleistet, so dürften sich die langfristigen Inflationserwartungen wie bisher nicht aus ihrer Verankerung lösen. Dies gibt den privaten Akteuren die erforderliche Planungssicherheit und fördert somit eine stabile wirtschaftliche Entwicklung.

Selbst bei glaubwürdigem Inflationsziel ist es angesichts der enormen Ausweitung der Geldbasis für die Geldpolitik im Hinblick auf die Finanzstabilität wichtig, das Entstehen von Vermögenspreisblasen zu vermeiden. Denn es besteht die Gefahr, dass die hohe Liquidität nicht zu steigenden Güterpreisen, sondern zu neuerlichen Blasen auf Vermögensmärkten führt.

Theoretisch können die zurzeit unternommenen Aktionen zur Ausweitung der Geldbasis jederzeit rasch rückgängig gemacht werden. So kann z.B. durch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte – wie sie die EZB vermehrt durchführt – geschaffenes Zentralbankgeld jederzeit problemlos durch die Einschränkung des Volumens von kurzfristigen Refinanzierungsgeschäften oder auch durch Liquidität absorbierende Geschäfte »eingesammelt« werden. Auch getätigte Käufe von Wertpapieren, wie momentan z.B. von der Fed oder der Bank von England durchgeführt, können jederzeit durch den Verkauf dieser Papiere am Markt revidiert werden, um die ausstehende Menge an Zentralbankgeld wieder zu verringern.

Dabei sollten jedoch zwei Probleme beachtet werden. Zum einen können enorme Verluste entstehen, wenn die Liquidität absorbierenden Geschäfte zu einem höheren Zinssatz durchgeführt werden müssen als die rückgängig zu machenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, oder wenn die Wertpapiere zu einem Kurs verkauft werden müssen, der unter dem durchschnittlichen Ankaufkurs liegt (z.B. weil in der Zwischenzeit die Renditen von Staatsanleihen angezogen haben). Zum anderen könnte es enormen politischen Druck auf die Zentralbanken geben, eine einsetzende konjunkturelle Erholung nicht durch einen mit dem Verkauf von Anleihen einhergehenden raschen Anstieg der Anleihezinsen zu dämpfen, oder sogar eine höhere Inflation zu-

zulassen, um die hohen Staatsschulden real zu verringern. In Bezug auf beide Punkte ist die EZB wohl besser gewappnet als z.B. die Fed, da die potentiellen Verluste durch erforderliche Offenmarktgeschäfte wesentlich geringer sein dürften als jene aus dem An- und Verkauf von Anleihen, und weil die Unabhängigkeit der EZB institutionell besser gefestigt ist als jene der Fed, so dass sie etwaigem politischen Druck eher widerstehen dürfte.

Zur Bestimmung des Zeitpunktes, an dem die Zentralbanken beginnen sollten, ihren extrem expansiven Kurs zu ändern, sollten wohl vor allem Indikatoren des Finanzsektors dienen, da sich die Auswirkungen der Überschussliquidität zuerst auf den Vermögensmärkten zeigen können und nicht notwendigerweise unmittelbar zu einem Anziehen der Güterpreis-inflation führen müssen. Entscheidend sollte der Blick auf die Fähigkeit des Bankensystems sein, wieder in »normalem« Umfang aus der Geldbasis Geld zu schöpfen. Anhaltspunkt dafür ist unmittelbar die Entwicklung der Geldmengenmultiplikatoren, bzw. die Entwicklung der engen und breiten Geldmengenaggregate, die auch nach einem Rückgang der Geldbasis nicht rückläufig sein sollten. Mittelbar können auch die Risikoaufläufe und Handelsvolumina am Interbankengeldmarkt Auskunft darüber geben, ob das Bankensystem wieder funktionstüchtig ist. Weitere Informationen über den Zustand des Finanzsystems liefert darüber hinaus die Volatilität der täglichen Liquiditätsbedingungen der monetären Finanzinstitute; eine Änderung wäre geboten, sobald die Banken ihre Mindestreservepflicht nicht mehr wie seit Beginn der Finanzkrise ungleichmäßig, sondern gleichmäßig über die Mindestreserveperiode erfüllen.

Wie gut – und auch wie gleichmäßig – es den Notenbanken gelingt, die Liquidität abzuschöpfen, hat möglicherweise auch Auswirkungen auf die Wechselkurse. So ist es möglich, dass die amerikanische Notenbank diesbezüglich entweder weniger erfolgreich oder auch weniger ehrgeizig ist, auch weil sie nicht so unabhängig ist wie die EZB. Sollte sich an den Märkten die Erwartung durchsetzen, dass die Inflation in den USA mittelfristig spürbar höher ist als im Euroraum, würde der Dollar wohl massiv abwerten.

### Finanzpolitik: Hoher Konsolidierungsbedarf

Das strukturelle Defizit in Deutschland wird in diesem und im kommenden Jahr kräftig steigen, so dass ein großer Konsolidierungsbedarf entsteht. In einigen anderen Ländern ist das Problem sogar noch sehr viel größer. So ist die Defizitquote in den USA voraussichtlich bereits in diesem Jahr zweistellig, und in mehreren Ländern des Euroraums ist sie deutlich höher als in Deutschland.<sup>35</sup> Dabei

<sup>35</sup> Vgl. Kapitel 1.

ist es gegenwärtig nicht möglich abzuschätzen, wie stark die öffentlichen Haushalte in den einzelnen Ländern noch durch die Maßnahmen zur Rettung des Bankensektors belastet werden.

Zwar ist ein großer Teil der Budgetdefizite durch die tiefe Rezession bedingt, doch ist auch der strukturelle Fehlbetrag recht hoch, nicht zuletzt wegen der teilweise sehr umfangreichen Konjunkturprogramme. Blicke es bei den hohen Defiziten, würde die Schuldenquote des Staates zumeist weiter deutlich zunehmen. Damit würde sich das Risiko erhöhen, dass die Marktakteure einen höheren Zins fordern, wenn sie die Staatsanleihen kaufen. Dass dies nicht unrealistisch ist, hat sich in jüngster Zeit bei den ungewöhnlich großen Abständen zwischen den Renditen in einzelnen Ländern des Euroraums gezeigt. Auch könnte der politische Druck auf die Notenbanken zunehmen, mehr Inflation zuzulassen, um die reale Schuldenlast des Staates zu mindern. Dieses Risiko scheint für die USA relativ groß zu sein, denn dort ist die Notenbank nicht unabhängig. Demgegenüber ist die Unabhängigkeit der EZB ein wichtiger Grund anzunehmen, dass die Inflation im Euroraum niedrig bleibt, auch wenn hier ein politischer Druck nicht auszuschließen ist, zumal dann, wenn die Notenbank den expansiven Kurs verlassen und die Zinsen anheben wird. Allerdings wäre bei einer höheren Inflation für die Staatsfinanzen letztlich nichts gewonnen, denn die Risikoprämien würden steigen. Dies wiederum würde die Konjunktur beeinträchtigen. Auch würde die Zinsbelastung zunehmen, so dass der Spielraum für die Finanzpolitik enger würde. In jedem Fall bliebe der Konsolidierungsbedarf hoch.

Mehrere Regierungen haben denn auch angekündigt, sie würden die Budgetdefizite mittelfristig deutlich zurückführen. So treten sie den Erwartungen entgegen, die Staatsfinanzen könnten aus dem Ruder laufen. Auch die Bundesregierung hat angekündigt, dass sie mittelfristig den Konsolidierungskurs wieder aufnehmen will. Dies muss sie – ebenso wie die übrigen Länder der Europäischen Union – allein schon deshalb tun, um den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu entsprechen. So sollte die Schuldenstandsquote, die sich im laufenden Jahr auf 74% belaufen dürfte, deutlich verringert werden.

Die Haushaltskonsolidierung kann die wirtschaftliche Expansion in Deutschland mittelfristig spürbar beeinträchtigen. Ein negativer Impuls ergibt sich allein schon daraus, dass die Konjunkturprogramme auslaufen. Das bedeutet beispielsweise, dass die öffentlichen Investitionen nach den derzeitigen Plänen sinken.<sup>36</sup> Daneben spielt eine Rolle, dass voraussichtlich viele Länder gleichzeitig einen restriktiven Kurs in der Finanzpolitik einschlagen. Dies könnte die Ab-

satzmöglichkeiten für die deutschen Exporteure mindern. Zwar ist eine Konsolidierung nicht notwendigerweise mit negativen Effekten für die Konjunktur verbunden. Doch es ist nicht auszuschließen, dass Maßnahmen gewählt werden, die das Wachstum mindern, also Staatsausgaben im Bereich der Investitionen gekürzt werden oder die Steuer- und Abgabenbelastung erhöht wird. Alles in allem besteht also das Risiko, dass der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Deutschland mittelfristig auch von dieser Seite gedämpft wird.

### Exkurs: Theoretische Überlegungen zu den Effekten der Finanzkrise auf die lang- fristige Entwicklung des Bruttoinlands- produkts

#### 1. Anhebung der Risikoprämie im neoklassischen Wachstumsmodell

Ausgangspunkt sind die gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

und die intertemporale Gleichgewichtsbedingung

$$\frac{\partial Y}{\partial K} - d = r = \rho + \sigma g + risk$$

mit  $\frac{\partial Y}{\partial K}$

als der Grenzproduktivität von Kapital  $K$ ,  $d$  als Abschreibungsrate,  $r$  als Zins,  $\rho$  als Nutzendiskontrate, als Rate der intertemporalen Substitutionselastizität im Konsum,  $g$  als Wachstumsrate des Pro-Kopf-Konsums, die im langfristigen Gleichgewicht der Wachstumsrate des Pro-Kopf-Outputs entspricht, und  $risk$  als exogener Risikoaufschlag. Dann gilt

$$K / Y = \frac{\alpha}{r + d} .$$

Für die Kalibrierung der Parameter werden die folgenden in der Literatur üblichen Werte verwendet.<sup>37</sup> Es wird ein Kapitalanteil  $\alpha$  von 0,3 unterstellt, eine jährliche Abschreibungsrate  $d$  von 5%, eine Substitutionselastizität  $\sigma$  von 1, eine Diskontrate  $\rho$  von 1% per annum und eine jährliche Wachs-

<sup>36</sup> Vgl. den Abschnitt »Zur Finanzpolitik« in Kapitel 5, in dem eine entsprechende Simulation beschrieben wird.

<sup>37</sup> Um die Vergleichbarkeit der quantitativen Effekte zu gewährleisten, wurden die Parameter aller Modelle so gewählt, dass sie für die deutsche Volkswirtschaft repräsentativ sind.

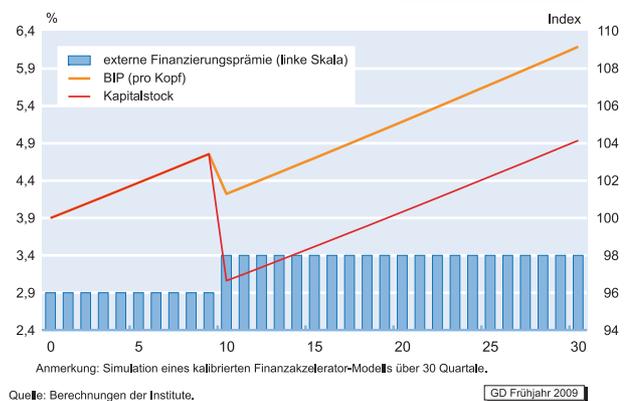
tumsrate des Pro-Kopf-Outputs  $g$  von 1,5%. Dann führt eine Anhebung der Risikoprämie von 2,9 auf 3,4% dazu, dass der Kapitalkoeffizient  $K/Y$  um rund 4,6% fällt. Der Pro-Kopf-Kapitalstock im langfristigen Gleichgewicht fällt um etwa 6,5%, der Pro-Kopf-Output um 2%. Bei gegebener Bevölkerungszahl lassen sich Veränderungen des Pro-Kopf-Outputs als Veränderungen des Outputs interpretieren.

## 2. Anhebung der Risikoprämie im Finanzakzelerator-Modell von Bernanke und Gertler

Da im neoklassischen Wachstumsmodell die Risikoprämie ohne spezifische Fundierung eingeführt wurde, soll in einem zweiten Schritt ein neukeynesianisches Modell verwendet werden, in dem Risikoüberlegungen explizit berücksichtigt werden. Dabei wird auf ein Modell von Christensen und Dib<sup>38</sup> zurückgegriffen. Es basiert auf dem Finanzakzelerator-Modell von Bernanke und Gertler<sup>39</sup> und Bernanke, Gertler und Gilchrist<sup>40</sup> in dem Unvollkommenheiten auf den Kreditmärkten einen Einfluss auf die Außenfinanzierung und damit auf die Investitionstätigkeit eines Unternehmens haben. Infolge einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern und den damit verbundenen Überwachungskosten des Kreditgebers fordern Banken einen Risikoaufschlag auf den risikolosen Zinssatz, die so genannte externe Finanzierungsprämie. Da im Rahmen einer Mittelfristprojektion die Wachstumsperspektiven über einen Zeitraum von fünf Jahren beurteilt werden sollen, bleiben im Folgenden die im neukeynesianischen Ansatz betonten kurzfristigen Anpassungsmechanismen unberücksichtigt. Es werden lediglich die Auswirkungen einer dauerhaften Anhebung des Risikoaufschlags von 2,9 auf 3,4% auf das langfristige Gleichgewicht untersucht.

Wird das Modell mit den in der Literatur üblichen Parametern kalibriert<sup>41</sup>, so ergeben sich ähnliche Resultate wie im neoklassischen Wachstumsmodell. Demnach führt der dauerhafte Anstieg der externen Finanzierungsprämie zu einem Rückgang des Outputs um 2,4% und des Kapitalstocks um 6,9%. Die Differenz zum neoklassischen Wachstums-

**Abb. 4.4**  
Schematischer Verlauf wichtiger makroökonomischer Variablen im langfristigen Gleichgewicht in Abhängigkeit von der Höhe der externen Finanzierungsprämie



modell ergibt sich aus dem zusätzlichen Rückgang des Arbeitseinsatzes um 0,4%.<sup>42</sup> Auf der Verwendungsseite werden speziell die Investitionen um 6,9% gedrosselt, während der Konsum lediglich um 1,8% sinkt. Auch die Reallohne passen sich um 2,0 nach unten an, was auch dem Produktivitätsrückgang entspricht. Die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts im langfristigen Gleichgewicht verharrt bei 1,5%, der exogenen Rate des technischen Fortschritts (vgl. Abb. 4.4).

## 3. Verschärfung der Sicherheitserfordernisse in einem neukeynesianischen Modell

Im letzten Schritt wird eine dauerhafte Verschärfung der Sicherheitserfordernisse mit einem Ansatz von Elstner et al.<sup>43</sup> untersucht, der sich auf die neukeynesianischen Modelle von Kiyotaki und Moore<sup>44</sup>, Iacoviello<sup>45</sup> und Monacelli<sup>46</sup> stützt. Unter der Annahme, dass Kreditgeber Fremdmittel nur besichert vergeben, hängt die Höhe der vergebenen Fremdmittel von der so genannten Beleihungsgrenze (»loan-to-value ratio«), also dem Verhältnis zwischen Kredithöhe und dem Wert der zu hinterlegenden Sicherheiten ab. Eine Senkung der Beleihungsgrenze, etwa infolge von restriktiveren Kreditvergaberichtlinien, führt dazu, dass die Kreditnehmer bei gegebenem Volumen an Sicherheiten weniger Fremdmittel erhalten.

<sup>38</sup> Vgl. Christensen, I. und A. Dib, »The financial accelerator in an estimated New Keynesian model«, *Review of Economic Dynamics* 11, 2008, S. 155–178.

<sup>39</sup> Vgl. Bernanke, B. und M. Gertler, »Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations«, *American Economic Review* 79, 1989, S. 12–31.

<sup>40</sup> Vgl. Bernanke, B., M. Gertler und S. Gilchrist, »The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework«, in: J. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, 1999, S. 1341–1393.

<sup>41</sup> Der zugrunde liegende Ansatz basiert auf einem Quartalsmodell. Für die Kalibrierung wird die Diskontrate auf 0,25% gesetzt; die Substitutionselastizität im Zwischengüterbereich beläuft sich auf 11, was einem Monopolaufschlag auf die Grenzkosten von 10% entspricht; die Abschreibungsrate beträgt 1,25% pro Quartal; die partielle Produktionselastizität des Faktors Kapital in der Cobb-Douglas Produktionsfunktion nimmt einen Wert von 0,3 an; die Gewichtung der Freizeit in der Nutzenfunktion der Haushalte liegt bei 1,3; der technische Fortschritt wächst mit einer Rate von 1,5% pro Jahr und stellt die einzige Determinante des Pro-Kopf-Wachstums dar.

<sup>42</sup> Während im neoklassischen Wachstumsmodell der Arbeitseinsatz exogen vorgegeben ist, unterstellt das Modell von Christensen und Dib (2008), dass die Haushalte ihre Arbeitszeit anpassen können.

<sup>43</sup> Vgl. Elstner, S., O. Hülsewig und T. Wollmershäuser, »House Prices, Mortgage Market Institutions and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union«, 2009, mimeo.

<sup>44</sup> Vgl. Kiyotaki, N. und J. Moore, »Credit Cycles«, *Journal of Political Economy* 105, 1997, S. 211–248.

<sup>45</sup> Vgl. Iacoviello, M., »House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle«, *American Economic Review* 95, 2005, S. 739–764.

<sup>46</sup> Vgl. Monacelli, T., »New Keynesian Models, Durable Goods and Collateral Constraints«, *CEPR Discussion Paper* 5916, 2006.

Für die Simulation wird auf die Kalibrierung der Parameter des vorherigen Modells zurückgegriffen. Die ursprüngliche Beleihungsgrenze wurde zunächst auf 95% gesetzt, was impliziert, dass Kreditnehmer Fremdmittel nahezu vollständig in Höhe des nominalen Wertes ihrer gestellten Sicherheiten erhalten. Eine Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien in Form einer Reduktion der Beleihungsgrenze auf 80% führt dazu, dass das Niveau des Bruttoinlandsprodukts im neuen langfristigen Gleichgewicht um 2,9% niedriger ausfällt als im ursprünglichen langfristigen Gleichgewicht. Noch gravierender sind die Effekte auf den Kapitalstock. Dessen Niveau fällt um 11,4% unter den ursprünglichen Wert, was dadurch begründet ist, dass die restriktivere Kreditvergaberichtlinie die Investitionstätigkeit nachhaltig einschränkt. Eine dauerhafte Beschränkung der Kreditvergaberichtlinien seitens der Kreditgeber hat demnach gravierende realwirtschaftliche Effekte zur Folge, welche die Wirkung einer permanenten Erhöhung der externen Finanzierungsprämie verstärken und den Wohlstand eines Landes – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – mindern.

## 5. Zur Wirtschaftspolitik in Deutschland

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einer tiefen Rezession, und mittelfristig werden die gesamtwirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten voraussichtlich nur moderat zunehmen.<sup>47</sup> Die Arbeitslosigkeit dürfte im Prognosezeitraum kräftig steigen und auf absehbare Zeit sehr hoch bleiben. Vor diesem Hintergrund sind die Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik riesig. Kurzfristig geht es darum, die aktuelle Krise zu überwinden. Dabei ist es die dringendste Aufgabe, den Bankensektor zu stabilisieren. Gleichzeitig sind die Finanzpolitik und die Geldpolitik derzeit expansiv ausgerichtet. Daher sind mittelfristig erhebliche Korrekturen notwendig, um die hohen Budgetdefizite einerseits und die Risiken für die Preisniveaustabilität andererseits zu verringern.

Der wesentliche Unterschied zu früheren Rezessionen ist, dass sie mit einer weltweiten Finanzkrise einhergeht, was eine durchgreifende konjunkturelle Erholung wohl verzögern wird. Daher muss es die Priorität für die wirtschaftspolitischen Instanzen sein, die volle Funktionsfähigkeit des Bankensektors wiederherzustellen. Zwar hat die Bundesregierung – zusammen mit Regierungen anderer Länder – rasch mit einem Rettungspaket reagiert. Die Probleme im Bankensektor sind damit aber nicht beseitigt, denn nach wie vor herrscht Misstrauen unter den Banken, und die Eigenkapitalbasis einer Reihe von Instituten ist empfindlich geschrumpft. Es ist zu erwarten, dass sie im Zuge der Rezession zusätzlich reduziert wird, weil voraussichtlich erhebliche Abschreibungen insbesondere auf Unternehmenskredite vorgenommen werden müssen. Das

Risiko, dass es zu einer regelrechten Kreditklemme kommt, wird dadurch größer. Eine Entspannung wird sich nicht von allein einstellen. Daher ist es die dringendste Aufgabe der Politik, die Rekapitalisierung der Banken voranzubringen. Durch ein Zuwarten könnte sich die Situation zuspitzen, zumindest würde die Krise sehr lange andauern. Damit drohte eine Entwicklung wie in Japan in den neunziger Jahren.

In den Industrieländern wurden recht unterschiedliche Vorgehensweisen gewählt, um die Probleme im Bankensektor anzugehen, und sicherlich gibt es keine Blaupause für den besten Weg.<sup>48</sup> Es scheint jedoch unumgänglich, dass die Bundesregierung den Druck auf die Banken erhöht und sie notfalls zwingt, staatliche Hilfen anzunehmen. Auch Maßnahmen bis hin zu einer Verstaatlichung sollten über die bisherigen Schritte hinaus erwogen werden, denn sie stellt ein geringeres Übel dar als ein Andauern der Schwierigkeiten. Je früher es gelingt, eine Normalisierung der Situation herbeizuführen, umso eher können andere Maßnahmen der Wirtschaftspolitik die Konjunkturaussichten verbessern. Insbesondere würde die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöht werden.

Die Europäische Zentralbank hat den maßgeblichen Leitzins bereits auf ein Rekordniveau gesenkt. Angesichts der Tiefe des konjunkturellen Einbruchs und der Aussicht, dass die Inflation im Euroraum auf absehbare Zeit deutlich unterhalb der Zielvorstellung der EZB bleibt, ist eine noch expansivere Ausrichtung der Politik angemessen, und der Leitzins sollte auf 0,5% gesenkt werden.<sup>49</sup> Jedoch wäre selbst ein sehr niedriger Zins – sogar ein Zins von null – nach Einschätzung der Institute allein keine ausreichende Reaktion auf die Krise. Jede empirische Spezifikation der Taylorregel legt vielmehr nahe, dass der Leitzins negativ sein müsste, um einerseits das Inflationsziel zu erreichen und andererseits die Konjunktur zu stabilisieren. Insofern ist die Höhe des Leitzinses allein derzeit kein guter Maßstab für die Geldpolitik. Wichtige Indikatoren in einer Krise sind auch die Geldmengenaggregate sowie das Kreditvolumen. Selbst in einer Situation, in der der Transmissionsprozess im Bankensektor gestört ist, wird die Geldpolitik nicht wirkungslos. Sie kann zwar das Solvenzproblem der Banken nicht lösen und auch nicht das Misstrauen der Banken untereinander bzw. die allgemeine Unsicherheit im Finanzsektor beseitigen. Solange die Probleme jedoch nicht gelöst sind, kommt es darauf an, dass die Notenbank ausreichend Zentralbankgeld zur Verfügung stellt, damit die Geld- und Kreditschöpfung nicht allzu sehr gebremst wird oder sogar zum Erliegen kommt. Dies ist eine wesentliche Lehre aus der Erfahrung mit der Großen Depression nach 1929. Damals sanken die Geldmengen in den betroffenen Ländern dras-

<sup>47</sup> Vgl. den Abschnitt »Zur Finanzkrise«.

<sup>48</sup> Einige Optionen werden in dem Abschnitt »Zur Finanzkrise« beschrieben.

<sup>49</sup> Argumente, die gegen eine Senkung des Leitzinses auf null sprechen, werden im Abschnitt »Zur Geldpolitik« erörtert.

tisch, die Produktion brach massiv ein, und es herrschte eine anhaltende Deflation.

Wenn die Zinsen sehr niedrig sind, kann die EZB mit ihrer konventionellen Politik kaum noch Impulse geben. Sie könnte allerdings ankündigen, dass sie das Zinsniveau einige Zeit beibehält und so dazu beitragen, die langfristigen Zinsen zu drücken. Ferner könnte sie ihre Tendersgeschäfte längerfristig gestalten, wie sie es offenbar auch plant. In jedem Fall sollte die EZB möglichst bald klarstellen, wie sie die Wirtschaft im Euroraum zu stimulieren gedenkt, wenn die Leitzinsen in der Nähe der Nullgrenze liegen, denn diese Information ist für das Zinsniveau am längeren Ende des Laufzeitspektrums von Anleihen relevant. Für die Kommunikation der EZB ist dies eine wichtige Aufgabe.

Ein Mittel der unkonventionellen Geldpolitik besteht darin, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen zu kaufen. Dieses Instrument wird zum Beispiel seit einiger Zeit von der amerikanischen Notenbank genutzt. Allerdings ist dies, ebenso wie die direkte Vergabe von Krediten an Unternehmen, keineswegs unproblematisch. So ist die Entscheidung, welche Staatsanleihen erworben werden sollen, für eine supranationale Zentralbank wie die EZB politisch brisant, da sie entscheiden müsste, nach welchem Schlüssel sie Staatsanleihen der verschiedenen Länder erwerben sollte, vor allem vor dem Hintergrund der derzeit großen Renditedifferenzen. Auch besteht das Risiko, dass die Notenbank so ihre Unabhängigkeit einbüßt. Dennoch sollten diese Optionen nicht von vornherein verworfen werden. Denn wenn die Wahl besteht, entweder Staatsanleihen zu erwerben oder eine Deflation in Kauf zu nehmen, stellt ersteres das kleinere Übel dar.

Bedenklich wäre es allerdings, wenn die längerfristigen Inflationserwartungen, die nach wie vor in der Nähe des Ziels liegen, anziehen sollten. Insofern ist es richtig, dass die EZB in dieser Hinsicht ebenfalls wachsam bleibt. Denn das Stabilitätspolitische Umfeld ist für die mittlere Frist nicht günstig. Zum einen hat die EZB den Bestand an Zentralbankgeld erheblich ausgeweitet. Zum anderen könnte wegen des enormen Anstiegs der Staatsverschuldung der Druck auf die Notenbank zunehmen, mehr Inflation zuzulassen. Sollten deshalb die längerfristigen Inflationserwartungen steigen, müsste die EZB die Zinsen möglicherweise früher anheben, als es die konjunkturelle Entwicklung nahelegt. Zwar ist es aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlich, dass es dazu in diesem oder im nächsten Jahr kommt, auch weil die Kapazitätsauslastung im Euroraum sehr niedrig bleiben dürfte. Doch besteht das Risiko auf die mittlere Frist sehr wohl.

Die Finanzpolitik hat mit zwei Konjunkturpaketen auf die Rezession reagiert. Daneben wird die Steuerbelastung infolge der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts be-

züglich der Entfernungspauschale und des Sonderausgabenabzugs der Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge verringert. Die Konjunkturprogramme enthalten mit den Investitionsprojekten, den – wenn auch nur geringen – Senkungen der marginalen Steuersätze und der Reduktion der Sozialabgaben Maßnahmen, die das Wachstum mittelfristig fördern können. Daher ist es vertretbar, sie vorübergehend über Verschuldung zu finanzieren. Dies gilt allerdings nicht für die Maßnahmen mit Subventionscharakter oder solche Maßnahmen, die kurzfristig den Konsum anregen sollen und dabei verzerrend wirken. Ein Beispiel für eine verfehlte Politik ist die »Abwrackprämie« für ältere Autos. Sowohl aus ordnungspolitischer als auch aus konjunktureller Sicht hat diese Maßnahme mehrere Nachteile. Zwar beeinflusst sie die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr positiv, so dass die (negative) Produktionslücke etwas geringer ausfällt; im kommenden Jahr wird es aber einen Nachfrageausfall geben, so dass die »Abwrackprämie« für sich genommen dazu führt, dass die Produktionslücke zunimmt und die Rezession verschärft wird.

Für diese fiskalpolitische Maßnahme gilt wie für viele andere, dass der langfristige Multiplikator negativ ist, sie vermindert also mittelfristig das Niveau des Produktionspotentials, denn sie muss finanziert werden, was wohl über höhere (verzerrende) Steuern geschieht. Letztlich wird der Konsolidierungsbedarf noch größer, als er ohnehin schon ist. Solche schädlichen Experimente sollten zukünftig unterbleiben. Dasselbe gilt für die Ausgaben, die zur Rettung von Unternehmen getätigt werden. Es lässt sich ordnungspolitisch nicht rechtfertigen, dass Unternehmen, die Fehler gemacht haben, vom Staat unterstützt werden, während sich andere Unternehmen ohne staatliche Hilfe am Markt behaupten müssen und letztlich sogar über höhere Steuern an der Unterstützung beteiligt werden. Zugleich werden erfolgreiche Wettbewerber direkt benachteiligt, weil die Nachfrage nach ihren Produkten beeinträchtigt wird, wenn erfolglose Konkurrenten künstlich am Markt gehalten werden.

Vor allem vor dem Hintergrund der absehbaren Zunahme des Budgetdefizits und der Staatsverschuldung ist ein weiteres Konjunkturpaket unter den derzeitigen Umständen abzulehnen. Auch dürfte die Effizienz finanzpolitischer Maßnahmen sinken, je umfangreicher sie eingesetzt werden. Beispielsweise würde eine abermalige Ausweitung der öffentlichen Investitionen dazu führen, dass die Baupreise stärker angehoben werden, denn die Kapazitäten in der Bauwirtschaft sind begrenzt. Und die Firmen werden ihre Kapazitäten kaum ausweiten, da sie erwarten, dass die Investitionen künftig wieder zurückgefahren werden. Eine expansivere Finanzpolitik ist aus Sicht der Institute nur unter bestimmten Bedingungen vertretbar. Sollten die Bemühungen der Staaten des Euroraums um eine Sanierung des Bankensektors schei-

tern, und sollte sich deshalb die Finanzkrise europaweit zuspitzen und eine Kreditklemme entstehen, würden sich die wirtschaftlichen Aussichten abermals deutlich verschlechtern. Wenn selbst eine unkonventionelle Geldpolitik nicht in der Lage wäre, der Wirtschaft Impulse zu geben, sollten zusätzliche Maßnahmen der Finanzpolitik diskutiert werden, die auf europäischer Ebene abzustimmen wären.

Sowohl in diesem wie auch im kommenden Jahr wird das Budgetdefizit in Deutschland sehr hoch sein. Dabei ist es gegenwärtig nicht möglich, abzuschätzen, wie stark die öffentlichen Haushalte durch künftige Maßnahmen zur Rettung des Bankensystems belastet werden. Wenn die Obergrenze des Maastrichter Vertrags überschritten wird, kann dies aufgrund der Ausnahmesituation eines besonders schweren Konjunkturerinbruchs hingenommen werden. In den kommenden Jahren ist jedoch der Konsolidierungsbedarf in jedem Fall sehr groß. Die Bundesregierung hat angekündigt, dass sie mittelfristig den Konsolidierungskurs wieder aufnehmen will, auch um den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu entsprechen. Langfristig soll eine Schuldenbremse wirken. All dies ist zu begrüßen, denn so kann man Erwartungen entgegentreten, die Staatsfinanzen könnten aus dem Ruder laufen. Daher verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Marktteilnehmer – wie derzeit im Falle einiger Staaten im Euroraum – eine höhere Risikoprämie auf Staatsanleihen fordern. Allerdings bedeutet das Konsolidierungsziel, dass die Gebietskörperschaften und die Sozialversicherungen vor harten Entscheidungen stehen werden, denn die Rahmenbedingungen sind auf die mittlere Sicht alles andere als günstig. In den kommenden Jahren dürfte das nominale Produktionspotential nur sehr langsam zunehmen, die Zuwachsrate wird wohl rund 2% pro Jahr betragen.<sup>50</sup>

Nach wie vor plädieren die Institute dafür, die öffentlichen Haushalte über die Ausgabenseite zu konsolidieren. Ein solcher Kurs der »qualitativen Konsolidierung« sollte aufgenommen werden, sobald abzusehen ist, dass sich die konjunkturelle Lage nachhaltig verbessert. Soll der Anstieg der Staatsausgaben unter der Wachstumsrate des nominalen Produktionspotentials liegen, bedeutet dies, dass mittelfristig die konjunkturunabhängigen Ausgaben real gerechnet kaum zunehmen dürfen. Dies ist ohne Zweifel ein ehrgeiziges Ziel. Es ist aber im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum der beste Weg. Die Alternative, nämlich höhere Steuern oder höhere Sozialabgaben, würden die Wachstumschancen mindern.

Wie an anderer Stelle dieses Gutachtens dargelegt, ist es unter den derzeitigen Bedingungen der Krise schwieriger als

in normalen Zeiten, das Produktionspotential und seine Wachstumsrate zu schätzen. Es ist durchaus möglich, dass das Niveau des Potentials in den kommenden Jahren nennenswert niedriger sein wird als von verschiedenen Institutionen geschätzt. Dies hätte Konsequenzen für die Höhe der Produktionslücke und damit für wichtige Orientierungsgrößen der Geldpolitik und der Finanzpolitik. Sollte die (negative) Produktionslücke deutlich kleiner sein als geschätzt, wären die Inflationsrisiken größer, was die Notenbank früher als bislang unterstellt zu einer Kurskorrektur veranlassen müsste. Aus demselben Grund wäre das strukturelle Budgetdefizit höher, was den Konsolidierungsbedarf der Finanzpolitik vergrößern würde.

Die Höhe des Produktionspotentials und der mittelfristig zu erwartenden Produktivität haben auch Konsequenzen für das gleichgewichtige Lohnniveau. Interpretiert man den Rückgang des Produktionspotentials zumindest teilweise als einen Rückgang der Produktivität, so erweisen sich die Löhne im Nachhinein als zu hoch, so dass ein größerer Teil der Arbeitslosigkeit als strukturell angesehen werden muss. Vor dem Hintergrund der Rezession und der zunehmenden Erwerbslosigkeit dürfte sich die Verhandlungsposition der Gewerkschaften verschlechtern; insofern dürfte der Lohnkostendruck abnehmen. Allerdings spielt auch eine Rolle, dass die Reformen auf dem Arbeitsmarkt nicht fortgesetzt werden. Dadurch vermindert sich der Anreiz, niedrigere Löhne zu akzeptieren. In dieselbe Richtung könnte die Regelung wirken, das Kurzarbeitergeld länger zu zahlen als bisher üblich. Zwar ist das Instrument der Kurzarbeit geeignet, den Arbeitsmarkt kurzfristig zu entlasten. Und es dient auch dazu, die Such- und die Wiedereingliederungskosten zu verringern und kann von daher wohlfahrtssteigernd sein. Jedoch ist die Gefahr, dass es zu einer Dauersubventionierung kommt, angesichts der Länge der Rezession groß. Ebenso erweist sich die Ausweitung der Mindestlohngesetzgebung als schädlich für die Beschäftigungschancen, zumal die Anspruchslöhne ebenfalls steigen dürften.<sup>51</sup> Mit solchen Maßnahmen trägt die Wirtschaftspolitik dazu bei, dass Lohnforderungen sich von dem entfernen, was für eine höhere Beschäftigung notwendig wäre. Sollen Entlassungen vermieden werden, wird es in vielen Fällen sinnvoll sein, dass sich Arbeitgeber und Arbeitnehmer über Lohnanpassungen verständigen. So sehen einige Tarifverträge die Möglichkeit vor, Tariflohnerhöhungen zu verschieben.

<sup>50</sup> Vgl. Kapitel 4.

<sup>51</sup> Das Konsortium IWH/IMK/WIFO teilt die pauschale Ablehnung einer Ausweitung der Mindestlohngesetzgebung durch die anderen Konsortien nicht. Zwar hält es die gegenwärtige, an den Tarifabschlüssen einzelner Branchen orientierte Regelung für problematisch, weil die Gefahr besteht, dass Insider (Arbeitgeber- wie Arbeitnehmervertreter) Marktzugangsbeschränkungen zulasten von möglichen Konkurrenten aufbauen. Das Konsortium befürwortet jedoch stattdessen, wie es schon im Frühjahrgutachten 2008 (*Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur*, Fußnote 44) ausgeführt hat, einen allgemeinen Mindestlohn, der auf relativ niedrigem Niveau angesetzt wird.

## Zur Finanzkrise

Die Institute halten die Lösung der Probleme im Bankensektor für die gegenwärtig wichtigste wirtschaftspolitische Aufgabe. Denn ohne Wiederherstellung eines funktionsfähigen Bankensektors werden sich auch die Probleme in anderen Segmenten des Finanzsektors nicht lösen; damit würde nicht zuletzt die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigt. Viele Indikatoren, so auch die Liquiditätssituation der Banken, deuten derzeit darauf hin, dass sich die Lage nicht von selbst entspannt. Die an Finanzinvestoren zu zahlenden Risikoprämien sinken zwar in einigen Marktsegmenten, sind aber immer noch sehr hoch. Für wie gering die Eigenkapitalbasis der Banken etwa an den Finanzmärkten des Euroraums eingeschätzt wird, zeigt die niedrige Marktkapitalisierung finanzieller Unternehmen relativ zum aggregierten Bilanzwert ihrer Aktiva (vgl. Abb. 5.1).<sup>52</sup> Auch ist zu erwarten, dass die Banken im Zuge der Rezession zu immer neuen Abschreibungen gezwungen werden. Die Risikoeinschätzung wird sich für viele Aktiva verschlechtern und es wird zunehmend mehr Eigenkapital gebunden, um auch diese Risiken abfedern zu können. Ein Abschmelzen der Eigenkapitalbasis könnte schnell systemweit existenzbedrohende Ausmaße annehmen.

Ziel der wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Bewältigung der Krise muss es deshalb sein, das massiv gestörte Verhältnis zwischen Eigenkapital und risikogewichteten Aktiva wieder zu verbessern. Zudem müssen bei allen Maßnahmen systemische Ansteckungen vermieden werden. Dabei tragen rein buchhalterische Korrekturen wie das Abändern von Bilanzierungsregeln oder Nachsicht in Bezug auf die Einhaltung von regulatorischen Vorgaben wenig zur nachhaltigen Verbesserung der Kapitalisierung bei. Weil sie die Probleme der Banken kaschieren, könnten sie das ohnehin bestehende Misstrauen gegenüber Banken sogar noch vergrößern. Stattdessen bedarf es Maßnahmen, die das Übel an der Wurzel packen, entweder durch eine Her-

auslösung der Risikoaktiva aus den Banken oder durch eine Zuführung frischen Kapitals (oder einer Kombination beider Maßnahmen); diese beiden grundsätzlichen Handlungsoptionen charakterisieren im Wesentlichen die in den einzelnen Ländern bereits umgesetzten Maßnahmen (siehe Exkurs *Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Finanzkrise*). Das im Oktober vergangenen Jahres verabschiedete Finanzmarktstabilisierungsgesetz sieht unter anderem die Einrichtung eines Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) vor. Der Fonds kann bis zu einem Volumen von 400 Mrd. Euro Garantien abgeben und sich mit bis zu 80 Mrd. Euro an der Eigenkapitalbasis von Geldinstituten beteiligen sowie Risikoaktiva bis zu einer Höhe von 20 Mrd. Euro übernehmen.<sup>53</sup>

Gewiss hat das Finanzmarktstabilisierungsgesetz geholfen, die Lage des Bankensektors in Deutschland zumindest vorübergehend zu stabilisieren. Zu einer genaueren Überprüfung der Effizienz der geschaffenen Instrumente bedarf es geeigneter Kriterien. Die Institute haben in ihrem Herbstgutachten vom vergangenen Jahr einen solchen Kriterienkatalog benannt, nach dem Handlungsoptionen zur Abwendung einer möglichen Insolvenzkrise beurteilt werden können.<sup>54</sup> Die Maßnahmen müssen geeignet sein, die Intermediationsfunktion des Finanzsystems wieder herzustellen. Eine Vergesellschaftung der Verantwortung von Eignern und Managern betroffener Finanzinstitute sollte vermieden werden. Die Maßnahmen sollten den Wettbewerb zwischen Banken nicht verzerren und notwendige Marktberichtigungen nicht behindern. Die zu erwartende Belastung für den Steuerzahler sollte minimiert werden. Private Anleger sollten so weit wie möglich bei der Lösung der Krise mit einbezogen werden. Schließlich sollten die Maßnahmen rasch implementierbar sein.

Legt man diese Kriterien zugrunde, so weist das Finanzmarktstabilisierungsgesetz Schwächen auf. So ist zu bezweifeln, dass das bisher vorrangig eingesetzte Instrument der öffentlichen Garantien geeignet ist, die Intermediationsfunktion des Finanzsystems wieder herzustellen. Denn die Banken leiden wohl nicht, oder nicht nur, unter einer vorübergehenden Liquiditätskrise, sondern unter einem Mangel an Eigenkapital, der durch Garantien nicht behoben werden kann – im Gegenteil müssen die Unternehmen in nicht unerheblichem Umfang Gebühren zahlen. Kapital fließt dadurch sogar aus dem Bankensektor ab. Gleiches bewirken auch die hohen Zinsen, welche Banken für stille Einlagen des SoFFin zu zahlen haben. Des Weiteren droht die Freiwilligkeit bei der Inanspruchnahme von Eigenkapitalhilfen,

Abb. 5.1  
Eigenkapitalquoten im Euroraum



Quellen: Datastream; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

<sup>52</sup> Das Verhältnis aus Marktkapitalisierung finanzieller Unternehmen und dem Wert der Aktiva monetärer Finanzinstitute (ohne Eurosystem) im Euroraum ist seit Mai 2007 von etwa 3 1/2% auf knapp 1% gesunken und liegt derzeit etwa ein Drittel unter dem bisherigen Tiefstand vom Oktober 2002.

<sup>53</sup> Auf die Übernahme von Risikoaktiva hat der SoFFin bisher verzichtet.

<sup>54</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (Herbst 2008), a.a.O., Kapiteln 3.1.

notwendige Marktberichtigungen zu behindern. Weil die Hilfen nicht ohne Auflagen (etwa in Bezug auf Managementgehälter) vergeben werden, melden sich nur die schwächsten Institute. Es kann vermutet werden, dass die Kapitalzufuhr in manchen Fällen die Fortführung von Finanzinstituten ermöglicht, die aus dem Markt ausscheiden oder zumindest umstrukturiert werden sollten. Auch bleibt wegen der geringen Attraktivität das Volumen der Eigenkapitalzufuhr insgesamt begrenzt. Schließlich sieht das Finanzmarktstabilisierungsgesetz keine Einbindung privater Geldgeber in die Rekapitalisierungen vor.

Auch die Übernahme von Problemaktiva durch dafür geschaffene Fonds oder Bad Banks, etwa nach dem Muster des Public-Private Investment Program der US-Regierung, bringt große Probleme mit sich. Sie liegen in der Ermittlung der fundamental gerechtfertigten Werte der Aktiva. Sofern die Unsicherheit darüber sehr hoch ist, besteht die Gefahr, dass die in den USA geplanten umfangreichen Garantiezusagen für Fremdkapital die Bereitschaft der privaten Investoren zur Übernahme von Risikoaktiva übermäßig erhöhen und die geplanten Auktionen zu ungerechtfertigt hohen Preisen führen. Dem Steuerzahler drohen dann Kosten in unkalkulierbarer Höhe, während im Fall einer erfolgreichen Restrukturierung der Problemaktiva ein Großteil der Gewinne bei den privaten Investoren verbleibt. Offensichtlich überhöhte Auktionspreise könnten auch dazu führen, dass die Bewertungsunsicherheiten nicht abgebaut werden. Schließlich könnten zu niedrige Eigenkapitalquoten der Fonds zu unzureichenden Anreizen für das Fondsmanagement führen, das Vermögen angemessen zu verwalten und abzuwickeln.

Bessere Chancen einer nach den obigen Kriterien erfolgreichen Krisenbewältigung bietet das im Februar dieses Jahres in Großbritannien verabschiedete Special Resolution Regime (SRR). Es setzt an einem zentralen Problem von Unterkapitalisierung im Bankensektor an, nämlich am Risiko systemischer Ansteckungseffekte bei einer Insolvenz wie im Fall Lehmann Brothers. Wären sie nicht gegeben, böte eine Insolvenz die Chance einer nach obigen Kriterien vorteilhaften Rekapitalisierung, nämlich durch Beteiligung der Gläubiger. Das britische Bankgesetz soll es nun ermöglichen, Kreditinstitute, deren Scheitern absehbar scheint, wie bei einer normalen Insolvenz zu restrukturieren oder abzuwickeln, aber durch die Fortführung systemwichtiger Geschäfte – anders als im Fall der Lehmann-Insolvenz – systemische Ansteckungseffekte zu vermeiden.<sup>55</sup> Dies soll auch dadurch gelingen, dass die Finanzaufsicht die rechtliche Kompetenz hat, schon im Vorfeld einer Insolvenz einzugreifen. Den bisherigen Gläubigern einer im SRR befindlichen Bank wird

lediglich der Betrag garantiert, den sie erhalten hätten, wenn die Bank ohne vorherigen Staatseingriff abgewickelt worden wäre – also der kurzfristigen Liquidationswert der Aktiva. Dadurch werden Fremdkapitalgeber (mit Ausnahme der ohnehin abgesicherten Einleger) an den Kosten der Rekapitalisierung der Bank beteiligt. Gleichzeitig wird das von einer Insolvenz ausgehende Risiko für die Stabilität des Finanzsystems vermindert, weil die Gläubiger einen geringeren Anreiz haben, ihre Forderungen fluchtartig einzulösen oder zu veräußern.

Das britische Special Resolution Regime kann als Orientierung für das weitere Vorgehen der deutschen Wirtschaftspolitik dienen. Die Annahme von Restrukturierungshilfen sollte nicht mehr in das Belieben des betreffenden Instituts selbst gestellt werden, sondern von der Erfüllung von risikobasierten Kennziffern abhängen. Beispielsweise könnten als Indikatoren CDS-Spreads oder Risikoprämien am Anleihemarkt herangezogen werden. Das hieße, dass jede Bank, die einen vorher festgelegten Schwellenwert überschritten hat, automatisch Restrukturierungshilfen anzunehmen hätte. Wollten die Eigentümer dies verhindern, so müssten sie sich innerhalb einer zu setzenden Frist um eine Kapitalaufstockung bemühen.<sup>56</sup> Auf diese Weise ginge es nicht mehr darum, die systemischen Effekte aus dem Scheitern einzelner, insbesondere der schwächsten Banken dadurch zu vermeiden, dass diese Banken künstlich am Leben erhalten wurden – ein Fehler, der die Überwindung der japanischen Bankenkrise um Jahre in die Länge gezogen hat.

Viele Regierungen verbinden ihre Hilfen an Not leidende Banken mit Auflagen. Beispielsweise hat die britische Regierung bei der Gewährung von Garantien Auflagen hinsichtlich der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen gemacht. Auch im Finanzmarktstabilisierungsgesetz der Bundesregierung sind solche Bedingungen und Auflagen vorgesehen. In den USA haben Banken nach einer Inanspruchnahme staatlicher Rettungsangebote beispielsweise bei Personalentscheidungen US-Staatsbürger zu bevorzugen. Solche Konditionierungen sind dem primären Ziel, die Intermediationsfunktion des Bankensektors wieder herzustellen, nicht dienlich. Eine sinnvolle Auflage ist allerdings eine Begrenzung der Dividendenaus-schüttung, weil sie die Eigenkapitalbasis der betroffenen Banken stützt.<sup>57</sup> Auflagen hinsichtlich der Vergütung von Organen, Angestellten und wesentlichen Erfüllungsgehilfen der Banken können dagegen unter Umständen problematisch sein. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn für eine systemschonende Verwertung von Vermögensgegenständen einer Bank besondere Fähigkeiten erforder-

<sup>55</sup> Das Gesetz sieht drei Möglichkeiten der Restrukturierung vor: Die Übertragung von Geschäftsteilen an eine private Bank, die Errichtung einer Brückenbank, in der die nicht risikobehafteten Geschäftsteile eingehen sollen, und die zeitweise Verstaatlichung der gesamten Bank.

<sup>56</sup> Vgl. Hart, O. und L. Zingales, »To regulate finance, try the market«, 2009, <http://experts.foreignpolicy.com/node/16642>.

<sup>57</sup> Zur Bedeutung eines Dividendenmoratoriums siehe Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (Herbst 2008), a.a.O., Kasten 3.2.

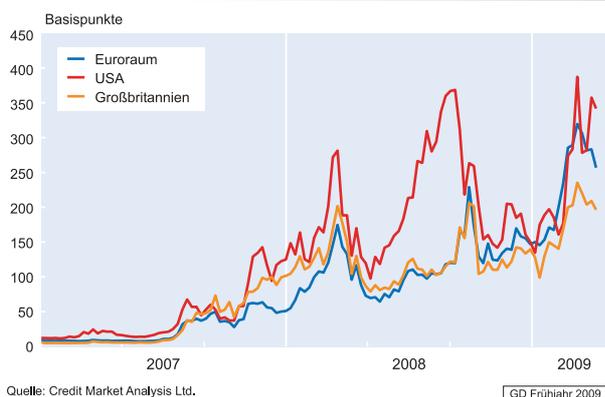
derlich sind, und wenn entsprechende Fachleute nicht ohne erfolgsabhängige Vergütungsbestandteile in einer Bank gehalten werden können. Konkrete quantitative Vorgaben hinsichtlich der Kreditvergabe an ausgewählte Bankkunden können ebenfalls problematisch sein, weil dies einerseits die Effizienz der Kapitalallokation behindern und andererseits dem jeweiligen Bankmanagement die Möglichkeit bieten könnte, weitere Verluste mit der Erfüllung dieser Vorgaben zu rechtfertigen.

**Exkurs:  
Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Finanzkrise**

Aus der Ende 2006 einsetzenden Krise des US-Hypothekenmarktes entwickelte sich im August 2007, als auch europäische Banken von Einbrüchen auf den Märkten für hypothekenbasierte Vermögenstitel betroffen wurden, eine weltweite Liquiditätskrise. Diese wurde aufgrund der Unsicherheit über den finanziellen Status von Geschäftspartnern bald zu einer Vertrauenskrise im Bankensektor; sie schlägt sich unter anderem in hohen Kosten der Kreditausfallsicherung für Bankanleihen nieder (vgl. Abb. 5.2). Die Interbankengeldmärkte trockneten nahezu aus, und die anhaltend hohen Abschreibungen auf strukturierte Kreditprodukte sowie steigende Kosten der Liquiditätsabsicherung zehrten stark am Wert des Eigenkapitals der Banken (vgl. Abb. 5.3). Mit der Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 spitzte sich die Lage im Weltfinanzsystem nochmals dramatisch zu.

In den USA ergriffen das Federal Reserve Board und die Regierung seit Oktober 2008 drastische Maßnahmen, um Wirtschaft und Finanzsystem zu stützen. Ende November kündigte die Notenbank an, in großem Umfang Wertpapiere zu beleihen, die mit Kreditkartenverbindlichkeiten, Konsumentenkrediten, Studentenkrediten und Krediten

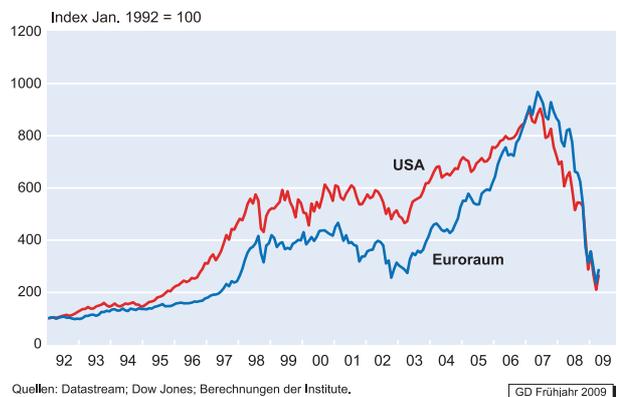
**Abb. 5.2**  
Mittlere Preise für Kreditausfallversicherungen (CDS) bei Bankschuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren



Quelle: Credit Market Analysis Ltd.

GD Frühjahr 2009

**Abb. 5.3**  
Marktkapitalisierung von Unternehmen des Finanzsektors



Quellen: Datastream; Dow Jones; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

von mittelständischen Unternehmen besichert sind (*Term Asset-backed Securities Loan Facility, TALF*). Dieses Programm wurde im Februar von ursprünglich 200 Mrd. auf eine Billion Dollar erweitert und wird mit Mitteln aus dem *Troubled Assets Relief Program (TARP)* abgesichert.<sup>58</sup> Unter Verwendung der Gelder aus dem Anfang Oktober beschlossenen TARP beteiligte sich der Staat ohne Stimmrechte bisher auch am Versicherungskonzern AIG und an zahlreichen Großbanken. Mittel aus dem TARP in Höhe von 25 Mrd. Dollar wurden auch zur Stützung der Automobilindustrie verwendet. Die staatliche Einlagensicherung (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) hat seit November verschiedene Banken übernommen. Der *Homeowner Affordability and Stability Plan (HASP)* zielt darauf ab, den Häusermarkt zu stabilisieren, indem Hauseigentümern der Zugang zu kostengünstigen Refinanzierungen ihrer Hypotheken ermöglicht wird. Zudem sollen vom Ausfall bedrohte Hypothekenkredite umstrukturiert und damit die Immobilien vor der Zwangsversteigerung bewahrt werden. Von besonderer Bedeutung ist das im März verabschiedete Programm zum Kauf von Wertpapieren und Problemkrediten mit Bewertungsrisiken; Finanzministerium und private Investoren sollen hiernach gemeinsame Fonds betreiben, um den Finanzinstituten problematische Aktiva abzukufen (*Public-Private Investment Program, PPIP*). Anfänglich sollen 75 bis 100 Mrd. Dollar Eigenkapital aus TARP-Mitteln eingesetzt und durch private Mittel paritätisch ergänzt werden. Darüber hinaus können die Fonds ihre Kaufkraft durch Aufnahme von Fremdkapital erhöhen, wobei die Verbindlichkeiten des Fonds für Problemkredite bis zu einem Hebel von 6:1 durch den staatlichen Einlagensicherungsfonds abgesichert sind. Es ist geplant, auf diesem Weg anfänglich bis zu 500 Mrd. Dollar zum Kauf von Aktiva mit Bewertungsrisiken zu mobilisieren, wobei eine Erweiterung auf bis zu 1 000 Mrd. Dollar vorgesehen ist.

<sup>58</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (Herbst 2008), a.a.O., Kasten 1.1.

In Großbritannien legte die Wirtschaftspolitik bereits im April 2008 ein Programm auf, das Banken einen befristeten Tausch vor allem hypothekenbesicherter, strukturierter Produkte guter Qualität gegen britische Staatspapiere bei der Bank von England ermöglicht (*Special Liquidity Scheme*). Die für Banken bei Inanspruchnahme des Programms anfallenden Kosten orientieren sich dabei an der Differenz zwischen den Zinssätzen am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt. Seit Ende Januar sind aber über die bereits getätigten Geschäfte im Volumen von etwa 185 Mrd. Pfund hinaus keine Neugeschäfte mehr möglich. Seit Oktober 2008 beteiligt sich die Regierung darüber hinaus übergangsweise mit 50 Mrd. Pfund an einer Reihe von führenden Banken in Großbritannien (*Bank Recapitalization Fund*), und sie hat 250 Mrd. Pfund bereitgestellt, um Interbankengeldmarktgeschäfte zu verbürgen (*Credit Guarantee Scheme*). Seit März 2009 wird mit dem Special Resolution Regime (SRR) ein im Februar verabschiedetes Gesetz angewendet, das dem Staat weit reichende Eingriffsrechte in den Bankensektor erlaubt mit dem Ziel, eine systemschonende Restrukturierung oder Abwicklung von gescheiterten Kreditinstituten durchzuführen.

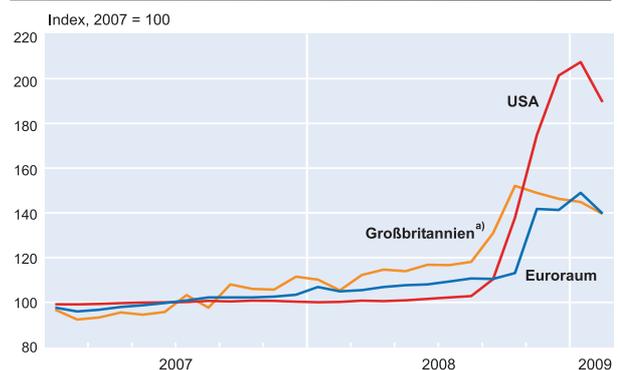
Auch die Bundesregierung griff in Reaktion auf die Zuspitzung der Finanzkrise im Zuge der Insolvenz von Lehman Brothers ein und beschloss am 17. Oktober das »Finanzmarktstabilisierungsgesetz«. Dieses sieht unter anderem die Einrichtung eines *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* (SoFFin) vor. Der Fonds kann bis zu einem Volumen von 400 Mrd. Euro Bürgschaften abgeben und sich mit bis zu 80 Mrd. Euro an der Eigenkapitalbasis von Kreditinstituten beteiligen oder deren Problemaktiva aufkaufen. Wenige Tage später wurde bekannt, dass die BayernLB als erste Bank die Milliardenhilfen des Rettungspakets der Bundesregierung in Anspruch nehmen will, später folgten die Commerzbank sowie die Landesbanken HSH Nordbank und WestLB. Im Dezember 2008 wurde die BayernLB zudem mittels Eigenkapitalzufuhr in Höhe von 10 Mrd. Euro durch das Land Bayern gestützt. Auch die Landesbank Baden-Württemberg erhielt von ihren Haupteigentümern, dem Land Baden-Württemberg und den dortigen Sparkassen, eine Kapitalspritze von 5 Mrd. Euro. Anfang April beschlossen Hamburg und Schleswig-Holstein als Haupteigentümer für die HSH Nordbank eine Kapitalerhöhung von 3 Mrd. Euro sowie Garantien über 10 Mrd. Euro. Schon Anfang Januar 2009 wurde die Commerzbank teilverstaatlicht. Der Bund beteiligte sich direkt am Aktienkapital der Commerzbank (25% plus einer Aktie), die mehr als 10 Mrd. Euro aus dem Sonderfonds erhielt. Am 3. April wurde zudem eine Ergänzung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes beschlossen, durch die eine vollständige Übernahme eines angeschlagenen Finanzinstituts durch den Staat als *Ultima Ratio* ermöglicht wird. Das Gesetz wurde eigens auf den Immobilienfinanzierer Hypo Real Estate zugeschnitten, der wegen seiner Bedeutung vor allem

für den deutschen Pfandbriefmarkt als systemrelevant eingestuft wurde.

Zusätzlich zur Einrichtung dieser expliziten Programme zur Überwindung der Bankenkrise haben auch die Zentralbanken aller großen Volkswirtschaften auf die Finanzkrise reagiert. Zum einen haben sie die Leitzinsen gesenkt, wobei sich zeitliche Struktur und Ausmaß allerdings erheblich unterscheiden. Die US-Notenbank senkte die *Federal Funds Target Rate*, die im September 2007 noch bei 5,25% lag, zügig und betreibt seit Dezember 2008 faktisch eine Null-Zins-Politik. Die Bank von England hat nach Ausbruch der Krise ihren Leitzins zunächst vergleichsweise zögerlich gesenkt; seit September 2008 verringerte sie diesen aber schließlich rasch von 5 auf derzeit 0,5%. Die EZB hat den maßgeblichen Leitzins im Juli 2008 zunächst von 4 auf 4,25% erhöht und mit der Zinssenkung erst im Oktober begonnen; der Hauptrefinanzierungssatz liegt gegenwärtig bei 1,25%.

Zum anderen haben die Zentralbanken mit einer massiven Ausweitung des Basisgeldes (Summe aus Bargeldumlauf und Guthaben der Banken bei der Zentralbank) reagiert (vgl. Abb. 5.4). Die US-Notenbank kündigte hierzu im März 2009 Pläne an, längerfristige Staatsanleihen im Wert von bis zu 300 Mrd. Dollar aufzukaufen. Zusammen mit dem geplanten Aufkauf von Schuldpapieren der staatlich gestützten Immobilienfinanzierer (im Wert von bis zu 200 Mrd. Dollar) und von hypothekenbesicherten Wertpapieren (im Wert von bis zu 1,25 Billionen Dollar) hat die Notenbank damit den Wechsel zu einer Politik der quantitativen Lockerung vollzogen. Ebenfalls seit März kann die Bank von England private Wertpapiere im Umfang von 50 Mrd. Pfund und Staatsschuldtitel im Wert von 100 Mrd. Pfund am Markt erwerben. Hierzu betreibt die Bank einen vom Schatzamt gesicherten Vermögensfonds, mit dem ihr die für eine Politik der quantitativen Lockerung notwendige Infrastruktur bereitgestellt wurde. Schließlich hat die EZB mit der Umstellung des Zuteilungsverfahrens auf einen Mengentender mit unbegrenzter

**Abb. 5.4**  
**Geldbasis**



a) Summe aus Bargeldumlauf und bei der Zentralbank gehaltenen Reserven.

Quellen: Europäische Zentralbank; Federal Reserve Board; Bank of England; Berechnung der Institute.

GD Frühjahr 2009

Zuteilung, verbunden mit einer Umstrukturierung zugunsten längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, die Versorgung des Euroraums mit Basisgeld deutlich ausgeweitet.

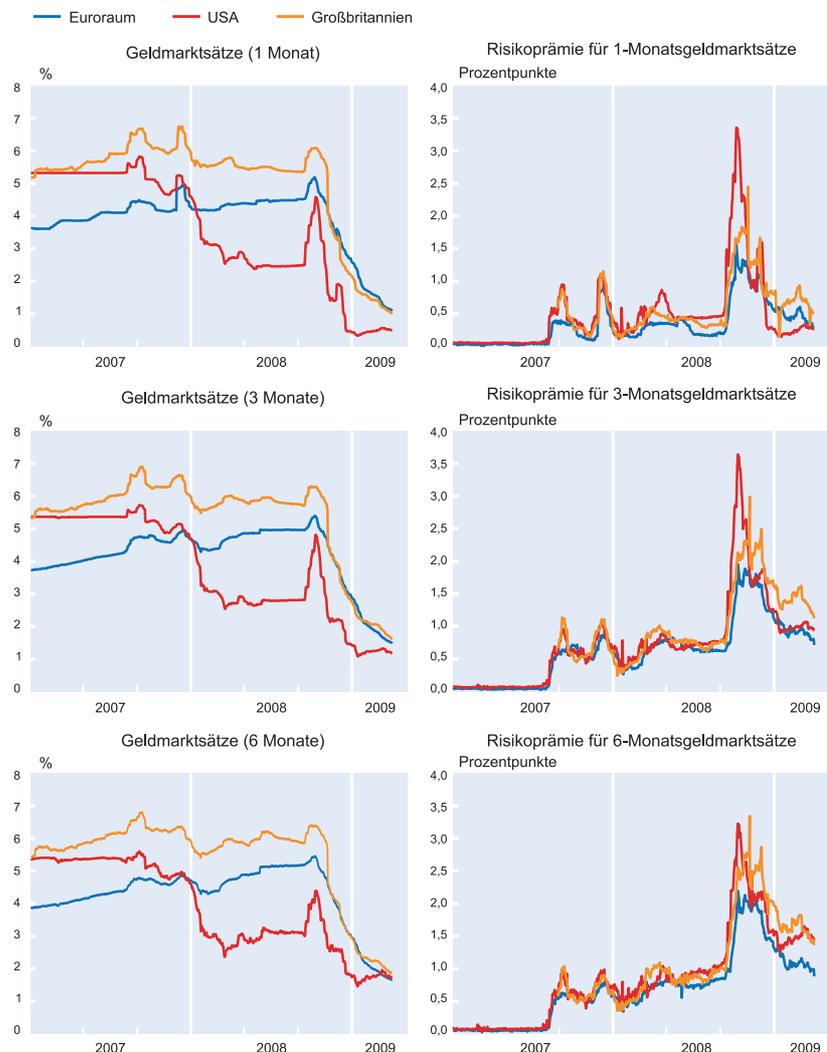
Obwohl die geldpolitischen Maßnahmen in den drei Währungsräumen allesamt expansiv ausgerichtet sind, unterscheidet sich im Detail die Strategie der EZB von denen des Federal Reserve Board und der Bank von England. Während das Eurosystem insbesondere darauf abzielt, die Funktionsfähigkeit des Interbankenhandels wieder herzustellen, sind die angelsächsischen Notenbanken bereits dazu übergegangen, direkten Einfluss auf die Kapitalmarktzinsen zu nehmen. Die Ursache der unterschiedlichen Schwerpunkte bei der Implementierung der unkonventionellen Geldpolitik liegt unter anderem in der unterschiedlichen Finanzierungsstruktur des Unternehmenssektors. Während die Finanzierung im Euroraum zu über 50% durch Kredite und zu unter 10% durch Unternehmensanleihen gewährleistet wird, liegen die entsprechenden Zahlen für die USA bei jeweils etwa 20%.

Bei einem funktionierenden Finanzsystem sollten die expansiven monetären Maßnahmen die Finanzierungskosten von Unternehmen und Haushalten unabhängig davon, ob es sich um ein markt- oder ein bankenbasiertes System handelt, senken und somit einen Stimulus für die Realwirtschaft erzeugen. In der gegenwärtigen Situation stellt sich somit die Frage, ob die Transmission der Zinssenkungen und der Ausweitung der Geldbasis behindert wird und somit die Finanz- und Bankenkrise zu einer Verlängerung des konjunkturellen Abschwungs beiträgt.

Ein Merkmal der Krise ist die Beeinträchtigung der Refinanzierung des Bankensystems über den Geldmarkt. Dies äußert sich insbesondere dadurch, dass die Kosten für unbesichertes Zentralbankgeld im Interbankenhandel aufgrund hoher Risikoprämien deutlich über den Zinsen für Offenmarktgeschäfte bei den jeweiligen Notenbanken liegen. Anstatt überschüssiges Zentralbankgeld dem Bankensystem über den Geldmarkt zur Verfügung zu stellen, sind die Geschäftsbanken dazu übergegangen, einen Teil des stark

Abb. 5.5

Auswirkungen auf den Interbankengeldmarkt<sup>a)</sup>



a) Anmerkung: Die Risikoprämien am Interbankenmarkt wurden als Differenz zwischen dem unbesicherten Geldmarktsatz und dem Overnight Index Swap (OIS) mit derselben Laufzeit berechnet. Bei einem OIS handelt es sich um einen Swap von Festzins (z.B. mit einer Laufzeit von drei Monaten) gegen variablen Zins. Am Euro-Markt ist der variable Zins an den EONIA-Satz (Euro Overnight Index Average) gebunden, der einen gewichteten Durchschnitt vertraglich vereinbarter Zinssätze für unbesicherte Tageskredite am Interbankenmarkt des Euro-Raums darstellt.

Quellen: Reuters; Berechnungen der Institute.

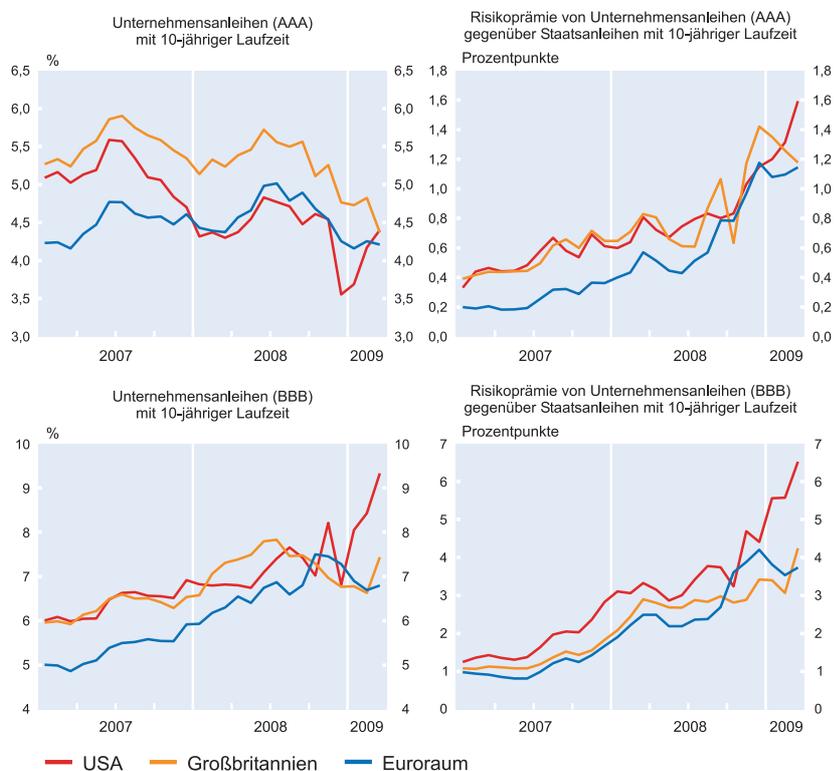
GD Frühjahr 2009

ausgedehnten Angebots an Zentralbankgeld zu horten (meist in Form von kurzfristigen Einlagen bei der Notenbank). Auch deshalb sind im Zuge der Finanzkrise die Kosten der Fremdkapitalfinanzierung für Unternehmen deutlich gestiegen. Sowohl die Aufschläge der Kreditzinsen auf sichere kurzfristige Zinsen als auch die Abstände zwischen der Rendite langfristiger Unternehmensanleihen und der Rendite sicherer Staatsanleihen haben in den letzten zwölf Monaten – auch im historischen Vergleich – außergewöhnlich hohe Werte erreicht.

Die geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken führten zu deutlichen Rückgängen sowohl bei den Geldmarktsätzen als auch bei den Risikoprämien seit Oktober 2008 (vgl. Abb. 5.5). Trotz unterschiedlicher Leitzinsen im Euroraum, in den USA und in Großbritannien sind die Geld-

Abb. 5.6

## Auswirkungen auf den Markt für Unternehmensanleihen



Quellen: Reuters; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

marktsätze für längere Laufzeiten (ab drei Monate) in den drei Währungsräumen nahezu gleich. Dies ist vor allem auf die niedrigeren Risikoprämien am Interbankengeldmarkt im Euroraum zurückzuführen, die für Laufzeiten ab drei Monaten etwa 40 Basispunkte unter denen in den USA liegen. Da die Risikoprämien, die europäische Banken am Geldmarkt zahlen mussten, allerdings schon seit Ausbruch der Finanzkrise niedriger waren als in den USA oder in Großbritannien, kann nicht eindeutig beurteilt werden, ob die niedrigeren Risikoprämien im Euroraum gegenwärtig im Zusammenhang mit der Fokussierung der EZB auf die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes stehen. Vielmehr kann dies auch mit der insgesamt niedrigeren Risikoeinschätzung im Hinblick auf die Belastung des Bankensystems im Euroraum mit Bewertungsrisiken zu tun haben.

Für diese These sprechen auch die Risikoprämien am Markt für Unternehmensanleihen, die im Euroraum seit Ausbruch der Finanzkrise in der Regel unter denen in Großbritannien und den USA lagen (vgl. Abb. 5.6). Die direkten Interventionen des Federal Reserve Board zeigen am Markt für Unternehmensanleihen bislang nicht die gewünschten Effekte. In den USA stiegen die Zinsen für Anleihen mittlerer Bonität (BBB) mit einer Laufzeit von zehn Jahren seit Oktober von 7 auf über 9% an; die Zinsen für Anleihen höchster Bonität

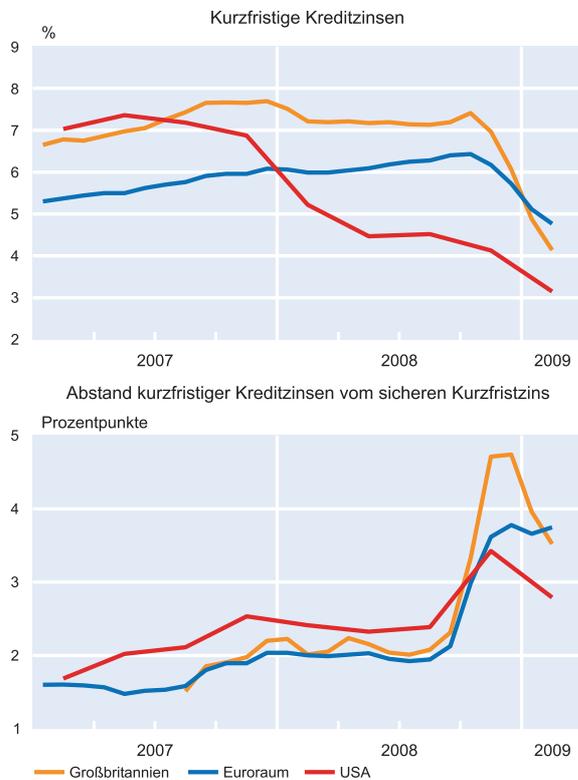
(AAA) blieben im selben Zeitraum unverändert. In Großbritannien blieben die Renditen für Anleihen mittlerer Bonität hingegen unverändert bei 7,3%, und im Euroraum gingen sie sogar von 7,5 auf 6,8% zurück; die Zinsen für Anleihen höchster Bonität sanken sowohl in Großbritannien (von 5,1 auf 4,4%) als auch im Euroraum (von 4,7 auf 4,2%). Diese unterschiedliche Entwicklung spiegelt sich auch in den Risikoprämien gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit wider, die sich im Euroraum bei etwa 3 bis 4 Prozentpunkten (BBB) bzw. bei knapp über 1 Prozentpunkt (AAA) stabilisierten und die in den USA ihren Anstieg fortsetzten und zuletzt 6,5 bzw. 1,6 Prozentpunkte erreichten.

Eine Gegenüberstellung der Entwicklungen an den Bankkreditmärkten ist nur eingeschränkt möglich, da vergleichbare Abgrenzungen bei den Kreditaggregaten nicht zur Verfügung stehen. Weil insbesondere in den USA und in Großbritannien längerfristige Kredite an den Unternehmenssektor nur eine untergeordnete Rolle spielen,

werden im Folgenden nur die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen auf die Zinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von unter einem Jahr betrachtet.<sup>59</sup> In allen drei Währungsräumen wurden die Leitzinssenkungen zumindest teilweise an die Kreditzinsen weitergegeben (vgl. Abb. 5.7). Der Rückgang der Kreditzinsen war in Großbritannien am stärksten ausgeprägt. Dort sanken die Zinsen zwischen Oktober und Februar um 3,3 Prozentpunkte auf 4,1%. Im Euroraum fielen die Zinsen im selben Zeitraum hingegen nur um 1,6 Prozentpunkte auf 4,8%. Der geringste Rückgang war in den USA zu verzeichnen, wo die Kreditzinsen auf 3,2% im ersten Quartal zurückgingen, von 4,5% im dritten Quartal. Dennoch sind die Kreditzinsen in den USA am niedrigsten. Da das Federal Reserve Board bereits ein Jahr vor der Europäischen Zentralbank und der Bank von England mit deutlichen Zinssenkungen auf die Finanzkrise reagierte, gaben die Kreditzinsen bereits in der ersten Jahreshälfte 2008 deutlich nach. Die verzögerte Weitergabe der Refinanzierungskosten zeigt sich daran, dass der Abstand der Kreditzinsen gegenüber den kurzfristigen risikofreien Dreimonatszinsen zunächst zugenommen hat. Seit Oktober erhöhte er sich in allen drei Währungsräumen deutlich und stieg auf 3,5 (USA) bis 4,5 Prozentpunkte (Großbritannien).

<sup>59</sup> Während der Anteil der unterjährigen Kredite am gesamten ausstehenden Kreditvolumen im Euroraum bei etwa 30% liegt, beträgt er in den USA etwa 90%.

Abb. 5.7  
Auswirkungen auf den Kreditmarkt <sup>a)</sup>



a) Anmerkung: Die kurzfristigen Kreditzinsen beziehen sich auf bestehende Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von unter einem Jahr. Für die Vereinigten Staaten wurden die „Commercial and industrial loans made by domestic banks“ verwendet, für Großbritannien die „Monthly average of UK resident banks’ sterling weighted average interest rate for existing loans with a fixed rate to private non-financial corporations“, für den Euroraum die „Weighted average interest rate for existing loans to private non-financial corporations“. Die Abstände wurden gegenüber den Overnight Index Swaps mit dreimonatiger Laufzeit berechnet.

Quellen: Europäische Zentralbank; Federal Reserve Board; Bank of England; Berechnungen der Institute.

GD Frühjahr 2009

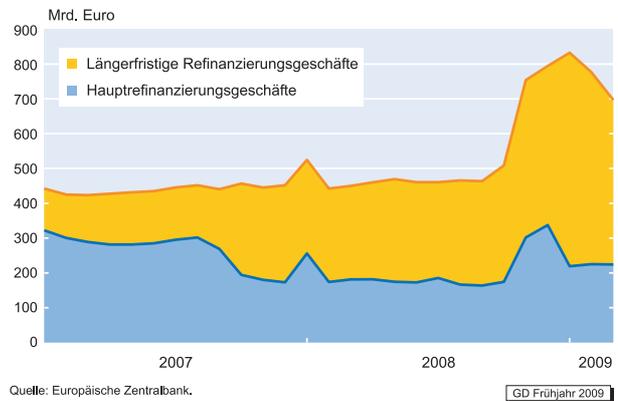
Während der Aufschlag in den angelsächsischen Ländern bereits wieder rückläufig ist, verharrt er im Euroraum seit November bei 3,7 Prozentpunkten. Die Banken im Euroraum scheinen somit die gesunkenen Refinanzierungskosten vergleichsweise zögerlich weiterzugeben.

### Zur Geldpolitik

Seit der Verschärfung der Rezession im Euroraum hat die EZB die Zinsen deutlich gesenkt. Der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte liegt gegenwärtig bei 1,25% und damit um 3 Prozentpunkte niedriger als im September vergangenen Jahres. Um den nicht mehr voll funktionstüchtigen Interbankenmarkt zu ersetzen, ist den Geschäftsbanken der Zugang zu Liquidität erheblich erleichtert worden (vgl. Abb. 5.8): Im September 2008 stellte die EZB ihr Zu-

<sup>60</sup> Schon seit Herbst 2007 hatte die Zentralbank den Anteil der längerfristigen Offenmarktgeschäfte sukzessive erhöht, um den durch die Turbulenzen an den Finanzmärkten in Liquiditätsprobleme geratenen Banken Planungssicherheit zu geben.

Abb. 5.8  
Volumen der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems



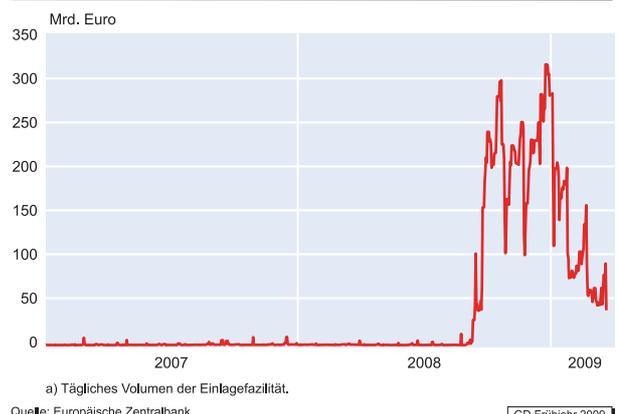
Quelle: Europäische Zentralbank.

GD Frühjahr 2009

teilungsverfahren auf Mengentender mit unbegrenzter Zuteilung um. Infolge dessen erhöhte sich auch das Gesamtvolumen der Offenmarktgeschäfte deutlich, wobei der Anteil der Geschäfte mit langen Laufzeiten auf bis zu 70% zunahm.<sup>60</sup> Die Banken nahmen daraufhin erstmals in nennenswertem Umfang die Einlagefazilität in Anspruch (vgl. Abb. 5.9). Dies wurde begünstigt durch die temporäre Verengung der Differenz zwischen den Zinssätzen von Einlagefazilität und Hauptrefinanzierungsgeschäften um 50 Basispunkte.

Die Schärfe der Rezession nährt die Sorge vor einer möglichen Deflation im Euroraum, und zugleich lässt die zins- und liquiditätspolitische Reaktion der EZB Inflationssorgen aufkommen. Darin liegt kein Widerspruch: Kurzfristig ist zwar die Gefahr einer Deflation deutlich höher als die einer zu hohen Teuerung. Mittelfristig dominieren aber die Inflationssorgen, sollte nach einer Stabilisierung des Finanzsektors die Liquidität nicht wieder verringert werden und sollte zu Beginn eines neuen Aufschwungs der Expansionsgrad der Geldpolitik nicht rechtzeitig zurückgefahren werden. Allerdings hat die stabilitätsorientierte Politik der EZB in den vergangenen Jahren gute Voraussetzungen dafür geschaffen,

Abb. 5.9  
Inanspruchnahme der Einlagefazilität<sup>a)</sup>



a) Tägliches Volumen der Einlagefazilität.

Quelle: Europäische Zentralbank.

GD Frühjahr 2009

dass die Kosten der dann einzuleitenden restriktiven Politik nicht allzu hoch ausfallen werden. Denn die – etwa aus Umfragen ermittelten – langfristigen Inflationserwartungen sind nach wie vor im Zielbereich der EZB verankert. Die Wirtschaftssubjekte rechnen also offensichtlich mit einem rechtzeitigen Schwenk der Geldpolitik.

Vorerst, und das heißt zumindest für dieses und das nächste Jahr, sind im Euroraum Inflationsraten zu erwarten, die deutlich unterhalb des Zielraumes der EZB von nahe bei, aber unter 2% liegen. Für einige Monate dürfte die Inflationsrate sogar negativ werden. Das bedeutet noch nicht ein Abrutschen in eine schädliche Deflation, denn davon wäre erst zu sprechen, wenn Unternehmen und Haushalte mit einem anhaltenden Verfall des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus rechnen. Allerdings erschwert es die gegenwärtig zu erwartende geringe Preisdynamik der Geldpolitik, den der Schärfe der Rezession angemessenen Expansionsgrad zu erreichen: Bei Inflationsraten von nahe null kann der für die konjunkturelle Wirkung maßgebliche Realzins nicht deutlich negativ werden, denn die Zentralbank kann ihren nominalen Leitzins nicht tiefer als auf null setzen. Dass diese Restriktion im Prognosezeitraum bindend sein könnte, lässt sich mithilfe der Schätzung einer an die Taylor-Regel angelehnten Reaktionsfunktion zeigen, die das Zinssetzungsverhalten der Zentralbank in Abhängigkeit von Inflationserwartungen und Produktionslücke beschreibt. Die Institute haben in den vergangenen Jahren regelmäßig eine solche Reaktionsfunktion zur Analyse und Prognose des Zinssetzungsverhaltens der EZB genutzt. Um Verzerrungen durch die Finanzkrise zu vermeiden, werden diesmal die Koeffizienten der Gleichung nur über den Zeitraum 1999 bis zum zweiten Quartal 2008 geschätzt.<sup>61</sup> Die Gleichung wird auf Basis der in diesem Gutachten vorgelegten Prognosen für die Produktionslücke und die Inflationsentwicklung im Euroraum fortgeschrieben (vgl. Abb. 5.10). Davon ausgehend ergibt sich ein Absinken des Kurzfristzinses auf rund – 4,5% bis Mitte 2010, denn die Reaktionsfunktion berücksichtigt kons-

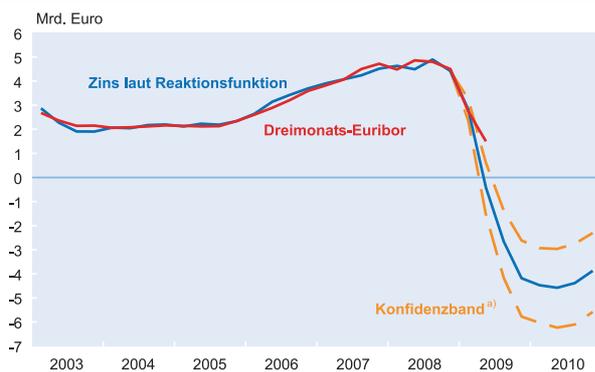
truktionsbedingt nicht die Existenz der Nullschanke für den Zins.<sup>62</sup>

Vor diesem Hintergrund können die Ergebnisse der Reaktionsfunktion nur als Hinweis dafür dienen, dass in der derzeitigen konjunkturellen Situation eine extrem expansive Geldpolitik angebracht und zu erwarten ist. Allerdings deuten die Aussagen verschiedener Mitglieder des EZB-Rats darauf hin, dass die EZB die maßgeblichen Leitzinsen auch angesichts der in den vergangenen Monaten dramatisch verschlechterten Konjunkturaussichten nicht in die Nähe von null senken wird.<sup>63</sup> Sie hält sich dabei zugute, dass sie eines ihrer gegenwärtig vorrangigen Ziele, nämlich den Interbankenmarkt anzuregen und dort für ein moderates Zinsniveau für Geschäfte mit längerer Fristigkeit zu sorgen, besser erreicht hat als andere Zentralbanken, die ihre Leitzinsen tiefer gesetzt haben.<sup>64</sup> Ein zu niedriger Leitzins würde laut EZB-Meinung offenbar die Funktionalität des Geldmarktes gefährden, etwa weil eine Reihe von Akteuren (etwa Geldmarktfonds) aus dem Markt gedrängt werden könnten.<sup>65</sup> Darüber hinaus fürchtet die EZB offenbar auch, durch ein Zinsniveau nahe null den Prozess der Bilanzbereinigung bei den Banken zu verzögern, weil diese weniger Anreize zu Bilanzverkürzungen haben, wenn sie permanent und unlimitiert Zugang zu Zentralbankgeld zur Refinanzierung zu sehr geringen Kosten haben.

Vor diesem Hintergrund gehen die Institute davon aus, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz bis Mitte des Jahres in einem weiteren Schritt auf 1% senken wird. Dagegen wird sie den Zinssatz für die Einlagenfazilität wohl bei 0,25% belassen<sup>66</sup> und damit den Korridor zwischen den Sätzen der Einlagenfazilität und der Spitzenrefinanzierungsfazilität wieder verkleinern. Darüber hinaus dürfte die EZB das Repertoire an außerordentlichen Maßnahmen in den kommenden Monaten ausweiten. Dazu wird wohl zuvorderst die weitere Ausdehnung von zusätzlichen Refinanzierungsge-

Abb. 5.10

**Inanspruchnahme der Einlagenfazilität<sup>a)</sup>**



Quellen: Europäische Zentralbank, Berechnungen der Institute.

<sup>61</sup> Im Herbst 2008 verschärfte sich die Finanzkrise dramatisch, ihr Beginn liegt im Sommer 2007. Eine Schätzung der Koeffizienten über einen Stützzeitraum bis zum zweiten Quartal 2007 bringt keine wesentlich anderen Ergebnisse als bis zum zweiten Quartal 2008.

<sup>62</sup> Darüber hinaus spricht in der gegenwärtigen Situation auch ein weiteres Argument dagegen, eine Zinsprognose auf Basis des historischen Verhaltens der EZB zu machen: Bis zum Ausbruch der Finanzkrise agierte die EZB im Umfeld eines funktionierenden Bankensektors. Seit Ausbruch der Finanzkrise ist der Transmissionsmechanismus gestört und die Beeinflussung der verschiedenen Zinssätze allein durch die Steuerung des Kurzfristzinses funktioniert nicht mehr in gewohnter Weise; daher ist anzunehmen, dass die EZB bei der Setzung des Kurzfristzinses auch nicht mehr in gleicher Weise auf die Veränderung der Produktionslücke und der Inflationserwartungen reagieren wird.

<sup>63</sup> Vgl. Trichet, J.-C., *Introductory statement with Q&A*, Frankfurt a.M., 2. April 2009, sowie J. Stark, *Economic prospects and the role of monetary policy in the current situation*, Luxemburg, 9. März 2009.

<sup>64</sup> Vgl. den Abschnitt »Exkurs: Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Finanzkrise«.

<sup>65</sup> Vgl. Bini Smaghi, L., *Three questions on monetary policy easing*, Ancona, 6. März 2009.

<sup>66</sup> »As regards the deposit rate, I think it would be fair to say that, at 0,25%, it is at an extremely low level, and I do not expect that we will make any change to this level in the period to come.« J.-C. Trichet (2009) a.a.O.

schäften gehören – sowohl im Hinblick auf das Volumen als auch die Länge der Laufzeit dieser Geschäfte. So dürfte sie den Banken in Kürze auch Zentralbankgeld für neun oder zwölf Monate zur Verfügung stellen, nachdem die maximale Laufzeit der Tendergeschäfte bislang bei sechs Monaten liegt. Auf diese Weise wird die EZB versuchen, die längerfristigen Zinsen direkt zu beeinflussen.

Diese zusätzlichen Maßnahmen sind zu begrüßen und dürften die Refinanzierungsbedingungen der Banken erleichtern und die Kreditvergabe anregen, weil sie es den Banken ermöglichen, die Fristigkeiten von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten kongruenter zu gestalten. In Anbetracht der hohen und persistenten Unterauslastung im Euroraum, die die hier vorgelegte Prognose impliziert, halten die Institute allerdings eine stärkere Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes auf 0,5% für geboten – nicht zuletzt, weil die vergangenen Monate gezeigt haben, dass die Zinssenkungen von den Banken zumindest teilweise an die Kreditnehmer weitergegeben wurden, und es nicht ersichtlich ist, warum dies bei der Reduzierung unter 1% qualitativ anders verlaufen sollte.

Darüber hinaus besteht für die EZB die Möglichkeit, Wertpapiere nicht mehr nur als Sicherheit bei Kreditgeschäften gegen Verpfändung zu akzeptieren, sondern sie direkt zu erwerben, wie es die US-Notenbank, die Bank von England und auch die Bank von Japan im Rahmen verschiedener unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmenpakete bereits praktizieren.<sup>67</sup> Dies würde der Realwirtschaft unter Umgehung des Bankensektors Zentralbankgeld zur Verfügung stellen, da die EZB bei der Auswahl ihrer Geschäftspartner für diese Transaktionen nicht eingeschränkt ist. Allerdings ist eine solche »quantitative Lockerung« nicht ohne Probleme. Zum einen scheint eine Umgehung des Bankensektors weniger erfolgversprechend als etwa in den angelsächsischen Ländern, denn der Finanzsektor ist im Euroraum anders als in den USA oder Großbritannien vom Bankgeschäft dominiert. Zudem könnte ein Ankauf von Staatsanleihen der Mitgliedsstaaten der Währungsunion dazu führen, dass die Unabhängigkeit der EZB von Marktteilnehmern in Frage gestellt werden würde. Auch würde dieser Schritt im Falle eines Zahlungsausfalls zu einem impliziten Bail-out führen, da die bei der EZB anfallenden Verluste anteilmäßig auf die Mitgliedsstaaten aufgeteilt würden. Beides könnte zu einem Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen führen. Beim Ankauf von Unternehmensanleihen würde die EZB eine Rolle als industriepolitischer Akteur einnehmen, da sie entscheiden müsste, welchen Sektoren oder Firmen sie Geld zur Verfügung stellen soll. Der Eingriff hätte auf jeden Fall Verzerrungen der Kapitalallokation zur Folge: Zum einen wür-

den vornehmlich Großunternehmen begünstigt, denn nur für diese fällt die Finanzierung über die Anleihenmärkte ins Gewicht. Zum anderen unterscheidet sich die Bedeutung der Finanzierung über den Kapitalmarkt in den Mitgliedsstaaten deutlich.

Dennoch sollten diese Optionen nicht von vorneherein verworfen werden. Denn wenn die Wahl besteht, entweder Wertpapiere zu erwerben oder eine Deflation in Kauf zu nehmen, stellt ersteres das kleinere Übel dar. Daher sollte dieses Mittel eingesetzt werden, wenn ein nachhaltiger Rückgang der Kreditvolumina oder Geldmengenaggregate im Euroraum auf anderem Wege nicht verhindert werden kann.

## Zur Finanzpolitik

Seit dem Herbst vergangenen Jahres wurden in einer großen Zahl von Ländern kreditfinanzierte Konjunkturprogramme beschlossen, um die Rezession abzufedern. Die Bundesregierung hat zwei Konjunkturpakete beschlossen. Trotz grundsätzlicher Bedenken, die gegen solche Stimulierungsprogramme vorzubringen sind, sind sie in der gegenwärtigen Situation vertretbar. Aufgrund der Probleme des Bankensektors dürfte die Geldpolitik in dieser Rezession nicht in der gewohnten Weise wirken.

Neben den Konjunkturprogrammen treten weitere Regelungen in Kraft, die die Konjunktur zusätzlich anregen dürften. Alles in allem ergibt sich gegenüber 2008 nach den Berechnungen der Institute ein fiskalischer Impuls von 32 Mrd. Euro (1,3% des Bruttoinlandsprodukts) in diesem und 42 Mrd. Euro (1,8%) im kommenden Jahr.<sup>68</sup> Die Finanzpolitik ist somit merklich expansiv ausgerichtet.

Angesichts der Stärke der dämpfenden Wirkungen, die von dem außerordentlich kräftigen Rückgang der weltwirtschaftlichen Produktion und dem Zusammenbruch des Welt Handels ausgehen, können Programme zur Stimulierung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage selbst in dieser Größenordnung die Rezession nur mildern, keinesfalls verhindern, zumal die fiskalischen Impulse nicht in vollem Umfang auf das Bruttoinlandsprodukt durchschlagen dürften. So dürften die kurzfristigen Fiskalmultiplikatoren in einer offenen Volkswirtschaft wie der deutschen relativ klein sein.<sup>69</sup> Schätzungen mit ökonomischen Modellen zeigen denn auch, dass aufgrund des Konjunkturpakets II (ohne die Aufstockung der »Abwrackprämie«) für dieses Jahr allenfalls eine um gut 0,5 Prozentpunkte höhere Veränderungsrate des

<sup>67</sup> Hierbei ist zu beachten, dass für derartige Maßnahmen der geldpolitische Rahmen der EZB nicht geändert werden müsste.

<sup>68</sup> Konjunkturprogramme in dieser Größenordnung hat es in Deutschland bislang nur einmal gegeben, nämlich 1967 mit 1,5% des BIP; Heilemann, U., H. Gebhardt und H.-D. von Loeffelholz, *Wirtschaftspolitische Chronik 1949–2002*, Lucius&Lucius, Stuttgart 2003

<sup>69</sup> OECD (2009), a.a.O., 107, 113, 138.

Bruttoinlandsprodukts zu erwarten ist, und für 2010 eine um 0,3 Prozentpunkte höhere.<sup>70</sup>

Im Großen und Ganzen sind viele der von der Bundesregierung beschlossenen Maßnahmen gleichwohl positiv zu beurteilen, zumal die zentralen Komponenten des zweiten Konjunkturpakets, die Steigerung der Investitionen sowie die Entlastungen bei Steuern und Sozialbeiträgen, nicht nur zu den aus konjunktureller Perspektive wünschenswerten Nachfrageimpulsen führen, sondern aufgrund der langfristig positiven Produktivitätseffekte und der Leistungsanreize zugleich das Wachstum fördern. Sie sind daher auch – wie vielfach empfohlen – mit den längerfristigen Zielen der Finanzpolitik kompatibel.

Allerdings werden die bereitgestellten Mittel wegen Implementierungs- und Verzögerungen nicht so rasch abfließen und produktionswirksam werden wie von der Bundesregierung intendiert; sie hatte angestrebt, dass etwa die Hälfte der bereitgestellten Mittel von 17,3 Mrd. Euro in diesem Jahr abgerufen wird. So kann die Bundesregierung zwar Mittel zur Steigerung der öffentlichen Investitionsausgaben in den Bereichen Infrastruktur, Umweltschutz und Bildung bereitstellen, doch werden diese wegen der erforderlichen Vorlaufzeit, die die Ausschreibungs- und Genehmigungsverfahren auch bei einem vereinfachten Vergabeverfahren nach sich ziehen, erst nach und nach abgerufen. Insofern ist das Timing der Maßnahmen problematisch, denn der Konjunkturreinbruch ist jetzt besonders stark, viele der Maßnahmen wirken aber erst im kommenden Jahr.

Zudem werden die für kommunale Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel häufig für Erhaltungsmaßnahmen eingesetzt, deren Wachstumswirkungen geringer sind als die von Projekten zum Ausbau der Infrastruktur, die aufwändigere Planungen voraussetzen. Die erhofften konjunkturellen Impulse dürften zudem dadurch gemindert werden, dass die Bauwirtschaft immer noch recht gut ausgelastet ist, so dass sie auf eine zusätzliche Nachfrage voraussichtlich mit Preisanhebungen reagiert, womit ein Teil des Impulses verpufft.

Öffentlichen Investitionen werden in der Literatur vielfach höhere Multiplikatoren zugeschrieben. Doch verdienen sie aufgrund der Umsetzungsprobleme keinen uneingeschränkt guten Ruf als schnell wirkende Konjunkturstimulanz. Bei Steuer- und Beitragsenkungen wird im Allgemeinen ein niedrigerer Multiplikator unterstellt.<sup>71</sup> Allerdings sind die Verzögerungen bei der Umsetzung gering, so dass die Nettoein-

kommen rasch steigen können. Die Gefahr, dass ein großer Teil der zusätzlich zur Verfügung stehenden Mittel gespart wird und damit die Nachfrage nicht ankurbelt, ist bei dauerhaft angelegten Senkungen geringer als bei einmaligen Steuergeschenken.

Eine positive Bewertung erfährt in der Politik und bisweilen auch in der Öffentlichkeit die Umweltprämie von 2 500 Euro, mit der Automobilbesitzer angeregt werden sollen, ihr mindestens neun Jahre altes Fahrzeug durch einen Neu- oder Jahreswagen zu ersetzen (daher zumeist »Abwrackprämie« genannt). Waren hierfür ursprünglich 1,5 Mrd. Euro vorgesehen, was den Ersatz von 600 000 PKW ermöglicht hätte, so wurde die Maßnahme angesichts der großen Nachfrage auf 5 Mrd. Euro aufgestockt. Allerdings darf aus einer großen Nachfrage keineswegs darauf geschlossen werden, dass es sich dabei um ein sinnvolles Programm handelt. Erstens generiert man mit dem Programm Mitnahme- und Vorzieheffekte, das heißt Autobesitzer werden angeregt, ohnehin geplante Käufe nun, in konjunkturell schwieriger Zeit zu tätigen. Nach Auslaufen des Programms dürfte dementsprechend die PKW-Nachfrage deutlich zurückgehen. Zweitens hat die einseitige Förderung eines Konsumgutes wohl beträchtliche Verdrängungseffekte zur Folge. Da Konsumenten in der Regel nur über begrenzte finanzielle Mittel verfügen, stehen die Teile des Einkommens und der Ersparnisse, die für den Kauf von PKW verwendet wird, nicht für andere Verwendungszwecke zur Verfügung.<sup>72</sup> Dadurch ist selbst der kurzfristige konjunkturelle Erfolg des Programms zweifelhaft, zumal ein großer Teil der zusätzlichen Nachfrage aus dem Ausland bedient wird. Drittens dürften aus der Prämie beträchtliche Verwerfungen am Automobilmarkt resultieren. So werden Produzenten von Kleinwagen erheblich stärker gefördert als solche von größeren Fahrzeugen. Auch sind die Gebrauchtwagenpreise gesunken, wodurch eine nicht geringe Zahl von Autobesitzern Vermögensverluste erlitt. Künftig dürften hingegen gebrauchte Fahrzeuge der Jahrgänge und Größenklassen, die derzeit in besonders großem

<sup>70</sup> Barabas, G. et al. (2009), a.a.O., S. 128–132. – Scheufele, R., »Konjunkturprogramme und ihre Wirkung: Eine Simulation mit dem makroökonomischen Modell des IWH«, *Wirtschaft im Wandel* (1), 2009, S. 4–7. – Horn, G. et al., »Höheres Tempo erforderlich. Zu den Wirkungen des Konjunkturpakets II«, *IMK Policy Brief*, Januar 2009.

<sup>71</sup> Neuere Studien aus den USA zeigen, dass die Multiplikatoren von Steuerensenkungen größer sein könnten als dies makroökonomische Modelle nahe legen. Vgl. Romer, D. und C.D. Romer, »The Macroeconomic Effect of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks«, *NBER Working Paper* 13264, 2007; Blanchard, O. und R. Perotti, »An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output«, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2002, S. 1329 ff.; Uhlig, H., »What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?«, *NBER Working Paper* 14551, 2007.

<sup>72</sup> Die »Abwrackprämie« senkt temporär den Preis für Neuwagen, und zwar auch relativ zu anderen Konsumgütern in der Gegenwart. Je stärker die »Abwrackprämie« die Haushalte veranlasst, auf den Kauf von anderen langlebigen Konsumgütern zu verzichten, um Autokäufe zu finanzieren, desto geringer ist die Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Schätzungen mit Hilfe eines *Almost Ideal Demand Systems* zeigen für Deutschland, dass es erhebliche Substitutionsbeziehungen gibt, etwa zwischen den Ausgaben für Verkehr und für Einrichtungsgegenstände (Kreuzpreiselastizität von 0,8). Die zusätzliche Nachfrage nach Neuwagen wird deshalb nur mit einem deutlichen Abschlag zu einer Erhöhung der privaten Konsumausgaben führen.

Maße verschrottet werden, knapp sein und daher teuer werden. Viertens sind die Konsequenzen für die Umwelt zweifelhaft, da der CO<sub>2</sub>-Ausstoß der heute zugelassenen Fahrzeuge häufig nur wenig geringer ist als der aus dem Verkehr gezogenen, aber auch Produktion und Verschrottung mit Energieaufwand verbunden sind. Schließlich besteht die Gefahr, dass angesichts der weltweit bestehenden Überkapazitäten strukturelle Anpassungsprozesse in der Automobilindustrie verschoben werden.

Die derzeit expansive Finanzpolitik ist mit einem kräftigen Anstieg der Haushaltsfehlbeträge verbunden. Die Finanzlage des Staates wird sich in diesem und dem kommenden Jahr erheblich verschlechtern. Die Defizitquote dürfte in diesem Jahr auf 3,7% hochschnellen und im kommenden Jahr sogar 5,5% erreichen. Sie wird damit ebenso wie die Staatschuldenquote die im Vertrag von Maastricht vorgesehenen Höchstwerte deutlich überschreiten. Dies lässt sich zwar rechtfertigen, da im laufenden Jahr ein ungewöhnlich starker Konjunkturerinbruch vorliegt, der im kommenden Jahr noch nachwirkt. Für eine solche Situation ist nach dem reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt ein vorübergehendes Überschreiten der 3% Grenze zulässig. Auf mittlere Sicht muss das strukturelle Defizit aber wieder abgebaut werden.

Dies ergibt sich nicht nur aus den Verpflichtungen des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts. Zudem könnten, bleibt die Staatsverschuldung nicht unter Kontrolle, Konsumenten und Investoren Steuererhöhungen antizipieren und deshalb ihre Ausgaben einschränken. Bleibt die Verschuldung hoch, dann steigt das Zinsniveau und die Investitionstätigkeit wird beeinträchtigt.

Ein steigender Schuldenstand engt aufgrund der damit verbundenen Zinsverpflichtungen den budgetären Handlungsspielraum für eine zukunftsorientierte Haushaltspolitik ein. Zudem unterliegen Staaten bei der Schuldenaufnahme durchaus Restriktionen. So führen höhere Staatsschulden tendenziell zu einem höheren Zinsniveau und damit zu schlechteren Finanzierungsbedingungen. In einigen Ländern des Euroraums, die hohe – explizite oder implizite – Schulden angehäuft haben, werden solche Grenzen bereits erkennbar. So sind die Renditen auf irische und

griechische Staatsanleihen im Zuge der Finanzkrise bereits kräftig gestiegen.

Wie auch immer ein Abbau des strukturellen Defizits im kommenden Aufschwung erreicht werden soll, ob durch höhere Steuern und Beiträge oder durch einen moderaten Ausgabenpfad: Je höher die Schulden durch diskretionäre Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur heute aufgehäuft werden, desto stärker sind die dämpfenden Wirkungen, die künftig von der Finanzpolitik ausgehen dürften. Dies gilt umso mehr, als schon allein der Wegfall von Stimulierungsmaßnahmen den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts dämpft. Um dies zu veranschaulichen, haben die Institute Simulationsrechnungen mit makroökonomischen Modellen für die Zeit nach Auslaufen des Konjunkturprogramms II durchgeführt. Darin wurde bezüglich der Finanzpolitik angenommen, dass sich die Öffentliche Hand nach dem Schub durch die Konjunkturpakete bei ihren Investitionen zurückhält.<sup>73</sup> Da das Programm eine Senkung der Beitragssätze enthält, wurde zudem eine vorübergehende Erhöhung der Beitragssätze zur Gesetzlichen Kranken- und zur Arbeitslosenversicherung unterstellt. Die im Konjunkturpaket II eingeführte Senkung der Einkommensteuer wurde hingegen im Prognosezeitraum beibehalten. Bereits bei diesen nicht sehr ehrgeizigen Annahmen – Maßnahmen zum Abbau des strukturellen Defizits wurden nicht einmal unterstellt – wäre der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts 2011 um 0,9 (IWH-Modell) bzw. 1,1 Prozentpunkte (RWI/IHS Mittelfristmodell) niedriger als bei einer unveränderten Finanzpolitik (vgl. Tab. 5.1).

Da sich die wirtschaftliche Abwärtsbewegung fortsetzt, wird verschiedentlich der Ruf laut, ein weiteres Konjunkturpaket aufzulegen. Insbesondere international stehen die europäischen Länder vielfach in der Kritik, zu geringe fiskalische Mittel zu mobilisieren, um den gegenwärtigen Abschwung zu bremsen oder sogar zu beenden.<sup>74</sup> Insbesondere von

<sup>73</sup> Dies ist keineswegs eine von den Instituten präferierte Konsolidierungsstrategie. Jedoch liegt es zum einen nahe, dass es auch bei der Förderung öffentlicher Investitionen einen Vorzieheffekt gibt. Zum anderen entspricht es den Erfahrungen der Vergangenheit, dass die Investitionen als der kurzfristig am ehesten disponible Teil der öffentlichen Budgets eine hohe »Konsolidierungslast« zu tragen haben.

<sup>74</sup> OECD (2009), a.a.O.; Deroose, S. et al., »Constricted, lame and pro-cyclical? Fiscal Policy in the Euro Area revisited«, *European Economy, Economic Papers* 353, 2008.

**Tab. 5.1**  
**Die Wirkungen ausgewählter Maßnahmen des Konjunkturpakets II und etwaiger Maßnahmen zur Gegenfinanzierung in der kurzen und mittleren Frist**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Vorgaben (als absolute Abweichungen zum Basisszenario)</b>					
Direkte Steuern, in Mrd. Euro	-3,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0
Transfers, in Mrd. Euro	1,95	0,3	0,3	0,3	0,3
Beitragssatz zur Krankenversicherung in %	-0,3	-0,6	0,6	0,3	0,0
Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung in %	0	-0,1	0,1	0	0
Öffentliche Investitionen, in Mrd. Euro	6	12	-1,7	-4	-4
<b>Ergebnisse</b>					
<b>Bruttoinlandsprodukt in Differenzen der Wachstumsraten</b>					
IWH	0,5	0,6	-0,9	-0,2	0,0
RWI-IHS	0,5	0,3	-1,1	0,1	0,2

Quelle: Berechnungen der Institute.

Deutschland wird gefordert, mehr zu tun, da es aufgrund seiner günstigen finanzwirtschaftlichen Ausgangslage über größere budgetäre Spielräume verfüge als andere Länder. Die Größe von Stimulierungspaketen lässt sich freilich international nur schwer vergleichen. Zum einen enthalten die Konjunkturprogramme der einzelnen Länder in unterschiedlichem Maße Maßnahmen, die ohnehin anstanden und nicht konjunkturell motiviert sind. Zum anderen werden häufig nur die diskretionären Maßnahmen berücksichtigt, die als Reaktion auf die Krise in Gang gesetzt wurden. Andere Maßnahmen, wie die Reform der Unternehmensbesteuerung, die Senkung des Beitrags zur Arbeitslosenversicherung, die Wiedereinführung der alten Pendlerpauschale und verbesserte Abzugsfähigkeit von Beiträgen zur Kranken- und zur Pflegeversicherung, werden im Fall Deutschlands zum Beispiel nicht erfasst; dadurch werden die konjunkturellen Impulse unterzeichnet. Vor allem aber muss man ins Bild nehmen, dass nicht nur diskretionäre Maßnahmen, sondern auch die automatischen Stabilisatoren auf die Konjunktur wirken. Diese sind in Ländern mit einem progressiven Steuersystem und großzügigen Sozialleistungen größer als in anderen Ländern. Einer Faustregel zufolge vergrößert sich in Deutschland das Budgetdefizit um etwa 0,5 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, wenn sich die (negative) Produktionslücke um einen Prozentpunkt vergrößert, in den USA hingegen nur um reichlich 0,3 Prozentpunkte.<sup>75</sup> Insofern müssten die USA ein größeres Konjunkturprogramm auflegen als Deutschland, um die gleiche Gesamtwirkung aus diskretionären Maßnahmen und automatischen Stabilisatoren zu erzielen.

Bei der hier prognostizierten konjunkturellen Entwicklung und der deutlich expansiven Finanzpolitik ist nach Einschätzung der Institute kein weiteres Konjunkturprogramm erforderlich. Vielmehr sollte die Wirtschaftspolitik nun mit Priorität die immer noch beträchtlichen Probleme im Finanzsektor angehen. So lange dieser gestört ist, dürfte es kaum zu einer dauerhaften Erholung kommen. Gelingt es, dort die Lage zu entspannen, dürfte auch die expansive Geldpolitik stärker wirken und die Konjunktur zusätzlich stimulieren. Ohnehin ist fraglich, ob weitere fiskalische Impulse rechtzeitig und zielgerichtet wirken können. Legt man das Konjunkturprofil der Prognose der Institute zugrunde, so besteht angesichts der Entscheidungs-, Umsetzungs- und Wirkungsverzögerungen neuer Maßnahmen die Gefahr, dass sie erst zum Ende des Prognosezeitraums und damit prozyklisch wirken würden. Zudem sind die Kosten einer Konjunkturankurbelung »um jeden Preis« beachtlich. Die öffentliche Verschuldung würde noch stärker zunehmen, und mittelfristig wären noch umfassendere Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich, was dann einen noch restriktiveren Kurs erfordern und damit die Wachstumsperspektiven beeinträchtigen würde.

Sollte sich die Abwärtsbewegung der Konjunktur entgegen der Prognose der Institute allerdings mit unvermindertem Tempo fortsetzen, etwa weil es nicht gelingt, die Lage im Finanzsektor zu verbessern, so dass die Wirksamkeit der Geldpolitik gestört bleibt, müsste die Finanzpolitik im Policy-Mix eine größere Rolle spielen.

Da die Konjunktur 2010 noch schwach bleiben dürfte, sollten die automatischen Stabilisatoren auch im kommenden Jahr uneingeschränkt wirken können. Die sich in der Gesetzlichen Kranken-, der Renten- und der Arbeitslosenversicherung abzeichnenden beträchtlichen Haushaltsfehlbeträge sollten nicht durch Einsparungen oder eine Steigerung der Sozialbeiträge begrenzt werden, sondern durch Zuschüsse oder Darlehen des Bundes gedeckt werden, da ansonsten die Bemühungen zur Stabilisierung der Konjunktur konterkariert würden.

Allerdings ist vor Überreaktionen auf die steigende Staatsverschuldung zu warnen. Es ist aus der Sicht der Institute nicht erforderlich, dass die Staatsverschuldung absolut zurückgeht, vielmehr sollte sie in Relation zur Wirtschaftsleistung sinken, womit sie eher tragbar würde. Bei einem über den Konjunkturzyklus hinweg annähernd ausgeglichenen Budget würde die Staatsschuldenquote nach ihrem erheblichen Anstieg in diesem und dem kommenden Jahr in den Folgejahren kräftig sinken – bei einer Defizitquote von 0,35%, die bei Einführung einer Schuldenbremse vorgesehen ist, und dem von der Bundesregierung mittelfristig erwarteten Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukt von 3½% beispielsweise von 74% im Jahr 2010 auf 55% im Jahr 2020.

Anhang:

### **Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Deutschland**

<sup>75</sup> OECD (2009), a.a.O., S. 120.

Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland  
Vorausschätzung für die Jahre 2009 und 2010

	2008	2009	2010	2009		2010	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

1. Entstehung des Inlandsprodukts

Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Erwerbstätige	1,4	- 1,3	- 2,8	- 0,4	- 2,2	- 3,1	- 2,5
Arbeitszeit, arbeitstätig	- 1,0	- 3,4	0,4	- 2,5	- 4,3	- 0,5	1,2
Arbeitstage	0,9	- 0,1	0,5	- 1,7	1,3	0,6	0,4
Arbeitsvolumen, kalendermonatlich	1,3	- 4,8	- 2,0	- 4,5	- 5,1	- 3,0	- 1,0
Produktivität <sup>1</sup>	0,0	- 1,3	1,6	- 2,9	0,3	2,5	0,7
<b>Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt</b>	<b>1,3</b>	<b>- 6,0</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 7,2</b>	<b>- 4,8</b>	<b>- 0,6</b>	<b>- 0,3</b>

2. Verwendung des Inlandsprodukts in jeweiligen Preisen

a) Mrd. EUR

Konsumausgaben	1 854,3	1 883,7	1 882,8	912,7	971,0	917,3	965,6
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 402,3	1 410,0	1 393,3	684,7	725,3	681,5	711,9
Staat	452,0	473,7	489,5	228,0	245,7	235,8	253,7
Anlageinvestitionen	478,7	437,4	440,8	209,0	228,3	207,8	233,0
Ausrüstungen	199,0	163,8	158,9	80,4	83,4	74,6	84,3
Bauten	251,3	245,5	254,0	115,0	130,5	119,7	134,3
Sonstige Anlageinvestitionen	28,4	28,1	27,9	13,6	14,4	13,5	14,4
Vorratsveränderung <sup>3</sup>	2,0	24,9	15,4	23,7	1,2	18,4	- 3,0
Inländische Verwendung	2 334,9	2 346,0	2 339,1	1 145,4	1 200,6	1 143,6	1 195,5
Außenbeitrag	157,1	66,0	74,8	38,0	28,0	38,1	36,7
Exporte	1 177,1	890,0	910,2	445,4	444,5	442,3	468,0
Importe	1 020,1	823,9	835,5	407,4	416,5	404,2	431,3
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 492,0</b>	<b>2 412,0</b>	<b>2 413,8</b>	<b>1 183,4</b>	<b>1 228,7</b>	<b>1 181,6</b>	<b>1 232,2</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Konsumausgaben	2,5	1,6	0,0	1,3	1,9	0,5	- 0,6
Private Haushalte <sup>2</sup>	2,1	0,6	- 1,2	0,1	0,9	- 0,5	- 1,9
Staat	3,8	4,8	3,3	4,7	4,8	3,4	3,2
Anlageinvestitionen	5,6	- 8,6	0,8	- 9,6	- 7,7	- 0,6	2,0
Ausrüstungen	5,1	- 17,7	- 3,0	- 17,0	- 18,3	- 7,2	1,0
Bauten	6,3	- 2,3	3,5	- 4,9	0,1	4,1	2,9
Sonstige Anlageinvestitionen	2,6	- 1,3	- 0,4	0,6	- 3,0	- 0,9	0,0
Inländische Verwendung	3,7	0,5	- 0,3	0,8	0,1	- 0,2	- 0,4
Exporte	3,5	- 24,4	2,3	- 25,4	- 23,3	- 0,7	5,3
Importe	5,6	- 19,2	1,4	- 18,5	- 19,9	- 0,8	3,5
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2,9</b>	<b>- 3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>- 4,1</b>	<b>- 2,4</b>	<b>- 0,2</b>	<b>0,3</b>

3. Verwendung des Inlandsprodukts, verkettete Volumenangaben (Referenzjahr 2000)

a) Mrd. EUR

Konsumausgaben	1 657,9	1 670,8	1 664,4	814,2	856,6	815,7	848,6
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 238,8	1 242,3	1 227,6	604,2	638,1	601,3	626,3
Staat	419,6	429,2	437,8	210,5	218,8	214,9	222,9
Anlageinvestitionen	472,3	431,0	432,9	205,5	225,5	203,8	229,1
Ausrüstungen	222,0	185,5	181,7	90,3	95,2	84,8	96,9
Bauten	219,3	210,8	214,9	98,9	111,9	101,6	113,3
Sonstige Anlageinvestitionen	34,9	35,6	36,3	17,1	18,4	17,4	18,9
Inländische Verwendung	2 114,2	2 096,4	2 081,3	1 029,7	1 066,7	1 023,4	1 057,9
Exporte	1 156,2	894,9	916,6	446,7	448,2	445,7	470,9
Importe	999,4	866,1	882,5	427,1	439,0	425,9	456,5
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 270,8</b>	<b>2 134,4</b>	<b>2 124,8</b>	<b>1 053,5</b>	<b>1 081,0</b>	<b>1 047,1</b>	<b>1 077,7</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Konsumausgaben	0,4	0,8	- 0,4	0,3	1,3	0,2	- 0,9
Private Haushalte <sup>2</sup>	- 0,1	0,3	- 1,2	- 0,4	0,9	- 0,5	- 1,9
Staat	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,1	1,9
Anlageinvestitionen	4,4	- 8,7	0,4	- 10,0	- 7,5	- 0,8	1,6
Ausrüstungen	5,9	- 16,4	- 2,1	- 15,8	- 17,0	- 6,2	1,8
Bauten	3,0	- 3,9	1,9	- 7,0	- 0,9	2,7	1,3
Sonstige Anlageinvestitionen	6,6	2,0	2,0	4,4	- 0,1	1,5	2,4
Inländische Verwendung	1,7	- 0,8	- 0,7	- 0,7	- 1,0	- 0,6	- 0,8
Exporte	2,7	- 22,6	2,4	- 23,9	- 21,3	- 0,2	5,1
Importe	4,0	- 13,3	1,9	- 12,3	- 14,4	- 0,3	4,0
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>1,3</b>	<b>- 6,0</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 7,2</b>	<b>- 4,8</b>	<b>- 0,6</b>	<b>- 0,3</b>

## noch: Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2009 und 2010

	2008	2009	2010	2009		2010	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.
<b>4. Preisniveau der Verwendungsseite des Inlandsprodukts (2000=100)</b>							
Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	2,2	0,3	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Konsumausgaben des Staates	1,7	2,4	1,3	2,5	2,4	1,3	1,3
Anlageinvestitionen	1,1	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,2	0,4
Ausrüstungen	-0,8	-1,5	-1,0	-1,3	-1,6	-1,1	-0,8
Bauten	3,2	1,6	1,5	2,3	0,9	1,4	1,6
Exporte	0,8	-2,3	-0,1	-2,0	-2,6	-0,5	0,2
Importe	1,5	-6,8	-0,5	-7,1	-6,5	-0,5	-0,4
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>1,5</b>	<b>3,0</b>	<b>0,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>

**5. Einkommensentstehung und -verteilung**

a) Mrd.EUR

Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	1 822,3	1 778,2	1 737,1	879,3	898,9	857,5	879,5
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	230,0	224,6	220,3	110,5	114,0	107,3	113,1
Bruttolöhne und -gehälter	995,8	960,1	941,2	461,3	498,9	449,1	492,1
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	596,5	593,5	575,5	307,5	286,0	301,1	274,4
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	343,2	300,9	331,7	126,9	174,0	140,2	191,4
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>2 165,5</b>	<b>2 079,1</b>	<b>2 068,7</b>	<b>1 006,2</b>	<b>1 072,9</b>	<b>997,8</b>	<b>1 070,9</b>
Abschreibungen	363,1	368,6	377,8	185,3	183,2	190,0	187,8
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>2 528,6</b>	<b>2 447,6</b>	<b>2 446,5</b>	<b>1 191,5</b>	<b>1 256,1</b>	<b>1 187,7</b>	<b>1 258,8</b>
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	1 880,2	1 796,2	1 787,3	864,2	932,0	857,3	930,0
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	654,3	611,5	625,8	292,4	319,1	300,9	324,9
Arbeitnehmerentgelt	1 225,8	1 184,7	1 161,5	571,8	612,9	556,4	605,1

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	3,5	-2,4	-2,3	-1,8	-3,0	-2,5	-2,2
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	2,1	-2,4	-1,9	-0,4	-4,3	-2,9	-0,9
Bruttolöhne und -gehälter	3,9	-3,6	-2,0	-2,2	-4,9	-2,6	-1,4
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	2,3	-2,3	1,1	-1,8	-2,7	0,7	1,4
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	3,3	-0,5	-3,0	-1,7	0,9	-2,1	-4,1
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	-0,3	-12,3	10,2	-22,7	-2,8	10,5	10,0
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>2,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>
Abschreibungen	1,2	1,5	2,5	1,5	1,5	2,5	2,5
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	2,9	-4,5	-0,5	-5,8	-3,2	-0,8	-0,2
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	1,7	-6,5	2,3	-12,7	-0,1	2,9	1,8
Arbeitnehmerentgelt	3,6	-3,4	-2,0	-1,8	-4,8	-2,7	-1,3

**6. Einkommen und Einkommensverwendung der privaten Haushalte <sup>2</sup>**

a) Mrd.EUR

Masseneinkommen	1 017,4	1 017,3	1 021,9	492,3	525,0	496,3	525,6
Nettolöhne und -gehälter	642,5	624,3	620,0	295,4	328,9	293,9	326,1
Monetäre Sozialleistungen	452,3	473,3	486,7	236,6	236,6	244,4	242,3
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	77,4	80,3	84,9	39,7	40,6	42,0	42,9
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	596,5	593,5	575,5	307,5	286,0	301,1	274,4
Sonstige Transfers (Saldo) <sup>5</sup>	-61,5	-55,1	-54,8	-29,8	-25,2	-30,3	-24,5
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>1 552,4</b>	<b>1 555,8</b>	<b>1 542,5</b>	<b>770,0</b>	<b>785,8</b>	<b>767,1</b>	<b>775,4</b>
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	31,4	34,5	35,8	17,0	17,5	18,0	17,8
Konsumausgaben	1 402,3	1 410,0	1 393,3	684,7	725,3	681,5	711,9
Sparen	181,5	180,2	184,9	102,3	77,9	103,6	81,3
Sparquote (%) <sup>6</sup>	11,5	11,3	11,7	13,0	9,7	13,2	10,2

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Masseneinkommen	2,1	0,0	0,4	0,7	-0,6	0,8	0,1
Nettolöhne und -gehälter	3,1	-2,8	-0,7	-1,9	-3,7	-0,5	-0,9
Monetäre Sozialleistungen	0,7	4,6	2,8	4,4	4,9	3,3	2,4
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	0,8	3,8	5,7	2,6	4,9	5,8	5,6
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	3,3	-0,5	-3,0	-1,7	0,9	-2,1	-4,1
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>2,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>
Konsumausgaben	2,1	0,6	-1,2	0,1	0,9	-0,5	-1,9
Sparen	8,6	-0,7	2,6	1,0	-3,0	1,3	4,3

**noch: Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland**

Vorausschätzung für die Jahre 2009 und 2010

	2008	2009	2010	2009		2010	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

**7. Einnahmen und Ausgaben des Staates <sup>7</sup>**

a) Mrd.EUR

<b>Einnahmen</b>							
Steuern	593,2	574,6	562,7	291,8	282,9	282,9	279,8
Sozialbeiträge	407,8	400,2	396,1	197,3	202,8	193,2	202,9
Vermögenseinkommen	18,4	19,4	16,0	13,0	6,4	10,0	6,0
Sonstige Transfers	14,0	14,2	15,1	6,8	7,4	7,3	7,9
Vermögenstransfers	10,2	10,3	10,5	5,3	5,0	5,4	5,1
Verkäufe	47,1	48,0	48,6	23,0	25,1	23,2	25,4
Sonstige Subventionen	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Insgesamt</b>	<b>1 091,1</b>	<b>1 067,1</b>	<b>1 049,4</b>	<b>537,3</b>	<b>529,8</b>	<b>522,1</b>	<b>527,3</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	293,0	309,8	321,9	148,7	161,1	154,6	167,3
Arbeitnehmerentgelt	171,5	176,5	179,5	84,5	92,0	86,0	93,5
Vermögenseinkommen (Zinsen)	69,0	70,5	74,0	35,2	35,3	36,6	37,4
Subventionen	27,4	29,6	29,6	14,0	15,6	14,0	15,6
Monetäre Sozialleistungen	421,2	442,0	455,0	221,0	220,9	228,6	226,4
Sonstige laufende Transfers	40,2	43,3	46,3	22,5	20,8	23,6	22,7
Vermögenstransfers	35,6	44,0	28,5	24,0	20,0	14,0	14,5
Bruttoinvestitionen	38,0	42,1	48,5	17,0	25,1	21,4	27,1
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	- 1,4	- 1,4	- 1,4	- 0,6	- 0,8	- 0,6	- 0,8
<b>Insgesamt</b>	<b>1 094,4</b>	<b>1 156,3</b>	<b>1 182,0</b>	<b>566,3</b>	<b>590,0</b>	<b>578,3</b>	<b>603,7</b>
<b>Finanzierungssaldo</b>	<b>- 3,3</b>	<b>- 89,2</b>	<b>- 132,5</b>	<b>- 29,0</b>	<b>- 60,2</b>	<b>- 56,1</b>	<b>- 76,4</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

<b>Einnahmen</b>							
Steuern	2,9	- 3,1	- 2,1	- 2,1	- 4,2	- 3,0	- 1,1
Sozialbeiträge	2,0	- 1,9	- 1,0	0,1	- 3,7	- 2,1	0,0
Vermögenseinkommen	2,2	5,3	- 17,3	10,7	- 4,2	- 22,8	- 6,3
Sonstige Transfers	0,7	1,8	6,3	- 5,9	10,1	6,6	6,1
Vermögenstransfers	- 5,9	0,8	1,9	- 3,6	5,9	1,9	2,0
Verkäufe	0,9	2,0	1,3	2,0	2,0	1,1	1,4
Sonstige Subventionen	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>2,4</b>	<b>- 2,2</b>	<b>- 1,7</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 3,5</b>	<b>- 2,8</b>	<b>- 0,5</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	4,5	5,7	3,9	5,5	6,0	4,0	3,8
Arbeitnehmerentgelt	2,1	2,9	1,7	3,2	2,7	1,8	1,6
Vermögenseinkommen (Zinsen)	2,4	2,2	5,0	1,8	2,6	4,0	5,9
Subventionen	1,1	8,0	0,0	8,4	7,7	0,0	0,0
Monetäre Sozialleistungen	0,7	4,9	3,0	4,6	5,2	3,4	2,5
Sonstige laufende Transfers	10,6	7,6	7,1	10,7	4,3	4,9	9,4
Vermögenstransfers	- 7,6	23,6	- 35,2	37,5	10,3	- 41,7	- 27,5
Bruttoinvestitionen	6,7	10,8	15,2	0,8	18,8	26,1	7,8
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>2,3</b>	<b>5,7</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>

<sup>1</sup> Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde.

<sup>2</sup> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

<sup>3</sup> Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

<sup>4</sup> Selbständigeneinkommen/Betriebsüberschuß sowie empfangene abzüglich geleistete Vermögenseinkommen.

<sup>5</sup> Empfangene abzüglich geleistete sonstige Transfers.

<sup>6</sup> Sparen in % des verfügbaren Einkommens (einschließlich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

<sup>7</sup> Gebietskörperschaften und Sozialversicherung.

<sup>8</sup> Einschließlich sozialer Sachleistungen und sonstiger Produktionsabgaben.

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute;  
2009 und 2010: Prognose der Institute.