

Boysen-Hogrefe, Jens et al.

**Working Paper**

## Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 470/471

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Boysen-Hogrefe, Jens et al. (2010) : Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 470/471, ISBN 3894563109, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/30339>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# *Kieler* **Diskussionsbeiträge**



## **Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009**

**Nr. 470/471 | Januar 2010**

**Institut für Weltwirtschaft Kiel**

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

**KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE**

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

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

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: [harmen.lehment@ifw-kiel.de](mailto:harmen.lehment@ifw-kiel.de)

**ISSN 0455-0420**

**ISBN 3-89456-310-9**

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2010.

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

# Inhalt

---

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik 3

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

|                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Kasten 1: Zur Expansionsschwelle des Einkaufsmanagerindex in den Vereinigten Staaten | 12 |
| Kasten 2: Die Rolle des Lagerzyklus für Aufschwünge in den Vereinigten Staaten       | 15 |
| Kasten 3: Kreditimpuls in ausgewählten Ländern Europas                               | 24 |

## Aufschwung lässt auf sich warten 39

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

|                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------|----|
| Kasten 1: Kräftiger Anstieg von M1: Vorbote für einen kräftigen Aufschwung? | 41 |
| Kasten 2: Zur Expansionsschwelle der ifo-Exporterwartungen                  | 50 |
| Kasten 3: Entwicklung der trendmäßigen Inflationsrate                       | 55 |

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

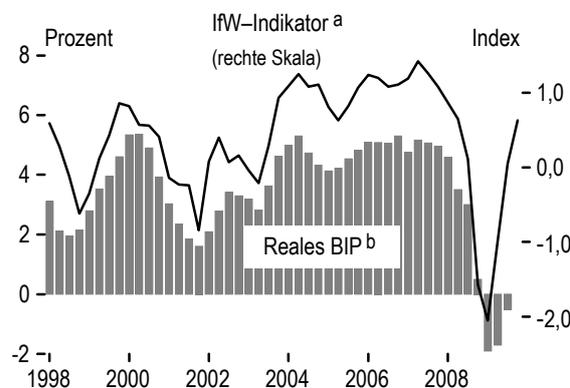
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van Roye und Joachim Scheide

### Zusammenfassung:

Die Weltwirtschaft expandiert seit dem Frühjahr 2009 wieder. Die Erholung von der schweren Rezession dürfte sich in den kommenden beiden Jahren fortsetzen. Allerdings bleibt die Weltkonjunktur vorerst gespalten. Während die Produktion in den Schwellenländern recht kräftig zulegen dürfte, fasst die Konjunktur in den Industrieländern aufgrund der Anpassungsprozesse im Gefolge der Finanzkrise nur zögerlich Tritt. Vor allem wegen einer höheren Dynamik in den Schwellenländern haben wir unsere Prognose für den Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts seit September spürbar – um 0,2 Prozentpunkte für 2009 und 0,8 Prozentpunkte für 2010 – nach oben revidiert. Wir rechnen nun damit, dass die Weltproduktion im kommenden Jahr um 3,6 Prozent zulegt, nach einem Rückgang um 1 Prozent in diesem Jahr. 2011 wird sich der Anstieg nochmals leicht auf 3,9 Prozent beschleunigen.

Nach dem dramatischen Rückgang der weltwirtschaftlichen Aktivität im Gefolge der Finanzkrise, der die letzten Monate des Jahres 2008 und den Beginn des Jahres 2009 geprägt hatte, befindet sich die Weltkonjunktur seit dem Frühjahr 2009 auf Erholungskurs. Durch rasche und umfangreiche Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors sowie eine stark expansive Geld- und Finanzpolitik wurden ein Kollaps des Weltfinanzsystems verhindert und die Basis für eine Erholung von Produktion und Handel gelegt. Die Weltproduktion lag zwar im dritten Quartal immer noch unter ihrem Niveau ein Jahr zuvor (Abbildung 1), und für das Gesamtjahr 2009 wird sich zum ersten Mal seit 1946 ein Rückgang des globalen Bruttoinlandsprodukts ergeben, der sich auf 1 Prozent belaufen dürfte. Im Vergleich zum Vorquartal hat die Weltproduktion aber wohl bereits im zweiten Quartal wieder zugenommen, im dritten Quartal ist sie nach unseren Berechnungen sogar mit einer laufenden Jahresrate von rund 4 Prozent gestiegen. Der auf Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern basierende IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität erreichte seinen Tiefpunkt im ersten Quartal 2009 und signalisiert eine weitere Erholung; er befand sich zuletzt bereits wieder auf einem Niveau, das ähnlich hoch lag wie während des Aufschwungs 1999/2000.

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2009

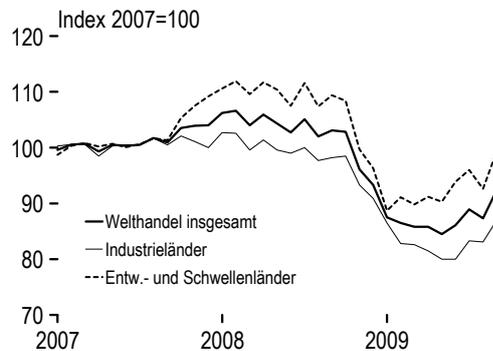


<sup>a</sup>Auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr; 3. Quartal 2009 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2009a); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Auch der Welthandel ist seit der Jahresmitte 2009 wieder deutlich aufwärts gerichtet (Abbildung 2). Trotz zeitweise ausgesprochen kräftiger Zuwächse ist er von seinem Vorkrisenniveau freilich noch weit entfernt, war doch der Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09 außergewöhnlich scharf. Allein in den drei Monaten von November 2008 bis Januar 2009 belief sich der Rückgang des Welthandelsvolumens nach den Zahlen des *CPB World Trade Monitor* auf nicht weniger als 17 Prozent; er war damit stärker als während des ersten Jahres der Weltwirtschaftskrise 1929/30.

Abbildung 2:  
Realer Welthandel 2007–2009



Quelle: CPB (2009).

### *Weltwirtschaftliche Belebung ausgehend von den Schwellenländern*

Der Einbruch der Weltkonjunktur im Herbst 2008 war auch deshalb so scharf, weil er in nahezu allen Regionen gleichzeitig erfolgte. Die noch im Oktober vorigen Jahres vorherrschende Einschätzung, dass die Schwellenländer sich aufgrund zumeist solider Finanzsektoren und allgemein günstiger Fundamentalfaktoren insgesamt als robust gegenüber einer zu erwartenden Rezession in den Industrieländern erweisen würden, bestätigte sich nicht. Vielmehr fiel die gesamtwirtschaftliche Produktion in zahlreichen Schwellenländern um die Jahreswende 2008/09 sogar noch rascher als in den Industrieländern, vor allem aufgrund der

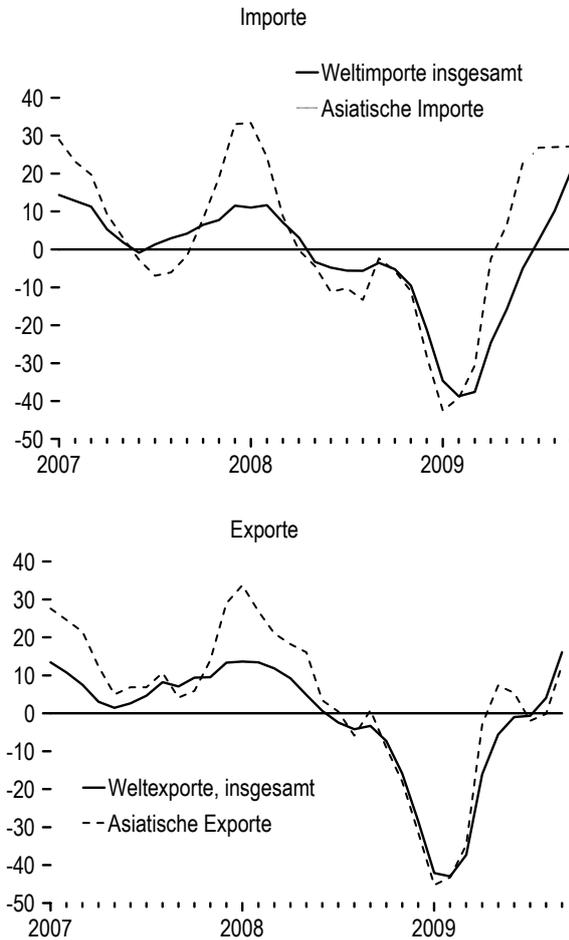
Übertragung über den Welthandel, der in einem bis dahin noch nicht verzeichneten Tempo zurückging.

Die konjunkturelle Erholung bietet demgegenüber ein differenzierteres Bild. Sehr früh begann vor allem die Produktion in den asiatischen Schwellenländern mit China als Kern wieder zu expandieren. Hier gelang es den Regierungen, durch umfangreiche Konjunkturprogramme sowie eine expansive Geldpolitik bereits in den ersten Monaten des Jahres der Wirtschaft Impulse zu geben. Der konjunkturelle Vorlauf der asiatischen Länder zeigt sich deutlich in der Importentwicklung im Vergleich zu den Weltimporten insgesamt (Abbildung 3). Während die annualisierte Veränderungsrate über die jeweils letzten drei Monate im Fall der asiatischen Schwellenländer bereits im April dieses Jahres wieder positiv wurde, war dies für die Welt insgesamt erst im Juli der Fall. Demgegenüber zeigt sich bei den Exporten für die asiatischen Schwellenländer kein wesentlich anderes Profil als für die Welt insgesamt, was darauf schließen lässt, dass von der Nachfrage in Asien im Frühjahr ein Impuls für die Weltkonjunktur ausging.

Im weiteren Verlauf des Jahres weiteten sich die Aufschwungstendenzen auf mehr und mehr Länder aus. Im zweiten Quartal nahm das reale Bruttoinlandsprodukt bereits in einer Reihe von Ländern zu, in anderen schrumpfte es allerdings zum Teil noch recht kräftig. Im dritten Quartal gab es kaum noch Länder, deren Wirtschaft noch nicht expandierte. Hinsichtlich Zeitpunkt und Stärke der Erholung sind die Länder begünstigt, in denen die Belebung der Binnennachfrage nicht durch die Korrektur von Ungleichgewichten behindert wird. Auch gibt es erhebliche Unterschiede im Ausmaß der wirtschaftspolitischen Impulse. Eine beachtliche Dynamik entwickelte die Wirtschaft vor allem in vielen Schwellenländern. Aber auch in den Industrieländern nahm das Bruttoinlandsprodukt zuletzt beinahe überall zu; in den G7-Ländern stieg es im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von knapp 2 Prozent (Abbildung 4).

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

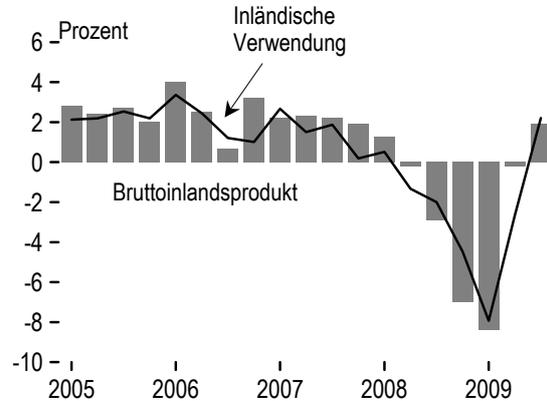
Abbildung 3:  
Entwicklung des Handelsvolumens: Importe<sup>a</sup> und Exporte<sup>b</sup>  
2007–2009



<sup>a</sup>Warenhandel; gleitender 3 Monatsdurchschnitt. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem vorherigen Dreimonatszeitraum auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: CPB (2009).

Abbildung 4:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2005–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2009a); eigene Berechnungen.

### Krisensymptome an den Finanzmärkten haben sich zurückgebildet

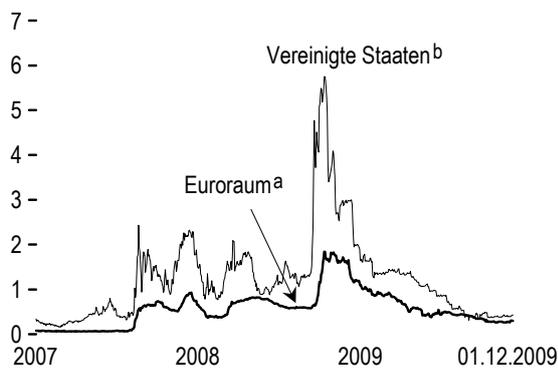
Im Herbst 2008 griffen die Regierungen mit massiven Stützungsmaßnahmen in das wirtschaftliche Geschehen ein, um zu verhindern, dass die Probleme im US-Immobilienmarkt und der dadurch ausgelöste Zusammenbruch einzelner Banken einen Kollaps des Weltfinanzsystems bewirkten. Die Notenbanken führten dem Geschäftsbankensystem in hohem Maße Liquidität zu, senkten ihre Zinsen drastisch, nicht selten bis auf oder nahe 0 Prozent, und ergriffen zahlreiche unkonventionelle Maßnahmen, um die expansiven Wirkungen ihrer Politik zu verstärken. Die Garantien für Einlagen wurden erhöht, um der Gefahr eines Bank Runs zu begegnen, und in Schieflage geratene Finanzinstitute wurden rekaptalisiert.<sup>1</sup> Außerdem wurden in zahlreichen Ländern ungewöhnlich umfangreiche Konjunkturprogramme verabschie-

<sup>1</sup> Für einen Überblick vgl. IMF (2009c: Kap. 3), OECD (2009b: 49), für den Euroraum: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009a: 25).

det,<sup>2</sup> um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren, die sich wegen der tiefen Versicherungs von Investoren und Konsumenten im freien Fall befand.

Als Folge all dieser Maßnahmen entspannte sich die Situation an den Finanzmärkten im Verlauf des Jahres allmählich. Nachdem zu Jahresbeginn noch ausgeprägte Stresssymptome sichtbar waren, funktionieren die Geldmärkte seit dem Sommer wieder weitgehend. Die Risikozuschläge, die Banken bei Geschäften untereinander verlangen, sind wieder fast auf das Vorkrisenniveau gesunken (Abbildung 5),

Abbildung 5:  
Risikospreads am Geldmarkt im Euroraum und den Vereinigten Staaten 2007–2009



<sup>a</sup>Berechnet als Differenz zwischen Euribor und Eurepo. — <sup>b</sup>Berechnet als Differenz zwischen 3-monatigem Interbankenzins und Staatsanleihen mit 3-monatiger Laufzeit.

Quelle: EZB (2009a); Eurepo (2009); Federal Reserve Bank of St. Louis (2009).

so dass die extrem niedrigen Notenbankzinsen nahezu vollständig auf die Refinanzierungskosten der Banken durchschlagen und die Möglichkeit eröffnen, durch hohe Margen im Kreditgeschäft Gewinne zu erzielen, mit denen weitere Abschreibungen kompensiert und das Eigenkapital aufgestockt werden kann. Allgemein ist die Risikoneigung der Finanzinvestoren wieder deutlich gestiegen. So sind die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen stark gefallen, und für Anleihen der Schwellenländer ist inzwischen sogar kaum noch ein höherer Risikoaufschlag zu verzeichnen als in der Phase

<sup>2</sup> Für eine Übersicht siehe Ahrens (2009).

vor Beginn der Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2007. Auch die markante Erholung der Rohstoffpreise ist wohl zum Teil durch die Rückkehr von Finanzinvestoren bedingt; in vielen Fällen, unter anderem beim Öl, liegen die Notierungen bereits 80 bis 100 Prozent über ihren Tiefständen. Nicht zuletzt sind die Kurse an den Aktienmärkten seit ihrem Tiefpunkt im März wieder stark – an den großen Börsen um 40 bis 50 Prozent – gestiegen (Abbildung 6). Gelegentlich wird bereits befürchtet, dass die derzeitigen Kurse wieder eine durch die hohe Liquidität an den Märkten getriebene Blase darstellen, sind doch die Kurs-Gewinnverhältnisse in einigen Ländern zum Teil deutlich über ihren langjährigen Durchschnitt gestiegen. Zu bedenken ist dabei allerdings, dass die Aktienkurse erwartete zukünftige Gewinne widerspiegeln und nicht nur die derzeitigen, die durch die schwere Rezession gedrückt sind. Auf der Basis von konjunkturbereinigten Gewinnen ergibt sich noch kein Hinweis auf eine Überbewertung (OECD 2009b: 18).

Abbildung 6:  
Aktienkurse in großen Industrieländern 2007–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Letzter Wert: 11. Dezember 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

### *Geld- und Finanzpolitik vor dem Problem des Ausstiegs*

Mit zahlreichen Maßnahmen hat die Wirtschaftspolitik weltweit die Finanzkrise eingedämmt und ihre Folgen bekämpft. Die Geldpolitik ist stark gelockert worden, die Finanzpolitik hat in vielen Ländern hohe konjunkturbedingte Defizite hingenommen und ist mit umfangreichen schuldenfinanzierten Konjunkturprogrammen aktiv geworden, außerdem sind in einer Reihe von Ländern mit zum Teil beträchtlichem Aufwand Banken gestützt worden. Mit einsetzender Erholung stellt sich nun die Frage, wie rasch die Politikausrichtung normalisiert werden sollte. Dabei besteht einerseits das Risiko, dass ein zu frühes oder unangemessen schnelles Straffen der Zügel den Aufschwung im Keim ersticken und die Finanzmärkte irritieren könnte. Zu langes Abwarten birgt andererseits das Risiko, dass sich Ungleichgewichte und Inflationserwartungen aufbauen, welche die mittelfristigen Aussichten beeinträchtigen würden.

Die Notenbanken in den großen Industrieländern haben nicht nur ihre Zinsen auf ein extrem niedriges Niveau gesenkt – in den Vereinigten Staaten und in Japan liegen sie praktisch bei Null, im Vereinigten Königreich und im Euroraum nur wenig darüber –, sie haben darüber hinaus Maßnahmen ergriffen, um die Liquidität in der Wirtschaft zu erhöhen, die Kapitalmarktzinsen zu drücken und die Kreditvergabe anzuregen. Die Notenbanken haben dabei unterschiedliche Schwerpunkte gesetzt: Während die Fed in beträchtlichem Umfang direkt Kredite an den privaten Sektor vergab (sogenanntes „credit easing“), kaufte die Bank von England vor allem große Mengen von Wertpapieren, insbesondere Staatsanleihen, auf; die Europäische Zentralbank (EZB) wiederum weitete den Umfang der Offenmarktgeschäfte drastisch aus und verlängerte stark deren Laufzeit. In jedem Fall war das Ergebnis ein drastischer Anstieg der Zentralbankgeldmenge und eine massive Zunahme der Überschussreserven der Geschäftsbanken.

Während diese Politik wohl zu der Zunahme der Risikoneigung bei den Investoren und damit dem Aufschwung am Finanzmarkt beigetragen hat, ist es bislang nicht zu einer Be-

schleunigung der Expansion der Geldmenge in breiterer Abgrenzung oder des Kreditvolumens gekommen. Im Gegenteil, die Kreditvergabe ist sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum weiterhin rückläufig. Das Vorliegen einer Kreditklemme im Sinne einer Verknappung des Kreditangebots über das Maß hinaus, das durch die Zunahme der Risiken infolge der Rezession gerechtfertigt wäre, kann daraus zwar nicht unmittelbar abgeleitet werden. Denn derzeit sind private Haushalte und Unternehmen vielfach um eine Verringerung ihrer Schulden bemüht, es wäre also nicht überraschend, wenn auch die Kreditnachfrage sinkt.<sup>3</sup> Mit Festigung des Aufschwungs dürfte sich jedoch auch der Kreditmultiplikator wieder erhöhen, so dass ein Zurückfahren der quantitativen Lockerung notwendig wäre, um das Entstehen von Inflationserwartungen oder unangemessenen Preissteigerungen von Vermögentiteln zu verhindern. Viele der von den Zentralbanken getroffenen Maßnahmen sind ohnehin temporärer Natur<sup>4</sup> oder sie sind so konstruiert, dass sie unattraktiv werden, wenn sich die Situation an den Finanzmärkten verbessert. Gleichwohl ist ein Zurückfahren der Liquiditätsprogramme tendenziell mit einem Anstieg der Geldmarktzinsen verbunden.<sup>5</sup> Es wird – so unsere Annahme – so dosiert werden, dass die Finanzmärkte nicht erneut in Turbulenzen geraten, sind doch die Banken in unterschiedlichem Maße auf direkte Liquiditätszuführung durch die Notenbank angewiesen. Bei den Program-

<sup>3</sup> Vgl. Gern und Jannsen (2009). Zwar gibt es Hinweise darauf, dass das Kreditangebot derzeit ein restringierender Faktor für die Kreditvergabe in den Vereinigten Staaten und in Deutschland ist oder werden könnte. Sofern die Ursache hierfür in unzureichendem Eigenkapital der Banken liegt, führt zusätzliche Liquidität aber nicht zu einer Besserung der Situation. Nötig sind vielmehr Maßnahmen, um die Eigenkapitalbasis der Banken zu verbessern.

<sup>4</sup> Dies trifft beispielsweise auf die einjährigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB zu, mit denen den Märkten zur Jahresmitte Liquidität zugeführt wurde. Mit ihrem Auslaufen würde die Zentralbankgeldmenge im Euroraum ohne weiteres Tun der Notenbank zum 1. Juli 2010 um rund 40 Prozent sinken (OECD 2009b: 47).

<sup>5</sup> Für eine Diskussion möglicher Ausstiegsstrategien der Zentralbanken aus der unkonventionellen Geldpolitik siehe Tesfaselassie (2009).

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

men zum Aufkauf von Wertpapieren ist bereits der Verzicht auf zusätzliche Käufe mit einer Belastung für die Kapitalmärkte verbunden; aktive Verkäufe von Wertpapieren vor Ende der Fälligkeit dürften allenfalls bei einer sehr günstigen Marktentwicklung getätigt werden.

In einigen wenigen Ländern, deren gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung nicht auf ein sehr niedriges Niveau gefallen ist (Australien und Norwegen), sind bereits erste Zinserhöhungen vorgenommen worden, in anderen dürften sie recht bald erfolgen, beispielsweise in Korea. In den großen Industrieländern werden die Notenbankzinsen nach unserer Einschätzung hingegen im kommenden Jahr unverändert bleiben und wohl auch im Jahr 2011 allenfalls langsam angehoben werden (Tabelle 1). Maßgeblich hierfür ist, dass Inflationsgefahren bis auf weiteres nicht drohen und die konjunkturelle Erholung nach unserer Einschätzung sehr moderat und eher stockend verlaufen wird. Die Verbraucherpreise lagen zuletzt nach einer Phase deutlicher Rückgänge zwar wieder über ihrem Vorjahresniveau, doch war dies ausschließlich der Entwicklung bei den Energiepreisen geschuldet, hat doch der Ölpreis seit Jahresbeginn wieder kräftig angezogen (Abbildung 7). Die Kernrate der Inflation, die ohne

Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet wird, verlangsamte sich unterdessen weiter (Abbildung 8). Unter der Annahme eines im Prognosezeitraum konstanten Ölpreises dürfte der Inflationsdruck bei der hohen Arbeitslosigkeit und in der Folge weiter abnehmenden Lohnzuwächsen sowie konjunkturbedingt geringen Preiserhöhungsspielräumen tendenziell vorerst weiter abnehmen.

Vorrang vor einer Straffung der Geldpolitik sollte gegenwärtig ohnehin die Reduzierung der öffentlichen Haushaltsdefizite haben, die allgemein stark angeschwollen sind. In einer Reihe von großen Industrieländern dürfte die Neuverschuldung in den drei Jahren von 2009 bis 2011 kumuliert um mehr als 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 9) steigen. Für das kommende Jahr ist nur in wenigen Ländern ein deutlich restriktiver Kurs vorgesehen, was angesichts der in den meisten Ländern noch fragilen konjunkturellen Belebung auch angemessen ist. Doch wird mit Festigung der Konjunktur der Konsolidierungsprozess bei den öffentlichen Finanzen zunehmend in den Vordergrund rücken. Ohne eine mittelfristige Rückführung der Defizite droht in vielen Ländern der Schuldenstand auf ein Niveau zu steigen, das den Spielraum für finanzpolitische An-

Tabelle 1:  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2009–2011

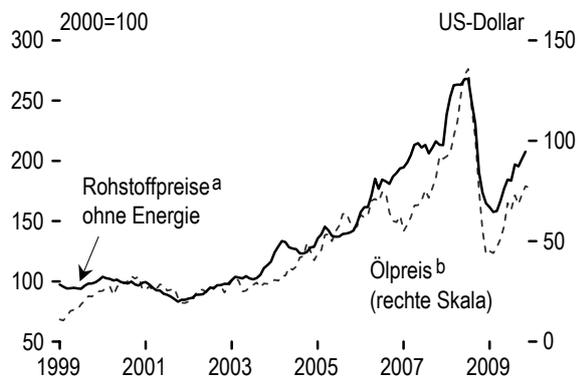
|                                        | 2009  |       |       |                 | 2010           |                 |                  |                 | 2011           |                 |                  |                 |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|
|                                        | I     | II    | III   | IV <sup>a</sup> | I <sup>a</sup> | II <sup>a</sup> | III <sup>a</sup> | IV <sup>a</sup> | I <sup>a</sup> | II <sup>a</sup> | III <sup>a</sup> | IV <sup>a</sup> |
| <b>Kurzfristige Zinsen</b>             |       |       |       |                 |                |                 |                  |                 |                |                 |                  |                 |
| Vereinigte Staaten<br>(Fed Funds Rate) | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0             | 0,0            | 0,0             | 0,0              | 0,0             | 0,3            | 0,5             | 0,5              | 0,5             |
| Japan (Tagesgeldzins)                  | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1             | 0,1            | 0,1             | 0,1              | 0,1             | 0,1            | 0,1             | 0,1              | 0,1             |
| Euroland (Leitzins <sup>b</sup> )      | 1,50  | 1,1   | 1,0   | 1,0             | 1,0            | 1,0             | 1,0              | 1,0             | 1,0            | 1,0             | 1,3              | 1,5             |
| <b>Wechselkurse</b>                    |       |       |       |                 |                |                 |                  |                 |                |                 |                  |                 |
| US-Dollar/Euro                         | 1,31  | 1,40  | 1,46  | 1,48            | 1,50           | 1,50            | 1,50             | 1,50            | 1,50           | 1,50            | 1,50             | 1,50            |
| Yen/US-Dollar                          | 98,1  | 96,0  | 89,6  | 89,0            | 88,0           | 88,0            | 88,0             | 88,0            | 88,0           | 88,0            | 88,0             | 88,0            |
| Ölpreis (Brent) in US-Dollar           | 45,0  | 60,0  | 67,8  | 74,5            | 80,0           | 80,0            | 80,0             | 80,0            | 80,0           | 80,0            | 80,0             | 80,0            |
| HWWA-Index für Industrierohstoffe      | 146,7 | 162,0 | 165,9 | 169,9           | 174,0          | 177,2           | 179,8            | 182,0           | 188,5          | 190,8           | 193,1            | 195,5           |

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Hauptrefinanzierungssatz.

Quelle: HWWI (2009); IMF (2009a); Federal Reserve Bank of St. Louis (2009); EZB (2009a); eigene Prognosen.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

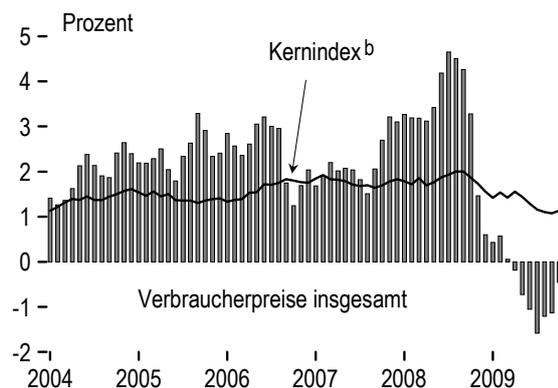
Abbildung 7:  
Rohstoffpreise 1999–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>HWWI-Index auf Dollarbasis. — <sup>b</sup>Spotpreis Sorte Brent, London; letzter Wert: 10.12.2009.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2009).

Abbildung 8:  
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Inflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2008. — <sup>b</sup>Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

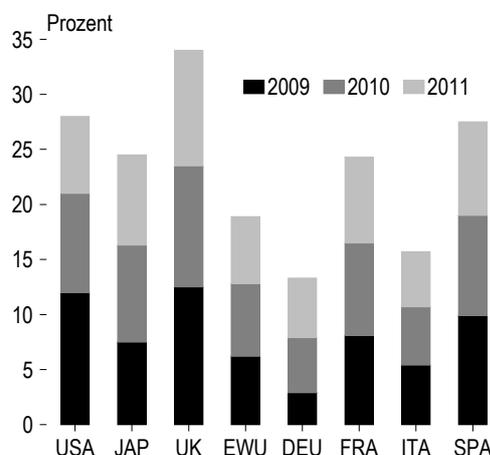
Quelle: OECD (2009a); eigene Berechnungen.

regungen in zukünftigen wirtschaftlichen Krisen stark einschränken würde.<sup>6</sup> Hinzu kommt die

<sup>6</sup> Beispielsweise sah sich die italienische Regierung im Winter 2008/09 angesichts einer Staatsverschuldung von über 100 Prozent nicht in der Lage, durch zusätzliche Ausgaben oder Steuersenkungen die Konjunktur in nennenswertem Umfang zu stimulieren. Der Anstieg des Budgetdefizits von 2,7 Prozent im Jahr 2008 auf reichlich 5 Prozent 2009 ist nahezu vollständig konjunkturell bedingt.

Gefahr, dass die Risikoprämien steigen, weil die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts (oder einer inflationären Entwicklung als Folge einer Monetisierung der Staatsschuld zur Vermeidung eines Staatsbankrotts) zunimmt. Die Folge wären höhere Kosten des Schuldendienstes und noch größere Probleme im Staatshaushalt – eine Spirale, die Griechenland gerade zu erfahren droht.

Abbildung 9:  
Kumulierte Budgetdefizite in großen Industrieländern 2009–2011<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Gesamtstaatliches Budgetdefizit in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

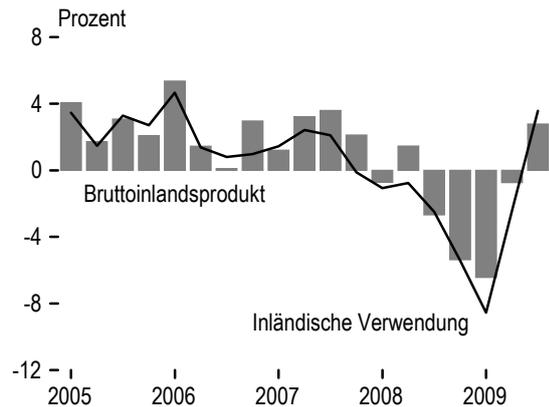
Quelle: Eigene Berechnungen und Prognosen.

## Vereinigte Staaten: Rezession ist vorbei, aber kein ausgeprägter Aufschwung in Sicht

Die Rezession in den Vereinigten Staaten ist vorbei. Nach dem dramatischen Einbruch im vergangenen Winterhalbjahr verlangsamte sich der Produktionsrückgang im zweiten Quartal bereits spürbar. Im dritten Quartal expandierte das Bruttoinlandsprodukt erstmals seit einem Jahr wieder, und dies mit einer laufenden Jahresrate von 2,8 Prozent sogar recht kräftig (Ab-

bildung 10). Maßgeblich für die Erholung waren die massiven Interventionen der Wirtschaftspolitik, mit denen es gelang, das Vertrauen an den Märkten allmählich wieder herzustellen und die Nachfrage – etwa im Rahmen des Konjunkturprogramms – auch auf direktem Wege zu stimulieren. Ein Aufschwung, der die Produktionsverluste der vergangenen Quartale rasch wieder wettmacht, ist jedoch nicht zu erwarten. Darauf deuten auch das Verbraucher- und das Unternehmensvertrauen hin, die sich in den Sommermonaten zwar deutlich von ihren – in vielen Fällen historischen – Tiefstständen lösten, sich zuletzt jedoch kaum noch verbesserten.

Abbildung 10:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2005–2009<sup>a</sup>



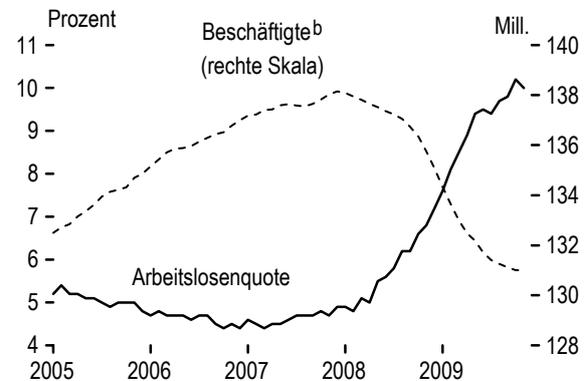
<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2009).

Im Rahmen der stark expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik begünstigten insbesondere zwei Einzelmaßnahmen den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal. Zum einen entfaltete das „Cash for Clunkers“-Programm – das Pendant zur deutschen „Abwrackprämie“ – einen Großteil seiner Wirkung im August und trug so zur Ausweitung des privaten Konsums um 2,9 Prozent maßgeblich bei. Zum anderen dürfte das erwartete Auslaufen eines Programms zur Subventionierung von Wohnungsneubauten zu Vorzieheffekten geführt ha-

ben.<sup>7</sup> Der private Wohnungsbau expandierte mit einer Zuwachsrate von 19,5 Prozent erstmals wieder seit Ende 2005. Zuletzt schwächten sich die Indikatoren für die Aktivität im Wohnungsbau allerdings wieder etwas ab. Auch die Investitionen in Ausrüstungen und Software sowie der verlangsamte Lagerabbau lieferten positive Beiträge zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts. Die privaten Investitionen insgesamt stiegen erstmals seit dem dritten Quartal 2007 wieder an. Der Außenhandel, der während der vergangenen Quartale die Konjunktur noch gestützt hatte, lieferte einen negativen Wachstumsbeitrag in Höhe von 0,8 Prozentpunkten, da die Importe stärker ausgeweitet wurden als die Exporte. Am Arbeitsmarkt hat sich der Stellenabbau zuletzt spürbar verlangsamt, die Arbeitslosenquote sank im November aufgrund eines Rückgangs des Arbeitsangebots sogar um 0,2 Prozentpunkte auf 10 Prozent (Abbildung 11).

Abbildung 11:  
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2005–2009<sup>a</sup>



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

Quelle: US Department of Labor (2009a).

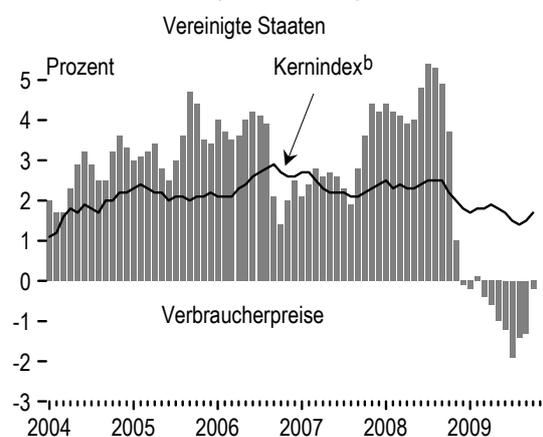
Die Finanzmärkte in den Vereinigten Staaten haben sich im Laufe des Jahres 2009 weiter stabilisiert. Darauf deuten eine Reihe von sin-

<sup>7</sup> Das Programm gewährt erstmaligen Wohnungskäufern ein zinsloses Darlehen von 8000 Dollar und sollte ursprünglich Ende November auslaufen. Mittlerweile wurde es bis Ende 2010 verlängert.

kenden Risikoaufschlägen und die geringere Volatilität an den Märkten hin. Auch die gestiegenen Aktienkurse, die seit dem Tiefpunkt im Frühjahr bereits wieder um mehr als 50 Prozent zulegt, signalisieren eine größere Risikobereitschaft der Akteure. Das gestiegene Vertrauen an den Märkten wurde zuletzt auch dadurch deutlich, dass die Insolvenz der CIT-Group im November, die größte Firmeninsolvenz seit Lehman Brothers und Washington Mutual, keine größeren Turbulenzen an den Finanzmärkten verursacht hat. Insgesamt hat sich die Verfassung vieler Finanzinstitute weiter stabilisiert. Vor diesem Hintergrund dürfte das weiter rückläufige Kreditvolumen zu einem Gutteil auf eine geringere Nachfrage zurückzuführen sein. Es spricht wenig dafür, dass kreditwürdige Antragssteller systematisch von der Kreditzufuhr abgeschnitten sind, wenngleich es für Unternehmen und private Haushalte spürbar schwerer geworden ist, an Kredit zu gelangen.<sup>8</sup> Da die Politik der Fed weiterhin darauf ausgerichtet ist, die Entwicklung des Kreditvolumens zu stabilisieren, dürfte die Geldpolitik auf absehbare Zeit stark expansiv ausgerichtet bleiben. Zwar sind Ausstiegsszenarien aus den Maßnahmen der quantitativen Lockerung wohl in Vorbereitung, diese werden jedoch voraussichtlich erst in größerem Umfang umgesetzt, wenn sich die konjunkturellen Aussichten nachhaltig stabilisiert haben. Auch dürfte die Zentralbank ihren maßgeblichen Zins erst wieder anheben, wenn sich die Situation am Arbeitsmarkt spürbar verbessert hat. Dies wird wohl nicht vor Ende 2010 der Fall sein. Der Spielraum für eine weiterhin stark expansiv ausgerichtete Geldpolitik ergibt sich für die Fed dadurch, dass der Preisauftrieb aufgrund der großen Unterauslastung der Produktionsfaktoren im Prognosezeitraum gedämpft werden wird und sich die Inflationserwartungen – obwohl zuletzt leicht aufwärts gerichtet – auf einem für die Fed komfortablen Niveau zwischen 2 und 3 Prozent befinden. Die Inflationsrate dürfte sich zwar von –0,2 Prozent im Oktober

aufgrund von Basiseffekten bis zum Jahresende auf über 2 Prozent erhöhen (Abbildung 12). Danach dürfte sie jedoch unter der Annahme eines konstanten Ölpreises im Verlauf des Jahres 2010 eher wieder etwas abnehmen und im Jahresdurchschnitt 1,4 Prozent betragen. Im Jahr 2011 wird sich der Preisauftrieb aufgrund der weiterhin geringen wirtschaftlichen Dynamik wohl niedrig bleiben. Vor diesem Hintergrund dürfte die Fed den Leitzins im Prognosezeitraum nur geringfügig anheben.

Abbildung 12:  
Verbraucherpreisanstieg in den Vereinigten Staaten 2004–2009<sup>a</sup>



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

Quelle: US Department of Labor (2009b).

Die Frühindikatoren für die Konjunktur erholten sich von ihren Tiefständen im Frühjahr zunächst spürbar. Seit Mitte des Jahres tendieren sie jedoch eher seitwärts oder nur noch leicht aufwärts. So hat sich das Verbrauchervertrauen seit dem Sommer nicht mehr erhöht, und es befindet sich nach wie vor auf einem niedrigen Niveau (Abbildung 13). Auch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor und der Index für die Zuversicht der kleinen und mittleren Unternehmen haben sich seit den Sommermonaten nur geringfügig verbessert. Lediglich der Einkaufsmanagerindex für die Industrie ist bis zuletzt spürbar gestiegen. Er befindet sich seit August über der offiziellen Expansionsschwelle von 50, die auf eine

<sup>8</sup> Für eine ausführliche Analyse, ob es in den Vereinigten Staaten zu einer Kreditklemme gekommen ist, siehe Gern und Janssen (2009).

### Kasten 1:

#### Zur Expansionsschwelle des Einkaufsmanagerindex in den Vereinigten Staaten

Der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management (ISM) für die Vereinigten Staaten ist ein vielbeachteter Konjunkturindikator und anerkanntes Prognosewerkzeug (vgl. Dovern und Ziegler 2008).<sup>a</sup> Der Indikator basiert auf Befragungen von Managern, die qualitative Aussagen über verschiedene Aspekte des laufenden Geschäfts machen, wie beispielsweise über Veränderungen der Produktion im vergangenen Monat oder über die Entwicklung der Auftragseingänge. Der Gesamtindex wird aus fünf Teilindikatoren – Produktion, Auftragseingang, Beschäftigung, Zulieferungen und Lager – mit jeweils gleichen Gewichten gebildet. Die Antworten werden so zu einer Indexzahl aggregiert, dass ein Wert von 50 für die gleiche Anzahl abgegebener positiver (Verbesserung im Vergleich zum Vormonat) und negativer (Verschlechterung im Vergleich zum Vormonat) Antworten steht.<sup>b</sup> Ein Wert über 50 signalisiert ein Übergewicht der Anzahl von positiven Antworten.

In der Öffentlichkeit werden dementsprechend auch Werte des Einkaufsmanagerindex von über 50 als ein Zeichen für eine positive Zuwachsrate der Industrieproduktion interpretiert. Allerdings ist es durchaus möglich, dass der Schwellenwert, ab dem eine Zunahme der Produktion zu erwarten ist, im Zeitablauf variiert. So gewichtet der Index die Antworten der einzelnen Teilindikatoren gleich, obwohl es möglich ist, dass sie einen unterschiedlichen Einfluss auf die laufende Produktion haben und dieser Einfluss im Zeitablauf variiert. Auch in Bezug auf die einzelnen Teilindikatoren ist anzunehmen, dass die Bedeutung des Saldos aus positiven und negativen Antworten nicht immer gleich ist. So dürfte in Phasen, in denen gleichzeitig viele positive und negative Antworten gegeben werden, die Bewertung auch davon abhängen, welche Branchen wie stark von der jeweiligen Entwicklung betroffen sind. Für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) gibt das ISM einen Schwellenwert von 41,2 an, ab dem mit positiven Zuwachsraten zu rechnen ist.<sup>c</sup> Doch auch hier scheint ein im Zeitablauf variierender Schwellenwert plausibel, zumal in Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt die sich verändernde Bedeutung des Industriesektors für den Konjunkturverlauf Einfluss auf den geeigneten Grenzwert haben dürfte.

Im Folgenden werden zwei Methoden angewandt, um zeitvariable „tatsächliche“ Expansionsschwellen des Einkaufsmanagerindex für die Industrieproduktion und das BIP zu ermitteln. Die erste Methode ist nichtparametrisch und bestimmt den Grenzwert für jeden Zeitpunkt, indem der Anteil der „falschen Signale“, die bei einem Grenzwert über die vorangegangenen 10 Jahre aufgetreten wären, minimiert wird; d.h., das zu minimierende Kriterium wird jeweils berechnet, indem gezählt wird, wie oft der Einkaufsmanagerindex in diesem Zeitraum über (unter) einer gewählten Expansionsschwelle lag, obwohl der Produktionsindex in der gleichen Periode sank (stieg), und die Anzahl dieser Beobachtungen durch die Gesamtzahl der Beobachtungen geteilt wird.<sup>d</sup> Die zweite Methode ist parametrisch und basiert auf einem Regressionsmodell für die Veränderung des Produktionsindex mit zeitvariablen Koeffizienten und dem Einkaufsmanagerindex als erklärender Variable:

$$(1) \quad y_t = c_t + \beta_t \cdot ism_t + \varepsilon_t,$$

wobei  $y_t$  die Veränderung der Produktion,  $ism_t$  den Einkaufsmanagerindex und  $c_t$  sowie  $\beta_t$  zeitvariable Koeffizienten bezeichnen und  $\varepsilon_t$  ein *iid* verteilter Störterm ist.  $c_t$  und  $\beta_t$  werden als Random Walk spezifiziert, wobei die beiden Störterme unabhängig voneinander und von  $\varepsilon_t$  sind. Die Expansionsschwelle zu jedem Zeitpunkt wird dann als  $-c_t/\beta_t$  berechnet.<sup>e</sup>

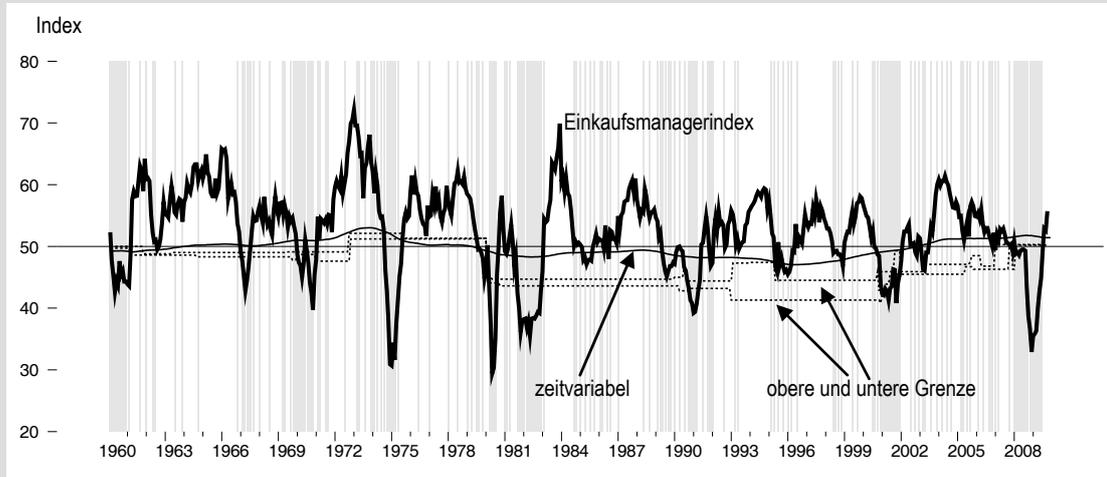
Die Ergebnisse für die Industrieproduktion zeigen, dass sich der nach der zweiten Methode berechnete Schwellenwert tatsächlich im Bereich von 50 bewegt. Im Zeitablauf ist nur eine geringe Variabilität zu erkennen (Abbildung K1-1). Die zeitvariable Expansionsschwelle liegt seit 2004 etwas über 50, während sie in den 1990er Jahren etwas darunter lag. Das durch die erste Methode vermittelte Bild ist ähnlich; allein während der 1990er Jahre divergieren die Ergebnisse etwas.

Ein Vergleich der Güte der Ergebnisse bezüglich der Anzahl der „Fehlsignale“ zeigt zunächst, dass die Methoden, die einen zeitvariablen Schwellenwert zulassen, besser abschneiden als die offiziellen Schwellenwerte von 50,0 bzw. 41,2 und es somit sinnvoll ist, zeitliche Variationen des Indexes zu beachten. Sowohl für die Industrieproduktion als auch für das BIP produzieren beide zeitvariablen Methoden weniger „falsche Signale“ als die invariablen Ansätze (Tabelle K1-1). Im Hinblick auf den Beobachtungszeitraum sind die Verbesserungen insgesamt moderat, so dass die offiziell vorgegebenen Schwellenwerte nach wie vor approximativ gut verwendbar sind.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung K1-1

Zeitvariable Grenzwerte für den Einkaufsmanagerindex in Bezug auf die Industrieproduktion<sup>i</sup> 1960–2008



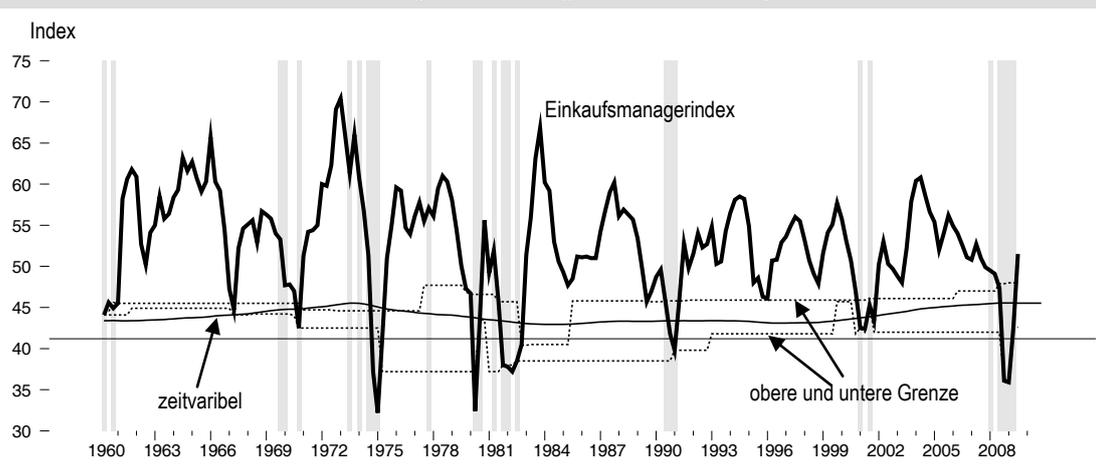
<sup>i</sup>Negative Zuwachsraten der Industrieproduktion im Vergleich zum Vormonat sind grau unterlegt.

Quelle: Federal Reserve Board (2009); The Institute for Supply Management (2009); eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für das BIP zeigen, dass die Expansionsschwelle höher liegt als die offiziell angegebene von 41,2, nämlich bei ungefähr 45 (Abbildung K1-2). Auch hier ist die Variabilität nicht groß aber doch merklich. Und auch hier steigt die Expansionsschwelle seit Mitte der 1990er Jahre nach beiden Methoden in der Tendenz an, sie lag zuletzt bei 45,5 nach dem parametrischen Verfahren und zwischen 42,6 und 48,0 nach dem nicht-parametrischen Verfahren.

Abbildung K1-2:

Zeitvariable Grenzwerte für den Einkaufsmanagerindex in Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt<sup>i</sup> 1960–2008



<sup>i</sup>Negative Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorquartal sind grau unterlegt.

Quelle: The Institute for Supply Management (2009); US Department of Commerce (2009); eigene Berechnungen.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle K1-1:

Güte der Grenzwerte für die Industrieproduktion und das Bruttoinlandsprodukt 1960–2009

|                                   | Industrieproduktion <sup>i</sup> |                       |                        | Bruttoinlandsprodukt <sup>ii</sup> |                       |                        |
|-----------------------------------|----------------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------------------|-----------------------|------------------------|
|                                   | Rückgang nicht erkannt           | Zuwachs nicht erkannt | falsche Signale Gesamt | Rückgang nicht erkannt             | Zuwachs nicht erkannt | falsche Signale Gesamt |
| 50er-Grenze                       | 87                               | 67                    | 154                    | 6                                  | 37                    | 43                     |
| 41er-Grenze                       |                                  |                       |                        | 18                                 | 2                     | 20                     |
| Zeitvariabel                      | 92                               | 53                    | 145                    | 13                                 | 5                     | 18                     |
| Obere Grenze                      | 111                              | 19                    | 130                    | 8                                  | 6                     | 14                     |
| Untere Grenze                     | 116                              | 16                    | 132                    | 12                                 | 2                     | 14                     |
| Fixe obere Grenze <sup>iii</sup>  | 102                              | 43                    | 145                    | 10                                 | 6                     | 16                     |
| Fixe untere Grenze <sup>iii</sup> | 114                              | 31                    | 145                    | 10                                 | 6                     | 16                     |

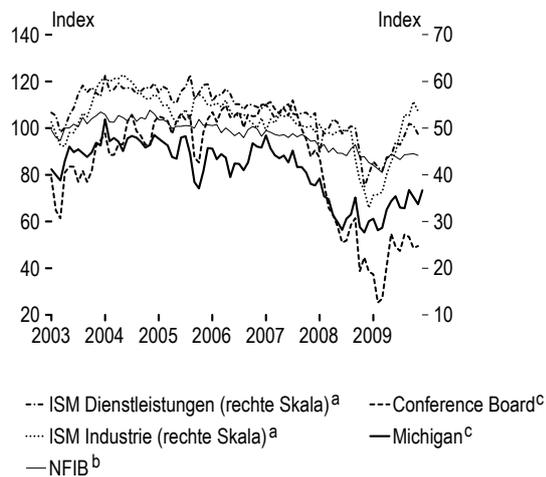
<sup>i</sup>Auf Basis von 598 Beobachtungen. — <sup>ii</sup>Auf Basis von 199 Beobachtungen. — <sup>iii</sup>Berechnet auf Basis des nichtparametrischen Verfahrens unter der Annahme, dass der Grenzwert nicht im Zeitablauf variieren darf. Für die Industrieproduktion beträgt die obere Grenze 48,9 und die Untergrenze 47,6. Für das Bruttoinlandsprodukt beträgt die obere Grenze 45,4 und die untere Grenze 45,3.

Quelle: Federal Reserve Board (2009); The Institute for Supply Management (2009); US Department of Commerce (2009); eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>In den Vereinigten Staaten wird der Einkaufsmanagerindex sowohl für den Industriesektor als auch für den Dienstleistungssektor ermittelt; für letzteren allerdings erst seit 1997, so dass wir uns im Folgenden auf den Index für den Industriesektor beziehen. Mittlerweile werden für alle bedeutenden Industrieländer vergleichbare Indikatoren erhoben. — <sup>b</sup>Der Wert 100 steht für ausschließlich positive, der Wert 0 für ausschließlich negative Antworten. — <sup>c</sup>Vgl. <<http://www.ism.ws/ISMReport/MfgROB.cfm>>. — <sup>d</sup>Dadurch, dass der Einkaufsmanagerindex starke Sprünge macht, ist das Intervall, für das der gleiche minimale Wert des Kriteriums erreicht wird, bisweilen relativ groß. — <sup>e</sup>Dieser Ausdruck ergibt sich, wenn man die Regressionsgleichung für die Veränderung der Produktion gleich 0 setzt, den Erwartungswert bildet und die Gleichung nach  $ism_t$  löst.

Abbildung 13:

Frühindikatoren in den Vereinigten Staaten 2003–2009



<sup>a</sup>Unternehmensvertrauen. — <sup>b</sup>Unternehmensvertrauen kleine und mittlere Unternehmen. — <sup>c</sup>Konsumentenvertrauen.

Quelle: The Institute for Supply Management (2009); NFIB (2009); University of Michigan (2009); Conference Board (2009).

steigende Produktion im Industriesektor hindeutet. Es ist allerdings zu vermuten, dass dieser Grenzwert – nach offizieller Lesart im Zeitablauf konstant – im Zeitablauf variiert und derzeit etwas höher zu veranschlagen ist (Kasten 1). Eine entsprechende Analyse in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Produktion zeigt, dass auch hier der Grenzwert derzeit etwas über der offiziellen Expansionsschwelle von 41,2 liegen dürfte.

Alles in allem stützen die Frühindikatoren unsere Prognose, dass die Expansion weniger Dynamik entfaltet als nach früheren Rezessionen. Dies dürfte weniger damit zu tun haben, dass der Lagerzyklus, der als Triebfeder der häufig kräftigen Erholungen im Anschluss an Rezessionen angesehen werden kann, nun wesentlich schwächer ausfällt (Kasten 2). Wichtiger ist vielmehr, dass die schwächere Entwicklung anderer Verwendungskomponenten die Erholung bremsen dürfte. Allen voran wird der private Konsum über einen längeren Zeitraum hinweg langsamer zunehmen als in früheren Expansionsphasen. So hat der kräftige Anstieg

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

### Kasten 2:

#### Die Rolle des Lagerzyklus für Aufschwünge in den Vereinigten Staaten

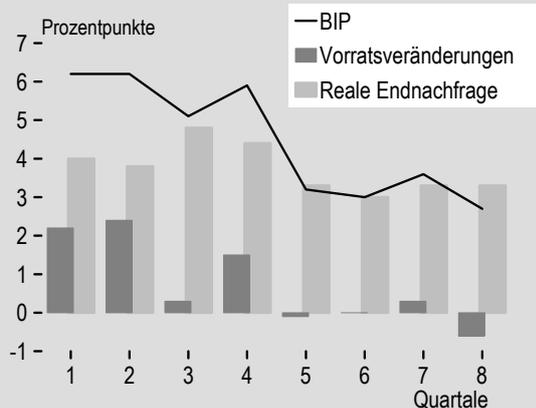
In den Vereinigten Staaten fallen Erholungsphasen innerhalb des ersten Jahres nach einer Rezession häufig besonders kräftig aus. Beaudry und Koop (1993) zeigen, dass Produktionsrückgängen in der Regel ein kräftiger Aufschwung folgt, durch den die Rückgänge rasch wieder ausgeglichen werden. Obwohl die Erholungsphasen nach den beiden vergangenen Rezessionen im historischen Vergleich relativ schwach ausfielen, ist dieser Zusammenhang gemäß Morley (2009) nach wie vor gültig.<sup>a</sup>

Sichel (1994) zeigt, dass die beobachtbaren Aufholprozesse nach Rezessionen vor allem auf den Lagerzyklus zurückzuführen sind. Abbildung K2-1 vergleicht die Beiträge der Lagerinvestitionen zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts mit denen der realen Endnachfrage im Anschluss an Rezessionen. Es zeigt sich, dass die Lageränderung in den ersten Quartalen einen kräftigen, dann aber abnehmenden Beitrag zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts liefert, während der Beitrag der übrigen Verwendungskomponenten in den ersten acht Quartalen etwa konstant ist.<sup>b</sup>

Die Entwicklung der Vorratsveränderungen und der realen Endnachfrage über die vergangenen neun Rezessionen unterliegt Schwankungen. Betrachtet man die Bandbreite aller realisierten Werte, so zeigt sich, dass diese zwar beträchtlich sind, sich jedoch auch für die gesamte Bandbreite eine ähnliche Dynamik beobachten lässt, wie sie oben beschrieben wurde (Abbildung K2-2).

Abbildung K2-1:

Lagerzyklus und reale Endnachfrage im Anschluss an Rezessionen in den Vereinigten Staaten<sup>i</sup>

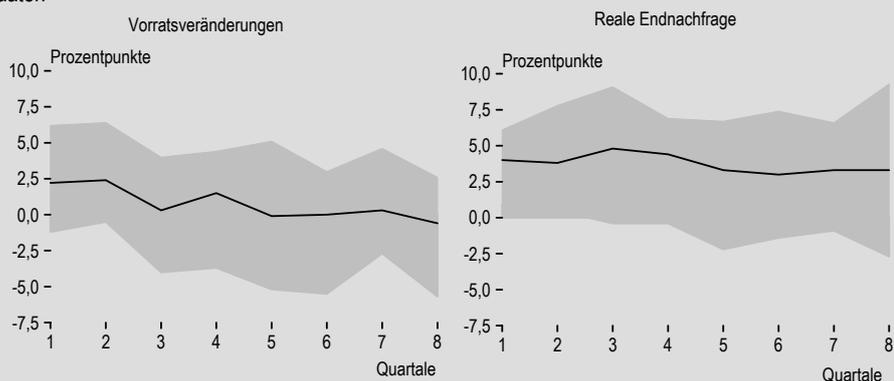


<sup>i</sup>Wachstumsbeiträge, durchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 9 Rezessionen. Quartal 1 ist das erste Quartal einer Erholungsphase.

Quelle: US Department of Commerce (2009); eigene Berechnungen.

Abbildung K2-2:

Bandbreite der Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen und realen Endnachfrage nach Rezessionen in den Vereinigten Staaten<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Wachstumsbeiträge über die vergangenen 9 Rezessionen, Konfidenzintervalle decken die gesamte realisierte Bandbreite ab. Quartal 1 ist das erste Quartal einer Erholungsphase.

Quelle: US Department of Commerce (2009); eigene Berechnungen.

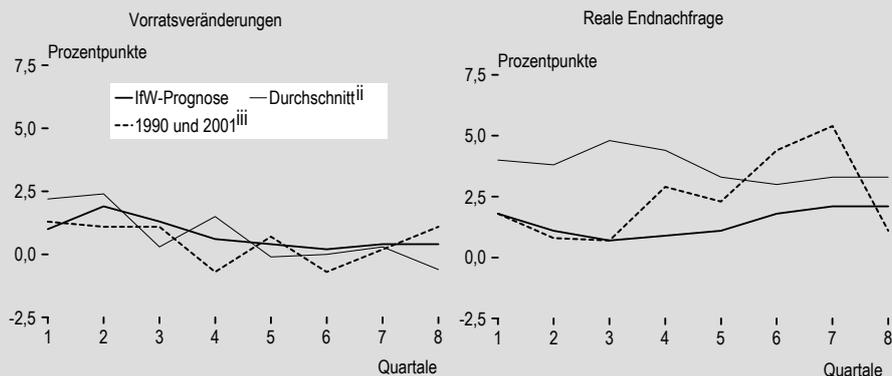
## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Eine Ursache für die große Bedeutung der Lagerinvestitionen während Erholungsphasen könnte sein, dass es sich bei Vorratsveränderungen im Gegensatz zu den anderen Verwendungskomponenten, bereits um die erste Differenz handelt und für die Entwicklung der Produktion somit die zweite Veränderungsrate von Bedeutung ist. Unterstellt man, dass die Lagerhaltung in einem positiven Zusammenhang mit der erwarteten Nachfrage steht, so ergibt sich gerade für den Beginn einer wirtschaftlichen Erholungsphase, wenn sich die Zuwachsrate der Nachfrage noch beschleunigt, ein besonders kräftiger positiver Lagerbeitrag. Denkbar ist auch, dass die Läger während einer Rezession, wenn die Aussichten für die weitere wirtschaftliche Entwicklung in der Regel mit großer Unsicherheit behaftet sind, besonders stark abgebaut werden, da die Lagerhaltung häufig mit großen Kosten verbunden ist. In der folgenden Erholungsphase müssten die Läger dann im Gegenzug besonders schnell wieder aufgebaut werden, um das gewünschte Niveau zu erreichen.

Dass wir für die Vereinigten Staaten im Verhältnis zu den bisher erlittenen Produktionsverlusten eine relativ schwache Erholung prognostizieren, liegt nicht daran, dass der Lagerzyklus gemessen an den historischen Erfahrungen ungewöhnlich wäre (Abbildung K2-3). Vielmehr dürften sich die übrigen Verwendungskomponenten und insbesondere der private Konsum schwächer entwickeln als nach früheren Rezessionen. Dies steht im Einklang mit zahlreichen Untersuchungen, in denen festgestellt wurde, dass Finanz- und Immobilienkrisen häufig besonders lange und tiefe Rezessionen nach sich ziehen<sup>c</sup> und mitunter sogar das Potentialwachstum einer Volkswirtschaft dämpfen (Furceri and Mourougane 2009). In dem von Beaudry und Koop (1993) entwickelten Modellrahmen können Boysen-Hogrefe et al. (2009a) zudem nachweisen, dass in Industrieländern im Anschluss an Rezessionen, die von Banken- oder Immobilienkrisen verursacht wurden, eine besonders starke Erholungsphase in der Regel ausbleibt.

Abbildung K2-3:

Vorratsveränderungen und reale Endnachfrage in den Vereinigten Staaten<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Wachstumsbeiträge. — <sup>ii</sup>Durchschnittliche Entwicklung während der vergangenen 9 Rezessionen. — <sup>iii</sup>Durchschnittliche Entwicklung während der jüngsten zwei Rezessionen von 1990 und 2001.

Quelle: US Department of Commerce (2009); eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Ein solcher Zusammenhang lässt sich auch für Deutschland nachweisen, vgl. dazu Boss et al. (2009: Kasten 1). — <sup>b</sup>Auch disaggregiert betrachtet weist keine einzelne Komponente der übrigen Verwendungsseite eine vergleichbare Dynamik auf. — <sup>c</sup>Vgl. dazu Reinhart und Rogoff (2008), Claessens et al. (2008) sowie Dovern und Janssen (2008).

der Arbeitslosigkeit nicht nur zu einem starken Rückgang der Erwerbseinkommen geführt, sondern er dürfte auch die Lohndynamik im Prognosezeitraum spürbar dämpfen. Darüber hinaus werden die unsicheren Einkommens- und Erwerbssaussichten die Sparneigung der privaten Haushalte wohl weiter erhöhen. Zudem bleiben die Haushalte bemüht, ihre Verschuldung abzubauen. In der Folge wird die

Sparquote, die zuletzt auf über 4 Prozent gestiegen ist, auch im Prognosezeitraum zunehmen. Die zuletzt beobachtbare Erholung der Vermögenspreise – die Wertpapierkurse sind seit dem Frühjahr wieder gestiegen, und auch das Immobilienvermögen der privaten Haushalte hat sich seit dem zweiten Quartal wieder erhöht – dürfte den Konsum dagegen allenfalls geringfügig stimulieren. Zum einen ist der Anstieg ge-

ring im Vergleich zu den zuvor erlittenen Verlusten. Zum anderen können diese Gewinne derzeit kaum über die Aufnahme von Krediten für den Konsum verwertbar gemacht werden, ein Instrument das besonders in den Jahren zwischen 2004 und 2007 eine Rolle gespielt haben dürfte.

Die privaten Investitionen dürften im Prognosezeitraum die schwächere Dynamik beim privaten Konsum kaum kompensieren. Ein Grund hierfür ist, dass der Wirtschaftsbau aufgrund von großen Überkapazitäten zunächst einmal weiter schrumpfen dürfte. Der private Wohnungsbau hat seinen Tiefpunkt dagegen vermutlich bereits durchschritten, auch weil die Fed durch den massiven Ankauf von hypotheckenbesicherten Wertpapieren die Hypothekenzinsen niedrig hält. Die Erholung wird jedoch aufgrund des nach wie vor großen Angebots an Wohnraum wohl nur in moderatem Tempo erfolgen. Die Ausweitung der Investitionen in Ausrüstungen und Software dürfte durch die ungünstigen Absatz- und Ertragsaussichten sowie durch die nach wie vor schwierigen Finanzierungsbedingungen gedämpft werden. Die Importe werden, nach dem kräftigen Rückgang in den vergangenen Quartalen, im Prognosezeitraum mit der wieder aufwärts gerichteten inländischen Nachfrage steigen. Da die Exporte – stimuliert durch den niedrigen Wechselkurs des Dollars – wohl etwas stärker zulegen werden, gehen vom Außenhandel im Prognosezeitraum leicht positive Impulse für die Konjunktur aus.

Im ersten Halbjahr 2010 wird die konjunkturelle Dynamik voraussichtlich sehr mäßig sein, vor allem weil die stimulierenden Effekte des Konjunkturprogramms und des Lagerbeitrags abnehmen. Danach dürfte sich die Expansion des Bruttoinlandsprodukts gegen Ende 2010 moderat beschleunigen, ohne jedoch in einem kräftigen Aufschwung zu münden. Für das Jahr 2010 rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2,0 Prozent, im Jahr 2011 wird dieser voraussichtlich geringfügig höher ausfallen (Tabelle 2).

Da der Arbeitsplatzabbau im Verhältnis zum Produktionsverlust bisher recht kräftig war und sich die Produktivität somit spürbar erhöht hat,

dürfte die Arbeitslosenquote nur noch geringfügig steigen und im Verlauf des Jahres 2010 ihren Hochpunkt überschreiten. Mit einem raschen Beschäftigungsaufbau ist jedoch nicht zu rechnen. Zum einen wird der Produktionsanstieg im Prognosezeitraum eher moderat ausfallen, so dass sich Unternehmen mit Einstellungen weiterhin zurückhalten dürften. Zum anderen ist ein Teil des bisherigen Stellenabbaus Resultat von strukturellen Anpassungen wie beispielsweise das Schrumpfen des Bau-sektors. Dies zeigt sich auch darin, dass der Anteil von Arbeitsplatzverlusten hin, die als dauerhaft eingestuft werden, ungewöhnlich hoch (Abbildung 14). Den Vereinigten Staaten droht somit wie bereits im Anschluss an die vergangenen beiden Rezessionen eine eher schleppende Erholung am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahr 2010 bei durchschnittlich 10,1 liegen und im Jahr 2011 auf 9,6 Prozent zurückgehen.

Tabelle 2:  
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2008–2011

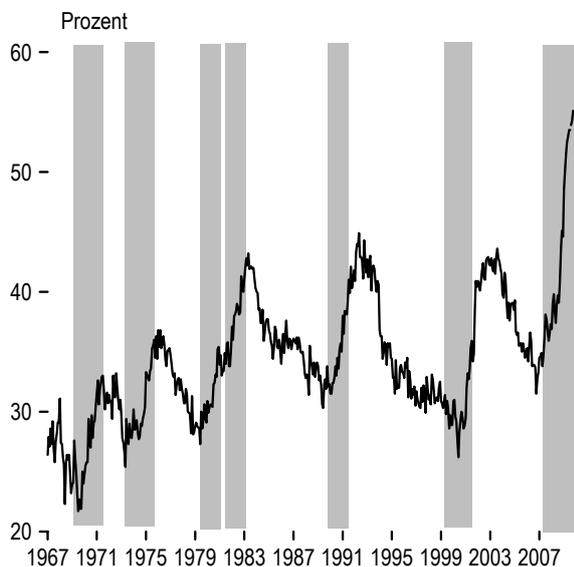
|                                     | 2008  | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|-------------------------------------|-------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>   | 0,4   | -2,5              | 2,0               | 2,2               |
| Inlandsnachfrage <sup>b</sup>       | -0,7  | -3,4              | 1,7               | 2,0               |
| Privater Verbrauch                  | -0,2  | -0,6              | 1,0               | 1,4               |
| Staatsnachfrage                     | 3,1   | 2,1               | 1,9               | 1,6               |
| Anlageinvestitionen                 | -5,1  | -18,6             | -1,4              | 0,7               |
| Ausrüstungen und Software           | -2,6  | -17,4             | 2,5               | 4,9               |
| Gewerbliche Bauten                  | 10,3  | -19,3             | -10,7             | -1,4              |
| Wohnungsbau                         | -22,9 | -20,6             | 3,1               | 5,3               |
| Lagerinvestitionen <sup>c</sup>     | -0,4  | -0,8              | 0,9               | 0,3               |
| Außenbeitrag <sup>c</sup>           | 1,1   | 0,9               | 0,2               | 0,2               |
| Exporte                             | 5,4   | -10,7             | 5,2               | 6,4               |
| Importe                             | -3,2  | -14,8             | 3,4               | 4,0               |
| Verbraucherpreise                   | 3,9   | -0,3              | 1,4               | 1,2               |
| Arbeitslosenquote <sup>d</sup>      | 5,8   | 9,2               | 10,1              | 9,6               |
| Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>   | -4,7  | -3,3              | -3,1              | -2,9              |
| Budgetsaldo des Bundes <sup>e</sup> | -3,3  | -12,0             | -9,0              | -7,0              |

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

Quelle: US Department of Commerce (2009); US Department of Labor (2009a, 2009b); US Department of the Treasury (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

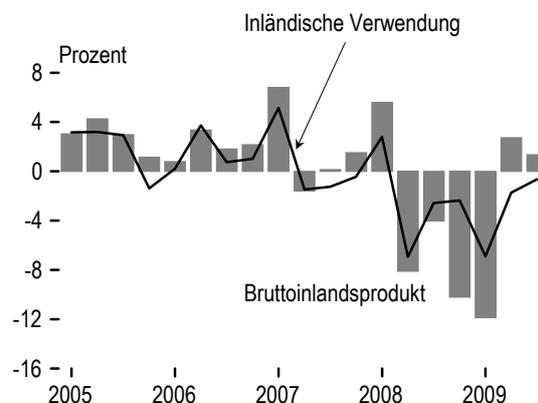
Abbildung 14:  
Anteil der Arbeitslosen mit dauerhaftem Arbeitsplatzverlust in den Vereinigten Staaten 1967–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Der Anteil der Arbeitslosen in den Vereinigten Staaten, die ihren Arbeitsplatzverlust als dauerhaft bezeichnen.

Quelle: US Department of Labor (2009a).

Abbildung 15:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2005–2009<sup>a</sup>



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

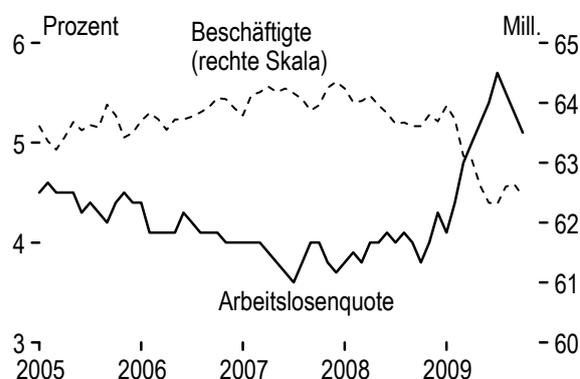
Quelle: Cabinet Office (2009).

## Fragile Erholung in Japan

In Japan ist die schärfste Rezession der Nachkriegszeit im Sommerhalbjahr 2009 zu Ende gegangen. Maßgeblich für die Belebung war ein kräftiger Anstieg der Exporte, der freilich den zuvor verzeichneten dramatischen Rückgang – er betrug vom dritten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2009 nicht annualisiert 32 Prozent – nur zu rund einem Viertel wieder wettmachte. Die Inlandsnachfrage ging hingegen weiter zurück (Abbildung 15). Zwar kam es im dritten Quartal, nicht zuletzt infolge von stimulierenden Maßnahmen der Finanzpolitik, zu einem spürbaren Anstieg des privaten Konsums, doch setzte sich der Rückgang der privaten Investitionen nur wenig verlangsamt fort, und die Staatsausgaben, die im zweiten Quartal noch deutlich ausgeweitet worden waren, sanken ebenfalls.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist angespannt. Die Zahl der offenen Stellen je Bewerber ist auf ein Rekordtief gesunken. Die Arbeitslosenquote hat sich im Herbst zwar etwas verringert, doch ist dies weniger auf eine zunehmende Zahl von Beschäftigten als auf einen Rückgang des Arbeitsangebots zurückzuführen (Abbildung 16). Dass die Arbeitslosigkeit angesichts eines Einbruchs bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 2009 um voraussichtlich 5,6 Prozent nicht noch stärker gestiegen ist, liegt zu

Abbildung 16:  
Arbeitsmarkt in Japan 2005–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: OECD (2009a).

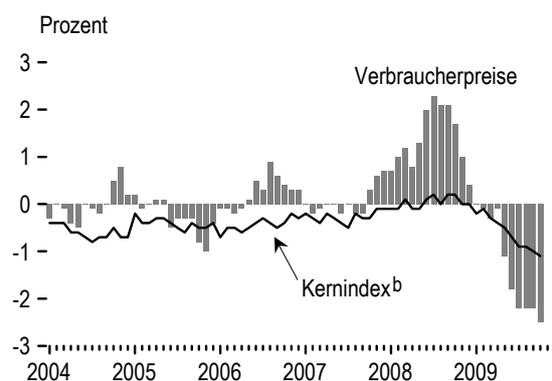
einem Gutteil an Beschäftigungssubventionen, vergleichbar der in Deutschland bestehenden Kurzarbeiterregelung, die von der Regierung als Reaktion auf die Wirtschaftskrise im Rahmen der Konjunkturprogramme beschlossen worden war. Insgesamt sind vier Pakete zur Stimulierung der Konjunktur in einem Umfang von reichlich 4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aufgelegt worden. Zusammen mit der Wirkung der automatischen Stabilisatoren hat dies dazu geführt, dass das Defizit im Staatshaushalt in diesem Jahr auf annähernd 9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gestiegen ist.

Die im Sommer ins Amt gekommene neue Regierung hat eine Reihe neuer Ausgabenprogramme, insbesondere im Sozialbereich, angekündigt und Anfang Dezember ein weiteres Konjunkturprogramm beschlossen, das ein Volumen von 1,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts haben soll. Die konjunkturelle Wirkung dürfte jedoch begrenzt sein, da die Maßnahmen zu einem großen Teil durch Umwidmung von Mitteln für Ausgaben in anderen Bereichen finanziert werden sollen. Die Neuverschuldung des Staates wird in den kommenden beiden Jahren kaum sinken; der Bruttoschuldenstand dürfte spätestens im Jahr 2011 den Umfang von 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts übersteigen. Ein Konzept für eine mittelfristige Konsolidierung der Staatsfinanzen will die Regierung im nächsten Jahr vorlegen. Wie dieses aussehen wird, ist allerdings völlig offen, zumal eine in den vergangenen Jahren immer wieder ins Gespräch gebrachte Erhöhung der im internationalen Vergleich sehr niedrigen Mehrwertsteuer – sie beträgt lediglich 5 Prozent – für die laufende Legislaturperiode ausgeschlossen wurde.

Als Folge der Rezession und der Aufwertung des Yen um nahezu 20 Prozent seit Herbst 2008 ist die japanische Wirtschaft wieder in eine deflationäre Phase geraten. Die Verbraucherpreise lagen im September um fast 2,5 Prozent unter ihrem Niveau ein Jahr zuvor, die Kernrate – ermittelt ohne die Preise für Energie und die stark schwankenden frischen Nahrungsmittel – sank im Jahresverlauf kontinuierlich auf zuletzt –1 Prozent (Abbildung 17). Die Löhne sind seit Ende 2008 rückläufig. Auch die Immobilien-

preise, deren Verfall in den neunziger Jahren die Bilanzen von Banken und vielen Unternehmen in Schieflage gebracht hatte und die sich in den vergangenen Jahren zu erholen begonnen hatten, sind im laufenden Jahr wieder spürbar gesunken. Vor diesem Hintergrund hat die Bank von Japan, nachdem der Spielraum für Zinssenkungen mit der Rückkehr zur Nullzinspolitik im Dezember 2008 bereits ausgereizt war, zusätzliche Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft ergriffen, vor allem hat sie die Käufe von Staatsanleihen und von Unternehmensschuldverschreibungen aufgestockt. Um der Deflation entgegenzuwirken, dürfte sie im kommenden Jahr die Maßnahmen zur quantitativen Lockerung noch intensivieren. Eine Zinsanhebung erwarten wir für den Prognosezeitraum nicht.

Abbildung 17:  
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2004–2009<sup>a</sup>



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

Quelle: Statistics Bureau of Japan (2009).

Im kommenden Jahr werden die Wirtschaftspolitik und eine sich weiter erholende Auslandsnachfrage der Konjunktur in Japan Impulse geben. Allerdings dürfte sich die Binnennachfrage nur zögerlich erholen. Die real verfügbaren Einkommen werden trotz sinkender Verbraucherpreise nur schwach zunehmen, die angespannte Lage am Arbeitsmarkt die Konsumneigung dämpfen. Von dem Aufschwung der Weltwirtschaft, der vor allem im übrigen asiatischen Raum eine beträchtliche

Dynamik entfaltet, werden zwar die Exporteure profitieren. Die starke Aufwertung des Yen drückt aber auf die Gewinne, und die Kapazitätsauslastung ist sehr niedrig. Von daher werden sich die Unternehmensinvestitionen voraussichtlich nur zögerlich beleben. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr um 1,7 Prozent zulegen (Tabelle 3). Für 2011 erwarten wir nur einen Anstieg um 1,1 Prozent, da die Impulse von der Finanzpolitik abklingen und die Nachfrage in den Nachbarländern, insbesondere in China nicht mehr so rasch expandiert. Alles in allem bleibt die Konjunktur in Japan im Prognosezeitraum voraussichtlich auf Impulse von außen angewiesen, und das Risiko, dass negative Schocks, etwa eine weitere Aufwertung oder eine ungünstigere Entwicklung im Ausland, die wirtschaftliche Aktivität spürbar beeinträchtigen, ist nach unserer Einschätzung hoch.

Tabelle 3:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2008–2011

|                                                   | 2008 | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|---------------------------------------------------|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>                 | -0,7 | -5,6              | 1,7               | 1,1               |
| Inlandsnachfrage <sup>b</sup>                     | -1,5 | -3,3              | 0,9               | 0,8               |
| Privater Verbrauch                                | 0,6  | -1,1              | 1,3               | 1,0               |
| Staatsverbrauch                                   | 0,8  | 0,4               | 1,1               | 1,0               |
| Anlageinvestitionen                               | -1,8 | -14,9             | 0,5               | 0,2               |
| Unternehmensinvestitionen                         | -4,0 | -18,1             | 2,1               | 1,8               |
| Wohnungsbau                                       | -7,6 | -14,8             | -11,0             | 2,1               |
| Öffentliche Investitionen                         | -6,9 | 5,6               | 2,4               | -6,2              |
| Lagerinvestitionen <sup>c</sup>                   | -0,4 | 0,0               | 0,0               | 0,0               |
| Außenbeitrag <sup>c</sup>                         | 0,2  | -2,2              | 0,8               | 0,3               |
| Exporte                                           | 1,8  | -24,9             | 11,6              | 5,1               |
| Importe                                           | 0,9  | -16,3             | 6,9               | 4,1               |
| Verbraucherpreise                                 | 1,4  | -1,3              | -0,5              | -0,2              |
| Arbeitslosenquote <sup>d</sup>                    | 4,0  | 5,1               | 4,8               | 4,5               |
| Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>                 | 3,2  | 2,3               | 3,0               | 2,8               |
| Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup> | -2,7 | -7,5              | -8,8              | -8,2              |

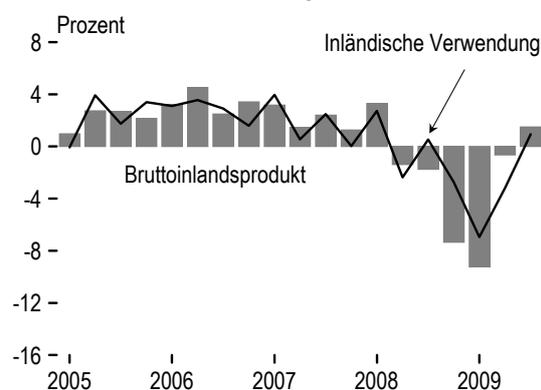
<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real. — <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Cabinet Office (2009); OECD (2009a, 2009b); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Keine durchgreifende Erholung im Euroraum

Nach der starken Rezession, die das zweite Halbjahr 2008 und das erste Halbjahr 2009 kennzeichneten, setzte im Sommer dieses Jahres eine Phase der konjunkturellen Erholung im Euroraum ein. Im dritten Quartal 2009 wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion das erste Mal seit dem ersten Quartal 2008 wieder ausgeweitet. Das Bruttoinlandsprodukt nahm um annualisiert 1,5 Prozent zu (Abbildung 18). Einen erheblichen Anteil an diesem Anstieg hatten die Vorratsveränderungen sowie der Außenbeitrag, dessen Wachstumsbeitrag bereits im zweiten Quartal positiv war. Weiter gesunken sind hingegen die Bruttoanlageinvestitionen, wenn auch mit 1,5 Prozent deutlich langsamer als in den Quartalen zuvor. Auch der private Konsum ging zurück, während die Konsumausgaben des Staates mit 2,1 Prozent spürbar expandierten. Die Entwicklung der Produktion fiel in den einzelnen Mitgliedsländern des Euroraums sehr unterschiedlich aus (Abbildung 19). Am stärksten war der Zuwachs in der Slowakei. Zu deutlichen Produktionsanstiegen kam es auch in Slowenien, Österreich und Portugal. Unter den größeren Ökonomien des Euroraums

Abbildung 18:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2005–2009<sup>a</sup>

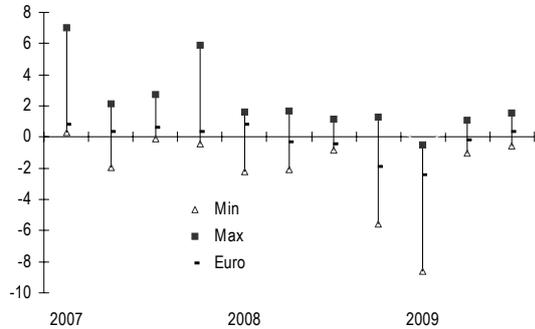


<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2009).

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung 19:  
Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts in den Ländern des Euroraums 2007–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal. Durchschnitt sowie Minimum und Maximum der Länderergebnisse.

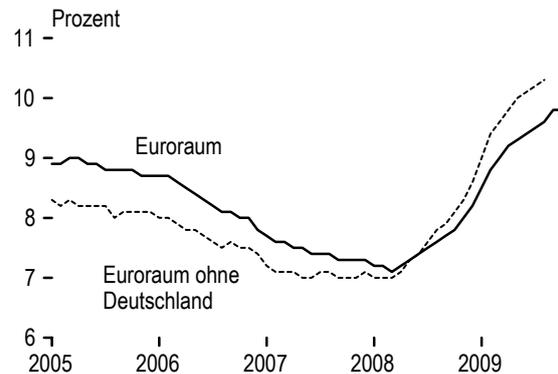
Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

konnten insbesondere Deutschland und Italien nennenswerte Zuwachsraten verzeichnen, während z.B. in Spanien und Griechenland die Produktion erneut zurückging.

Die Arbeitslosenquote im Euroraum ist seit ihrem zyklischen Tiefstand im Sommer 2008 von knapp über 7 Prozent bis zum September dieses Jahres kontinuierlich auf 9,8 Prozent gestiegen, im Euroraum ohne Deutschland sogar auf über 10 Prozent (Abbildung 20). Im dritten Quartal war die negative Dynamik noch ungebrochen. Insbesondere in Spanien stieg die Arbeitslosenquote erneut deutlich auf nun über 19 Prozent. Aber auch in Frankreich und Italien nahm die Arbeitslosigkeit spürbar zu. In Deutschland und Österreich stabilisierte sich der Arbeitsmarkt hingegen im dritten Quartal. Im Oktober nahm dann auch die Arbeitslosenquote für den gesamten Euroraum nicht mehr zu, sondern verharrte bei 9,8 Prozent. Dies sollte jedoch nicht als Trendwende am Arbeitsmarkt aufgefasst werden, da es wohl in den folgenden Quartalen nicht zu einem spürbaren Aufschwung bei der Produktion kommen wird. Vor dem Hintergrund der stark gestiegenen Arbeitslosigkeit kam es im Verlauf des Jahres 2009 zu einer spürbaren Moderation des Lohnanstiegs je Beschäftigten, die sich im Prognosezeitraum fortsetzen dürfte. Bei allmählicher Normalisierung der Arbeitszeit pro Beschäftig-

ten wird sich der Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde, der im ersten Halbjahr 2009 sehr kräftig zulegte im kommenden Jahr abflachen.

Abbildung 20:  
Arbeitslosenquote im Euroraum 2005–2009<sup>a</sup>

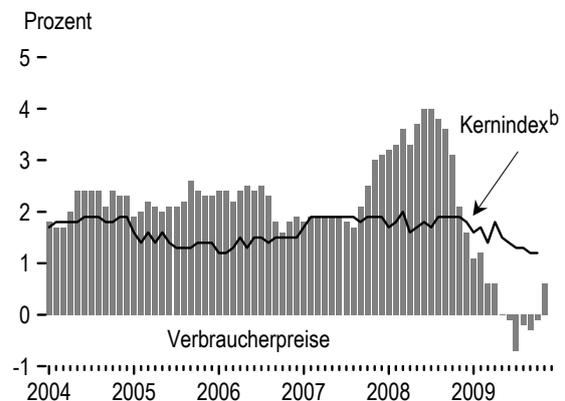


<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: EZB (2009a); eigene Berechnungen.

Der durch die zeitweilige Korrektur der Energie- und Nahrungsmittelpreise ausgelöste Rückgang des Preisniveaus ist zu einem Ende gekommen. Das Verbraucherpreisniveau lag im November 2009 das erste Mal seit Mai mit rund 0,5 Prozent über dem Vorjahresstand (Abbildung 21). Im Euroraum ohne Deutschland be-

Abbildung 21:  
Verbraucherpreisanstieg im Euroraum 2004–2009<sup>a</sup>



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

Quelle: Eurostat (2009).

trug die Inflationsrate schätzungsweise 0,7 Prozent. Allerdings schwächt sich der Preisauftrieb bei anderen Gütern als Energie weiter ab. So lag der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel im Oktober im Vorjahresvergleich bei 1,2 Prozent, nachdem er zu Beginn des Jahres noch 1,5 Prozent betragen hatte. Angesichts der stark unterausgelasteten Kapazitäten ist damit zu rechnen, dass sich die Kernrate weiter abschwächen wird.

Die EZB hat seit unserer Prognose vom September keine weiteren expansiven Politikmaßnahmen mehr beschlossen, nachdem sie seit dem Sommer 2008 die Geldpolitik in mehreren Stufen gelockert hatte.<sup>9</sup> Der Hauptrefinanzierungssatz liegt weiterhin bei 1 Prozent und die Liquiditätsversorgung der Banken ist immer noch so reichlich, dass der Tagesgeldsatz (Eonia) mit gut 0,3 Prozent weiterhin nur knapp über der Verzinsung der Einlagefazilität liegt. Darüber hinaus werden die Finanzmärkte weiter durch das Aufkaufprogramm für Pfandbriefe gestützt, bei dem bis Ende November Pfandbriefe im Umfang von gut 25,5 Mrd. Euro von der EZB erworben wurden (EZB 2009b). Dies alles hat auch dazu beigetragen, den Markt für unbesicherte Geldmarktgeschäfte wiederzubeleben. Der Risikoaufschlag für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) gegenüber dem Satz für besichertes Dreimonatsgeld (Eurepo) hat sich gegenüber September nochmals um 0,15 Prozentpunkte auf nur noch gut 0,3 Prozentpunkte Anfang Dezember reduziert. Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine tendenzielle Straffung der Geldpolitik, zunächst allerdings vor allem über eine allmähliche Rück-

nahme von unkonventionellen Maßnahmen. Erste Schritte in diese Richtung wurden von der EZB Ende November bereits angekündigt; so wird es bald keine Refinanzierungsgeschäfte mit halb- und ganzjähriger Laufzeit mehr geben.<sup>10</sup> Außerdem kündigte die Notenbank an, mittelfristig ihre Refinanzierungsgeschäfte wieder als Zinstender statt als Mengentender durchzuführen, d.h. sie wird wieder dazu übergehen, das Volumen der Geschäfte festzulegen und nicht für einen festen Zinssatz unbegrenzt Liquidität zur Verfügung stellen. Diese Maßnahmen dürften dazu führen, dass die Geldmarktsätze schon in den kommenden Quartalen steigen werden. Aufgrund der vorerst noch schwachen Kapazitätsauslastung, der steigenden Arbeitslosigkeit und einer nur moderaten Inflationsentwicklung im Euroraum wird die EZB den Hauptrefinanzierungssatz aber wohl erst Mitte 2011 anheben. Dafür spricht auch unsere Schätzung einer empirischen Reaktionsfunktion für die EZB, bei der für die momentane Situation als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt wurde (Abbildung 22).<sup>11</sup>

Durch zusätzliche Ausgaben und Einnahmensenkungen im Rahmen von Konjunktur stimulierenden Maßnahmen und infolge der automatischen Stabilisatoren sind die öffentlichen Haushalte im Euroraum erheblich unter Druck geraten. Die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbarte Grenze für das Budgetdefizit wird überwiegend deutlich verletzt. Die einzigen Länder des Euroraums, gegen die im laufenden

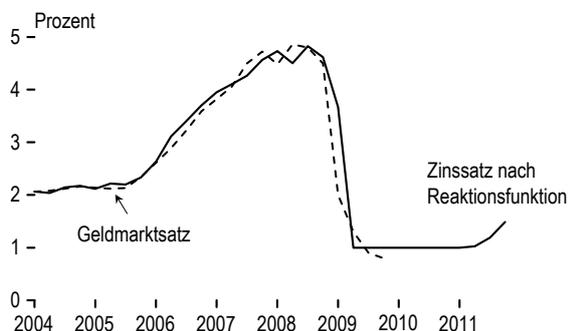
<sup>9</sup> Bis Herbst 2008 hat sie ohne das Gesamtvolumen zu ändern das Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Refinanzierungsoperationen geändert, um den Banken mittelfristige Liquiditätssicherheit zu bieten. Nach der Zuspitzung der Krise im Herbst 2008 stellte sie das Bieterverfahren für Refinanzierungsoperationen um und teilte zu einem fixen Zinssatz Zentralbankgeld in unbegrenzter Höhe zu, wobei sie auch Wertpapiere geringerer Bonität als vorher als Sicherheit akzeptierte. Mitte 2009 bot sie erstmals zwölfmonatige Refinanzierungsgeschäfte an und begann außerdem damit, Pfandbriefe am Primär- und Sekundärmarkt zu kaufen, um die Finanzmärkte zu stützen. Vgl. dazu die Übersicht in EZB (2009a: 96–97).

<sup>10</sup> Im Dezember wird letztmalig ein Refinanzierungsgeschäft mit zwölfmonatiger Laufzeit durchgeführt; dabei wird der Zinssatz nicht mehr fix sein sondern sich an dem Durchschnitt der Leitzinsen über die gesamte Laufzeit orientieren. Im kommenden Sommer soll dann letztmalig ein Refinanzierungsgeschäft mit sechsmonatiger Laufzeit durchgeführt werden.

<sup>11</sup> Zur verwendeten Reaktionsfunktion siehe Boysen-Hogrefe et al. (2009a). Abweichend von der dort beschriebenen Reaktionsfunktion wird hier angesichts der derzeitigen Politik der EZB eine Untergrenze von 1 Prozent anstatt von null unterstellt. Implizit wird ferner die Annahme getroffen, dass der Geldmarktzins im weiteren Verlauf nur geringfügig um den maßgeblichen Leitzins schwankt. Eine Reaktionsfunktion ohne Untergrenze würde in der aktuellen Situation deutlich niedrigere bzw. sogar negative Zinsstände prognostizieren.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung 22:  
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2011<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognose ab dem 4. Quartal 2010 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB.

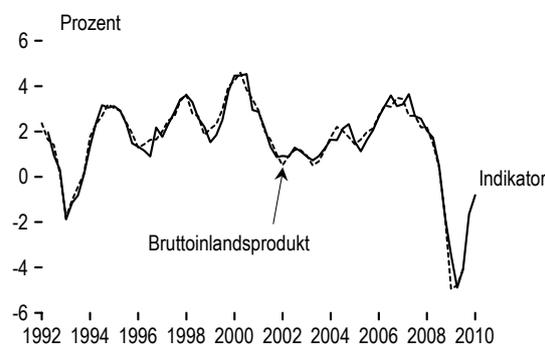
Quelle: EZB (2009a); eigene Berechnungen.

Jahr von der Europäischen Kommission kein Defizitverfahren eingeleitet wurde, sind Finnland, Luxemburg und Zypern. Viele Länder planen, durch Ausgabenbegrenzungen und teilweise durch Steuererhöhungen – so plant die Regierung in Spanien für das kommende Jahr eine Anhebung des Umsatzsteuersatzes um zwei Prozentpunkte – den ausufernden Defiziten entgegenzuwirken. Zum Teil werden diese Konsolidierungsmaßnahmen jedoch erst jenseits des Prognosehorizonts einsetzen (OECD 2009b). Vielmehr werden im kommenden Jahr nochmals in spürbarem Ausmaß diskretionäre Maßnahmen zur Konjunkturstimulierung durchgeführt, sodass von der Finanzpolitik im Euroraum im kommenden Jahr insgesamt noch keine nennenswert dämpfende Wirkung ausgeht. Das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum dürfte 2010 nochmals steigen, auf 6,6 Prozent nach 6,2 Prozent im laufenden Jahr, vor allem da zusätzliche Ausgaben für Sozialleistungen im Zuge der deutlich gestiegenen Arbeitslosigkeit belasten. Im Jahr 2011 dürfte es angesichts einer Stabilisierung am Arbeitsmarkt und sich verstärkender Konsolidierungsbemühungen auf 6,1 Prozent zurückgehen.

Die positive Entwicklung im dritten Quartal sollte nicht als Beginn eines starken Aufschwungs angesehen werden, sondern vielmehr vor dem Hintergrund eines ausgeprägten Lagerzyklus interpretiert werden. Zwar verbes-

serten sich viele Stimmungsindikatoren bis zuletzt weiter, doch liegen sie immer noch deutlich unter dem Niveau vor Beginn der Rezession. Der EUROFRAME-Indikator, der die Informationen verschiedener Indikatoren bündelt, signalisiert sogar ein erneutes Sinken des Bruttoinlandsprodukts in diesem Winterhalbjahr (Abbildung 23). Ferner deutet auch die

Abbildung 23:  
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2010<sup>a</sup>



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

Quelle: Eurostat (2009); EUROFRAME (2009).

Kreditvergabe an Unternehmen nicht auf eine spürbare Belebung hin. Der sogenannte Kreditimpuls war in den Monaten September und Oktober negativ (Kasten 3). Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Produktion im laufenden wie auch im kommenden Quartal leicht ausgeweitet wird, jedoch mit etwas schwächeren Raten als noch im dritten Quartal 2009. Es ist zu berücksichtigen, dass viele Länder des Euroraums und wichtige Handelspartner des Euroraums immer noch unter den Folgen von Immobilienkrisen leiden. In einigen Ländern wird die Finanzpolitik im Jahr 2010 wegen des Auslaufens diskretionärer Maßnahmen und der notwendigen Konsolidierungsbestrebungen bereits dämpfend wirken. Besonders angespannt ist die Lage in Griechenland. Die plötzliche Revision der Prognose des Budgetdefizits um rund 6 Prozentpunkte hat Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des Staates aufkommen lassen. Bisher wurden griechische Staatsanleihen von der EZB

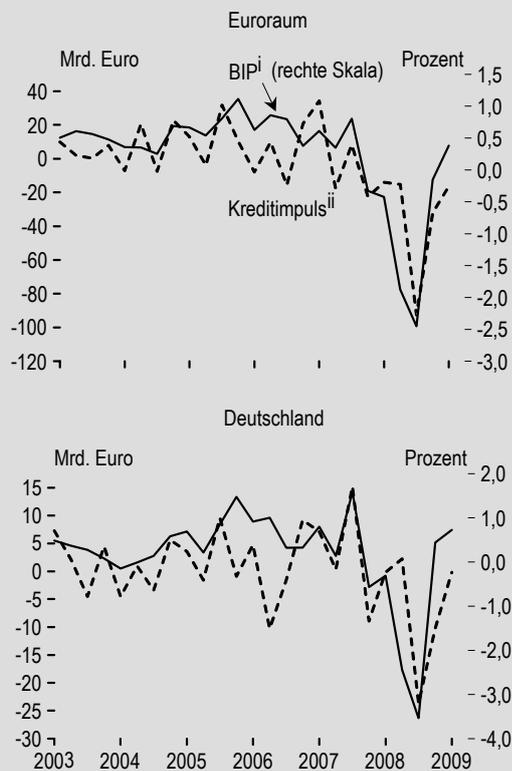
Kasten 3:

Kreditimpuls in ausgewählten Ländern Europas

Typischerweise verlangsamt sich der Zuwachs des Kreditbestandes in einer Rezession. Da Unternehmen weniger Investitionen tätigen oder wegen des geringeren Absatzes weniger Produktionsmittel vorfinanzieren müssen, sinkt das Verhältnis zwischen neu aufgenommenen und auslaufenden Krediten. Häufig ist jedoch zu beobachten, dass in Aufschwüngen, die sich an Rezessionen anschließen, der Kreditbestand nicht oder nur geringfügig expandiert und erst mit Verzögerung das alte Niveau wieder erreicht. Calvo et al. (2006) und Claessens et al. (2008) sprechen von kreditlosen Aufschwüngen. Dieses Phänomen erklären Biggs et al. (2009) damit, dass es ein grundsätzlicher Irrtum sei, die Bestandsgröße Kreditvolumen mit der Stromgröße Produktion zu vergleichen. Vielmehr habe das Produktionsniveau eine Beziehung zur Veränderung des Kreditbestandes. Nimmt man z.B. an, dass ein Kredit sofort nach Abschluss für eine Investition genutzt wird, wirkt dieser in jener Periode auf das Produktionsniveau. Der Kreditbestand bleibt für die gesamte Laufzeit des Kredits erhöht, während das Produktionsniveau in der restlichen Laufzeit nicht mehr stimuliert wird. Folglich ist die Zuwachsrate der Produktion mit der Veränderung der Veränderung des logarithmierten Kreditbestandes in Beziehung zu setzen. Biggs et al. (2009) nennen diese Größe Kreditimpuls. Sie lässt sich bezogen auf den Kreditbestand  $KB_t$  zum Zeitpunkt  $t$  berechnen als  $KI_t = \Delta KB_t - \Delta KB_{t-1}$ , wobei  $\Delta KB_t = KB_t - KB_{t-1}$  sei.

Wir haben die Kreditimpulse im Hinblick auf die Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen für einzelne Länder Europas quartalsweise ab dem zweiten Quartal 2003 bis zum dritten Quartal 2009 berechnet.<sup>a</sup> Die Korrelation des Kreditimpulses mit den Vorquartalsveränderungen des Bruttoinlandsprodukts ist zwar teilweise sehr schwach, so liegt der Wert für das Vereinigte Königreich nur bei rund 0,14 (Tabelle K3-1), doch ist er in allen betrachteten Fällen positiv und erreicht 0,59 für Deutschland und sogar 0,76 für den gesamten Euroraum (Abbildung K3-1). Ferner zeigt Tabelle K3-1 auch die Kreditimpulse der vergangenen vier Quartale relativ zum Kreditvolumen des jeweiligen Quartals. Während im ersten Quartal 2009 der Kreditimpuls in allen betrachteten Ländern spürbar negativ war, ist das Bild im zweiten und dritten Quartal uneinheitlich. Das Vereinigte Königreich verzeichnete zwar einen spürbar positiven Kreditimpuls im zweiten Quartal aber dafür einen wiederum deutlich negativen Kreditimpuls im dritten Quartal. In Deutschland, Frankreich und Italien schwächten sich die negativen Kreditimpulse im zweiten Quartal ab. Im dritten Quartal war der Kreditimpuls in Frankreich wieder leicht positiv und in Deutschland und Italien nahezu neutral. In den Niederlanden war der Kreditimpuls im zweiten wie im dritten Quartal deutlich positiv, während er in Spanien negativ blieb. Im Euroraum insgesamt ergibt sich für die betrachteten Quartale ein durchgehend negativer Kreditimpuls. Für das laufende Quartal liegen bisher nur die Kreditvolumina des Monats Oktober vor. Im Vormonatsvergleich sind jedoch auch die Kreditimpulse der Monate September und Oktober negativ, nachdem sie im Juli und August vorübergehend positiv waren. Der negative Kreditimpuls am aktuellen Rand ist ein zusätzlicher Hinweis darauf, dass die Belebung im Euroraum nur sehr zögerlich von statten geht. Ein Hinweis auf eine Kreditklemme bietet die Analyse des Kreditimpulses für sich genommen jedoch nicht, da mit dieser Methode nicht zwischen angebots- und nachfrageseitigen Einflüssen unterschieden werden kann.

Abbildung K3-1:  
Kreditimpuls und Bruttoinlandsprodukt 2003–2009



<sup>i</sup>Vorquartalsvergleich. — <sup>ii</sup>Saisonbereinigt.  
Quelle: EZB (2009a); Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle K3-1:

Kreditimpuls in ausgewählten Ländern Europas relativ zum Kreditvolumen 2008–2009

|                                               | Deutschland | Spanien | Frankreich | Niederlande | Vereinigtes<br>Königreich | Italien | Euroraum |
|-----------------------------------------------|-------------|---------|------------|-------------|---------------------------|---------|----------|
| 2008Q4                                        | 0,24        | -0,82   | -0,21      | -2,95       | -2,68                     | -0,82   | -0,32    |
| 2009Q1                                        | -2,51       | -0,92   | -2,04      | -1,06       | -0,63                     | -0,57   | -1,96    |
| 2009Q2                                        | -1,09       | -0,65   | -1,38      | 0,84        | 3,30                      | -0,43   | -0,68    |
| 2009Q3                                        | -0,02       | -1,29   | 0,10       | 0,77        | -6,00                     | -0,16   | -0,35    |
| Korrelation zum<br>BIP 2003–2009 <sup>i</sup> | 0,59        | 0,48    | 0,41       | 0,58        | 0,14                      | 0,21    | 0,76     |

<sup>i</sup>Korrelation zwischen saisonbereinigtem Kreditimpuls und Vorquartalsvergleich des Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: EZB (2009a); Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Frühere Datenstände sind für den Euroraum nicht verfügbar.

als Sicherheit anerkannt. Sollte sich diese Bewertung ändern, wäre die Liquiditätsversorgung griechischer Banken, die in einem großen Ausmaß diese Staatsanleihen halten, gefährdet. Neben den besonderen Risiken für Griechenland besteht zumindest für Teile des Euroraums das Risiko, dass es in Folge des wegen der Finanzkrise weiterhin hohen Abschreibungsbedarfs des Bankensektors zu einer Kreditklemme kommt (Boysen-Hogrefe et al. 2010).

Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Verlauf des kommenden Jahres nur schwach expandieren. Erst für das Jahr 2011 ist mit einer stärkeren Beschleunigung zu rechnen. Wir erwarten, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2010 um 0,8 Prozent und im Jahr 2011 um 1,6 Prozent zunimmt, nach einem Rückgang von 4 Prozent im Jahr 2009 (Tabelle 4). Im Euroraum ohne Deutschland wird das Bruttoinlandsprodukt in den kommenden beiden Jahren mit 0,7 Prozent und 1,5 Prozent etwas schwächer zulegen als in Deutschland, nachdem es sich mit einem Rückgang von lediglich 3,5 Prozent im Jahr 2009 vergleichsweise günstig entwickelt hat. Die Arbeitslosenquote im Euroraum dürfte sich 2009 auf 9 Prozent belaufen. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte die Arbeitslosigkeit ihren Höhepunkt überschreiten, danach aber nur allmählich sinken. Die Inflation wird im kommenden Jahr wieder leicht anziehen und im Jahresmittel 0,8 erreichen. Im Jahr 2010 wird sie sich wohl nochmals etwas beschleunigen, aber mit 1,3

Prozent immer noch niedriger sein als die Rate von knapp 2 Prozent, die die EZB auf mittlere Sicht anstrebt.

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2008–2011

|                                   | 2008 | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|-----------------------------------|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup> | 0,5  | -4,0              | 0,8               | 1,6               |
| Inlandsnachfrage <sup>b</sup>     | 0,5  | -2,8              | 0,8               | 1,7               |
| Privater Verbrauch                | 0,3  | -1,0              | 0,7               | 1,5               |
| Staatsverbrauch                   | 2,0  | 2,4               | 1,5               | 0,8               |
| Anlageinvestitionen               | -0,6 | -9,9              | 1,0               | 3,2               |
| Lagerinvestitionen <sup>c,d</sup> | 0,1  | -0,6              | -0,1              | 0,0               |
| Außenbeitrag <sup>d</sup>         | 0,0  | -1,2              | 0,0               | -0,1              |
| Exporte <sup>b</sup>              | 0,8  | -13,7             | 4,8               | 5,3               |
| Importe <sup>b</sup>              | 0,7  | -11,5             | 5,0               | 5,6               |
| Verbraucherpreise <sup>e</sup>    | 3,3  | 0,2               | 0,8               | 1,3               |
| Arbeitslosenquote <sup>f</sup>    | 7,3  | 9,1               | 10,2              | 10,0              |
| Leistungsbilanzsaldo <sup>g</sup> | -0,8 | -1,1              | -0,8              | -0,7              |
| Budgetsaldo <sup>g</sup>          | -1,8 | -6,2              | -6,6              | -6,1              |

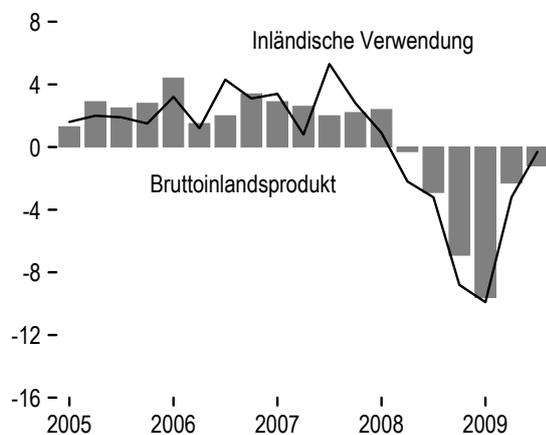
<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Privater Sektor. — <sup>d</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — <sup>e</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. —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

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Nur schwache Erholung im Vereinigten Königreich

Anders als in den meisten Industrieländern dauerte die Rezession im Vereinigten Königreich auch im dritten Quartal noch an; das reale Bruttoinlandsprodukt schrumpfte mit einer laufenden Jahresrate von 1,2 Prozent (Abbildung 24). Ausschlaggebend für den Produktions-

Abbildung 24: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2005–2009<sup>a</sup>



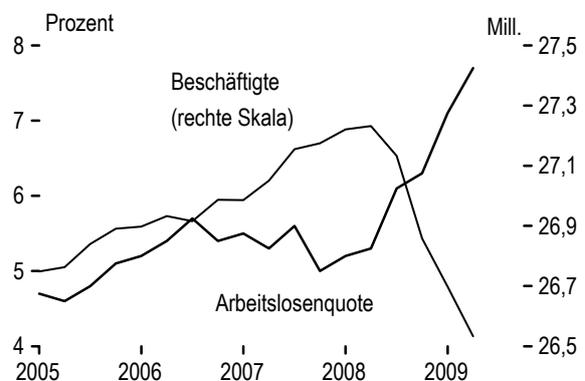
<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2009).

rückgang war im abgelaufenen Jahr die wegbrechende Binnennachfrage, die trotz im zweiten Quartal einsetzender Impulse vonseiten der Vorratsveränderung bis zuletzt rückläufig war. Infolge der langen Rezession verschärfte sich die Situation am Arbeitsmarkt bis zuletzt; die Beschäftigung sank in der Tendenz weiter (Abbildung 25), und die Arbeitslosenquote (nach Eurostat-Definition) dürfte im Oktober auf über 8 Prozent gestiegen sein. Allerdings deuten die vorliegenden Konjunkturindikatoren darauf hin, dass die Produktion im vierten Quartal deutlich zugenommen hat. Dafür wird vor allem eine starke Ausweitung der privaten Konsumnachfrage sorgen, da im Vereinigten Königreich zum 1. Januar 2010 die Umsatzsteuersenkung um

2,5 Prozentpunkte rückgängig gemacht wird, weshalb Käufe seitens der Konsumenten vorgezogen werden dürften. Positive Anregungen kommen auch von der Stabilisierung des Immobilienmarktes, auf dem die Hauspreise seit dem Frühjahr kontinuierlich zugelegt haben, so dass sie im November bereits um knapp 7,3 Prozent über dem Tief vom April lagen.

Abbildung 25: Arbeitsmarkt im Vereinigten Königreich 2005–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2009); Office for National Statistics (2009).

Aufgrund der starken internationalen Verflechtung des Finanzmarktes und der enormen wirtschaftlichen Bedeutung des Finanzsektors, vor allem für den Großraum London, war und ist das Vereinigte Königreich besonders hart von der Finanzkrise betroffen. Um das System zu stabilisieren, hat die britische Wirtschaftspolitik eine Vielzahl von Maßnahmen implementiert. So wurden von der Regierung Mittel bereitgestellt, um mehrere Großbanken durch Staatsbeteiligungen zu rekapitalisieren, und das Special Resolution Regime (SRR) verabschiedet, das die systemweite „Ansteckungsgefahr“ im Falle von Insolvenzen einzelner Banken minimiert und somit die Restrukturierung und damit auch Rekapitalisierung einzelner Institute erleichtert.<sup>12</sup> Um die Kreditversorgung zu

<sup>12</sup> Vgl. dazu auch Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009b: 81).

sichern und die Rendite längerfristiger Anlagen zu drücken, hat die Bank von England außerdem Maßnahmen einer quantitativen Lockerung ergriffen. So wurde die Liste der von der Notenbank als Sicherheit für Zentralbankgeld akzeptierten Wertpapiere erweitert, und die Notenbank hat angekündigt, festverzinsliche Wertpapiere im Wert von insgesamt 200 Mrd. Pfund zu kaufen;<sup>13</sup> bis Ende November waren bereits Käufe in Höhe von knapp 190 Mrd. Pfund getätigt.<sup>14</sup> Daneben wurde das Leitzinsniveau bis ins vergangene Frühjahr schnell auf 0,5 Prozent gesenkt. Da sich der Rückgang der Inflationsrate (HVPI), die im laufenden Jahr aufgrund der starken Abwertung des britischen Pfunds immerhin noch 2,1 Prozent betragen dürfte, wohl fortsetzen wird, rechnen wir damit, dass dieses niedrige Zinsniveau noch bis Anfang 2011 beibehalten wird.

Auch die Finanzpolitik ist seit Ausbruch der Krise extrem expansiv. Unter anderem aufgrund der Stützungsmaßnahmen für den Bankensektor dürfte das Budgetdefizit im laufenden Jahr 12 ½ Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichen, nach 5 Prozent im vergangenen Jahr. Im Prognosezeitraum wird die Fiskalpolitik aufgrund von Konsolidierungsmaßnahmen dämpfend auf die Konjunktur wirken. Zwar dürften die Ausgaben für Transferleistungen aufgrund der weiter steigenden Arbeitslosigkeit noch bis Mitte 2011 zunehmen, es sind aber einige restriktive Maßnahmen bereits beschlossen. So wird zum Anfang des kommenden Jahres der Umsatzsteuersatz, der zur Stimulierung der Konjunktur vorübergehend von 17,5 auf 15 Prozent gesenkt worden war, wieder auf das alte Niveau erhöht.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das Vereinigte Königreich einen schwachen Aufschwung. Vor allem die Binnennachfrage dürfte aufgrund steigender Arbeitslosigkeit, einer steigenden Sparquote der privaten Haushalte, der Erhöhung des Umsatzsteuersatzes und des

Auslaufens der expansiven finanzpolitischen Maßnahmen vorerst schwach bleiben; erst für das zweite Halbjahr 2011 rechnen wir mit einem deutlichen Anziehen der binnenwirtschaftlichen Dynamik. Hingegen dürfte die niedrige Bewertung des Pfund Sterlings dazu beitragen, dass im gesamten Prognosezeitraum vonseiten des Außenbeitrags positive Impulse auf die Produktion ausgehen.

Insgesamt dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 4,6 Prozent zurückgehen. Für die kommenden beiden Jahre erwarten wir eine konjunkturelle Expansion, die allerdings mit Zuwachsraten von 0,6 und 1,4 Prozent mäßig ausfallen dürfte (Tabelle 5). Bei dieser konjunkturellen Entwicklung dürfte die Arbeitslosenquote bis Mitte 2011 auf knapp unter 9 Prozent steigen. Im Jahresdurchschnitt wird die Arbeitslosenquote im kommenden Jahr wohl bei 8,4 Prozent und im Jahr 2011 bei 8,8 Prozent liegen. Aufgrund der weiter schwachen Kapazitätsauslastung, zunehmender Arbeitslosigkeit und des Nachlassens der preistreibenden Wirkung der Abwertung des britischen Pfunds wird sich die Inflationsrate abschwächen; nach 2,1 Prozent in diesem Jahr

Tabelle 5:  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2008–2011

|                                   | 2008 | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|-----------------------------------|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup> | 0,6  | -4,6              | 0,6               | 1,4               |
| Inlandsnachfrage                  | 0,1  | -5,1              | 0,3               | 0,7               |
| Privater Verbrauch                | 1,0  | -2,8              | -0,1              | 0,9               |
| Staatsverbrauch                   | 2,5  | 1,8               | 0,1               | -0,3              |
| Anlageinvestitionen               | -3,3 | -14,2             | -1,7              | 2,0               |
| Lagerinvestitionen <sup>c</sup>   | -0,4 | -1,5              | 0,6               | 0,0               |
| Außenbeitrag <sup>c</sup>         | 0,5  | 0,8               | 0,3               | 0,7               |
| Exporte                           | 1,0  | -10,7             | 3,1               | 5,5               |
| Importe                           | -0,8 | -12,3             | 1,8               | 2,9               |
| Verbraucherpreise <sup>d</sup>    | 3,6  | 2,1               | 1,7               | 0,9               |
| Arbeitslosenquote <sup>e</sup>    | 5,7  | 7,7               | 8,4               | 8,8               |
| Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup> | -1,6 | -2,5              | -2,0              | -1,0              |
| Budgetsaldo <sup>f</sup>          | -5,0 | -12,5             | -11,0             | -10,5             |

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

Quelle: Office for National Statistics (2009); eigene Prognosen.

<sup>13</sup> Anfang November wurde beschlossen, das Volumen von 175 Mrd. Pfund nochmals um 25 Mrd. Pfund aufzustocken.

<sup>14</sup> Dabei wurden zuletzt auch Anleihen mit einer Restlaufzeit von über 25 Jahre gekauft (Bank von England 2009: 170).

dürfte der Anstieg der Verbraucherpreise im kommenden Jahr bei 1,7 Prozent liegen und wird im Jahr 2011 wohl auf 0,9 Prozent zurückgehen.

### Differenziertes Bild in den Beitrittsländern zur EU

---

Die konjunkturelle Entwicklung im zu Ende gehenden Jahr weist zwischen den Beitrittsländern der EU ausgeprägte Unterschiede auf. Auf der einen Seite befindet sich in dieser Ländergruppe mit Polen das einzige Land der Union, das im Jahr 2009 keinen Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts verzeichnen wird (Tabelle 6). In den übrigen Ländern ist die Wirtschaftsleistung zwar überall deutlich geschrumpft. Während dies in Tschechien und der Slowakei jedoch vor allem Reflex des exportnachfragebedingten Einbruchs der Industrieproduktion war und bereits im zweiten Quartal dieses Jahres eine Erholung einsetzte, hat in einer Reihe von anderen Ländern im Zuge der Finanzkrise ein Prozess der Korrektur von internen und externen Ungleichgewichten begonnen oder sich verstärkt. Diese Korrektur dürfte in den betroffenen Ländern längere Zeit in Anspruch nehmen.

In Polen hat eine Kombination günstiger Faktoren die Wirtschaft auf dem Expansionspfad gehalten. Neben einer expansiven Wirtschaftspolitik trug hierzu vor allem die zeitweise sehr kräftige Abwertung des Zloty bei, welche die internationale Wettbewerbsfähigkeit heimischer Produzenten verbesserte. Zudem schlug der Rückgang der Nachfrage im Ausland infolge der relativ geringen Exportabhängigkeit der polnischen Wirtschaft nicht so stark durch wie in den kleineren der neuen Mitgliedsländer. Nicht zuletzt blieb der Druck, die private Endnachfrage zu reduzieren, dank eines intakten Bankensystems und einer relativ niedrigen Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten verhältnismäßig gering. Das andere Extrem der Entwicklungen stellen die baltischen Staaten dar, in denen ein Umschwung bei

den internationalen Kapitalströmen dazu führte, dass die Wirtschaft nach einer zuvor extrem raschen Expansion regelrecht kollabierte. Die wirtschaftliche Kontraktion wurde in diesen Ländern dadurch verschärft, dass die Finanzpolitik starke Einschnitte bei den Ausgaben sowie Steuererhöhungen beträchtlichen Ausmaßes vornahm, um zahlungsfähig zu bleiben, das Vertrauen internationaler Kapitalgeber wiederzugewinnen, die Bindung der Währung an den Euro aufrecht zu erhalten und die Aussicht auf eine baldige Aufnahme in den Euroraum zu behalten. In weniger ausgeprägter Form ist der Boom auch in Bulgarien und Rumänien angesichts fehlender Kapitalzuflüsse einer Phase des Rückgangs der Ausgaben von Unternehmen und Haushalten gewichen.

Infolge einer Zunahme des Außenbeitrags und eines deutlich verlangsamten Rückgangs der Binnennachfrage hat sich das reale Bruttoinlandsprodukt der Beitrittsländer insgesamt im Sommerhalbjahr 2009 stabilisiert (Abbildung 26); gegen Jahresende dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion nahezu überall wieder expandieren. Einem kräftigen Aufschwung steht jedoch entgegen, dass hohe Arbeitslosigkeit, schwach steigende oder sogar sinkende Löhne sowie eine zunehmend restriktive Finanzpolitik die Inlandsnachfrage bremsen. Gleichzeitig dürfte die Zunahme bei den Exporten angesichts der wenig dynamischen Erholung in Westeuropa moderat sein. Alles in allem erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den Beitrittsländern, der sich im Jahr 2010 auf 1,3 Prozent belaufen und im Jahr 2011 auf nahezu 3 Prozent beschleunigen dürfte. Die fiskalische Position hat sich in den meisten Ländern gravierend verschlechtert. Es sind deutliche Konsolidierungsschritte erforderlich, auch um die Perspektive eines Beitritts zum gemeinsamen Währungsraum nicht vollständig aus den Augen zu verlieren. Diese sind in einigen Ländern bereits eingeleitet worden, in anderen spätestens für das Jahr 2011 zu erwarten. Spürbare Anhebungen von Verbrauchsteuern werden dazu beitragen, dass der Verbraucherpreisanstieg mit etwa 3 Prozent im Prognosezeitraum weiter deutlich über dem EU-Durchschnitt liegen wird.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle 6:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2009–2011

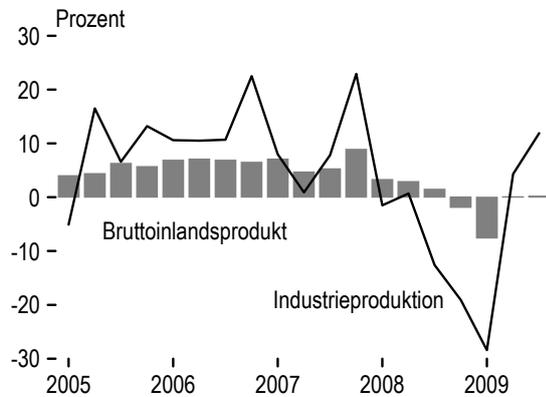
|                              | Gewicht <sup>a</sup> | Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup> |                   |                   | Verbraucherpreise <sup>b,c</sup> |                   |                   | Arbeitslosenquote <sup>d</sup> |                   |                   |
|------------------------------|----------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|
|                              |                      | 2009 <sup>e</sup>                 | 2010 <sup>e</sup> | 2011 <sup>e</sup> | 2009 <sup>e</sup>                | 2010 <sup>e</sup> | 2011 <sup>e</sup> | 2009 <sup>e</sup>              | 2010 <sup>e</sup> | 2011 <sup>e</sup> |
| Deutschland                  | 19,9                 | -5,0                              | 1,2               | 2,0               | 0,2                              | 0,7               | 1,3               | 7,9                            | 8,9               | 8,9               |
| Frankreich                   | 15,6                 | -2,3                              | 1,1               | 1,7               | 0,0                              | 0,7               | 1,2               | 9,2                            | 10,2              | 10,0              |
| Italien                      | 12,5                 | -4,8                              | 0,5               | 1,0               | 0,7                              | 1,2               | 1,5               | 7,6                            | 8,6               | 8,6               |
| Spanien                      | 8,8                  | -3,7                              | -0,2              | 1,3               | -0,3                             | 0,9               | 1,2               | 18,3                           | 20,0              | 19,8              |
| Niederlande                  | 4,8                  | -4,0                              | 1,1               | 1,9               | 1,0                              | 0,5               | 1,7               | 3,2                            | 3,7               | 3,5               |
| Belgien                      | 2,8                  | -3,2                              | 0,9               | 1,7               | -0,1                             | 1,0               | 1,3               | 7,9                            | 8,3               | 8,2               |
| Griechenland                 | 2,3                  | -0,9                              | -0,3              | 0,7               | 1,2                              | 1,2               | 0,9               | 9,6                            | 10,7              | 11,2              |
| Österreich                   | 1,9                  | -3,6                              | 1,3               | 2,1               | 0,3                              | 0,9               | 1,8               | 4,7                            | 4,9               | 4,8               |
| Irland                       | 1,5                  | -6,9                              | 0,6               | 2,7               | -1,7                             | -0,4              | 0,8               | 11,7                           | 12,3              | 10,5              |
| Finnland                     | 1,5                  | -7,1                              | 0,4               | 2,0               | 1,6                              | 1,4               | 1,6               | 8,5                            | 10,1              | 9,7               |
| Portugal                     | 1,3                  | -2,6                              | 1,1               | 1,6               | -0,9                             | 0,6               | 1,1               | 9,6                            | 10,5              | 10,3              |
| Slowakei                     | 0,5                  | -6,0                              | 2,1               | 3,1               | 0,9                              | 1,9               | 2,3               | 11,6                           | 12,6              | 12,4              |
| Luxemburg                    | 0,3                  | -4,2                              | 0,3               | 2,0               | 0,0                              | 1,1               | 1,8               | 6,4                            | 7,2               | 7,0               |
| Slowenien                    | 0,3                  | -4,2                              | 0,8               | 3,1               | 0,9                              | 1,6               | 1,7               | 6,0                            | 6,5               | 6,4               |
| Zypern                       | 0,1                  | -1,5                              | 0,2               | 1,1               | 0,8                              | 1,3               | 1,7               | 5,4                            | 6,6               | 6,8               |
| Malta                        | 0,0                  | -2,5                              | 1,0               | 2,0               | 2,0                              | 2,1               | 2,2               | 7,1                            | 7,3               | 6,9               |
| Vereinigtes Königreich       | 14,5                 | -4,6                              | 0,6               | 1,4               | 2,1                              | 1,7               | 0,9               | 7,7                            | 8,4               | 8,8               |
| Schweden                     | 2,6                  | -4,0                              | 1,9               | 2,3               | -0,3                             | 1,2               | 2,0               | 6,2                            | 8,5               | 8,9               |
| Polen                        | 2,9                  | 1,3                               | 2,9               | 3,3               | 3,5                              | 2,5               | 3,0               | 8,4                            | 8,5               | 7,8               |
| Dänemark                     | 1,9                  | -4,5                              | 1,6               | 2,0               | 1,3                              | 1,5               | 1,2               | 3,3                            | 5,2               | 5,9               |
| Tschechien                   | 1,2                  | -4,2                              | 3,0               | 3,0               | 1,0                              | 1,5               | 2,1               | 6,9                            | 8,0               | 7,5               |
| Ungarn                       | 0,8                  | -6,7                              | -0,5              | 0,0               | 4,5                              | 4,5               | 3,5               | 9,9                            | 10,5              | 10,0              |
| Rumänien                     | 1,1                  | -3,0                              | -0,5              | 4,0               | 5,5                              | 3,8               | 3,5               | 5,8                            | 7,0               | 7,5               |
| Litauen                      | 0,3                  | -15,0                             | -3,5              | 2,5               | 3,5                              | -2,6              | -0,4              | 5,8                            | 16,5              | 17,8              |
| Bulgarien                    | 0,3                  | -2,0                              | 1,5               | 3,5               | 2,7                              | 1,8               | 2,0               | 5,6                            | 7,0               | 8,5               |
| Lettland                     | 0,3                  | -18,0                             | -3,5              | 1,5               | 3,0                              | -2,8              | -2,0              | 7,5                            | 17,5              | 20,0              |
| Estland                      | 0,1                  | -16,0                             | -2,5              | 4,0               | -0,3                             | 0,4               | 0,5               | 5,5                            | 12,8              | 15,0              |
| Europäische Union            | 100,0                | -4,0                              | 0,9               | 1,7               | 0,7                              | 1,1               | 1,4               | 9,1                            | 10,2              | 10,2              |
| Nachrichtlich:               |                      |                                   |                   |                   |                                  |                   |                   |                                |                   |                   |
| Europäische Union 15         | 92,1                 | -4,0                              | 0,8               | 1,6               | 0,5                              | 1,0               | 1,3               | 9,3                            | 10,4              | 10,4              |
| Beitrittsländer <sup>f</sup> | 7,9                  | -3,3                              | 1,3               | 2,9               | 3,1                              | 2,3               | 2,5               | 7,8                            | 9,2               | 9,0               |
| Euroraum                     | 74,1                 | -4,0                              | 0,8               | 1,6               | 0,2                              | 0,8               | 1,3               | 9,1                            | 10,2              | 10,0              |
| Euroraum ohne Deutschland    | 54,2                 | -3,5                              | 0,7               | 1,5               | 0,2                              | 0,9               | 1,3               | 9,6                            | 10,6              | 10,4              |

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2008 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — <sup>e</sup>Prognose. — <sup>f</sup>Seit 2004.

Quelle: Eurostat (2009); OECD (2009a); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

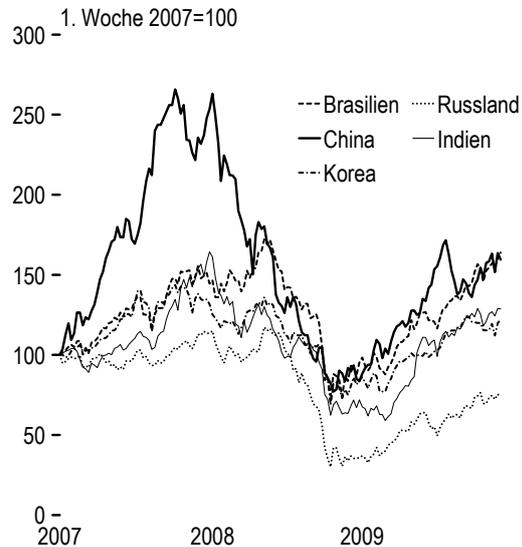
Abbildung 26:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2005–2009<sup>a</sup>



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

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

Abbildung 27:  
Aktienkurse in ausgewählten Schwellenländern 2007–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Letzter Wert: 11. Dezember 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

## Kräftige Expansion in den Schwellenländern

Die Konjunktur in den Schwellenländern hat im Verlauf dieses Jahres spürbar an Dynamik gewonnen. In vielen Ländern hat die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht oder sogar überstiegen.

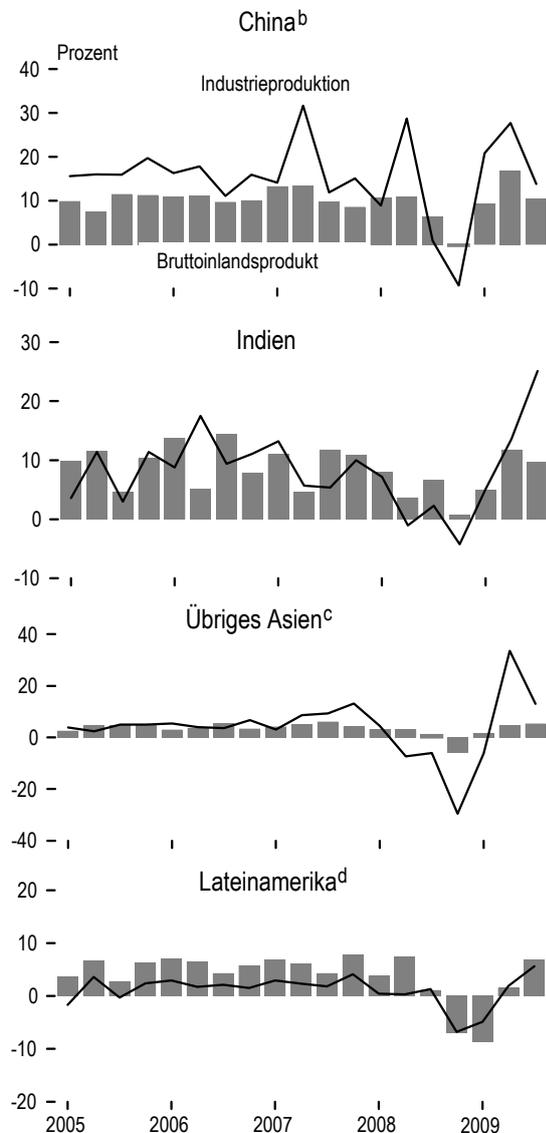
Im Herbst 2008 waren die Schwellenländer in den Sog der scharfen Rezessionen in den Industrieländern geraten und mussten massive Produktionseinbußen hinnehmen. Insbesondere der beispiellose Einbruch des Welthandels traf die aufstrebenden Volkswirtschaften hart. Die Aktienkurse fielen dramatisch (Abbildung 27), die Risikoprämien heimischer Staatsanleihen stiegen durch die Flucht der Kapitalanleger aus risikobehafteten Anlagen, und viele Währungen werteten in hohem Tempo ab. Die für viele Schwellenländer wichtigen Rohstoffpreise sanken gegen Ende des vergangenen Jahres rapide, womit sich ihre Terms of Trade stark verschlechterten. Die Geld- und Finanzpolitik reagierte mit sehr expansiv ausgerichteten Maßnahmen. Neben Zinssenkungen wurden vielerorts

auch die Mindestreservesätze reduziert, um die Liquidität zu erhöhen. Zudem wurden teils große Konjunkturpakete aufgelegt. Seit Anfang dieses Jahres haben sich die finanziellen Rahmenbedingungen zunehmend verbessert. Die Risikoprämien sanken zuletzt kräftig, der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten hat sich wieder stark verbessert.

Bereits sehr früh setzte die konjunkturelle Erholung in *China* ein. Schon seit Anfang dieses Jahres expandiert die Wirtschaft in hohem Tempo. Im dritten Quartal lag das reale Bruttoinlandsprodukt wieder knapp 9 Prozent über dem Niveau ein Jahr zuvor; im Vergleich zum Vorquartal dürfte die Rate annualisiert abermals zweistellig gewesen sein (Abbildung 28). Ausschlaggebend für den starken Zuwachs waren wohl die Impulse der äußerst expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Das umfangreiche Konjunkturprogramm stimulierte die Inlandsnachfrage spürbar. Zudem gelang es der Zentralbank durch Leitzinssenkungen, die Reduktion der Mindestreservesätze und den Abbau von Kreditrestriktionen die Kreditvergabe merklich zu beleben. Dies begünstigte die Investitionen, die kräftig ausgeweitet wurden.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung 28:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den  
Schwellenländern 2005–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>b</sup>Quartalswerte basierend auf Abeyasinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik. — <sup>c</sup>Gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Philippinen und Hongkong. — <sup>d</sup>3. Quartal teilweise geschätzt.

Quelle: Abeyasinghe (2008); nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

Aber auch der private Konsum erhöhte sich beschleunigt, da die Realeinkommen auch infolge eines Rückgangs der Verbraucherpreise weiter zunahm. Der Außenhandel scheint sich nach

dem starken Einbruch im vergangenen Jahr wieder stabilisiert zu haben. Insbesondere der Handel mit anderen ostasiatischen Ländern hat wieder spürbar an Fahrt aufgenommen. Die Ausfuhren lagen im November etwa auf Vorjahresniveau, während die Importe stärker anzogen und sich der Außenbeitrag verkleinerte. Der kräftige Aufschwung der Konjunktur dürfte sich im Prognosezeitraum aufgrund der günstigen makroökonomischen Rahmenbedingungen fortsetzen. Angesichts hoher Devisenreserven und einer geringen Staatsverschuldung bleibt der Spielraum für die Geld- und Finanzpolitik hoch. Die Ausfuhren in andere ostasiatische Länder dürften im Prognosezeitraum weiter merklich zulegen, und auch die Nachfrage aus den Industrieländern wird sich allmählich beleben. Im Jahr 2009 wird die chinesische Wirtschaft voraussichtlich mit einer Rate von 8,6 Prozent expandieren (Tabelle 7). Für die Jahre 2010 und 2011 rechnen wir mit Zuwächsen von 10,4 bzw. 9,5 Prozent.

In *Indien* ist das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal stark gestiegen. Hierzu trug zum einen ein deutlich zunehmender realer Außenhandelsaldo bei. Zwar schrumpften die realen Exporte saisonbereinigt mit einer laufenden Jahresrate von 13 Prozent; die Importe nahmen mit etwa 19 Prozent gegenüber dem Vorquartal aber noch stärker ab. Zum anderen legte die Binnennachfrage kräftig zu. Der im ersten Halbjahr nur schwach expandierende Konsum belebte sich, und der Staatskonsum wurde im Zuge finanzpolitischer Maßnahmen wie Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und Infrastrukturprogrammen weiter deutlich ausgeweitet. Die durch den sehr schwachen Monsunregen ausgelösten Ernteaufschläge im landwirtschaftlichen Sektor schlugen sich im dritten Quartal zwar noch nicht nieder; im Schlussquartal ist jedoch mit deutlich negativen Effekten auf die Produktion zu rechnen. Für den weiteren Verlauf des Prognosezeitraums erwarten wir eine weiter rasche Expansion der indischen Wirtschaft. Zwar wird die Zentralbank wohl Anfang des kommenden Jahres mit Zinserhöhungen beginnen, um dem zunehmenden Preisauftrieb entgegen zu wirken. Zudem dürften die fiskalischen Maßnahmen in den

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2008–2011

|                                      | Gewicht <sup>a</sup> | Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup> |                   |                   |                   | Verbraucherpreise <sup>b</sup> |                   |                   |                   |
|--------------------------------------|----------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                      |                      | 2008                              | 2009 <sup>c</sup> | 2010 <sup>c</sup> | 2011 <sup>c</sup> | 2008                           | 2009 <sup>c</sup> | 2010 <sup>c</sup> | 2011 <sup>c</sup> |
| Südkorea                             | 5,4                  | 2,2                               | -0,1              | 4,4               | 3,8               | 4,7                            | 2,7               | 2,5               | 2,9               |
| Indonesien                           | 3,9                  | 6,1                               | 4,5               | 5,5               | 5,2               | 9,8                            | 4,3               | 5,5               | 5,5               |
| Taiwan                               | 3,1                  | 0,1                               | -3,8              | 4,1               | 3,4               | 3,5                            | -1,1              | 0,8               | 0,7               |
| Thailand                             | 2,4                  | 2,6                               | -3,3              | 3,9               | 4,2               | 5,5                            | -1,2              | 2,0               | 3,5               |
| Philippinen                          | 1,4                  | 3,8                               | 1,5               | 3,9               | 3,7               | 9,3                            | 2,9               | 4,0               | 4,2               |
| Malaysia                             | 1,6                  | 4,6                               | -2,5              | 4,1               | 4,0               | 5,4                            | 0,5               | 0,9               | 1,4               |
| Hongkong                             | 1,3                  | 2,4                               | -3,1              | 4,5               | 3,5               | 4,3                            | -0,5              | 0,8               | 1,8               |
| Singapur                             | 1,0                  | 1,1                               | -3,4              | 6,0               | 3,5               | 6,5                            | -0,2              | 1,1               | 0,8               |
| Insgesamt <sup>d</sup>               | 20,1                 | 2,9                               | -0,6              | 4,5               | 4,0               | 6,0                            | 1,4               | 2,5               | 2,9               |
| China                                | 33,5                 | 9,0                               | 8,6               | 10,4              | 9,5               | 5,9                            | -0,8              | 1,8               | 2,5               |
| Indien                               | 14,0                 | 7,3                               | 6,8               | 7,5               | 7,8               | 8,3                            | 8,7               | 8,2               | 5,9               |
| Asien insgesamt <sup>d</sup>         | 67,6                 | 6,8                               | 5,5               | 8,1               | 7,5               | 6,4                            | 1,8               | 3,3               | 3,3               |
| Brasilien                            | 8,4                  | 5,1                               | -0,2              | 4,5               | 4,9               | 5,7                            | 4,6               | 4,1               | 4,5               |
| Mexiko                               | 6,6                  | 1,3                               | -7,8              | 2,9               | 4,2               | 5,1                            | 5,4               | 4,4               | 4,8               |
| Argentinien                          | 2,4                  | 6,8                               | -1,2              | 1,5               | 2,2               | 8,6                            | 5,9               | 5,2               | 5,0               |
| Kolumbien                            | 1,7                  | 2,5                               | 0,3               | 2,8               | 3,8               | 7,0                            | 4,5               | 4,0               | 4,2               |
| Chile                                | 1,0                  | 3,2                               | -1,7              | 3,8               | 4,5               | 8,7                            | 1,4               | 1,5               | 2,3               |
| Peru                                 | 1,0                  | 9,8                               | 1,2               | 5,5               | 4,5               | 5,8                            | 3,1               | 2,1               | 2,5               |
| Venezuela                            | 1,5                  | 4,8                               | -2,8              | -1,5              | 0,5               | 30,4                           | 29,0              | 33,0              | 35,0              |
| Lateinamerika insgesamt <sup>d</sup> | 22,7                 | 4,1                               | -2,7              | 3,2               | 4,0               | 7,7                            | 6,4               | 6,0               | 6,5               |
| Russland                             | 9,7                  | 5,6                               | -8,5              | 3,9               | 4,5               | 14,1                           | 11,8              | 8,1               | 8,8               |
| Insgesamt <sup>d</sup>               | 100,0                | 6,1                               | 2,3               | 6,5               | 6,4               | 7,5                            | 3,8               | 4,4               | 4,6               |

<sup>a</sup>Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Aufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2009a, 2009b); OECD (2009b); nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen und Prognosen.

Jahren 2010 und 2011 zurückgefahren werden, da sich die finanzpolitische Position Indiens spürbar verschlechtert hat.<sup>15</sup> Die wirtschaftliche Dynamik wird im Prognosezeitraum dennoch hoch bleiben. Insgesamt wird die Produktion in diesem Jahr voraussichtlich um 6,8 Prozent expandieren. Für das Jahr 2010 rechnen wir mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 7,5 Prozent und 2011 mit 7,8 Prozent.

Die *ostasiatischen Schwellenländern* haben sich vom kräftigen Einbruch der Produktion

recht rasch erholt. Nachdem gerade diese Länder vom dramatischen Rückgang des Welthandels besonders betroffen waren, machte sich die Erholung der Weltkonjunktur hier besonders bemerkbar. Vor allem die starke Expansion der Nachfrage in China schlug sich in zunehmenden Exporten der ostasiatischen Schwellenländer nieder. Hinzu kamen kräftige Impulse seitens der Wirtschaftspolitik. Für den Verlauf des Prognosezeitraums rechnen wir mit einem soliden Aufschwung, der insbesondere aus der konjunkturellen Dynamik in der Region resultieren dürfte. Aber auch die allmählich anziehende Konjunktur in den Industrieländern dürfte zum Aufschwung beitragen.

<sup>15</sup> So wird das Budgetdefizit des im April begonnenen Fiskaljahres 2009 wohl über 10 Prozent im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt betragen, und die gesamtstaatliche Schuldenquote liegt mit ca. 80 Prozent auf einem für ein Schwellenland hohen Niveau.

In *Lateinamerika* gewinnt die Konjunktur zunehmend an Fahrt. Nach teils sehr kräftigen Produktionsrückgängen im vergangenen Winterhalbjahr war die Konjunktur zuletzt wieder stark aufwärts gerichtet. Ausschlaggebend für die Erholung sind mehrere Faktoren. So sind Geld- und Finanzpolitik in nahezu allen Ländern expansiv ausgerichtet und stimulieren die Inlandsnachfrage. Die gestiegenen Rohstoffpreise und die anziehende Nachfrage nach Industrierohstoffen, insbesondere aus Asien, begünstigen die wirtschaftliche Erholung. In Brasilien legte das reale Bruttoinlandsprodukt im Verlauf des Sommerhalbjahrs um annualisiert 4,8 Prozent zu. Vor allem die Investitionen wurden – nicht zuletzt infolge der staatlichen Konjunkturstimulierung – merklich ausgeweitet. Aber auch der private Konsum, der unter anderem aufgrund von Steuerentlastungen verstärkt expandierte, trug maßgeblich zum Aufschwung bei. Auch in Mexiko ist die Produktion nach dem stärksten Rückgang seit der Tequila-Krise 1995 zuletzt wieder kräftig gestiegen. Im dritten Quartal expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von über 12 Prozent. Hier machten sich anziehende Exporte, von denen über 80 Prozent in die Vereinigten Staaten gehen, bemerkbar. Zudem dürfte die Normalisierung des öffentlichen Lebens im Zuge des Abklingens der H1N1-Influenza („Schweinegrippe“) den Konsum merklich belebt haben. Für den Prognosezeitraum rechnen wir für Lateinamerika insgesamt mit einem robusten konjunkturellen Aufschwung, der zum einen von den soliden makroökonomischen Fundamentaldaten und zum anderen von der steigenden Nachfrage nach Industrierohstoffen aus Asien begünstigt werden dürfte.

*Russland* wurde extrem hart von der Weltwirtschaftskrise getroffen. Im ersten Halbjahr 2009 lag das reale Bruttoinlandsprodukt um mehr als 10 Prozent niedriger als ein Jahr zuvor. Am aktuellen Rand zeichnet sich jedoch eine allmähliche Erholung der russischen Wirtschaft ab. Zwar haben neun Zinssenkungen und ein auf das Finanzsystem ausgerichteter Konjunkturprogramm die Kreditvergabe nicht bele-

ben können.<sup>16</sup> Die anziehende Nachfrage nach Rohstoffen aus China, dem inzwischen zweitwichtigsten Handelspartner, in Verbindung mit einem steigenden Ölpreis entlastete aber zuletzt die öffentlichen Finanzen, so dass sich die Rahmenbedingungen etwas verbesserten. Auch der drastische Verfall der Aktienkurse ist zu einem Ende gekommen. Gleichwohl ist die Situation nach wie vor fragil. So geriet der Rubel, der sich Mitte des Jahres gegenüber dem US-Dollar stabilisiert hatte, durch die Zinssenkungen zuletzt wieder unter Druck und wertete im November um über 6 Prozent ab. Alles in allem spricht die aktuelle Entwicklung für eine Stabilisierung der russischen Wirtschaft und eine Erholung im Prognosezeitraum, die durch die verzögerten Wirkungen der Zinssenkungen und des Konjunkturprogramms sowie eine robuste Nachfrage nach Rohstoffen aus Asien getragen wird. Dem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von etwa 8 Prozent im Jahr 2009 dürfte ein Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 3,9 Prozent bzw. 4,5 Prozent in den kommenden beiden Jahren folgen.

### Ausblick: Gespaltene Weltkonjunktur

---

Die Erholung der Weltwirtschaft von der „Großen Rezession“ hat im zweiten Halbjahr 2009 begonnen. Sie dürfte sich in den kommenden beiden Jahren fortsetzen. Allerdings wird die konjunkturelle Dynamik im Prognosezeitraum insgesamt moderat bleiben; Wachstumsraten für das globale Bruttoinlandsprodukt von annähernd 5 Prozent, wie sie in den Jahren 2004 bis 2007 verzeichnet wurden, sind bis auf weiteres nicht in Sicht. Dabei bleibt die Weltkonjunktur vorerst gespalten. Während die Produktion in den Schwellenländern 2010 und 2011 recht kräftig zulegen dürfte, fasst die

---

<sup>16</sup> Die Regierung versucht unter anderem mit Zinssubventionen und staatlichen Garantien die Kreditvergabe anzukurbeln.

Konjunktur in den Industrieländern nur zögerlich Tritt. Hier erwarten wir, dass eine kräftige Erholung, wie sie sonst oft nach Rezessionen zu beobachten war, nicht zustande kommt. Dies entspricht den Erfahrungen der Vergangenheit, nach denen konjunkturelle Expansionsphasen im Gefolge von Banken- und Immobilienkrisen häufig zunächst wenig Schwung entfalten (Boysen-Hogrefe et al. 2009b).

In den Industrieländern wirkt die Anpassung an geschrumpfte Vermögensbestände dämpfend, vor allem in Ländern, in denen Immobilienpreisblasen geplatzt sind, wie beispielsweise in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich oder in Spanien. In den Ländern, deren Konjunktur in den vergangenen Jahren vor allem exportgetrieben war (vor allem Japan und Deutschland) wird die wirtschaftliche Dynamik wohl noch geraume Zeit durch die Umstellung der Wirtschaft auf ein niedrigeres Niveau der Auslandsnachfrage gebremst. Zudem ist der Finanzsektor in den großen Industrieländern weiterhin in einer Phase der Konsolidierung, was dazu beiträgt, dass die Kreditentwicklung voraussichtlich über den gesamten Prognosezeitraum schwach bleiben wird. Schließlich dürfte bald damit begonnen werden, die expansiven Maßnahmen der Wirtschaftspolitik zurückzufahren, was die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dämpfen wird. Für die Industrieländer insgesamt erwarten wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts in den kommenden beiden Jahren von 1,4 bzw. 1,8 Prozent (Tabelle 8). Damit liegt der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion auch im Prognosezeitraum noch unter der bislang geschätzten Wachstumsrate des Produktionspotentials.<sup>17</sup> Dies gilt sowohl für die Vereinigten Staaten, für die wir eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 2 Prozent im kommenden Jahr und um 2,2 Prozent im Jahr 2011 erwarten, als auch für die Europäische Union (0,8

bzw. 1,7 Prozent). Bei dieser Entwicklung werden der Inflationsdruck trotz wieder höherer Energiepreise gering und die Arbeitslosigkeit hoch bleiben.

Die gedämpfte Entwicklung in den Industrieländern bremsen zwar auch die Dynamik in den Schwellenländern. Da hier jedoch einer vollen Entfaltung der ebenfalls beträchtlichen wirtschaftspolitischen Impulse von binnenwirtschaftlicher Seite wenig entgegensteht, dürfte der Produktionsanstieg im kommenden Jahr kräftig ausfallen. In einer Reihe von Ländern, vor allem im asiatischen Raum, wird die Politik im Verlauf des kommenden Jahres bereits bemüht sein, einer Überhitzung der Wirtschaft frühzeitig entgegenzutreten. So dürfte sich das Expansionstempo der Wirtschaft in China 2011 wieder etwas verringern. Gleichwohl bleiben die Schwellenländer über den gesamten Prognosezeitraum eine wichtige Triebkraft der Weltkonjunktur.

Vor allem infolge der Tatsache, dass die Dynamik in den Schwellenländern offenbar höher ist als bisher erwartet, haben wir unsere Prognose für den Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts vom September spürbar – um 0,2 Prozentpunkte für 2009 und 0,8 Prozentpunkte für 2010 – nach oben revidiert. Wir rechnen nun damit, dass die Weltproduktion im kommenden Jahr um 3,6 Prozent zulegt, nach einem Rückgang um 1 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 9). 2011 wird sich der Anstieg nochmals leicht beschleunigen. Der Welthandel expandiert im kommenden Jahr voraussichtlich mit 8 Prozent recht kräftig; dieser Zuwachs folgt allerdings einem drastischen Einbruch im laufenden Jahr. 2011 dürfte die Expansionsrate des Welthandels mit 6,5 Prozent in etwa so hoch sein wie im mittelfristigen Durchschnitt. Der Verbraucherpreisanstieg wird im Jahr 2010 aufgrund der niedrigen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung in der Grundtendenz gering bleiben. Im Vorjahresvergleich ergibt sich infolge des wieder deutlich höheren Niveaus der Ölpreise – wir unterstellen einen Preis von 80 US-Dollar je Fass – allerdings eine spürbar höhere Inflationsrate als 2009.

<sup>17</sup> Allerdings dürfte die Finanzkrise das Niveau des Produktionspotentials und seine Wachstumsrate nicht unbeeinflusst gelassen haben (EUROFRAME 2009: 27–30). Wie gravierend sich die Einschätzung des Wachstumstrends mithilfe statistischer Filterverfahren durch die Finanzkrise geändert hat, zeigen Gern et al. 2009: 38–41) beispielhaft für Weltproduktion und Welthandel.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2009–2011

|                    | Gewicht <sup>a</sup> | Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup> |                   |                   | Verbraucherpreise <sup>b,c</sup> |                   |                   | Arbeitslosenquote <sup>d</sup> |                   |                   |
|--------------------|----------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|
|                    |                      | 2009 <sup>e</sup>                 | 2010 <sup>e</sup> | 2011 <sup>e</sup> | 2009 <sup>e</sup>                | 2010 <sup>e</sup> | 2011 <sup>e</sup> | 2009 <sup>e</sup>              | 2010 <sup>e</sup> | 2011 <sup>e</sup> |
| Europäische Union  | 45,6                 | -4,0                              | 0,9               | 1,7               | 0,7                              | 1,1               | 1,4               | 9,1                            | 10,2              | 10,2              |
| Schweiz            | 2,0                  | -2,0                              | 1,2               | 2,0               | -0,7                             | 0,5               | 0,5               | 4,3                            | 4,7               | 4,4               |
| Norwegen           | 1,1                  | -1,5                              | 2,0               | 2,5               | 2,2                              | 1,8               | 2,5               | 3,3                            | 3,5               | 3,2               |
| Vereinigte Staaten | 35,3                 | -2,5                              | 2,0               | 2,2               | -0,3                             | 1,4               | 1,2               | 9,2                            | 10,1              | 9,6               |
| Japan              | 12,2                 | -5,6                              | 1,7               | 1,1               | -1,3                             | -0,5              | -0,2              | 5,1                            | 4,8               | 4,5               |
| Kanada             | 3,7                  | -2,5                              | 1,9               | 2,3               | 0,5                              | 1,4               | 1,7               | 8,3                            | 8,7               | 8,2               |
| Länder insgesamt   | 100,0                | -3,5                              | 1,4               | 1,8               | 0,1                              | 1,0               | 1,1               | 8,5                            | 9,0               | 9,0               |

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2008 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>West- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — <sup>e</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2009); OECD (2009a); Statistics Canada (2009a, 2009b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 9:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2008–2011

|                       | Gewicht <sup>a</sup> | Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup> |                   |                   |                   | Verbraucherpreise <sup>b</sup> |                   |                   |                   |
|-----------------------|----------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                       |                      | 2008                              | 2009 <sup>c</sup> | 2010 <sup>c</sup> | 2011 <sup>c</sup> | 2008                           | 2009 <sup>c</sup> | 2010 <sup>c</sup> | 2011 <sup>c</sup> |
| Weltwirtschaft        | 100                  | 3,1                               | -1,0              | 3,6               | 3,9               | 5,7                            | 2,9               | 3,4               | 3,4               |
| darunter:             |                      |                                   |                   |                   |                   |                                |                   |                   |                   |
| Industrieländer       | 55,1                 | 0,5                               | -3,5              | 1,4               | 1,8               | 3,4                            | 0,1               | 1,0               | 1,1               |
| China                 | 10,9                 | 9,0                               | 8,6               | 10,4              | 9,5               | 5,9                            | -0,8              | 1,8               | 2,5               |
| Lateinamerika         | 7,4                  | 4,1                               | -2,7              | 3,2               | 4,0               | 7,7                            | 6,4               | 6,0               | 6,5               |
| Ostasien <sup>d</sup> | 6,8                  | 2,9                               | -0,6              | 4,5               | 4,0               | 6,0                            | 1,4               | 2,5               | 2,9               |
| Indien                | 4,6                  | 7,3                               | 6,8               | 7,5               | 7,8               | 8,3                            | 8,7               | 8,2               | 5,9               |
| Russland              | 3,2                  | 5,6                               | -8,5              | 3,9               | 4,5               | 14,1                           | 11,8              | 8,1               | 8,8               |
| Nachrichtlich:        |                      |                                   |                   |                   |                   |                                |                   |                   |                   |
| Welthandelsvolumen    |                      | 2,8                               | -11,5             | 8,0               | 6,5               |                                |                   |                   |                   |

<sup>a</sup>Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 nach Kaufkraftparität. — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Ohne China und Japan.

Quelle: IMF (2009a); OECD (2009a); eigene Berechnungen und Prognosen.

### Risiken

Der konjunkturelle Ausblick ist nach wie vor mit besonders großer Unsicherheit verbunden. Dies liegt im Grunde daran, dass die gegenwärtige Situation ohne historisches Beispiel ist. Hinzu kommt, dass die Prognosemodelle in der Regel die Tiefe der Rezession nicht vollständig erklären können und deshalb fraglich ist, inwieweit ihre Prognosefähigkeit auch in der Phase des folgenden Aufschwungs einge-

schränkt ist. Neben der allgemein erhöhten Prognoseunsicherheit lassen sich eine Reihe von Risiken identifizieren, welche zu einer ungünstigeren, aber auch zu einer besseren Entwicklung der Weltkonjunktur führen können als in der zentralen Prognose erwartet.

Ein Abwärtsrisiko besteht darin, dass die wirtschaftliche Erholung durch eine deutliche Verknappung des Kreditangebots über das konjunkturell gebotene Maß hinaus stark behindert wird. Offenbar besteht immer noch ein

erheblicher Abschreibungsbedarf auf Wertpapiere im Zusammenhang mit der Finanzkrise,<sup>18</sup> zu dem voraussichtlich beträchtliche Kreditausfälle als Folge der tiefen Rezession in der Realwirtschaft hinzukommen werden. Die Banken könnten deshalb gezwungen sein, ihr Kreditvolumen zu verringern, falls sie nicht ausreichend frisches Eigenkapital akquirieren.

Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die Märkte die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte trotz der im Zuge der Krise erfolgten Verminderung nach wie vor als zu hoch ansehen. Dies könnte letztlich zu einer ausgeprägten Anpassung bei den Wechselkursen führen, die das weltwirtschaftliche Klima zumindest vorübergehend spürbar belasten würde. Starke Ausschläge an den Finanzmärkten könnten auch im Zusammenhang mit der notwendigen Abkehr von der extrem expansiven Wirtschaftspolitik auftreten. Es ist nicht ausgemacht, dass die Rücknahme der quantitativen Lockerungsmaßnahmen so reibungslos funktioniert wie in der Prognose unterstellt. Ein zu rasches Vorgehen könnte die Märkte ebenso destabilisieren wie ein zu langes Abwarten, sollte dies Inflations-

ängste schüren. Ähnliche Risiken sind mit der Finanzpolitik verbunden. Ein zu rasches Zurückfahren der Defizite im Staatshaushalt könnte die Konjunktur übermäßig belasten, das Fehlen einer glaubwürdigen mittelfristigen Konsolidierungsstrategie das Vertrauen von Investoren und Konsumenten beeinträchtigen und zu einem ausgeprägten Anstieg der Kapitalmarktzinsen sowie der Sparquote führen.

Ein Aufwärtsrisiko besteht darin, dass die Gesundung des Finanzsektors schneller vorankommt und der Prozess der Entschuldung bei Unternehmen und privaten Haushalten rascher zu einem Ende kommt als erwartet, etwa weil die Vermögenspreise stärker steigen als in der Prognose unterstellt. Dann würden die massiven monetären Anregungen wohl bald zu einer spürbaren Zunahme der Kreditvergabe und einem deutlich kräftigeren Aufschwung in den Industrieländern führen. In diesem Fall müsste die Wirtschaftspolitik den Ausstieg aus ihrer ungewöhnlich expansiven Ausrichtung schneller betreiben als in unserer Prognose unterstellt, um das mittelfristige Inflationspotential zu begrenzen.

## Literatur

---

- Abeysinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (9. September 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabey/gdpdata.xls>>.
- Ahrens, S. (2009). Fiscal Responses to the Financial Crisis. Kiel Policy Brief 11. Via Internet (14. Dezember 2009): <[http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kiel\\_policy\\_brief\\_11.pdf](http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kiel_policy_brief_11.pdf)>.
- Bank von England (2009). *Quarterly Bulletin* (Q3). London.
- Beaudry, P., and G. Koop (1993). Do Recessions Permanently Change Output? *Journal of Monetary Economics* 31: 149–163.
- Biggs, M., T. Mayer und A. Pick (2009). Credit and Economic Recovery. DNB Working Papers 218. De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- Boss, A., J. Boysen-Hogrefe, J. Dovern, D. Groll, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2009). Die deutsche Wirtschaft im Sog der Weltrezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 463. IfW, Kiel.

---

<sup>18</sup> Der IMF (2009c: 9) schätzt den weltweit noch vorhandenen Abschreibungsbedarf auf 1 500 Mrd. US-Dollar.

- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, B. van Roye und J. Scheide (2009a). Konjunkturreinbruch im Euroraum. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., C.-P. Meier und N. Jannsen (2009b). Bounce Back Effects in the Face of Economic Crises. Kieler Arbeitspapiere. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. In Vorbereitung.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, D. Groll, B. van Roye und J. Scheide (2010). Droht in Deutschland eine Kreditklemme? Szenarien zur Kreditvergabe und Schlussfolgerungen für die Konjunktur. Kieler Diskussionsbeiträge 472/473. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. In Vorbereitung.
- Cabinet Office (2009). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Calvo, G.A., A. Izquierdo und E. Talvi (2006). Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. *American Economic Review* 96 (2): 405–410.
- Claessens, S., M.A. Kose und M.E. Terrones (2008). What Happens During Recessions, Crunches and Busts? IMF Working Paper 08/274. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Conference Board (2009). Consumer Confidence Survey. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.conference-board.org/economics/ConsumerConfidence.cfm>>.
- CPB (The Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) (2009). World Trade Monitor. September. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>>.
- Dovern, J., und N. Jannsen (2008). Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten. Historischer Vergleich und Implikationen für den Konjunkturverlauf. Kieler Diskussionsbeiträge 451. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Dovern, J., und C. Ziegler (2008). Predicting Growth Rates and Recessions. Assessing U.S. Leading Indicators under Real-Time Conditions. *Applied Economics Quarterly* 54 (4): 293–318.
- Eurepo (2009). Historical Data. Via Internet (26. August 2009) <<http://www.eurepo.org/eurepo/historical.html>>.
- EUROFRAME (2009). Economic Assessment of the EuroArea. Winter Report 2009. Dezember. Via Internet (14. Dezember 2009) <[http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/konjunkt/2009/euroframe\\_winter\\_09.pdf](http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/konjunkt/2009/euroframe_winter_09.pdf)>.
- Eurostat (2009). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009a). *Monatsbericht*. Dezember. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009b). Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme. November. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (Fed) (2009). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (2009). Statistics: Releases and Historical Data. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>>.
- Furceri, D., und A. Mourougane (2009). The Effect of Financial Crises on Potential Output. OECD Economics Department Working Papers 699. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.
- Gern, K.-J., und N. Jannsen (2009). Do We Face a Credit Crunch. In Klodt, H., und H. Lehment (2009) (Hrsg.). *The Crisis and Beyond*. Kiel Institute E-Books (2–18). November. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.ifw-kiel.de/pub/e-books/think-tank/policy-support/pdf/the-crisis-and-beyond>>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2009). Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut eGmbH) (2009). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.hwwi.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.

## Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

- IMF (International Monetary Fund) (2009a). *International Financial Statistics*. November. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2009b). *World Economic Outlook*. Oktober. Washington, D.C. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2009/01/pdf/0109.pdf>>.
- IMF (2009c). *Global Financial Stability Report*. Oktober. Washington, D.C.
- Morley, J. (2009). The Shape of the Things to Come. *Macroeconomic Advisers' Macro Focus* 4 (6). Via Internet (1. Juni 2009) <<http://artsci.wustl.edu/~morley/shapes.pdf>>.
- NFIB (National Federation of Independent Business) (2009). NFIB Small Business Economic Trends. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.nfib.com/research-foundation/>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2009a). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2009b). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- Office for National Statistics (2009). Economy. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009a). *Zögerliche Belebung – steigende Staatsschulden. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2009*. Essen.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009b). *Im Sog der Weltrezession – Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2009*. München.
- Reinhart, C.M., and K.S. Rogoff (2008). Is the 2007 U.S. Sub-Prime Crisis So Different? An International Historical Comparison. NBER Working Paper Series 13761. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Sichel, D.E. (1994). Inventories and the three phases of the business cycle. *Journal of Business and Economic Statistics* 12 (3): 269–278.
- Statistics Bureau of Japan (2009). Consumer Price Index. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>>.
- Statistics Canada (2009a). Canadian Economic Observer. Via Internet (14. Dezember 2009) <[http://cansim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP\\_Action=Sub&SP\\_ID=1803&SP\\_Mode=2](http://cansim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP_Action=Sub&SP_ID=1803&SP_Mode=2)>.
- Statistics Canada (2009b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.statcan.gc.ca/nea-cen/index-eng.htm>>.
- Tesfaselassie, M. (2009). Looking Forward: Exiting Unconventional Monetary Policies. In H. Klodt und H. Lehment (Hrsg.), *The Crisis and Beyond*. Kiel Institute E-Books (50–56). November. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.ifw-kiel.de/pub/e-books/think-tank/policy-support/pdf/the-crisis-and-beyond>>.
- The Institute for Supply Management (ISM) (2009). Manufacturing ISM Report On Business. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.ism.ws/ISMReport/MfgROB.cfm?navItemNumber=12942>>.
- University of Michigan (2009). Survey of Consumers. Via Internet (14. Dezember 2007) <<http://www.sca.isr.umich.edu/>>.
- US Department of Commerce (2009). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2009a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2009b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of the Treasury (2009). Monthly Treasury Statement. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.

## Aufschwung lässt auf sich warten

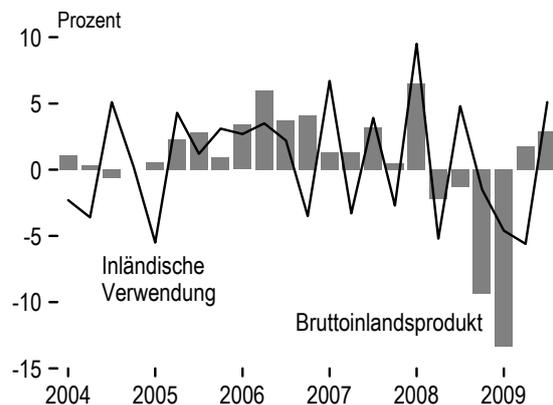
Alfred Boss, Jonas Dovern, Dominik Groll, Carsten-Patrick Meier, Björn van Roye und Joachim Scheide

### Zusammenfassung:

Die Konjunktur in Deutschland ist nach dem schweren Einbruch wieder aufwärts gerichtet. Bis ein kräftiger Aufschwung einsetzt, wird jedoch noch Zeit vergehen. Im laufenden Winterhalbjahr dürfte der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg sogar niedriger ausfallen als im Halbjahr davor. Erst danach wird die Konjunktur allmählich an Dynamik gewinnen. Für das Jahr 2010 erwarten wir einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,2 Prozent (Prognose vom September: 1,0 Prozent), nach einem Rückgang um 5,0 Prozent (September: 4,9 Prozent) im Jahr 2009. Im Jahr 2011 wird die gesamtwirtschaftliche Produktion voraussichtlich um 2 Prozent ausgeweitet werden.

Die Konjunktur in Deutschland ist nach dem schweren Einbruch wieder aufwärts gerichtet, ein kräftiger Aufschwung ist jedoch nicht in Sicht. Im dritten Quartal hat die gesamtwirtschaftliche Produktion mit einer laufenden Jahresrate von 2,9 Prozent zugenommen (Abbildung 1). Maßgeblich hierfür waren lagerzyklische Einflüsse; die Unternehmen verringerten ihre Vorräte nicht mehr so stark wie zuvor. Die Ausrüstungsinvestitionen gingen nicht weiter zurück, und die Bauinvestitionen legten vor allem dank der Konjunkturprogramme leicht zu. Einen Rückschlag gab es hingegen bei den privaten Konsumausgaben, die in der ersten Jahreshälfte die Konjunktur noch gestützt hatten. Ein Grund hierfür war, dass die real verfügbaren Einkommen sanken. Der Außenbeitrag hatte einen negativen Einfluss auf den Produktionsanstieg. Nachdem sich die Exporte bereits im Vorquartal stabilisiert hatten, legten sie im dritten Quartal im Einklang mit der raschen Expansion des Welthandels zwar sehr kräftig zu, die Einfuhren zogen jedoch noch schneller an.

Abbildung 1:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2004–2009<sup>a</sup>



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

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

Die Verbraucherpreise haben sich in den vergangenen Monaten etwas erhöht. Dies betraf fast alle wichtigen Gütergruppen. Lediglich bei den Nahrungsmitteln setzte sich die Abwärts-

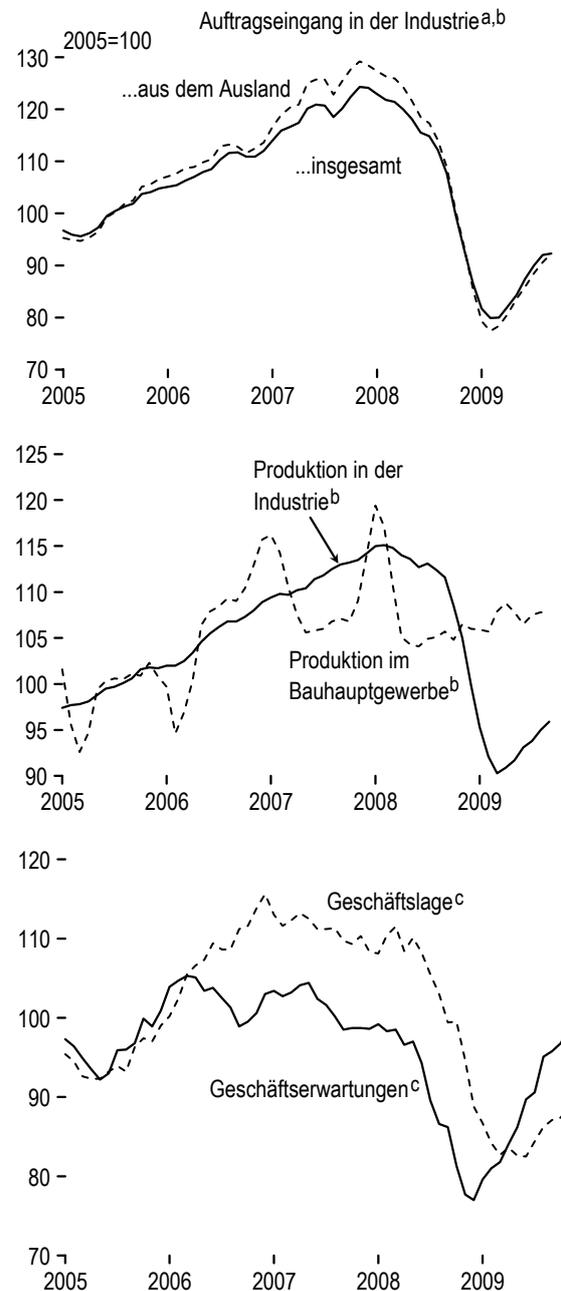
## Aufschwung lässt auf sich warten

tendenz fort. Zuletzt war die Inflationsrate im Vorjahresvergleich wieder leicht positiv.

Trotz der tiefen Rezession hat die Arbeitslosigkeit bislang sehr wenig zugenommen. Die Zahl der Arbeitslosen war im November dieses Jahres um knapp 250 000 Personen höher als im Oktober 2008, als der Tiefpunkt in diesem Zyklus erreicht worden war. Die Arbeitslosenquote (in der Definition der Bundesagentur für Arbeit) ist zuletzt sogar leicht gesunken und betrug im November 8,1 Prozent. Die Zahl der Beschäftigten ist bislang überraschend wenig zurückgegangen, obwohl die Zahl der Kurzarbeiter in jüngster Zeit deutlich abgenommen hat. Alles in allem hat sich der Arbeitsmarkt in Deutschland im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern in dieser Rezession außerordentlich günstig entwickelt.

Für das vierte Quartal dieses Jahres erwarten wir, dass sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts deutlich abschwächt, und zwar auf 0,5 Prozent (laufende Jahresrate). Zwar haben sich die Stimmungsindikatoren weiter verbessert (Abbildung 2), doch war die Dynamik nicht so groß, dass mit einer ähnlich hohen Produktionszunahme wie im Vorquartal gerechnet werden kann. Zudem sind die Auftragseingänge und die Industrieproduktion zuletzt sogar wieder gesunken. Die Geldmengenentwicklung, die im vergangenen Jahr die Rezession recht frühzeitig angedeutet hatte (Boss et al. 2009), dürfte gegenwärtig durch Sondereinflüsse im Zusammenhang mit der Finanzkrise verzerrt sein (Kasten 1). Für das Jahr 2009 insgesamt ist mit einer Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 5,0 Prozent zu rechnen.

Abbildung 2:  
Konjunkturindikatoren 2005–2009



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

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

**Kasten 1:**

**Kräftiger Anstieg von M1: Vorbote für einen kräftigen Aufschwung?**

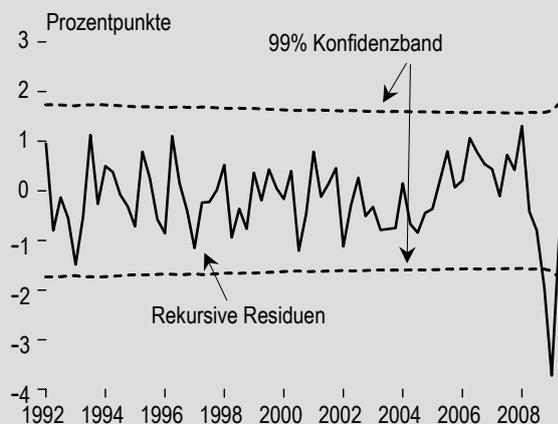
In verschiedenen Studien wurde die Veränderung der realen Geldmenge M1 als Frühindikator mit einem Vorlauf von drei bis fünf Quartalen vor dem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts herangezogen (vgl. beispielsweise Dovern et al. 2008: 38–40). Aus theoretischer Sicht kommt der engen Geldmenge eine Indikatorfunktion zu, da Wirtschaftssubjekte in Antizipation eines Aufschwungs (Abschwungs) ihre Geldhaltung für Konsumzwecke erhöhen (vermindern) (vgl. dazu beispielsweise Nelson 2002). Derzeit wird häufig argumentiert, dass deshalb der starke Anstieg von M1 (im dritten Quartal real gut 19 Prozent gegenüber dem Vorjahr<sup>a</sup>) auf eine kräftige Erholung der Konjunktur im ersten Halbjahr 2010 hinweist. Allerdings sprechen einige Gründe dafür, dass diese Schlussfolgerung wahrscheinlich nicht angebracht ist.

Erstens deuten zeitreihenanalytische Stabilitätstests auf einen Bruch im Zusammenhang zwischen der Konjunktur und der Entwicklung der engen Geldmenge während der vergangenen Quartale hin. Um dies zu zeigen wurde ein Modell spezifiziert, in dem die Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts durch eigene Verzögerte sowie Verzögerte der realen Veränderung von M1 und der Veränderung des Leitzinses erklärt wird. Ein Blick auf die rekursiv berechneten Residuen zeigt, dass der Einschnitt-Prognosefehler des Modells im vierten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 weit außerhalb des 99-Prozent-Konfidenzbandes lag (Abbildung K1-1). Auch der Test von Andrews (2003) zur Analyse von Brüchen am Ende des Beobachtungszeitraums verwirft bei einer Fehlerwahrscheinlichkeit von 1 Prozent die Hypothese, dass die Gleichung zwischen dem dritten Quartal 2008 und dem dritten Quartal 2009 stabil war. Es könnte sich dabei zwar um eine temporäre Störung der Beziehung handeln, es ist jedoch zweifelhaft, ob ein Zeitreihenmodell, welches die Tiefe der Rezession nicht erklären kann, ein geeignetes Instrument ist, um die Dynamik des daran anschließenden Aufschwungs zu prognostizieren. Diese Problematik trifft momentan auf viele zeitreihenbasierte Konjunkturindikatormodelle zu.

Zweitens dürfte bei deutlich höherer Flexibilität der Tagesgeldkonten nach der Insolvenz von Lehman Brothers auch die Angst vor der Insolvenz weiterer Banken die Umschichtung befördert haben. Eine Aufgliederung der Zuwächse des Volumens der Sichteinlagen in Deutschland zeigt, dass seit dem Jahreswechsel, also kurz nach dem Höhepunkt der Finanzkrise, neben den Haushalten auch die nichtfinanziellen Unternehmen ihren Bestand an kurzfristig abrufbaren Einlagen sprunghaft erhöht haben (Abbildung K1-2). Da Unternehmensdepositen nicht von der Einlagensicherung geschützt sind, deutet dies darauf hin, dass Sicherheitsaspekte zu der Umschichtungswelle von M2 in M1 beigetragen haben.

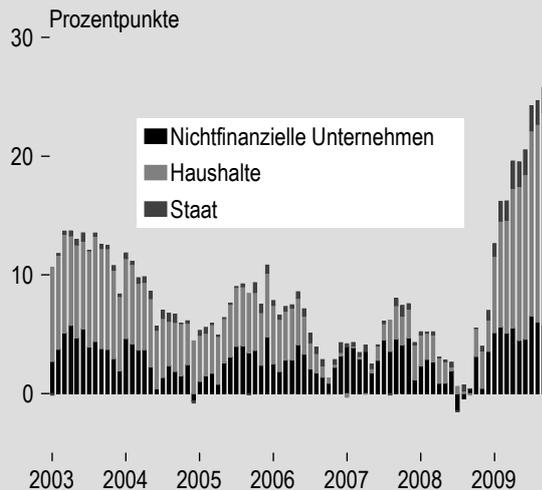
Am aktuellen Rand dürften schließlich die außergewöhnlich niedrigen Opportunitätskosten der M1-Haltung die Entwicklung beeinflussen.

**Abbildung K1-1:**  
Rekursive Residuen der M1-Konjunkturgleichung 1992–2009



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

**Abbildung K1-2:**  
Sichteinlagen nach Sektoren 2003–2009<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Jeweils Wachstumsbeitrag gegenüber dem Vorjahresmonat.

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

## Aufschwung lässt auf sich warten

Aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus und der Erwartung, dass es noch einige Zeit so niedrig sein wird, ist insbesondere die Verzinsung von Einlagen mit mittlerer Laufzeit im Durchschnitt nicht mehr viel höher als jene von täglich abrufbaren Depositen. Gleichzeitig findet eine enorme Umschichtung von Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren hin zu Tagesgeldkonten statt (Abbildung K1-3); während also das Volumen von letzteren in Deutschland seit September 2008 bis Oktober 2009 um insgesamt 248 Mrd. Euro gestiegen ist, nahm das Volumen von ersteren über den gleichen Zeitraum um insgesamt knapp 233 Mrd. Euro ab. Die empirische Evidenz zeigt, dass geringe Opportunitätskosten gerade in einem Umfeld mit niedrigen Zinsen besonders stark wirken (vgl. dazu EZB 2006: 15–17).

Insgesamt beeinflussen momentan wahrscheinlich einige durch die Finanzkrise und die extrem expansive Geldpolitik bedingte Sonderfaktoren die Entwicklung der Geldmengen, so dass der starke Anstieg von M1 nicht als Vorboten eines „Superaufschwungs“ interpretiert werden sollte. Dafür spricht im Übrigen auch, dass die breite Geldmenge M3 sowie die Kreditmenge sowohl im Euroraum als auch in Deutschland sinken und der Rückgang sich zuletzt noch beschleunigt hat.

<sup>a</sup>Hierbei handelt es sich um die Entwicklung des mit dem Deflator des Bruttoinlandsprodukts preisbereinigten deutschen Beitrags zur Geldmenge M1 im Euroraum (ohne Bargeldumlauf).

Abbildung K1-3:  
Renditedifferenz zwischen Tagesgeld und mittelfristigen Einlagen und Entwicklung der Geldmengen 2003–2009



<sup>i</sup>Differenz zwischen der Veränderung der Geldmenge M2 gegenüber dem Vorjahresmonat und jener der Geldmenge M1 gegenüber dem Vorjahresmonat. — <sup>ii</sup>Approximation: Differenz zwischen der Verzinsung von Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren und der Verzinsung von täglich verfügbaren Einlagen.

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

## Geldpolitik bleibt expansiv

Seit September haben sich die monetären Rahmenbedingungen durch die Aufwertung des Euro leicht verschlechtert. Die binnenekonomischen monetären Faktoren blieben hingegen annähernd unverändert. So hat die Europäische Zentralbank (EZB) keine weiteren expansiven Politikmaßnahmen beschlossen, nachdem sie zwischen Sommer 2008 und Sommer 2009 die Geldpolitik in mehreren Stufen gelockert hatte.<sup>1</sup> Der Hauptrefinanzierungssatz

<sup>1</sup> Bis Herbst 2008 hat sie, ohne das Gesamtvolumen zu ändern, das Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Refinanzierungsoperationen verringert, um den Banken mittelfristige Liquiditätssicherheit zu bieten. Nach Zuspitzung der Krise im Herbst 2008 stellte sie das Bieterverfahren für Refinanzierungsoperationen um und teilte zu einem fixen Zinssatz

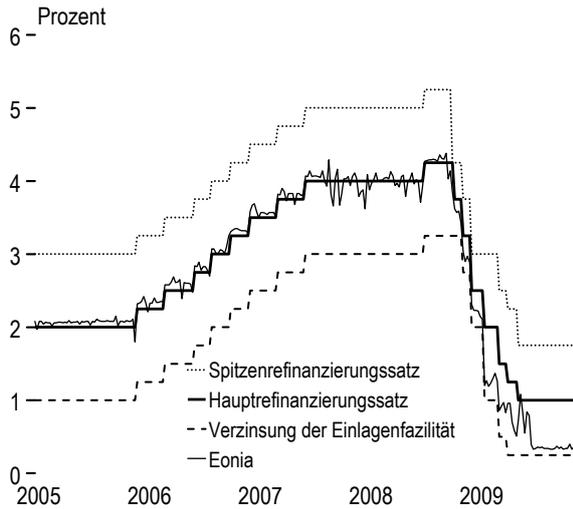
liegt bei 1 Prozent und die Liquiditätsversorgung der Banken ist immer noch so reichlich, dass der Tagesgeldsatz (Eonia) mit gut 0,3 Prozent nur knapp über der Verzinsung der Einlagefazilität liegt (Abbildung 3). Darüber hinaus werden die Finanzmärkte weiter durch ein Aufkaufprogramm gestützt, bei dem bis Ende November Pfandbriefe im Umfang von gut 5,5 Mrd. Euro von der EZB erworben wurden (EZB 2009b). Dies alles hat auch dazu beigetragen, den Markt für unbesicherte Geldmarktgeschäfte wiederzubeleben. Der Risikoaufschlag für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) gegenüber dem Satz für besichertes Dreimonatsgeld

Zentralbankgeld in unbegrenzter Höhe zu, wobei sie auch Wertpapiere geringerer Bonität als Sicherheit akzeptierte. Mitte 2009 bot sie erstmals zwölfmonatige Refinanzierungsgeschäfte an und begann damit, Pfandbriefe am Primär- und Sekundärmarkt zu kaufen, um die Finanzmärkte zu stützen (vgl. dazu die Übersicht in EZB 2009a: 96–97).

## Aufschwung lässt auf sich warten

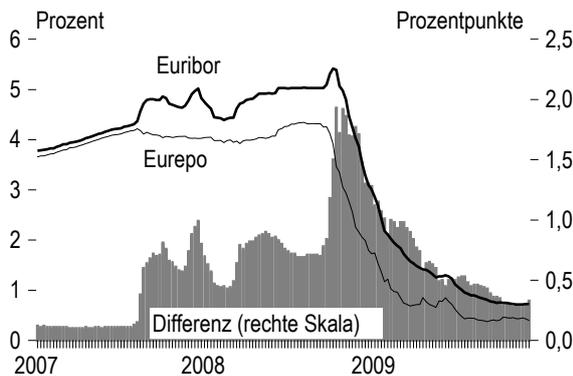
(Eurepo) hat sich gegenüber September um 0,15 Prozentpunkte auf nur noch gut 0,3 Prozentpunkte Ende November reduziert (Abbildung 4).

Abbildung 3:  
Leitzinsen und Tagesgeldsatz im Euroraum 2005–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.).

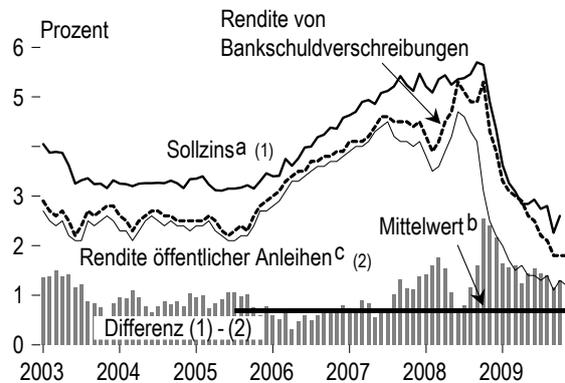
Abbildung 4:  
Geldmarktsätze für besichertes und unbesichertes  
Dreimonatsgeld 2007–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); Eurepo (2009); eigene Berechnungen.

Die weiter niedrigen Refinanzierungskosten der Banken, aber zunehmend wohl auch die nachlassende Nachfrage nach Krediten haben zu einem Sinken der Sollzinsen für Unternehmenskredite geführt (Abbildung 5). Allerdings wurde diese Tendenz im Oktober gebrochen und der durchschnittliche Zinssatz für Unterneh-

Abbildung 5:  
Sollzinsen der Banken und Kapitalmarktzinsen 2003–2009

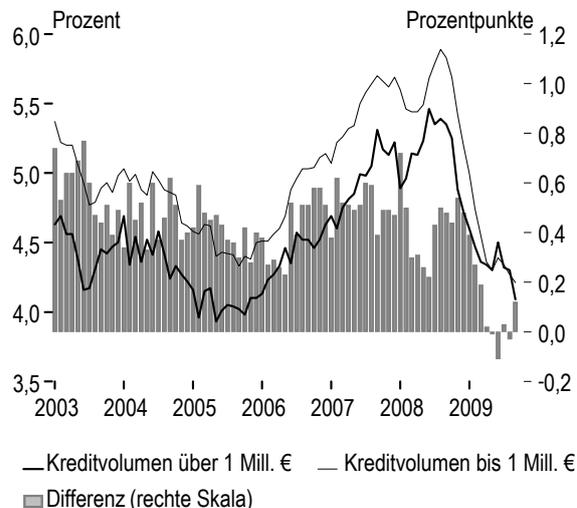


<sup>a</sup>Für Unternehmenskredite über 1 Mill. Euro mit variabler Verzinsung oder Zinsbindung bis zu einem Jahr. — <sup>b</sup>Über den Zeitraum von August 2005 bis Juli 2007. — <sup>c</sup>Mit einer Restlaufzeit von 1–2 Jahren.

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

menskredite über 1 Mill. Euro mit variabler Verzinsung oder Zinsbindung bis zu einem Jahr stieg auf 2,6 Prozent. Erstaunlich niedrig sind weiterhin die durchschnittlichen Kosten für Kredite mit einem Volumen von unter 1 Mill. Euro; beim Neugeschäft lag ihr Zinssatz zeitweise sogar unter jenem für Großkredite (Abbildung 6). Diese Entwicklung ist ein weiteres

Abbildung 6:  
Durchschnittlicher Zins für Neukredite in Deutschland 2003–2009



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

## Aufschwung lässt auf sich warten

Indiz dafür, dass momentan eher Großunternehmen mit erschwerten Finanzierungsbedingungen zu kämpfen haben. Die Verzinsung deutscher Unternehmensanleihen sank bei stagnierenden Renditen öffentlicher Anleihen weiter und lag im November bei 4,4 Prozent, und damit schon über 3 Prozentpunkte unter dem Hoch vom Oktober des vergangenen Jahres (Abbildung 7). Insgesamt haben sich die Kosten für Unternehmen also sowohl bei der Finanzierung über Bankkredite als auch bei der Finanzierung über den Kapitalmarkt merklich verringert.

Abbildung 7:  
Renditen auf Unternehmensanleihen und Kapitalmarktzinsen 1980–2009

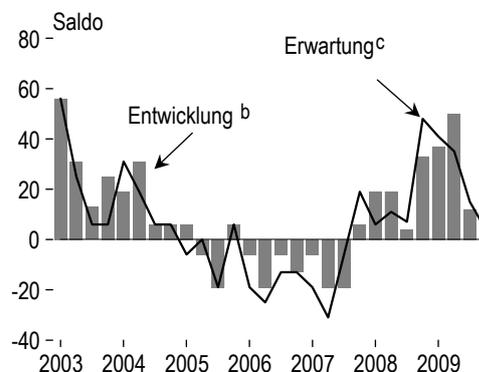


<sup>a</sup>Mit mittlerer Restlaufzeit von über 3 Jahren. — <sup>b</sup>Mit BBB-Rating und 5–7-jähriger Laufzeit. — <sup>c</sup>Mit 5-jähriger Laufzeit.

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

Umfragedaten zu den Bedingungen auf den Kreditmärkten unterstützen das durch die Refinanzierungskosten gezeichnete Bild. Zwar wurden die Vergabestandards der Banken auch im dritten Quartal gestrafft und es wurde erwartet, dass sich diese Entwicklung von Oktober bis Dezember fortsetzen würde; die Verschärfungen sind aber längst nicht mehr so stark wie noch in den ersten Quartalen des Jahres, und für das vierte Quartal erwarteten die Banken nur noch eine geringe Straffung (Abbildung 8). Hinsichtlich der bestimmenden Faktoren für die Änderung der Kreditvergabestandards zeigen die Daten weiterhin, dass die „finanzmarktinternen“ Faktoren eher auf eine Lockerung der Vergabestandards hinwirken, während

Abbildung 8:  
Veränderung der Vergabestandards für Unternehmenskredite in Deutschland 2003–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saldo aus Banken, welche eine Anhebung der Standards angeben, und Banken, die über eine Lockerung berichten. — <sup>b</sup>In den vergangenen drei Monaten. — <sup>c</sup>Für die kommenden drei Monate.

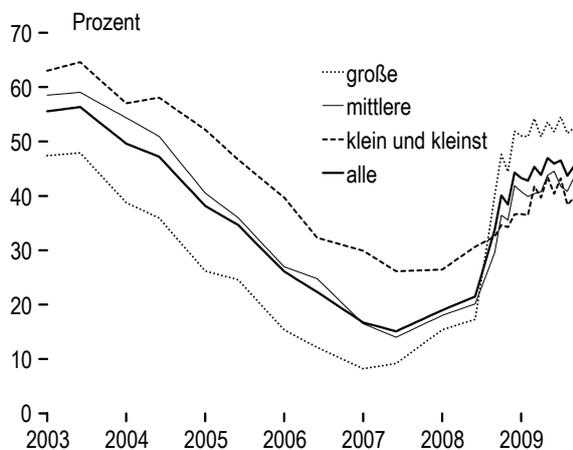
Quelle: Deutsche Bundesbank, *Bank Lending Survey* (Ifd. Jgg.).

das konjunkturelle Umfeld die Banken veranlasst, diese zu straffen; hier beträgt der Saldo nur noch 12, nach 31 in der Umfrage vom dritten Quartal. Auch die jüngsten Daten der ifo-Kredithürde, einer Umfrage unter Unternehmen, weisen darauf hin, dass der Restriktionsgrad der Kreditversorgung seit einigen Monaten auf hohem Niveau annähernd unverändert ist; im November litten zwar etwas mehr Firmen unter restriktiven Kreditkonditionen als im Monat zuvor, ein klarer Trend hin zu einer problematischeren Kreditversorgung ist aber nicht zu erkennen (Abbildung 9). Insgesamt gingen von den binnenwirtschaftlichen Einflussgrößen auf die monetären Rahmenbedingungen in den vergangenen drei Monaten wohl keine zusätzlichen Impulse auf die Konjunktur aus. Die Geldpolitik wirkt nach wie vor deutlich expansiv.

Dagegen dürfte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen im vierten Quartal um 0,9 Prozent gegenüber dem Vorquartal verschlechtert haben. Maßgeblich dafür war, dass der Euro stark gegenüber dem US-Dollar aufwertete, von 1,42 US-Dollar pro Euro Anfang September auf zuletzt rund 1,50 US-Dollar pro Euro.

## Aufschwung lässt auf sich warten

Abbildung 9:  
ifo-Kredithürde nach Unternehmensgröße 2003–2009<sup>a</sup>



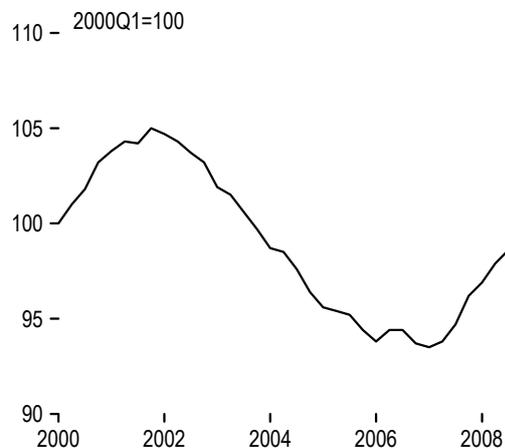
<sup>a</sup>Anteil der Firmen, die über eine restriktive Kreditvergabe seitens der Banken berichten. Ab November 2008 Monatswerte.

Quelle: ifo, *Schnelldienst* (lfd. Jgg.).

Auch wenn das Volumen der Kredite an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors im dritten Quartal zum dritten Mal in Folge zurückerückging (–1 Prozent; Abbildung 10), sprechen die Daten nicht dafür, dass die Finanzkrise zu einer allgemeinen Kreditklemme in Deutschland geführt hat, auch weil die Nachfrage nach Krediten infolge der Rezession gesunken sein dürfte.<sup>2</sup> Allerdings drohen dem deutschen Bankensystem nach Schätzungen der EZB, des Internationalen Währungsfonds und der Deutschen Bundesbank weitere Abschreibungen in beträchtlichem Umfang (EZB 2009c: 102; IMF 2009: 13; Deutsche Bundesbank 2009: 64). Neben staatlichem Kapital im Gesamtumfang von ungefähr 40 Mrd. Euro haben deutsche Banken nach Ausbruch der Finanzkrise von Privaten im internationalen Vergleich relativ wenig neues Kapital aufgenommen, so dass einzelne Banken bereits im Verlauf des kommenden Jahres Schwierigkeiten bekommen können, die vom Markt und vom Regulator geforderten Eigenkapitalquoten zu erfüllen. Um nicht in eine Situation zu geraten, in der Banken zu einer Ein-

<sup>2</sup> Für ausführliche Untersuchungen zum Thema Kreditklemme vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2010), Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009: 50–52) sowie Gern und Jannsen (2009).

Abbildung 10:  
Kredite an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors 2000–2009



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

schränkung ihrer Kreditportfolien gezwungen sind, sollte vonseiten der Wirtschaftspolitik mehr Druck zur Aufnahme von privatem oder staatlichem Eigenkapital ausgeübt werden. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass dies geschieht und es nicht zu einer Kreditklemme in Deutschland kommt. Hilfreich ist in diesem Zusammenhang die zuletzt im Rahmen des Deutschlandfonds beschlossene Übernahme von Kreditrisiken in Höhe von 10 Mrd. Euro durch den Staat, wenngleich sie an dem Grundproblem der Unterkapitalisierung der Banken nichts ändert.

Wir erwarten, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz aufgrund der weiter geringen Kapazitätsauslastung und niedriger Inflationserwartungen bis ins Jahr 2011 hinein bei 1 Prozent belassen wird (Tabelle 1). Allerdings dürfte sie im Verlauf des kommenden Jahres die Liquiditätsversorgung kontinuierlich einschränken, indem sie wie angekündigt weniger längerfristige Refinanzierungsgeschäfte anbieten und in einem zweiten Schritt wahrscheinlich auch die unbegrenzte Zuteilung von Liquidität abschaffen wird.<sup>3</sup> Dadurch dürften der Eonia und der Euribor bis Ende 2010 wieder über den Hauptrefinanzierungssatz klettern. Erst Mitte

<sup>3</sup> Vgl. dazu auch den Abschnitt zur Geldpolitik im Euroraum in Boysen-Hogrefe et al. (2009).

## Aufschwung lässt auf sich warten

Tabelle 1:  
Rahmendaten für die Konjunktur 2009–2011

|                                                                       | 2009  |      |      |                 | 2010           |                 |                  |                 | 2011           |                 |                  |                 |
|-----------------------------------------------------------------------|-------|------|------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|
|                                                                       | I     | II   | III  | IV <sup>a</sup> | I <sup>b</sup> | II <sup>b</sup> | III <sup>b</sup> | IV <sup>b</sup> | I <sup>b</sup> | II <sup>b</sup> | III <sup>b</sup> | IV <sup>b</sup> |
| Maßgeblicher Leitzins der EZB <sup>c</sup>                            | 1,5   | 1,1  | 1,0  | 1,0             | 1,0            | 1,0             | 1,0              | 1,0             | 1,0            | 1,0             | 1,3              | 1,5             |
| Rendite 9–10-jähriger Bundesanleihen                                  | 3,1   | 3,4  | 3,3  | 3,2             | 3,2            | 3,2             | 3,3              | 3,4             | 3,5            | 3,5             | 3,7              | 3,8             |
| Wechselkurs US-Dollar/Euro                                            | 1,31  | 1,40 | 1,46 | 1,48            | 1,50           | 1,50            | 1,50             | 1,50            | 1,50           | 1,50            | 1,50             | 1,50            |
| Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft <sup>d</sup> | 93,0  | 93,9 | 94,8 | 95,7            | 95,9           | 96,2            | 96,5             | 96,8            | 97,1           | 97,3            | 97,3             | 97,3            |
| Industrieproduktion im Ausland <sup>e,f</sup>                         | -22,6 | -2,5 | 7,6  | 2,2             | 1,9            | 2,6             | 3,8              | 1,8             | 2,2            | 2,2             | 2,9              | 1,8             |
| Rohölpreis <sup>g</sup>                                               | 45,0  | 59,1 | 68,4 | 74,5            | 80,0           | 80,0            | 80,0             | 80,0            | 80,0           | 80,0            | 80,0             | 80,0            |

<sup>a</sup>Geschätzt. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Hauptrefinanzierungssatz. — <sup>d</sup>Gegenüber 36 Ländern auf Basis von Deflatoren für den Gesamtumsatz, Index: 1999 I = 100; steigende Werte bedeuten eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. — <sup>e</sup>Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent). — <sup>f</sup>In 45 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export. — <sup>g</sup>US-Dollar pro Barrel North Sea Brent.

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

2011 dürfte die EZB beginnen, den Hauptrefinanzierungssatz langsam zu erhöhen. Die Kapitalmarktzinsen dürften bis Ende des kommenden Jahres relativ stabil bei 3–3 ½ Prozent liegen und erst im Verlauf des Jahres 2011 allmählich anziehen. Für den Euro unterstellen wir einen konstanten Wechselkurs zum US-Dollar von 1,50. Vor diesem Hintergrund wird sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen bis Ende 2010 gegenüber dem dritten Quartal um 2,1 Prozent verschlechtern; im Jahr 2011 dürfte sie im Jahresdurchschnitt um 0,9 Prozent abnehmen.

### Weiterhin Impulse von der Finanzpolitik

Die Finanzpolitik stützt die Konjunktur seit reichlich einem Jahr. Fasst man die Konjunkturpakete sowie andere Maßnahmen (einschließlich des „Wachstumsbeschleunigungsgesetzes“) zusammen, so beläuft sich der finanzpolitische Impuls, gemessen an den Verhältnissen im Jahr 2008 und am Bruttoinlandsprodukt, im Jahr 2009 auf 1,5 Prozent und im Jahr 2010 auf 2,3 Prozent (Tabelle 2). Im Jahr 2011 werden die anregenden Wirkungen der bisherigen Maßnahmen abnehmen. Allerdings beab-

sichtigt die Bundesregierung, die Einkommensteuerzahler um rund 20 Mrd. Euro zu entlasten. Wir erwarten, dass diese Entlastung trotz des Widerstands einiger Länder in Kraft treten wird. Unter dieser Annahme wird die Finanzpolitik die Konjunktur auch im Jahr 2011 stützen. Zu berücksichtigen ist aber, dass den Impulsen in den Jahren 2010 und 2011 dämpfende Effekte entgegenwirken. So bedingt der Einkommensteuertarif zusammen mit den Regeln zur Bestimmung der Bemessungsgrundlage heimliche Steuererhöhungen (Boss et al. 2008). Auch reduzieren die Kommunen erfahrungsgemäß ihre Investitionsausgaben, wenn ihre Einnahmen konjunkturbedingt abgeschwächt zunehmen oder gar sinken. Wir veranschlagen den dämpfenden Effekt auf jeweils reichlich 6 Mrd. Euro in den Jahren 2010 und 2011.

Die Ausgaben des Staates haben im Jahr 2009 um 4,5 Prozent und damit wesentlich rascher als im Jahr 2008 zugenommen. Die Personalausgaben stiegen stark, weil die Löhne im öffentlichen Dienst deutlich erhöht wurden. Die Altersrenten wurden im Juli 2009 um 2,6 Prozent angehoben; auch wurden der Regelsatz des Arbeitslosengeldes II und der der Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung erhöht. Im Jahr 2010 wird sich der Anstieg der Ausgaben wohl auf 3,4 Prozent abschwächen. Die öffentlichen Investitionen werden zwar ver-

## Aufschwung lässt auf sich warten

Tabelle 2:  
Finanzpolitische Impulse<sup>a</sup> 2009–2011 (Mrd. Euro)

|                                                                    | 2009   |        | 2010   |        | 2011   |        |
|--------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                                    | 1. Hj. | 2. Hj. | 1. Hj. | 2. Hj. | 1. Hj. | 2. Hj. |
| <b>A. Maßnahmen bis zum September 2009</b>                         |        |        |        |        |        |        |
| Reduktion der Einkommensteuersätze                                 | -1,4   | -1,7   | -2,8   | -3,0   | -3,0   | -3,2   |
| Rücknahme der Kürzung der Entfernungspauschale                     | -3,0   | -2,4   | -1,6   | -1,5   | -1,2   | -1,3   |
| Erhöhung der absetzbaren Kranken- und Pflegeversicherungsbeträge   | -      | -      | -4,0   | -4,3   | -5,1   | -5,6   |
| Sonstige steuerpolitische Maßnahmen <sup>b</sup>                   | -2,8   | -3,8   | -4,2   | -4,3   | -4,1   | -3,7   |
| Anhebung des Kindergeldes, Auszahlung des „Kinderbonus“            | -2,9   | -1,2   | -1,1   | -1,1   | -1,1   | -1,1   |
| Änderung der Beitragssätze in der Krankenversicherung <sup>c</sup> | -      | -2,6   | -2,5   | -2,6   | -2,5   | -2,6   |
| Arbeitslosenversicherung                                           | -1,9   | -2,0   | -1,9   | -2,0   | -1,9   | -2,0   |
| Pflegeversicherung                                                 | 1,1    | -      | 1,1    | -      | 1,1    | -      |
| Förderung der Kurzarbeit                                           | -0,5   | -1,1   | -1,1   | -0,7   | -0,3   | 0,0    |
| Ausweitung der öffentlichen Investitionen                          | -      | -3,0   | -4,0   | -4,0   | -3,0   | -2,0   |
| Gewährung der Abwrackprämie                                        | -1,2   | -3,7   | -0,1   | -      | -      | -      |
| Eingriffe in die Rentenformel <sup>d</sup>                         | -0,7   | -0,8   | -1,5   | -1,8   | -1,9   | -1,9   |
| Sonstige Maßnahmen bei den Ausgaben                                | -0,3   | -0,5   | -0,5   | -0,5   | -0,5   | -0,5   |
| Zusammen                                                           | -13,6  | -22,8  | -24,2  | -25,8  | -23,5  | -23,9  |
| <b>B. Maßnahmen nach der Bundestagswahl</b>                        |        |        |        |        |        |        |
| Anhebung des Kindergeldes und des Kinderfreibetrags                | -      | -      | -2,1   | -2,2   | -2,2   | -2,3   |
| Reduktion der Unternehmenssteuern                                  | -      | -      | -0,2   | -0,5   | -1,0   | -1,2   |
| Senkung der Einkommensteuersätze                                   | -      | -      | -      | -      | -9,0   | -10,0  |
| Sonstige steuerpolitische Maßnahmen                                | -      | -      | -0,5   | -0,6   | -0,7   | -0,8   |
| Zusammen                                                           | -      | -      | -2,8   | -3,3   | -12,9  | -14,3  |
| <b>C. Maßnahmen insgesamt</b>                                      |        |        |        |        |        |        |
| Maßnahmen insgesamt, im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt        | -13,6  | -22,8  | -27,0  | -29,1  | -36,4  | -38,2  |
| <b>D. Dämpfende Effekte</b>                                        |        |        |        |        |        |        |
| Heimliche Einkommensteuererhöhung <sup>e</sup>                     | -0,1   | -0,2   | 1,2    | 1,3    | 2,4    | 2,5    |
| Reduktion der öffentlichen Investitionen                           | 0,0    | 0,0    | 2,3    | 1,5    | 1,5    | 0,0    |
| Zusammen                                                           | -0,1   | -0,2   | 3,5    | 2,8    | 3,9    | 2,5    |
| <b>E. Insgesamt (Saldo aus Impulsen und dämpfenden Effekten)</b>   |        |        |        |        |        |        |
|                                                                    | -13,7  | -23,0  | -23,5  | -26,3  | -32,5  | -35,7  |

<sup>a</sup>Auswirkungen der Konjunkturpakete, der Reaktionen auf Urteile des Bundesverfassungsgerichts sowie sonstiger Maßnahmen auf den Budgetsaldo des Staates. — <sup>b</sup>Vor allem befristete Einführung der degressiven Abschreibung auf bewegliche Wirtschaftsgüter. — <sup>c</sup>Effekt aus Erhöhung der Ausgaben und Änderung des Beitragssatzes. — <sup>d</sup>Einschließlich der Auswirkungen z.B. auf den Regelsatz des Arbeitslosengeldes II. — <sup>e</sup>Nur Effekt auf das Lohnsteueraufkommen.

Quelle: BMF (Ifd. Jgg.); BMF (2009a); Boss et al. (2009); Sachverständigenrat (2009); Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009); eigene Berechnungen.

stärkt ausgeweitet; eine Kürzung der Altersrenten ab Juli 2010, die aufgrund der Lohnentwicklung im Jahr 2009 angezeigt wäre, wird durch einen Eingriff in die Rentenformel verhindert. Die Löhne im öffentlichen Dienst werden aber voraussichtlich um nur reichlich 1 Prozent angehoben. Auch die sozialen Sachleistungen dürften merklich verlangsamt expandieren. Im Jahr 2011 wird sich der Anstieg der Ausga-

ben des Staates wohl auf reichlich 1 Prozent abschwächen; die Investitionen werden sogar sinken, weil die Effekte der Konjunkturpakete stark rückläufig sein werden. Die gesamten Ausgaben des Staates dürften im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 auf 48,2 Prozent steigen und im Jahr 2011 auf 47,7 Prozent sinken (Tabelle 3).

Tabelle 3:  
Ausgaben, Einnahmen und Budgetsaldo des Staates 2000–2011<sup>a</sup> (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt)

|                   | Ausgaben          | Steuern <sup>b</sup> | Sozial-<br>beiträge | Sonstige<br>Einnah-<br>men <sup>c</sup> | Budget-<br>saldo |
|-------------------|-------------------|----------------------|---------------------|-----------------------------------------|------------------|
| 2000              | 47,6 <sup>d</sup> | 25,0                 | 18,3                | 3,1                                     | -1,2             |
| 2001              | 47,6              | 23,3                 | 18,2                | 3,3                                     | -2,8             |
| 2002              | 48,1              | 22,8                 | 18,2                | 3,4                                     | -3,7             |
| 2003              | 48,5              | 22,8                 | 18,3                | 3,4                                     | -4,0             |
| 2004              | 47,1              | 22,2                 | 17,9                | 3,2                                     | -3,8             |
| 2005              | 46,8              | 22,5                 | 17,7                | 3,3                                     | -3,3             |
| 2006              | 45,4              | 23,3                 | 17,2                | 3,3                                     | -1,6             |
| 2007              | 43,7              | 24,2                 | 16,5                | 3,2                                     | 0,2              |
| 2008              | 43,7              | 24,3                 | 16,4                | 3,0                                     | 0,0              |
| 2009 <sup>e</sup> | 47,4              | 24,0                 | 17,1                | 3,3                                     | -3,0             |
| 2010 <sup>e</sup> | 48,2              | 22,9                 | 16,9                | 3,3                                     | -5,1             |
| 2011 <sup>e</sup> | 47,7              | 21,9                 | 16,8                | 3,2                                     | -5,8             |

<sup>a</sup>Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen; ab 2009 einschließlich Teile der privaten Krankenversicherung. — <sup>b</sup>Einschließlich der Erbschaftsteuer und der der Europäischen Union zustehenden Steuern. — <sup>c</sup>Ausschließlich Erbschaftsteuer; nach Abzug der EU-Steuern. — <sup>d</sup>Die Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunklizenzen (2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) sind nicht als negative Ausgaben berücksichtigt. — <sup>e</sup>Prognose.

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

Die Einnahmen des Staates haben im Jahr 2009 rezessionsbedingt und infolge der Abgabensenkungen stark abgenommen. Wegen kräftiger Steuerentlastungen werden sie auch im Jahr 2010 und im Jahr 2011 nicht steigen. Das Beitragsaufkommen der Sozialversicherung wird allerdings im Jahr 2011 nennenswert zunehmen, nach einem sehr geringen Anstieg im Jahr 2010. Die Belastung durch Sozialversicherungsbeiträge wird zum Jahresbeginn 2011 steigen, weil nach derzeitiger Rechtslage der Beitragsatz zur Arbeitslosenversicherung von 2,8 auf 3 Prozent angehoben wird; darüber hinaus ist damit zu rechnen, dass Krankenkassen vermehrt Zusatzbeiträge erheben werden.

Das Budgetdefizit des Staates in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen dürfte im Jahr 2009 rund 71 Mrd. Euro betragen. Die Abnahme des Budgetsaldos in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 3,0 Prozentpunkte ist angesichts der Tiefe der Rezes-

sion und des finanzpolitischen Impulses gering. Bedeutsam dafür ist, dass sich die Einkommensverteilung und die Struktur der Einkommensverwendung in einer Weise ändern, die das Steuer- und Beitragsaufkommen relativ zum Rückgang des Bruttoinlandsprodukts wenig negativ tangiert (vgl. Boss et al. 2009: 44). Im Jahr 2010 wird das Defizit des Staates stark steigen. Es dürfte im Jahr 2011 angesichts der kräftigen Einkommensteuersenkung weiter zunehmen, obwohl die Kapazitätsauslastung dann deutlich steigen wird. Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt wird es wohl 5,8 Prozent betragen, nach 5,2 Prozent im Jahr 2010.

Die Finanzlage der Sozialversicherung wird sich im Jahr 2010 verschlechtern, auch deshalb, weil der Beitragssatz in der gesetzlichen Krankenversicherung im Jahresdurchschnitt niedriger als im Jahr 2009 sein wird und weil beträchtliche Mehrausgaben z.B. für das Arbeitslosengeld anfallen werden. Die gesetzliche Krankenversicherung wird im Jahr 2010 durch einen kräftig erhöhten Zuschuss des Bundes gestützt werden, die Rentenversicherung dagegen wird ihr Defizit durch Entnahmen aus der Rücklage decken können. Die Arbeitslosenversicherung wird Ende des Jahres 2009 nur noch geringe Reserven haben und im Jahr 2010 einen hohen Zuschuss des Bundes erhalten (Tabelle 4). Im Jahr 2011 wird sich die finanzielle Situation der Sozialversicherung konjunkturbedingt zwar etwas entspannen; wegen der entfallenden zusätzlichen Zuschüsse des Bundes wird das Defizit aber steigen, wenn nicht Sanierungsmaßnahmen ergriffen werden. Es ist völlig unklar, wie diese aussehen werden. Wir unterstellen deshalb keine konkreten Maßnahmen. Dies impliziert, dass der Bund weitere Zuschüsse oder Darlehen an die Sozialversicherung zahlen wird.

## Aufschwung lässt auf sich warten

Tabelle 4:

Einnahmen und Ausgaben der Bundesagentur für Arbeit 2007–2011 (Mrd. Euro)

|                                                                                            | 2007         | 2008                     | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Beiträge                                                                                   | 32,26        | 26,45                    | 22,04             | 22,09             | 23,98             |
| Zuschuss des Bundes                                                                        | 6,47         | 7,58                     | 7,78              | 22,89             | 8,05              |
| Verwaltungskostenerstattung SGB II                                                         | 2,20         | 2,26                     | 2,32              | 2,35              | 2,38              |
| Umlage für das Insolvenzgeld                                                               | 0,67         | 0,67                     | 0,90              | 3,10              | 1,25              |
| Erträge aus der Rücklage                                                                   | 0,34         | 0,67                     | 0,50              | 0,10              | 0,05              |
| Sonstige Einnahmen                                                                         | 0,90         | 0,66                     | 0,68              | 0,55              | 0,56              |
| <b>Einnahmen</b>                                                                           | <b>42,84</b> | <b>38,29</b>             | <b>34,22</b>      | <b>51,08</b>      | <b>36,27</b>      |
| Eingliederungstitel                                                                        | 2,51         | 2,89                     | 3,69              | 4,38              | 4,70              |
| Leistungen zur Förderung der Aufnahme einer selbständigen Tätigkeit                        | 1,72         | 1,64                     | 1,60              | 1,70              | 1,80              |
| Kurzarbeitergeld und Saisonkurzarbeitergeld                                                | 0,24         | 0,29                     | 3,22              | 2,43              | 0,50              |
| Erstattete Beiträge                                                                        | 0,00         | 0,00                     | 1,57              | 1,26              | 0,30              |
| Arbeitslosengeld bei beruflicher Weiterbildung                                             | 0,75         | 0,74                     | 1,14              | 1,35              | 1,40              |
| Arbeitslosengeld                                                                           | 16,93        | 13,86                    | 17,31             | 21,84             | 22,23             |
| Insolvenzgeld                                                                              | 0,70         | 0,65                     | 1,66              | 2,60              | 1,00              |
| Aussteuerungsbetrag bzw. Erstattung von Eingliederungs- und Verwaltungsausgaben des Bundes | 1,94         | 5,00                     | 4,87              | 5,00              | 5,00              |
| Verwaltungsausgaben                                                                        | 5,53         | 5,99                     | 6,79              | 6,99              | 7,17              |
| Sonstige Ausgaben                                                                          | 5,88         | 5,85 <sup>b</sup>        | 6,00              | 6,15              | 6,30              |
| <b>Ausgaben</b>                                                                            | <b>36,20</b> | <b>36,91<sup>b</sup></b> | <b>47,85</b>      | <b>53,70</b>      | <b>50,40</b>      |
| <b>Saldo</b>                                                                               | <b>6,64</b>  | <b>1,38</b>              | <b>-13,63</b>     | <b>-2,62</b>      | <b>-14,13</b>     |
| <i>Nachrichtlich:</i>                                                                      |              |                          |                   |                   |                   |
| Empfänger von Arbeitslosengeld <sup>c</sup> (1 000)                                        | 1 080        | 917                      | 1 152             | 1 441             | 1 445             |
| Rücklage der Bundesagentur am Jahresende                                                   | 17,86        | 16,74 <sup>d</sup>       | 3,11              | 0,49              | 0,00              |

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Ohne Zuweisung an den Versorgungsfonds der Bundesagentur für Arbeit (2,5 Mrd. Euro). — <sup>c</sup>Ausschließlich Empfänger von Arbeitslosengeld bei beruflicher Weiterbildung. — <sup>d</sup>Ohne Einlage beim Versorgungsfonds.

Quelle: Bundesagentur für Arbeit, *Einnahmen und Ausgaben der BA* (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Außenhandelsüberschuss sinkt weiter

Beim Außenhandel macht sich die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft zunehmend bemerkbar. Nach der allmählichen Stabilisierung im Frühjahr 2009 expandierten die realen Exporte im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 14,2 Prozent kräftig. Das Niveau der Ausfuhren lag immer noch deutlich, um etwa 15 Prozent, unter dem des Vorjahres. Zur Belebung hatten in den vergangenen Monaten vor allem Nachfrageimpulse aus Ostasien beigetragen. Zuletzt leistete aber auch die konjunkturelle Erholung in den Industrieländern ihren Beitrag. So wurde insbesondere in den

übrigen Euroraum wieder deutlich mehr geliefert. Die Warenexporte in die Vereinigten Staaten sanken im dritten Quartal hingegen abermals. Für das vierte Quartal deuten einige Frühindikatoren auf einen spürbaren Zuwachs der Ausfuhren hin. Die Exporterwartungen setzten ihren positiven Trend fort und befinden sich inzwischen oberhalb der von uns berechneten Expansionsgrenze (Kasten 2).

Viele Beobachter verweisen bei der Einschätzung der Absatzperspektiven deutscher Exporteure auf die derzeitig kräftige Erholung der Weltkonjunktur. So sind zwar auch die von uns berechneten Indikatoren der Unternehmenszuversicht stark gestiegen (Abbildung 11). Allerdings ist der für den deutschen Export relevante Indikator der Auslandskonjunktur (die mit

### Kasten 2:

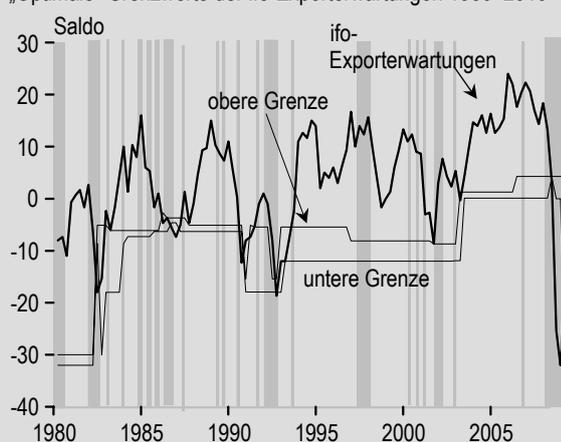
#### Zur Expansionsschwelle der ifo-Exporterwartungen

Die ifo-Exporterwartungen sind ein vielbeachteter Kurzfristindikator für die Entwicklung deutscher Exporte. Der Indikator wird aus den Einschätzungen der Exporterwartungen von rund 7000 Unternehmen gebildet. Die Unternehmen geben dabei Auskunft, ob sie die Exportentwicklung in den künftigen drei Monaten als „zunehmend“, „gleich bleibend“ oder „abnehmend“ einschätzen. Der ermittelte Wert gibt den Saldo der Unternehmen wider, die die erwartete Veränderung der Ausfuhren als positiv und negativ beurteilen (vgl. Ruschinski 2005). Im Folgenden wird, analog zu Boysen-Hogrefe et al. (2009: Kasten 1), anhand einer nichtparametrischen Methode der Grenzwert für jeden Zeitpunkt errechnet, der bezogen auf die vergangenen 10 Jahre die wenigsten „falschen Signale“ geliefert hätte. Für jeden Zeitpunkt ergibt sich ein Intervall von Grenzwerten, welche gemäß diesem Kriterium die gleiche Güte aufweisen. In Abbildung K2-1 wird dieses Intervall durch die obere und untere Grenze abgebildet. Je größer dieses Intervall ausfällt, desto höher ist die Unsicherheit, ab welchem Wert der Exporterwartungen tatsächlich mit einer Ausweitung der Ausfuhren zu rechnen ist. Da die realen Exporte eine sehr volatile Komponente des Bruttoinlandsprodukts darstellen, treten negative Vorquartalsveränderungen relativ häufig auf und die Expansionsschwellen können von einer zur anderen Periode teilweise starke Sprünge aufweisen. Aufgrund der hohen Volatilität der Ausfuhren produzieren sowohl die Nullgrenze als auch der variable Grenzwert relativ viele Fehlsignale. Ein Gütevergleich über den Zeitraum von 1980 bis 2009 zeigt jedoch, dass der variable Grenzwert weniger „falsche Signale“ liefert als die natürliche Expansionsschwelle von null.

Das Auseinanderlaufen der oberen und unteren Grenze am aktuellen Rand deutet darauf hin, dass die ifo-Exporterwartungen derzeit ein eher unsicherer Indikator für die tatsächliche Entwicklung der realen Exporte sind. Dies ist vor allem auf die Tiefe des Exporteinbruchs im vergangenen Winterhalbjahr zurückzuführen.

Abbildung K2-1:

„Optimale“ Grenzwerte der ifo-Exporterwartungen 1980–2010<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Die Schattierungen markieren negative Raten der realen Exporte im Vorquartalsvergleich.

Quelle: ifo, *Konjunkturperspektiven* (Ifd. Jgg.); eigene Berechnungen.

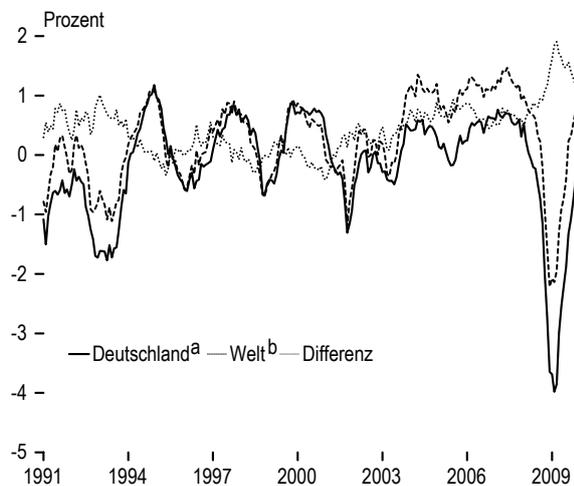
deutschen Exportanteilen gewichtete Unternehmenszuversicht der Abnehmerländer) am aktuellen Rand schwächer als der für die Weltkonjunktur (die mit Produktionsanteilen gewichtete Unternehmenszuversicht). Die erhöhte Differenz lässt sich mit zwei Faktoren begründen. Zum einen findet ein konjunktureller Aufschwung hauptsächlich in Ländern statt, die für den deutschen Export eine untergeordnete Rolle spielen. So hat die Konjunktur insbesondere in Ostasien, wohin im Jahr 2008 lediglich 12 Prozent der Exporte geliefert wurden, kräftig an Dynamik gewonnen. In anderen Regionen, die für den deutschen Export ein höheres Gewicht haben, verläuft die Konjunktur hingegen schleppend. Viele Länder im übrigen Euroraum, auf den fast 50 Prozent entfallen, haben die Rezession noch nicht überwunden (vgl. Boy-

sen-Hogrefe et al. 2009). Für eine mäßige Ausweitung der Exporte in diese Länder sprechen auch die Auftragsengänge, die aus dieser Region zuletzt sogar rückläufig waren. Zum anderen basiert der Indikator der Weltkonjunktur auf Gewichten zu Kaufkraftparitäten, so dass Länder Ostasiens einen höheren Anteil an der Weltproduktion ausmachen als mit Gewichten zu Marktpreisen. Somit fällt die Expansion der Weltwirtschaft zu Kaufkraftparitäten deutlich schwächer aus als zu Marktpreisen.

Zudem werden die Perspektiven für die Exportwirtschaft durch die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gedämpft. So hat diese sich durch die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund seit Ende des vergangenen Jahres verschlechtert (Abbildung 12). Auch gegenüber dem übrigen

## Aufschwung lässt auf sich warten

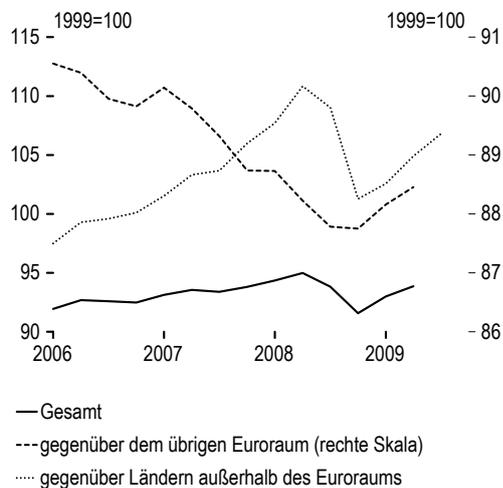
Abbildung 11:  
Unternehmenszuversicht weltweit und aus Sicht deutscher Exporteure 1991–2009



<sup>a</sup>Gewichtet nach Kaufkraftparitäten. — <sup>b</sup>In 41 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export.

Quelle: Nationale Quellen via Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Abbildung 12:  
Preisliche Wettbewerbsfähigkeit 2006–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes gegenüber 36 Ländern; ein Rückgang der Werte bedeutet eine Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

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

Euroraum verloren die Exporteure zuletzt an Wettbewerbsfähigkeit. Gegenüber Ländern, die von Immobilienkrisen betroffen waren, wird

dieser Effekt besonders deutlich. In Spanien und Irland, wo sich die Arbeitslosigkeit im Zuge der Finanzkrise mehr als verdoppelt hat, sind die Deflatoren des Gesamtabsatzes stark rückläufig. Dagegen hat sich der Anstieg des Deflators in Deutschland zuletzt beschleunigt. Im Verlauf des Prognosezeitraums rechnen wir unter der Annahme eines konstanten Wechselkurses von 1,50 US-Dollar pro Euro mit einer weiteren Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die aus niedrigeren Lohnabschlüssen und langsameren Anstiegen des allgemeinen Preisniveaus in den Abnehmerländern resultieren dürfte. Wir erwarten, dass dies insbesondere in Ländern passiert, in denen die private oder öffentliche Verschuldung zuletzt stark gestiegen ist, und die von stärkeren Rückgängen der Beschäftigung betroffen sind als Deutschland.

Jahresdurchschnittlich dürften die Ausfuhren im laufenden Jahr um 14,0 Prozent sinken. Aufgrund der insgesamt mäßigen konjunkturellen Dynamik bei den wichtigsten Handelspartnern und der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit werden die realen Exporte wohl vorerst nicht die kräftigen Zuwachsraten erreichen, die vor der Finanzkrise beobachtet wurden. Insgesamt rechnen wir mit einem Zuwachs von rund 8,7 Prozent für das Jahr 2010 und 6,0 Prozent für das Jahr 2011.

Die Importe sind zuletzt kräftiger gestiegen als die Exporte. Nachdem sie in den beiden ersten Quartalen des Jahres spürbar gesunken waren, expandierten sie im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von rund 20 Prozent. Die ausgeprägte Kontraktion Anfang des Jahres war unter anderem der gesunkenen Nachfrage nach Vorleistungsgütern und Zwischenprodukten für Unternehmen geschuldet, die aus der Produktionsdrosselung im Winterhalbjahr resultierte. Im dritten Quartal war wohl vor allem die Verringerung des Lagerabbaus ausschlaggebend. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürften die Einfuhren mit der kräftigen Binnennachfrage stark zunehmen. Im laufenden Jahr werden die realen Einfuhren um 7,6 Prozent sinken. Im Jahr 2010 dürften die Einfuhren mit der beschleunigt expandierenden Binnennachfrage um 12,3 Prozent zule-

gen. Im Jahr 2011 werden sie mit einer Zuwachsrate von 7,0 Prozent wohl etwas langsamer steigen. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels wird sich nach der kräftigen Negativkorrektur im Jahr 2009 (-3,5 Prozent) im Prognosezeitraum wohl wieder stabilisieren, wenngleich er mit -1,0 Prozent im Jahr 2010 und -0,2 Prozent noch immer negativ zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukt beitragen dürfte.

Der äußerst starke Rückgang der Importpreise hat sich im Verlauf des Jahres 2009 deutlich abgeschwächt. Der Importdeflator dürfte im Jahresdurchschnitt um 5,8 Prozent sinken. Vor dem Hintergrund einer immer noch sehr niedrigen Kapazitätsauslastung der Weltwirtschaft, der Annahme eines konstanten Ölpreises und konstanter Wechselkurse dürften die Importpreise im Jahr 2010 und 2011 nur leicht anziehen.

Die Exportpreise, die im Zuge der niedrigen Kapazitätsauslastung und der damit verbundenen rückläufigen Nachfrage in den Abnehmerländern ebenfalls spürbar gesunken waren, stiegen im dritten Quartal erstmals seit einem Jahr wieder. Im laufenden Jahr dürften sich die Preise für deutsche Exportgüter deutlich weniger reduzieren als die für Importgüter. Wir rechnen jahresdurchschnittlich mit einem Rückgang von 2,9 Prozent. Im kommenden Jahr wird der Exportdeflator im Zuge der konjunkturellen Erholung der Abnehmerländer mit einer Rate von 0,3 Prozent wohl wieder etwas zulegen. Für das Jahr 2011 erwarten wir eine leichte Beschleunigung (0,5 Prozent). Die Terms of Trade werden damit nach einer deutlichen Verbesserung im Jahr 2009 im weiteren Prognosezeitraum unverändert bleiben.

### Kräftige Expansion der Binnennachfrage

---

Die konjunkturelle Belebung hat im dritten Quartal 2009 auch in der Binnennachfrage ihren Niederschlag gefunden. Die inländische

Verwendung expandierte mit einer laufenden Jahresrate von 5,1 Prozent, nachdem sie im Vorquartal noch in ähnlichem Ausmaß geschrumpft war. Freilich ging die Zunahme vor allem darauf zurück, dass die Unternehmen ihre Vorratsinvestitionen – offenbar in Erwartung einer wieder anziehenden Endnachfrage – deutlich weniger stark einschränkten als im Frühjahr. Ohne diesen für die Frühphase einer konjunkturellen Erholung typischen Effekt wäre die Binnennachfrage weiter gesunken. Zwar waren erstmals seit Rezessionsbeginn neben den öffentlichen Bauinvestitionen und den Unternehmensinvestitionen auch die Wohnungsbauinvestitionen im Plus. Dem stand aber ein spürbarer Rückgang der Konsumausgaben der privaten Haushalte gegenüber.

Im Prognosezeitraum wird die Binnennachfrage weiter kräftig expandieren, wobei die maßgeblichen Impulse von den privaten Haushalten ausgehen werden. Diese werden sowohl die Konsumausgaben als auch die Wohnungsbauinvestitionen spürbar ausweiten. Allerdings dürfte die Dynamik der *Konsumausgaben der privaten Haushalte* zunächst noch gering bleiben. Wie schon im dritten Quartal wirkt zum Jahresende 2009 und zu Jahresbeginn 2010 das Auslaufen der „Abwrackprämie“ leicht dämpfend;<sup>4</sup> die Sparquote dürfte daher weiter leicht steigen. Für das gesamte Jahr 2010 ist von der Einkommenseite jedoch ein beschleunigter Anstieg der privaten Konsumausgaben angelegt. Die Bruttolöhne und -gehälter nehmen jahresdurchschnittlich zwar nur geringfügig zu (0,2 Prozent), da sowohl das Arbeitsvolumen als auch die Effektivlöhne praktisch nicht steigen. Netto ergibt sich gleichwohl ein merklicher Zuwachs (1,6 Prozent), vor allem aufgrund der erhöhten steuerlichen Anrechenbarkeit der Beiträge zur Krankenversicherung und zur Pflegeversicherung. Mit der besseren Konjunktur steigen zudem die Selbständigeneinkommen wieder. Die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dürften vor diesem Hintergrund kräftig zulegen (2,2 Pro-

---

<sup>4</sup> Die revidierten Daten zu den privaten Konsumausgaben legen den Schluss nahe, dass die „Abwrackprämie“ den Konsum in der ersten Jahreshälfte stimuliert hat.

## Aufschwung lässt auf sich warten

zent). Im Jahr 2011 dürfte die Zunahme der Haushaltseinkommen nur wenig an Schwung verlieren. Bei wieder zunehmendem Arbeitsvolumen und leicht steigenden Löhnen zieht die Lohnsumme brutto merklich an (1,3 Prozent). Netto fällt der Zuwachs aufgrund der weiteren steuerlichen Entlastungen abermals weit kräftiger aus (3,7 Prozent). Bei rascher steigenden Gewinn- und Vermögenseinkommen ergibt sich im Jahresdurchschnitt abermals eine merkliche Zunahme der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte (2,1 Prozent). Vor dem Hintergrund einer auch aufgrund der steigenden öffentlichen Verschuldung leicht steigenden Sparquote werden die privaten Konsumausgaben sowohl 2010 als auch 2011 deutlich zulegen (1,7 bzw. 1,9 Prozent), nach einem nur geringen Anstieg (0,5 Prozent) im Rezessionsjahr 2009.

Die *Wohnungsbauinvestitionen* erhalten im Prognosezeitraum deutliche Impulse von den sinkenden Hypothekenzinsen. Es gibt keine Anzeichen, dass die Banken ihre Kreditvergabestandards für Hypotheken stärker verschärft hätten, als es die gestiegenen konjunkturellen Risiken, insbesondere im Zusammenhang mit der Arbeitslosigkeit, nahelegen würden. Diese monetären Impulse haben im Jahresverlauf, sieht man von witterungsbedingten Verschiebungen ab, bereits zu einer deutlichen Expansion der Wohnungsbauinvestitionen geführt, trotz der Konkurrenz, in der die Ausgaben für den Wohnungsbau im laufenden Jahr zu den Ausgaben standen, die notwendig waren, um von der „Abwrackprämie“ zu profitieren. Nach ihrem Auslaufen dürften sich die monetären Impulse im Prognosezeitraum noch stärker durchsetzen, darauf deuten auch die Auftragseingänge im Wohnungsbau und die Baugenehmigungen hin. Anregungen kommen auch von der staatlichen Förderung von Sanierungsmaßnahmen. Unterstützt von der vergleichsweise kräftigen Entwicklung der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte werden die Wohnungsbauinvestitionen sowohl 2010 als auch 2011 kräftig steigen (4,6 bzw. 3,1 Prozent), nach einem leichten Rückgang (0,4 Prozent) im laufenden Jahr (Tabelle 5).

Tabelle 5:

Reale Anlageinvestitionen 2008–2011 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

|                           | 2008 | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|---------------------------|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Anlageinvestitionen       | 3,1  | -8,1              | 4,0               | 4,4               |
| Unternehmensinvestitionen | 4,0  | -13,2             | 3,7               | 6,1               |
| Ausrüstungen              | 3,3  | -20,2             | 3,7               | 6,8               |
| Sonstige Anlagen          | 5,3  | 6,5               | 5,7               | 6,9               |
| Wirtschaftsbau            | 5,3  | -2,0              | 2,9               | 4,2               |
| Wohnungsbau               | 0,5  | -0,4              | 4,6               | 3,1               |
| Öffentlicher Bau          | 5,7  | 8,2               | 4,5               | -3,1              |
| <i>Nachrichtlich:</i>     |      |                   |                   |                   |
| Bauinvestitionen          | 2,6  | -0,3              | 4,6               | 2,8               |

<sup>a</sup>Prognose.

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

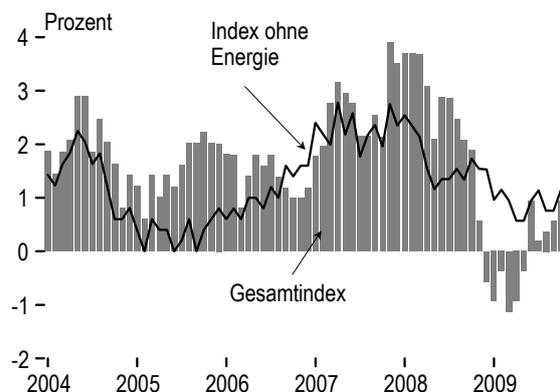
Die Dynamik der *Unternehmensinvestitionen* wird zunächst verhalten bleiben. Die Geschäftslage wird von den Unternehmen zwar mittlerweile etwas besser eingeschätzt als in der ersten Jahreshälfte, die Beurteilung fällt aber immer noch deutlich ungünstiger aus als im langjährigen Mittel. Auch die Kapazitätsauslastung ist seit dem Frühjahr nur geringfügig gestiegen, in der Industrie befindet sie sich weiter deutlich unterhalb der Normalauslastung. Unter diesen Bedingungen vermögen die niedrigen Eigen- und Fremdkapitalkosten die Investitionstätigkeit nur begrenzt zu stimulieren, zumal die Banken ihre Kreditvergabestandards deutlich verschärft haben. Unter der hier getroffenen Annahme, dass sich die Lage im Bankensektor im Verlauf des kommenden Jahres nicht deutlich verschlechtert, dürften die Unternehmensinvestitionen nach der Jahreswende leicht steigen. Gegen Jahresende 2010 wird es zu einer spürbaren Belebung im Zuge von Vorzieheffekten aufgrund der Verschlechterung der Abschreibungsbedingungen ab 2011 kommen. Abgesehen von den dadurch ausgelösten Bremseffekten dürften die Unternehmensinvestitionen 2011 mit der Erholung der Weltkonjunktur, den weiter sehr günstigen Finanzierungskosten und dem mäßigen Anstieg der Arbeitskosten weiter an Schwung gewinnen.

Die *öffentlichen Bauinvestitionen* werden im Prognosezeitraum stark zunehmen. Der Bund hat sein Investitionsbudget um 4 Mrd. Euro aufgestockt, vor allem im Verkehrsbereich. Zudem stellt er im Rahmen des „Konjunkturpakets II“ 10 Mrd. Euro bereit, um bei geringer Eigenbeteiligung Investitionen der Kommunen und der Länder anzuregen; beabsichtigt ist, rund 13 Mrd. Euro zusätzliche Investitionen auszulösen. Große Teile der Mittel wurden bereits vergeben. Im zweiten Halbjahr 2009 sind die Bauinvestitionen des Staates beschleunigt gestiegen, auch im Jahr 2010 werden sie kräftig zunehmen. Allerdings werden die Gemeinden angesichts einer deutlichen Verschlechterung ihrer Finanzlage verschiedene Investitionsprojekte zurückstellen. Im Jahr 2011 werden die öffentlichen Bauinvestitionen sinken, weil die Effekte der Konjunkturpakete weitgehend entfallen werden; zusätzliche Investitionen, die dem entgegenwirken, wird es wegen der prekären Finanzlage des Bundes, der Länder und der Gemeinden nur in sehr geringem Maße geben.

## Verbraucherpreise ziehen nur leicht an

Die Inflationsrate in Deutschland ist weiter sehr niedrig. Sie lag im November bei 0,3 Prozent, nachdem die Verbraucherpreise zwischen Juli und Oktober im Vorjahresvergleich zurückgegangen waren oder stagniert hatten. Allerdings zeigt sich im Sechsmonatsvergleich, der die laufende Preisentwicklung besser widerspiegelt als der Vorjahresvergleich, dass sich der Preisauftrieb etwas beschleunigt hat; seit August zieht die Rate an – im November betrug sie 1,1 Prozent (Abbildung 13). Dazu beigetragen haben dürfte nicht zuletzt der starke Anstieg der Energiepreise in den vergangenen Monaten; so legte der Ölpreis zwischen März und November um knapp 80 Prozent auf gut 76 US-Dollar pro Barrel zu. Aufgrund der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar wurde der Anstieg in Euro zwar etwas abgeschwächt, er betrug über

Abbildung 13:  
Verbraucherpreise 2004–2009<sup>a,b</sup>



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

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

den gleichen Zeitraum aber immerhin 55 Prozent. Aber auch die Verbraucherpreise ohne Energie sind trotz weiterhin niedriger Kapazitätsauslastungen deutlich gestiegen, auch wenn die Aufwärtsdynamik in den vergangenen Monaten leicht nachgelassen hat; sie lagen im November um 1,0 Prozent (annualisierte Jahresrate) über ihrem Stand ein halbes Jahr zuvor.

Für die Prognose unterstellen wir einen konstanten Ölpreis von 80 US-Dollar pro Barrel sowie einen Wechselkurs des US-Dollar zum Euro von 1,50. Bei diesen Annahmen dürfte von außenwirtschaftlicher Seite bis Ende kommenden Jahres kein Inflationsdruck ausgehen. Die Energiepreise wirken über nachgelagerte Preiserhöhungen (z.B. bei den Gaspreisen und indirekt im Transportwesen) nur noch wenig auf die Verbraucherpreise. Die Importpreise ohne Energie dürften auch in den kommenden Monaten sinken und Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben; erst Ende 2010 ziehen sie wohl wieder an und beschleunigen den Verbraucherpreisauftrieb in Deutschland.

Dagegen scheint der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb erstaunlich robust zu sein. Die Abnahme der Aufwärtsdynamik der Verbraucherpreise ohne Energie hat sich jüngst nicht fortgesetzt. Auch verschiedene andere Maße zeigen an, dass der Inflationstrend, nachdem er sich gegenüber dem vergangenen Jahr abge-

Kasten 3:

Entwicklung der trendmäßigen Inflationsrate

Hinsichtlich der mittelfristigen Verbraucherpreisentwicklung besteht große Unsicherheit darüber, ob die entwickelten Volkswirtschaften eher vor einer deflationären Phase stehen oder ob mit stark steigenden Preisen zu rechnen ist. Dies ist vor allem durch drei Faktoren bedingt: So ist nach der Finanzkrise unsicher, wie hoch das Produktionspotential und die Unterauslastung der Kapazitäten, die üblicherweise als ein maßgeblicher Einflussfaktor für die Preisentwicklung gesehen wird, sind. Ferner liegen keine historischen Erfahrungswerte über den Preiseffekt einer so hohen und persistenten Unterauslastung der Kapazitäten vor, wie sie momentan wohl zu verzeichnen ist. Und schließlich sind die Auswirkungen der extrem expansiven Geldpolitik nicht genau abzusehen, weil auch hier Erfahrungswerte fehlen.

Um sich ein Bild über die mittelfristige Preisentwicklung zu machen, werden üblicherweise verschiedene Maße zur Schätzung der trendmäßigen Inflation bzw. der Kernrate der Inflation herangezogen (vgl. Bryan und Cecchetti 1994 oder Clark 2001). Diesen Maßen ist gemein, dass sie auf Ansätzen beruhen, welche die Trendkomponente der Verbraucherpreise extrahieren und volatile Preisbewegungen herausfiltern. Im Folgenden soll die trendmäßige Inflationsrate in Deutschland anhand von vier Maßen analysiert werden: a) die Inflationsrate der Verbraucherpreise ohne Energie (oE), b) ein gestutzter Mittelwert der Inflationsrate (gM),<sup>a</sup> c) die Veränderung des mithilfe des Hodrick-Prescott-Filters geschätzten Trends des Verbraucherpreisindex (HP) und d) ein exponentiell geglätteter Durchschnitt vergangener Verbraucherpreisänderungen (ES).<sup>b</sup>

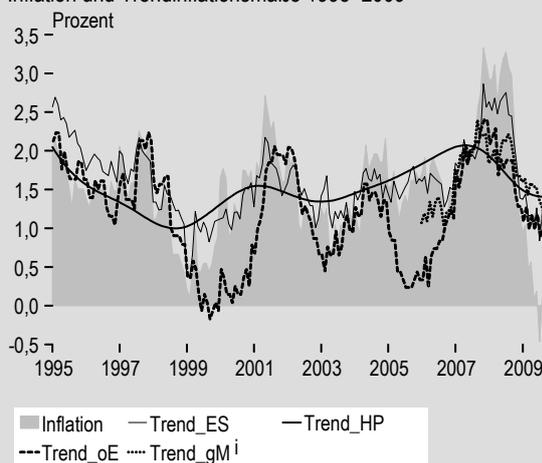
Für die Berechnungen wurde der Glättungsparameter des HP-Filters auf 14 400 gesetzt, der Glättungsparameter für den exponentiell geglätteten Durchschnitt wurde auf 0,075 kalibriert<sup>c</sup> und bei der Berechnung des gestutzten Mittelwerts wurden jeweils die Komponenten mit der höchsten Preisveränderung über die vergangenen zwölf Monate nicht berücksichtigt, die zusammen auf ein Gewicht von 25 Prozent kommen. Abbildung K3-1 zeigt die Inflationsrate zusammen mit den vier Maßen für die trendmäßige Inflation. Auf Basis des HP-Filters ergibt sich das glatteste Maß, während die anderen Maße vergleichsweise volatil sind. Insbesondere die Inflationsrate der Verbraucherpreise ohne Energie schwankt stark.

Am aktuellen Rand zeigt sich, dass zwar alle Maße für die trendmäßige Inflationsrate abwärtsgerichtet sind; die Raten für November reichen von 1,0 Prozent (HP) bis 0,8 Prozent (oE). Allerdings sind die Raten nicht so weit gesunken, wie man es vor dem Hintergrund der scharfen Rezession hätte erwarten können. Sie liegen damit zwar alle deutlich unter den jeweiligen Mittelwerten über den Zeitraum 1995 bis 2009, gleichzeitig aber noch über vorherigen Rekordtiefs.

Insgesamt zeigen die Schätzungen für die trendmäßige Inflationsrate, dass sich der fundamentale Preisauftrieb in Deutschland seit Mitte 2008 deutlich abgeschwächt hat. Allerdings war diese Entwicklung nicht so stark, dass deflationäre Tendenzen erkennbar sind. Alle Trendinflationsmaße liegen am aktuellen Rand knapp unter 1 Prozent. Dies könnte bedeuten, dass die Kapazitätsunterauslastung in Deutschland geringer ist, als gemeinhin angenommen, so dass Unternehmen Marktanteile nicht über starke Preisnachlässe retten müssen. Auch die sehr positive Arbeitsmarktentwicklung könnte dazu beigetragen haben, dass eine weiterhin robuste Lohnentwicklung erwartet wird, die Preissenkungen entgegenwirkt. Auf Basis der Ergebnisse ist jedenfalls nicht damit zu rechnen, dass die Trendinflationsrate in den kommenden Quartalen unter die Schwelle von 0 Prozent fällt.

<sup>a</sup>Bei der Berechnung des gestutzten Mittelwerts der Inflationsrate wird jeweils ein bestimmter Anteil von Preisbewegungen bei der Berechnung außen vor gelassen – und zwar jene von Gütern im VPI-Warenkorb, die aktuell die größten Preisveränderungen ausweisen. Dadurch werden die volatilsten Preisfluktuationen aus der Berechnung des Maßes herausgehalten. Vgl. dazu auch Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008: 71). — <sup>b</sup>Bei den letzten beiden Ansätzen handelt es sich um gängige statistische Filterverfahren; der größte Unterschied besteht darin, dass der HP-Filter ein zweiseitiger Filter ist, was am Ende des Beobachtungszeitraums zu Endpunktproblemen führt, und der exponentiell geglättete Durchschnitt einseitig ist, also nur vergangene Daten berücksichtigt. Um das Endproblem zu mindern, wurde die Preisentwicklung mit einem autoregressiven Modell fortgeschrieben und die verlängerte Reihe mit dem Filter geglättet. — <sup>c</sup>Vgl. dazu die Analyse in Cogley (2002).

Abbildung K3-1:  
Inflation und Trendinflationsmaße 1995–2009

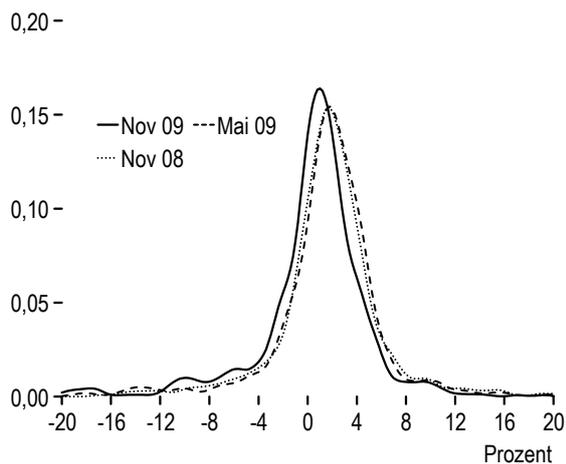


<sup>d</sup>Das Maß wurde nur für den Zeitraum berechnet, für den der Verbraucherpreisindex mit Basisjahr 2005 vorliegt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Verbraucherpreisindex* (Ifd. Jgg.); eigene Berechnungen.

schwächt hatte, deutlich positiv ist (Kasten 3). Dies lässt darauf schließen, dass die binnenwirtschaftlichen Faktoren auch im Prognosezeitraum preissteigernd wirken werden. Die Resultate lassen also nicht auf ein deflationäres Umfeld schließen. Auch ein Blick auf die Verteilung der Preisveränderungen für einzelne Güter im Verbraucherpreisindex spricht dafür, dass der Rückgang der Inflationsrate gegenüber dem vergangenen Jahr eher darauf zurückzuführen ist, dass es nunmehr weniger Produkte mit sehr hohen Preissteigerungen gibt als noch vor einem Jahr, und nicht auf weitverbreitete Preissenkungen (Abbildung 14).

Abbildung 14:  
Verteilung der Preisveränderungen der Güter im Verbraucherpreisindex<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Kerndichteschätzung basierend auf dem 10-stelligen Disaggregationsniveau des Verbraucherpreisindex (Vorjahresvergleich).

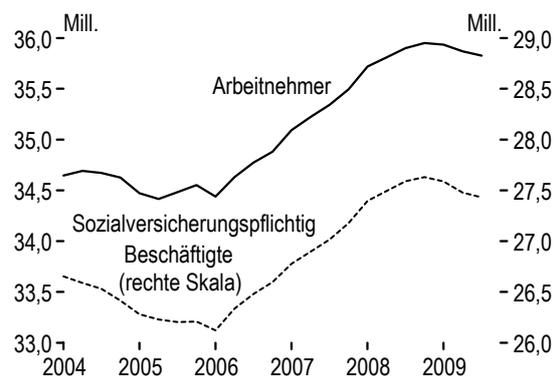
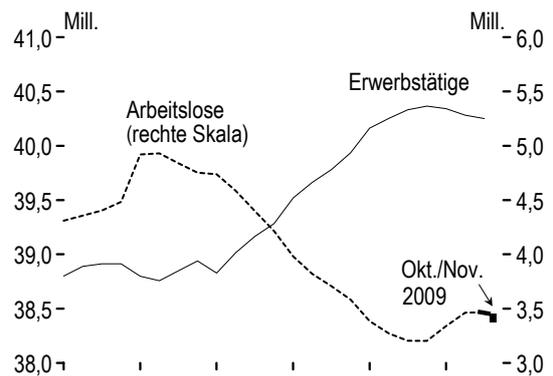
Quelle: Statistisches Bundesamt, Verbraucherpreisindex (lfd. Jgg); eigene Berechnungen.

Vor diesem Hintergrund werden die Verbraucherpreise im laufenden Jahr wohl um 0,3 Prozent gegenüber dem Jahr 2008 zulegen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem immer noch moderaten Anstieg der Lebenshaltungskosten um 0,7 Prozent. Gegen Ende 2010 dürfte sich der Preisauftrieb mit der Konjunkturbelebung beschleunigen, so dass die Inflationsrate im Jahr 2011 wohl durchschnittlich 1,1 Prozent betragen wird.

## Vergleichsweise geringer Anstieg der Arbeitslosigkeit

Der Arbeitsmarkt ist auch eineinhalb Jahre nach Beginn der Rezession in erstaunlich guter Verfassung, obwohl die Kapazitätsauslastung weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau liegt. Dem enormen Nachfrageausfall begegneten die Unternehmen kaum mit Entlassungen; die Zahl der Erwerbstätigen sowie die Zahl der Arbeitnehmer sind nicht nennenswert gesunken (Abbildung 15). Dafür federten sie den Produktionsausfall zum Teil über eine beträchtliche Reduzierung der Arbeitszeit je Beschäftigten ab. Folglich stiegen die Lohnstückkosten kräftig.

Abbildung 15:  
Arbeitsmarkt 2004–2009<sup>a</sup>

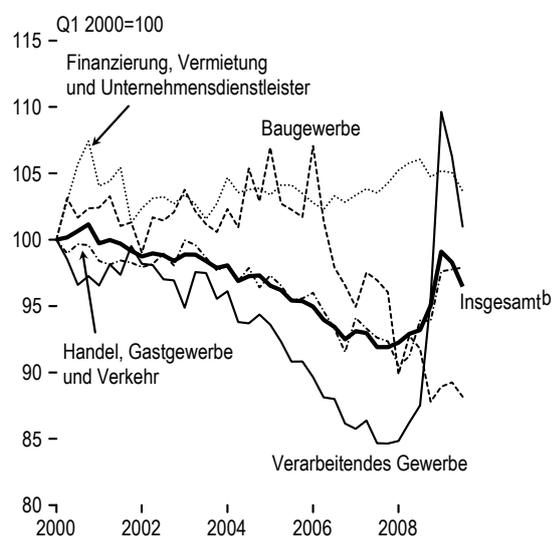


<sup>a</sup>Saisonbereinigte Werte.

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

Von dieser Entwicklung waren bei weitem nicht alle Branchen betroffen. Den größten Anteil hatte das Verarbeitende Gewerbe, wo die Lohnstückkosten vom zweiten Quartal 2008 bis ersten Quartal 2009 um 27 Prozent regelrecht explodiert sind; aber auch im Bereich Handel, Gastgewerbe und Verkehr verzeichneten die Unternehmen einen merklichen Anstieg (Abbildung 16). Gerade in diesen beiden Wirtschaftszweigen sind die exportorientierten Unternehmen vertreten, die vom weltweiten Nachfrageeinbruch besonders getroffen wurden.

Abbildung 16:  
Lohnstückkosten 2000–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, auf Stundenbasis. — <sup>b</sup>Beinhaltet neben den gezeigten Branchen des Weiteren „Land- und Forstwirtschaft, Fischerei“, „Öffentliche und private Dienstleister“ sowie die übrigen Firmen des „Produzierenden Gewerbes“.

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

Die außergewöhnlich starke Neigung der Unternehmen, Arbeitskräfte zu horten, hatte zur Folge, dass die Zahl der Arbeitslosen im November saisonbereinigt bei rund 3,4 Mill. und somit nur 240 000 über dem Vorjahresniveau lag (Quote: 8,1 Prozent). Berücksichtigt man die seit Mai dieses Jahres vorgenommene Umstellung der statistischen Erfassung Arbeitsloser seitens der Bundesagentur für Arbeit, so beträgt die Arbeitslosenzahl zwar 3,6 Mill.

(Quote: 8,5 Prozent); doch auch diese Zahl ist im Kontext der schärfsten Rezession Deutschlands und im historischen sowie internationalen Vergleich als außerordentlich positiv zu bewerten.

Die vergleichsweise gute Entwicklung am Arbeitsmarkt hat verschiedene Gründe. Die im Rahmen der „Agenda 2010“ umgesetzten Arbeitsmarktreformen trugen in den vergangenen Jahren zu einer beispiellosen Lohnzurückhaltung bei. Da in den meisten anderen Ländern eine vergleichbare Entwicklung nicht zu beobachten war, verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen im Ausland, was wiederum den deutschen Außenbeitrag stimulierte und so maßgeblich zu dem zurückliegenden Aufschwung beitrug. Es ist anzunehmen, dass dieser Beschäftigungsaufbau ohne die globale Rezession angehalten hätte.

Darüber hinaus tendieren die betroffenen Unternehmen in der jetzigen Wirtschaftskrise zu einer außerordentlichen Arbeitskräftehortung und tolerieren vorübergehend eine massive Verschlechterung ihrer Kostensituation. Vor allem zu Beginn der Rezession haben dazu sicherlich die Wucht und Geschwindigkeit beigetragen, mit welcher die Nachfrage aus dem Ausland eingebrochen war; die Unternehmen wurden überrascht und warteten aufgrund der großen Unsicherheit zunächst ab. Den wichtigeren Grund für die Arbeitskräftehortung dürfte jedoch der im vergangenen Aufschwung beobachtete Fachkräftemangel darstellen. Gerade die exportorientierten Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes beschäftigen Berufsgruppen, denen beträchtliche Fachkräftelücken attestiert werden.<sup>5</sup> Unterstützt wurden die Unternehmen in ihrem Bestreben, Arbeitskräfte zu horten, durch die stärkere Verbreitung von flexiblen Arbeitszeitmodellen auf tarifvertraglicher Ebene, die gestiegene Nutzung von Arbeitszeitkonten aufgrund betrieblicher Vereinbarungen und nicht zuletzt deren erleichterten Zugang zum Instrument der Kurzarbeit. Insbe-

<sup>5</sup> Für eine Quantifizierung von Fachkräftelücken in einzelnen Berufsordnungen siehe Koppel und Plünnecke (2009).

sondere die vorübergehende Wiedereinführung<sup>6</sup> der Erstattung der während der Kurzarbeit von den Unternehmen zu zahlenden Sozialversicherungsbeiträge verringerte die sogenannten Remanenzkosten (Kosten der Weiterbeschäftigung). Bei gegebenen Opportunitätskosten (Entlassungs-, Such-, Einstellungs- und Einarbeitungskosten) sind Unternehmen folglich eher geneigt, Mitarbeiter im Betrieb zu halten. Hilfreich sind dabei auch die erhöhten Eigenkapital- und Liquiditätsreserven, mit denen die Unternehmen aus dem vergangenen, von ausgeprägter Lohnmoderation begleiteten Aufschwung herauskamen. Insgesamt waren deutsche Unternehmen somit besser positioniert als vor früheren Rezessionen.<sup>7</sup>

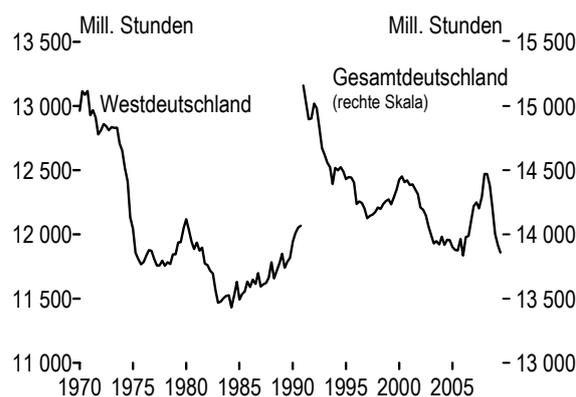
Der Lohnanstieg hat sich wieder beruhigt. Der Tariflohnanstieg fiel im dritten Quartal 2009 merklich geringer aus – im Vorjahresvergleich verminderte sich die Zunahme von 2,7 Prozent im zweiten Quartal auf 2,0 im dritten – und auch die Lohndrift nahm infolge der rückläufigen Kurzarbeit ab, blieb aber positiv. Effektiv zogen die Stundenlöhne mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 0,9 Prozent an. Die Arbeitskosten stagnierten sogar gegenüber dem Vorquartal, da gleichzeitig die Sozialbeiträge der Arbeitgeber sanken.

Die vorliegenden Tarifabschlüsse lassen für das Jahr 2010 eine weitere Verlangsamung des Tariflohnanstiegs erwarten. Wir rechnen für die Gesamtwirtschaft mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme der tariflichen Stundenlöhne um 1,4 Prozent. Effektiv dürften die Stundenlöhne 2010 allerdings kaum mehr als stagnieren. Mit der deutlich rückläufigen Kurzarbeit werden die im Jahr 2009 gezahlten Zuschüsse zum Kurzarbeitergeld sukzessive entfallen. Auch dürften angesichts der verschlechterten Arbeitsmarktlage weitere außertarifliche Zulagen gestrichen werden. Bei kaum veränderten Sozialbeiträgen der Arbeitgeber werden die Ar-

beitskosten nominal geringfügig steigen, real hingegen etwas sinken. Im Jahr 2011 dürften die Tariflöhne abermals schwächer steigen (0,9 Prozent), die Effektivlöhne werden sich voraussichtlich im selben Ausmaß erhöhen. Die Arbeitskosten steigen nominal geringfügig stärker, real sinken sie abermals leicht.

Trotz wieder steigender Produktion in den vergangenen zwei Quartalen kann am Arbeitsmarkt keine Entwarnung gegeben werden. Das gesamtwirtschaftliche Arbeitsvolumen war auch in den vergangenen zwei Quartalen weiter rückläufig, wenn auch mit vermindertem Tempo (Abbildung 17). Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen liegt weit unterhalb ihres langjährigen Trends ebenso wie die Stundenproduktivität, obwohl sich letztere wieder leicht erholt hat (Abbildung 18). Unter der Annahme einer nur langsamen gesamtwirtschaftlichen Erholung ist es für die weitere Entwicklung am Arbeitsmarkt entscheidend, wie lange und inwiefern die Unternehmen in der Lage und willens sind, auf die noch voraussichtlich bis ins Jahr 2011 anhaltende Unterauslastung ihrer Kapazitäten und auf den daraus resultierenden Kostendruck nicht mit Entlassungen zu reagieren.

Abbildung 17:  
Arbeitsvolumen 1970–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen im Inland, saisonbereinigt.

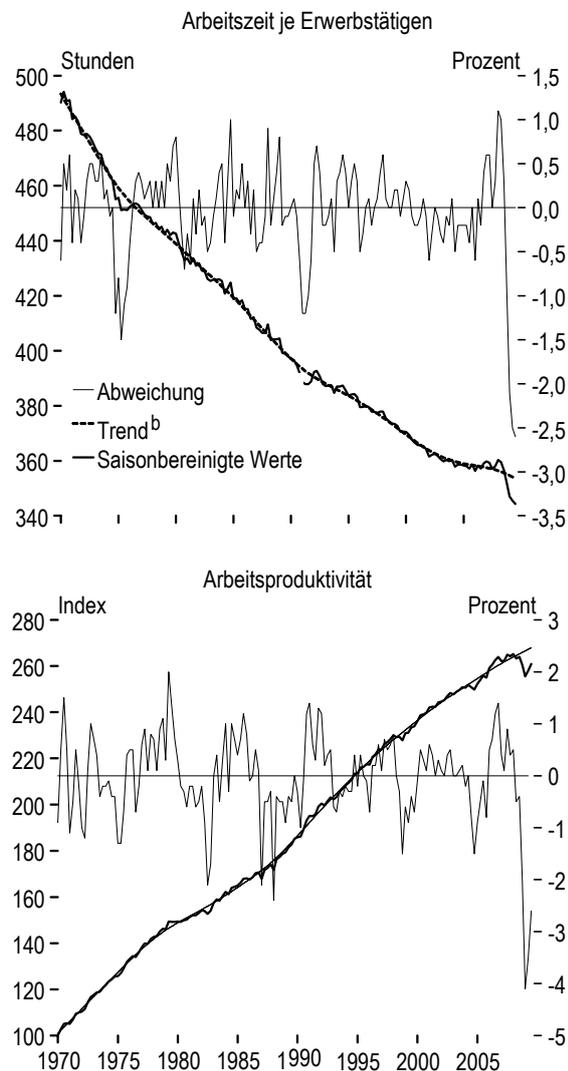
Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3, Inlandsproduktsberechnung* (lfd. Jgg.).

<sup>6</sup> Die Erstattung der Krankenversicherungsbeiträge wurde im Jahr 1989, die der Rentenversicherungsbeiträge im Jahr 1994 abgeschafft.

<sup>7</sup> Für detailliertere Ausführungen zu den Gründen der guten Arbeitsmarktentwicklung siehe Boss et al. (2009: 57–62) und Sachverständigenrat (2009: Ziffern 407–410).

## Aufschwung lässt auf sich warten

Abbildung 18:  
Arbeitszeit und Arbeitsproduktivität<sup>a</sup> 1970–2009



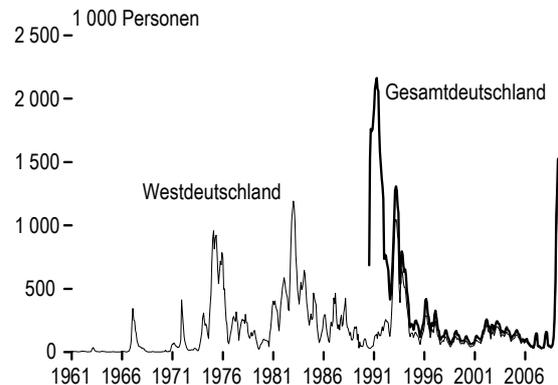
<sup>a</sup>Reales Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde. —  
<sup>b</sup>Hodrick-Prescott-Filter ( $\lambda = 1600$ ) auf Basis des Zeitraums bis Q3 2008.

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

Das Arbeitsvolumen dürfte in diesem Winterhalbjahr aufgrund der schwachen Produktionsausweitung und der kräftig gestiegenen Arbeitskosten noch leicht zurückgehen, ab der zweiten Jahreshälfte 2010, wenn die konjunkturelle Erholung an Fahrt gewinnt und von Seiten der Arbeitskosten sogar positive Impulse ausgehen, jedoch wieder anfangen zu steigen. Die Zahl der Kurzarbeiter, die bereits vom

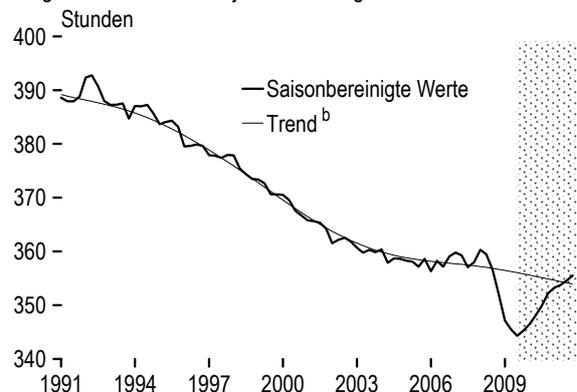
zweiten bis zum dritten Quartal von 1,5 Mill. auf 1,1 Mill. gesunken ist, dürfte ihren Rückgang fortsetzen, ein Verlauf, der sich mit den Erfahrungen aus früheren Rezessionen deckt (Abbildung 19). Unter dieser Prämisse wird die Arbeitszeit je Erwerbstätigen im kommenden Jahr kontinuierlich zunehmen und im Verlauf des Jahres 2011 wieder ihren langfristigen Trend erreichen (Abbildung 20). Wir erwarten daher für das Jahr 2010 einen Rückgang der Erwerbstätigkeit um 650 000 bzw. 1,6 Prozent (Tabelle 6). Die Zahl der Arbeitslosen wird – unter Berücksichtigung eines sich fortsetzenden Rück-

Abbildung 19:  
Zahl der Kurzarbeiter 1961–2009



Quelle: Bundesagentur für Arbeit, *Monatsbericht* (lfd. Jgg.).

Abbildung 20:  
Prognose der Arbeitszeit je Erwerbstätigen 1991–2011<sup>a</sup>



<sup>a</sup>2009 IV bis 2011 IV: Prognose. — <sup>b</sup>Berechnet mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters ( $\lambda = 1600$ ).

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

## Aufschwung lässt auf sich warten

Tabelle 6:  
Arbeitsmarkt 2008–2011 (1 000 Personen)

|                                                                      | 2008   | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|----------------------------------------------------------------------|--------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen (Inland, Mill. Stunden) | 57 583 | 55 694            | 55 500            | 55 868            |
| Erwerbstätige (Inland)                                               | 40 279 | 40 253            | 39 605            | 39 381            |
| Selbständige <sup>b</sup>                                            | 4 434  | 4 413             | 4 353             | 4 328             |
| Arbeitnehmer (Inland)                                                | 35 845 | 35 840            | 35 252            | 35 053            |
| Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte                            | 27 527 | 27 468            | 27 000            | 26 847            |
| Ausschließlich geringfügig Beschäftigte                              | 4 865  | 4 921             | 4 868             | 4 844             |
| Pendlersaldo                                                         | 59     | 60                | 60                | 60                |
| Erwerbstätige (Inländer)                                             | 40 220 | 40 193            | 39 545            | 39 321            |
| Arbeitnehmer (Inländer)                                              | 35 786 | 35 780            | 35 192            | 34 993            |
| Registrierte Arbeitslose                                             | 3 268  | 3 425             | 3 827             | 3 935             |
| Arbeitslosenquote <sup>c</sup> (Prozent)                             | 7,8    | 8,2               | 9,2               | 9,5               |
| Erwerbslosenquote <sup>d</sup> (Prozent)                             | 7,2    | 7,9               | 8,9               | 8,9               |

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

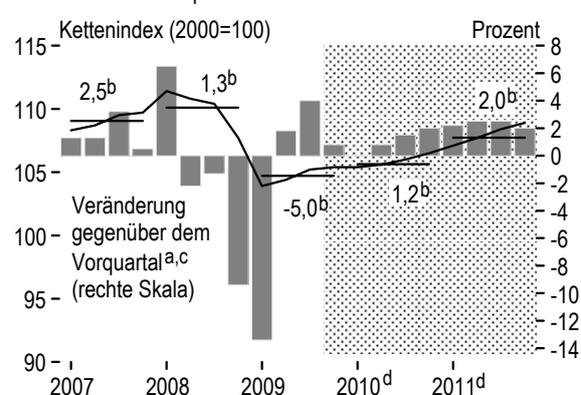
Quelle: Bundesagentur für Arbeit, *Amtliche Nachrichten* (lfd. Jgg.); Bundesagentur für Arbeit, *Arbeitsmarkt in Zahlen* (lfd. Jgg.); Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2* (lfd. Jgg.); eigene Schätzungen und Prognosen.

gangs des Erwerbspersonenpotentials (siehe Bach et al. 2009: 5) – jahresdurchschnittlich bei 3,8 Mill. liegen (Quote: 9,2 Prozent). Im Verlauf dürfte die Arbeitslosigkeit ihren Höhepunkt zum Jahreswechsel 2010/2011 erreicht haben. Vor dem Hintergrund der sich stärker belebenden Konjunktur, des sich fortsetzenden Anstiegs des Arbeitsvolumens und der weiterhin günstigen Entwicklung der Arbeitskosten dürfte die Beschäftigung im Jahr 2011 wieder steigen. Im Jahresdurchschnitt ergibt sich bei der Erwerbstätigkeit aufgrund des Unterhangs dennoch ein Minus von 220 000 bzw. 0,6 Prozent. Die Zahl der Arbeitslosen wird bei 3,9 Mill. liegen (Quote: 9,5 Prozent).

### Ausblick: Kapazitätsauslastung bleibt vorerst niedrig

Die konjunkturelle Expansion dürfte im Winterhalbjahr 2009/2010 nur sehr verhalten sein (Abbildung 21). Der große Schub, der im vergangenen Sommerhalbjahr hauptsächlich von den lagerzyklischen Einflüssen im In- und Aus-

Abbildung 21:  
Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland 2006–2011<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Arbeitstäglich- und saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>d</sup>Ab 2009 IV: Prognose.

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

land kam, wird sich vermutlich nicht wiederholen. Für eine nur zögerliche Erholung sprechen auch mehrere Frühindikatoren. So haben sich zwar die Stimmungsindikatoren verbessert, ihre Dynamik schwächte sich zuletzt jedoch wieder ab. Auch die Impulse aus dem Ausland werden moderat bleiben, denn die

## Aufschwung lässt auf sich warten

konjunkturelle Expansion in den wichtigen Handelspartnerländern wird vorerst verhalten sein.

Die Prognose steht weitgehend im Einklang mit den Erfahrungen aus früheren Krisensituationen. Es hat sich gezeigt, dass Rezessionen, die mit einer Bankenkrise einhergehen, in der Regel tiefer sind und langsamer überwunden werden als normale Rezessionen. So wird es nach unserer Einschätzung noch einige Zeit dauern, bis ein richtiger Aufschwung einsetzt, bei dem die Kapazitätsauslastung nachhaltig und spürbar steigt und die Arbeitslosigkeit kontinuierlich zurückgeht. Dies ist noch nicht für das kommende Jahr zu erwarten.

Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte die Inlandsnachfrage wieder etwas Fahrt aufnehmen. Insbesondere dürften die privaten Konsumausgaben deutlich steigen (Tabelle 7). Zwar wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt spürbar verschlechtern. Die privaten Haushalte werden aber steuerlich in großem Umfang entlastet, so dass die verfügbaren Einkommen kräftig steigen. Daneben dürften die öffentlichen Bauinvestitionen abermals deutlich aus-

geweitet werden. Die Unternehmensinvestitionen hingegen werden vorerst kaum anziehen, zumal die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung immer noch sehr niedrig ist. Die Exportnachfrage erholt sich zwar, jedoch bleiben die Impulse begrenzt, da die konjunkturelle Expansion in den wichtigsten Handelspartnerländern verhalten sein wird. So nimmt das reale Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern, insbesondere im Euroraum, nur sehr mäßig zu (Boysen-Hogrefe et al. 2009). Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels wird sogar negativ sein, da die Importe stärker expandieren als die Exporte. Ein Grund ist die im Vergleich zum übrigen Euroraum kräftigere Inlandsnachfrage. Alles in allem erwarten wir, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr um 1,2 Prozent steigt (Tabelle 8).

Der Preisauftrieb wird verhalten bleiben. Die Inflationsrate wird 2010 mit 0,7 Prozent jedoch höher ausfallen als im laufenden Jahr. Die Arbeitslosigkeit wird sich im Jahresverlauf spürbar erhöhen, auch weil die Zahl der Kurzarbeiter deutlich zurückgeht. Im Jahresdurchschnitt wird die Zahl der Arbeitslosen um rund

Tabelle 7:  
Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2009–2011<sup>a</sup>

|                                                  | 2009   |        |        |                 | 2010           |                 |                  |                 | 2011           |                 |                  |                 |
|--------------------------------------------------|--------|--------|--------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|
|                                                  | I      | II     | III    | IV <sup>b</sup> | I <sup>b</sup> | II <sup>b</sup> | III <sup>b</sup> | IV <sup>b</sup> | I <sup>b</sup> | II <sup>b</sup> | III <sup>b</sup> | IV <sup>b</sup> |
| Bruttoinlandsprodukt                             | -13,4  | 1,8    | 2,9    | 0,5             | 0,3            | 0,8             | 1,5              | 2,0             | 2,2            | 2,5             | 2,5              | 2,0             |
| Private Konsumausgaben                           | 3,5    | 2,4    | -3,5   | 1,5             | 2,5            | 3,4             | 2,5              | 2,0             | 1,5            | 1,5             | 1,5              | 1,5             |
| Konsumausgaben des Staates                       | 5,1    | 2,3    | 0,5    | 1,5             | 1,5            | 1,8             | 1,8              | 1,6             | 1,1            | 1,1             | 1,1              | 0,9             |
| Ausrüstungsinvestitionen                         | -55,8  | -1,8   | 3,2    | 0,9             | 1,8            | 2,9             | 4,3              | 20,5            | 2,0            | 6,4             | 6,0              | 5,1             |
| Bauinvestitionen                                 | 1,0    | 5,1    | 6,1    | 2,3             | 4,6            | 4,4             | 5,5              | 4,1             | 2,5            | 2,2             | 1,5              | 0,4             |
| Sonstige Anlagen                                 | -1,2   | 9,6    | 10,8   | 3,2             | 4,1            | 5,2             | 6,6              | 5,5             | 6,3            | 8,7             | 8,3              | 7,4             |
| Vorratsveränderungen <sup>c</sup>                | -2,0   | -7,5   | 5,7    | -0,2            | 0,6            | -1,4            | -0,4             | -0,7            | 1,2            | 0,0             | -0,3             | -0,8            |
| Inländische Verwendung                           | -4,6   | -5,6   | 5,1    | 1,4             | 3,2            | 1,7             | 2,5              | 3,0             | 2,9            | 2,0             | 1,5              | 0,8             |
| Ausfuhr                                          | -35,8  | -3,2   | 14,2   | 20,0            | 4,0            | 7,0             | 6,0              | 6,0             | 6,0            | 6,0             | 6,5              | 6,5             |
| Einfuhr                                          | -20,7  | -19,9  | 21,4   | 25,0            | 12,0           | 10,0            | 9,0              | 9,0             | 8,0            | 5,0             | 4,5              | 4,0             |
| Außenbeitrag <sup>c</sup>                        | -9,4   | 5,6    | -1,0   | 0,4             | -2,4           | -0,3            | -0,4             | -0,4            | 0,0            | 1,0             | 1,4              | 1,6             |
| Beschäftigte Arbeitnehmer im Inland <sup>d</sup> | 35 935 | 35 870 | 35 827 | 35 728          | 35 526         | 35 314          | 35 133           | 35 033          | 34 998         | 35 000          | 35 055           | 35 158          |
| Arbeitslose <sup>d</sup>                         | 3 341  | 3 464  | 3 467  | 3 427           | 3 571          | 3 774           | 3 942            | 4 021           | 4 034          | 4 007           | 3 920            | 3 780           |

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

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

## Aufschwung lässt auf sich warten

Tabelle 8:  
Jahresdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2008–2011

|                                                                   | 2008      | 2008                                         | 2009 <sup>a</sup> | 2010 <sup>a</sup> | 2011 <sup>a</sup> |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|----------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                                                   | Mrd. Euro | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent |                   |                   |                   |
| <b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in Vorjahrespreisen</b>   |           |                                              |                   |                   |                   |
| Bruttoinlandsprodukt                                              |           | 1,3                                          | -5,0              | 1,2               | 2,0               |
| Private Konsumausgaben                                            |           | 0,4                                          | 0,5               | 1,7               | 1,9               |
| Konsumausgaben des Staates                                        |           | 2,1                                          | 2,5               | 1,5               | 1,3               |
| Anlageinvestitionen                                               |           | 3,1                                          | -8,1              | 4,0               | 4,4               |
| Ausrüstungsinvestitionen                                          |           | 3,3                                          | -20,2             | 3,7               | 6,8               |
| Bauinvestitionen                                                  |           | 2,6                                          | -0,3              | 4,6               | 2,8               |
| Sonstige Anlagen                                                  |           | 5,3                                          | 6,5               | 5,7               | 6,9               |
| Vorratsveränderung <sup>b</sup>                                   |           | 0,4                                          | -0,7              | 0,1               | 0,0               |
| Inländische Verwendung                                            |           | 1,7                                          | -1,5              | 2,3               | 2,3               |
| Ausfuhr                                                           |           | 2,9                                          | -14,0             | 8,7               | 6,0               |
| Einfuhr                                                           |           | 4,3                                          | -7,6              | 12,3              | 7,0               |
| Außenbeitrag <sup>b</sup>                                         |           | -0,3                                         | -3,5              | -1,0              | -0,2              |
| <b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in jeweiligen Preisen</b> |           |                                              |                   |                   |                   |
| Bruttoinlandsprodukt                                              | 2 495,8   | 2,8                                          | -3,6              | 2,0               | 2,9               |
| Private Konsumausgaben                                            | 1 409,7   | 2,5                                          | 0,6               | 2,6               | 2,9               |
| Konsumausgaben des Staates                                        | 451,8     | 3,7                                          | 4,5               | 2,6               | 2,4               |
| Anlageinvestitionen                                               | 474,7     | 7,4                                          | -11,9             | 5,1               | 5,2               |
| Ausrüstungsinvestitionen                                          | 201,8     | 2,7                                          | -21,2             | 3,0               | 5,8               |
| Bauinvestitionen                                                  | 245,0     | 5,8                                          | 0,7               | 6,1               | 4,7               |
| Sonstige Anlagen                                                  | 27,9      | 1,6                                          | -1,3              | 0,5               | 3,9               |
| Vorratsveränderung (Mrd. Euro)                                    | 3,9       | 3,9                                          | -13,1             | -10,1             | -9,8              |
| Inländische Verwendung                                            | 2 340,1   | 3,7                                          | -1,2              | 3,0               | 3,2               |
| Ausfuhr                                                           | 1 179,4   | 3,5                                          | -16,5             | 9,0               | 6,6               |
| Einfuhr                                                           | 1 023,7   | 5,8                                          | -13,0             | 12,5              | 7,6               |
| Außenbeitrag (Mrd. Euro)                                          | 155,7     | 155,7                                        | 93,7              | 70,8              | 65,5              |
| Bruttonationaleinkommen                                           | 2 537,0   | 2,4                                          | -3,5              | 1,6               | 2,4               |
| <b>Deflatoren</b>                                                 |           |                                              |                   |                   |                   |
| Bruttoinlandsprodukt                                              |           | 1,5                                          | 1,4               | 0,7               | 0,9               |
| Private Konsumausgaben                                            |           | 2,1                                          | 0,1               | 0,8               | 1,0               |
| Konsumausgaben des Staates                                        |           | 1,6                                          | 1,9               | 1,1               | 1,1               |
| Ausrüstungsinvestitionen                                          |           | -0,6                                         | -1,3              | -0,7              | -1,0              |
| Bauinvestitionen                                                  |           | 3,1                                          | 1,0               | 1,4               | 1,8               |
| Sonstige Anlagen                                                  |           | -3,6                                         | -7,3              | -5,0              | -2,8              |
| Ausfuhr                                                           |           | 0,6                                          | -2,9              | 0,3               | 0,5               |
| Einfuhr                                                           |           | 1,4                                          | -5,8              | 0,2               | 0,5               |
| <i>Nachrichtlich: Verbraucherpreise</i>                           |           | 2,6                                          | 0,3               | 0,7               | 1,1               |
| <b>Einkommensverteilung</b>                                       |           |                                              |                   |                   |                   |
| Volkseinkommen                                                    |           | 2,5                                          | -4,3              | 1,7               | 2,3               |
| Arbeitnehmerentgelte                                              |           | 3,7                                          | -0,1              | 0,4               | 1,2               |
| in Prozent des Volkseinkommens                                    |           | 65,0                                         | 67,8              | 66,9              | 66,2              |
| Unternehmens- und Vermögenseinkommen                              |           | 0,2                                          | -12,1             | 4,4               | 4,6               |
| Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte                      |           | 2,7                                          | 0,5               | 3,0               | 3,1               |
| Sparquote (Prozent)                                               |           | 11,2                                         | 11,3              | 11,6              | 11,8              |
| Tariflohn                                                         |           | 2,8                                          | 2,4               | 1,4               | 0,7               |
| Lohnstückkosten, real <sup>c</sup>                                |           | 0,8                                          | 3,6               | -1,5              | -1,7              |
| Produktivität <sup>d</sup>                                        |           | 0,0                                          | -1,7              | 1,6               | 1,3               |
| Arbeitslose (1 000)                                               |           | 3 268                                        | 3 425             | 3 827             | 3 935             |
| Arbeitslosenquote (Prozent)                                       |           | 7,8                                          | 8,2               | 9,2               | 9,5               |
| Erwerbstätige <sup>e</sup> (1 000)                                |           | 40 279                                       | 40 253            | 39 605            | 39 381            |
| <b>Finanzierungssaldo des Staates</b>                             |           |                                              |                   |                   |                   |
| in Mrd. Euro                                                      |           | 1,0                                          | -71,3             | -126,2            | -145,8            |
| in Relation zum Bruttoinlandsprodukt                              |           | 0,0                                          | -3,0              | -5,1              | -5,8              |
| Schuldenstand <sup>f</sup>                                        |           | 65,9                                         | 72,7              | 76,6              | 79,8              |

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

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

400 000 auf etwa 3,8 Mill. steigen. Das Budgetdefizit des Staates wird reichlich 5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen. Die Zunahme ist weit weniger als im Jahr 2009 durch die schwache Konjunktur bedingt, sondern größtenteils Folge der expansiv ausgerichteten Finanzpolitik.

Die expansiven Maßnahmen des Staates werden die konjunkturelle Expansion auch im Jahr 2011 stützen – wir unterstellen, dass die Einkommensteuer deutlich gesenkt wird. Besonders der private Konsum dürfte hiervon profitieren. Aber auch die Unternehmensinvestitionen werden vor dem Hintergrund der zunehmenden Kapazitätsauslastung wohl wieder anziehen. Die Ausfuhren dürften in ähnlichem Tempo ausgeweitet werden wie im Vorjahr. Alles in allem rechnen wir damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt um 2 Prozent und damit nennenswert stärker als das Produktionspotential zunimmt. Im Verlauf des Jahres wird dann die Arbeitslosigkeit beginnen zu sinken. Im Jahresdurchschnitt wird die Zahl der Arbeitslosen allerdings noch etwas höher sein als im Jahr 2010. Das Budgetdefizit des Staates wird wegen der weiterhin expansiv ausgerichteten Finanzpolitik abermals steigen, und die Defizitquote wird mit voraussichtlich 5,8 Prozent den höchsten Stand seit der Rezession 1974/75 erreichen.

Alles in allem wird die Inlandsnachfrage in Deutschland im Prognosezeitraum voraussichtlich stärker expandieren als im übrigen Euroraum. Der Außenbeitrag Deutschlands wird sich spürbar zurückbilden. Damit verringern sich auch die „Ungleichgewichte“, die sich in den vergangenen Jahren aufgebaut haben. In dieselbe Richtung wirkt, dass der Preisauftrieb etwas höher sein wird als bei den europäischen Handelspartnern. Wie nachhaltig dieser Prozess sein wird, hängt allerdings auch davon ab, ob es den anderen Ländern mittelfristig gelingt, über einen vergleichsweise niedrigen Kostenauftrieb – vor allem bei den Arbeitskosten – an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen.

Für die Prognose gibt es Unsicherheiten in beide Richtungen. Die Konjunktur kann sich durchaus schneller erholen als hier prognostiziert, vor allem weil die Impulse seitens der

Wirtschaftspolitik sehr groß sind. Sollte die konjunkturelle Expansion in den Industrieländern daher kräftiger ausfallen, würden die deutschen Exporte deutlicher steigen. Hiervon würde auch die Inlandsnachfrage profitieren. Unsicher ist auch, ob sich die Lage im Bankensektor – in Deutschland, aber auch im Ausland – rascher normalisiert als erwartet, zumal die staatlichen Hilfen sehr umfangreich waren. Dann würden die Impulse seitens der Geldpolitik stärker wirken.

Es bestehen aber auch Abwärtsrisiken. Sie haben zum einen mit den Folgen der Finanzkrise zu tun. So kann sich in den kommenden Monaten herausstellen, dass die Banken in Deutschland erhebliche Abschreibungen vornehmen müssen, etwa weil die Zahl der Insolvenzen zunimmt und die Arbeitslosigkeit spürbar steigt. In dem Fall würde sich das Kreditangebot verknappen, sofern eine Aufstockung des Eigenkapitals nicht wie erforderlich gelingt. Zwar ist es wahrscheinlich, dass die Wirtschaftspolitik hier stützend eingreifen und eine regelrechte Kreditklemme verhindern würde. Dennoch würden sich Hiobsbotschaften über Probleme bei einzelnen Banken negativ auf die Stimmung auswirken und die Refinanzierungsmöglichkeiten erschweren.

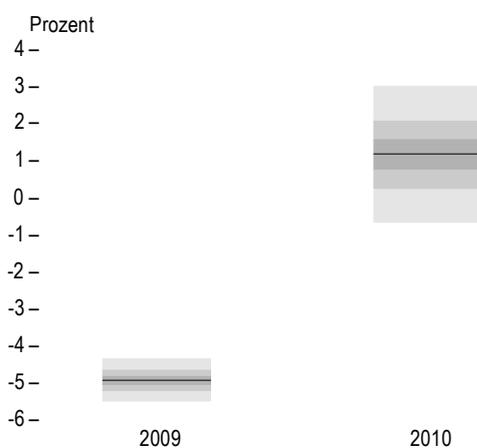
Risiken ergeben sich zum anderen aus den Änderungen der Wirtschaftspolitik. So kann es sein, dass der Ausstieg der Notenbanken aus den unkonventionellen Maßnahmen nicht so reibungslos funktioniert wie gewünscht. Von daher sind Anspannungen an den Kapitalmärkten ebenso wenig auszuschließen wie eine erhöhte Volatilität der Zinsen oder der Aktienkurse. Ferner ist es möglich, dass nicht alle Notenbanken gleichmäßig vorgehen oder ähnlich erfolgreich sind. Sollte beispielsweise die amerikanische Notenbank das Ziel der Preisniveaustabilität weniger ehrgeizig verfolgen als die EZB, wäre eine spürbare Aufwertung des Euro zu erwarten, die den Anstieg der Exporte bremsen würde.

Nicht zuletzt bestehen bezüglich der Wirtschaftspolitik der neuen Bundesregierung erhebliche Unsicherheiten. Die Staatsverschuldung nimmt in rasantem Tempo zu, und die Regierung hat bisher kein Konzept vorgelegt,

wie sie die öffentlichen Haushalte konsolidieren will. So nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass es mittelfristig doch zu kräftigen Abgabenerhöhungen kommt. Diese Aussicht kann die Konjunktur bereits im Prognosezeitraum dämpfen.

Die Unsicherheit für die Prognose haben wir anhand von Konfidenzintervallen dargestellt. Die Spanne, in der die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2010 mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit liegt, reicht von  $-0,6$  bis  $+3,0$  Prozent (Abbildung 22). Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich die verwendeten Prognosefehler auf die „normalen“ Zyklen in der Vergangenheit beziehen. Wegen der Finanzkrise ist die Unsicherheit derzeit deutlich größer, auch weil der Konjunkturverlauf nach solchen Krisen in der Vergangenheit höchst unterschiedlich war.

Abbildung 22:  
Prognoseintervalle für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts 2009 und 2010<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognostizierter Anstieg (Linie) und Prognoseintervall (grau hinterlegte Flächen) bei Irrtumswahrscheinlichkeiten von 66, 33 und 5 Prozent (basierend auf Prognosefehlern des Instituts für Weltwirtschaft jeweils im vierten Quartal der Jahre 1994–2008).

Quelle: Eigene Berechnungen.

## Finanzpolitik muss drastisch konsolidieren

Wird – wie von uns prognostiziert – die Einkommensteuer im Jahr 2011 um rund 20 Mrd. Euro gesenkt, so wird das Budgetdefizit des Staates im Jahr 2011 im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt fast 6 Prozent betragen. Das strukturelle Defizit dürfte sich dann auf mehr als 4 Prozent belaufen.

Die Finanzpolitik muss aber aufgrund rechtlicher Verpflichtungen mittelfristig den Vorschriften des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) Rechnung tragen sowie den Grundsätzen genügen, die im Sommer 2009 in Gestalt der Schuldenbremse in das Grundgesetz aufgenommen worden sind. Die Regeln des SWP verlangen nach Beschlüssen der EU-Kommission sowie der Finanzminister der EU-Länder, dass das strukturelle Budgetdefizit ab dem Jahr 2011 um mindestens 0,5 Prozentpunkte je Jahr reduziert wird. Im Jahr 2013 soll das strukturelle Defizit nach den Vorgaben Brüssels weniger als 3 Prozent betragen. Bis Anfang Juni 2010 muss die Bundesregierung eine Konsolidierungsstrategie vorlegen. Nach der Schuldenbremse darf das Budgetdefizit des Bundes bei Normalauslastung der Kapazitäten und bei Nichtvorliegen bestimmter Ausnahmesituationen (BMF 2009b) im Jahr 2016 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nicht mehr als 0,35 Prozent betragen; die Länder dürfen sich ab dem Jahr 2020 nicht netto verschulden.

Regeln, die die Neuverschuldung des Staates begrenzen, lassen sich ökonomisch gut begründen. Werden Ausgaben des Staates durch Verschuldung statt durch Steuern finanziert, so hat dies Wirkungen, die davon abhängen, inwieweit die privaten Ersparnisse steigen und die gesamtwirtschaftliche Ersparnis sich verändert. Nehmen die privaten Ersparnisse im Ausmaß der staatlichen Kreditaufnahme zu, so dass sich die gesamtwirtschaftliche Ersparnis nicht ändert, so entstehen keine Effekte (Ricardianische Äquivalenz). Wenn aber die gesamtwirtschaftliche Ersparnis sinkt und wenn – wie jedenfalls in Deutschland – der Nominalzins die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts

übersteigt, dann führt Staatsverschuldung zu einem geringeren Einkommen in der Zukunft (Boss 2009). Damit die Gleichgewichtsbedingung für den Kapitalmarkt erfüllt ist, müssen nämlich die privaten Investitionen und/oder der Außenbeitrag (vereinfacht: die Nettokapitalexporte) sinken. Sind die Nettokapitalexporte gegeben, so müssen sich die privaten Investitionen an die Differenz zwischen der zusätzlichen Kapitalnachfrage des Staates und der privaten Ersparnis anpassen. Dafür sorgt ein Zinsanstieg. Durch diesen Verdrängungseffekt wächst der private Kapitalstock langsamer als sonst, das reale Bruttoinlandsprodukt fällt geringer aus als bei einer Steuerfinanzierung (einem Verzicht auf eine Verschuldung des Staates). Werden statt der privaten Investitionen die Nettoexporte durch die Staatsverschuldung verdrängt, so steigen die Nettozinszahlungen an das Ausland; das Bruttonationaleinkommen und der Konsum der Inländer fallen geringer als sonst aus.

Die wirtschaftliche Entwicklung kann bei einer Verschuldung des Staates darüber hinaus dadurch beeinträchtigt werden, dass Zweifel an der Bonität des Staates entstehen und/oder Kapitalanbieter aufgrund von Inflationserwartungen eine erhöhte Risikoprämie fordern. Selbst ein Land, dessen Kapitalnachfrage den Weltmarktzins praktisch nicht beeinflusst, sieht sich dem Risiko ausgesetzt, erhöhte Zinsen zahlen zu müssen.

Angesichts dieser Situation sollte die Finanzpolitik das strukturelle Budgetdefizit ab dem Jahr 2011 reduzieren. Bisher wurden aber Maßnahmen beschlossen, die den Konsolidierungsbedarf vergrößern; denn mit dem „Wachstumsbeschleunigungsgesetz“ nimmt das strukturelle Budgetdefizit dauerhaft zu.<sup>8</sup> Ein Kon-

zept, wie der Budgetausgleich bis zum Jahr 2016 gelingen soll, hat die Bundesregierung nicht vorgelegt. Dabei liegen Vorschläge auf dem Tisch.<sup>9</sup> Im Hinblick auf die mittelfristigen Aussichten für Wachstum und Beschäftigung ist eine Strategie vorzuziehen, die vorrangig darauf setzt, Staatsausgaben zu kürzen. Dies bedeutet nicht, dass jene öffentlichen Ausgaben reduziert werden sollen, die dem Wachstum förderlich sind. Vielmehr sind konsumtive Ausgaben wie die Finanzhilfen zu kürzen; auch Steuervergünstigungen sind zu reduzieren. Hier gibt es eine große Zahl möglicher Maßnahmen (Boss und Rosenschon 2008; Boss und Rosenschon 2009).

Der Handlungsbedarf ist groß. Um die Vorgaben ohne Abgabenerhöhungen zu erreichen, muss der Ausgabenpfad in den Jahren 2010 bis 2016 sehr viel flacher verlaufen als derzeit absehbar. Die Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009) hat errechnet, dass der Anstieg der nominalen Staatsausgaben im Zeitraum 2010–2016 auf jahresdurchschnittlich 0,8 Prozent begrenzt werden müsste, wenn das strukturelle Defizit abgebaut werden soll. Infolge der im „Wachstumsbeschleunigungsgesetz“ enthaltenen Maßnahmen, die das Defizit vergrößern werden, müsste der Anstieg noch geringer ausfallen. Werden im Jahr 2011 zusätzlich – wie es wahrscheinlich ist – die Steuern deutlich gesenkt, müssten die nominalen Staatsausgaben sechs Jahre lang annähernd konstant bleiben. Einen solchen Sparkurs hat es in der Bundesrepublik Deutschland noch nicht gegeben. Daher ist das Bekenntnis der Bundesregierung zur Haushaltskonsolidierung, wie es im Koalitionsvertrag vereinbart ist, zumindest so lange unglaubwürdig, wie konkrete Sparpläne fehlen.

Umso wahrscheinlicher wird es, dass Unternehmen und Haushalte mittelfristig doch mit einer Anhebung der Steuern und/oder der Sozialabgaben rechnen – es sei denn, sie erwarten, die auferlegten Regeln wie der europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie die im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse werden ignoriert. Um die Dimension klar zu ma-

---

<sup>8</sup> Das Gesetz dürfte, anders als es der Name suggeriert, das Potentialwachstum kaum beeinflussen. Gemeint ist vermutlich, dass die Konjunktur angeregt werden soll. Unabhängig davon, ob dies gelingt oder nicht, führen die geplanten Maßnahmen dazu, dass das konjunkturbereinigte Budgetdefizit steigt. Anders als bei einem herkömmlichen Konjunkturprogramm, das befristet ist, wird das strukturelle Defizit nachhaltig erhöht, denn die Subvention für das Übernachtungsgewerbe gilt ebenso auf Dauer wie z.B. die Erhöhung des Kindergeldes.

---

<sup>9</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009: 71–73) sowie Sachverständigenrat (2009: 271–281).

chen: Bleibt es bei den bislang zu erwartenden Staatsausgaben, dann müssten die Einnahmen so stark erhöht werden, wie es – rein rechnerisch – einer Anhebung des Regelsatzes der Mehrwertsteuer um reichlich 10 Prozentpunkte entspricht. Es mag sein, dass solch drastische

Maßnahmen nicht anstehen. Dennoch ist es wahrscheinlich, dass sich die Bürger bei ihren Ausgaben zumindest teilweise auf Abgabenerhöhungen einstellen und Vorsorge treffen, also mehr sparen. Dadurch könnte die Konjunktur schon kurzfristig gedämpft werden.

## Literatur

---

- Andrews, D.W.K. (2003). End-of-sample Instability Tests. *Econometrica* 71 (6): 1661–1694.
- Bach, H.-U., M. Hummel, S. Klinger, E. Spitznagel und G. Zika (2009). Arbeitsmarkt-Projektion 2010. Die Krise wird deutliche Spuren hinterlassen. IAB-Kurzbericht 20/2009. Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, Nürnberg.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2009a). Entwurf eines Gesetzes zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums (Wachstumsbeschleunigungsgesetz). Via Internet (7. Dezember 2009) <[http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF\\_\\_Startseite/Aktuelles/Aktuelle\\_\\_Gesetze/Gesetzentwuerfe\\_\\_Arbeitsfassungen/Entw\\_\\_Wachstumsbeschleunigungsgesetz.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Gesetzentwuerfe__Arbeitsfassungen/Entw__Wachstumsbeschleunigungsgesetz.html)>.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2009b). Reform der verfassungsrechtlichen Verschuldungsregeln von Bund und Ländern. *Monatsbericht des BMF* (März): 36–44.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (Ifd. Jgg.). *Finanzbericht*. Berlin.
- Boss, A. (2009). Finanzpolitik in Deutschland: Herausforderungen und Lösungswege. Kieler Arbeitspapiere 1547. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., A. Boss und T. Boss (2008). Der deutsche Einkommensteuertarif – wieder eine Wachstumsbremse? *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 9 (1): 102–124.
- Boss, A., und A. Rosenschon (2008). Der Kieler Subventionsbericht: eine Aktualisierung. Kieler Diskussionsbeiträge 452/453. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., und A. Rosenschon (2009). Finanzhilfen des Bundes – Eine Bestandsaufnahme. Kieler Arbeitspapiere 1567. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., J. Boysen-Hogrefe, J. Dovern, D. Groll, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2009). Schleppende Erholung der Konjunktur in Deutschland, kein Einbruch auf dem Arbeitsmarkt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 468/469. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2009). Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 470/471. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, D. Groll, B. van Roye und J. Scheide (2010). Droht in Deutschland eine Kreditklemme? Szenarien zur Kreditvergabe und Schlussfolgerungen für die Konjunktur. Kieler Diskussionsbeiträge 472/473. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. In Vorbereitung.
- Bryan, M.F., und S.G. Cecchetti (1994). Measuring Core Inflation. In N.G. Mankiw (Hrsg.), *Monetary Policy*. University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, Chicago, Ill.
- Bundesagentur für Arbeit (Ifd. Jgg.). *Monatsbericht*. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (Ifd. Jgg.). *Amtliche Nachrichten*. Nürnberg.
- Bundesagentur für Arbeit (Ifd. Jgg.). *Arbeitsmarkt in Zahlen – Beschäftigung in Deutschland – Monatszahlen*. Nürnberg.

- Bundesagentur für Arbeit (lfd. Jgg.). Einnahmen und Ausgaben der BA. Via Internet (4. Dezember 2009) <<http://www.pub.arbeitsagentur.de/hst/services/statistik/detail/i.html?call=1>>.
- Clark, T.E. (2001). Comparing Measures of Core Inflation. *Economic Review* 86 (2): 5–31.
- Cogley, T. (2002). A Simple Adaptive Measure of Core Inflation. *Journal of Money, Credit, and Banking* 34 (1): 94–113.
- Deutsche Bundesbank (2009). *Finanzstabilitätsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Bank Landing Survey*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.
- Dovern, J., K.-J. Gern, J. Hogrefe und J. Scheide (2008). Euroraum in der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008*. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Eurepo (2009). Historical Data. Via Internet (26. August 2009) <<http://www.eurepo.org/eurepo/historical.html>>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2006). *Monatsbericht*. April. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009a). *Monatsbericht*. Oktober. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009b). *Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme*. November. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009c). *Financial Stability Report*. Juni. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., und N. Janssen (2009). Do We Face a Credit Crunch? In H. Klodt und H. Lehment (Hrsg.), *The Crisis and Beyond*. Kiel Institute E-Books (2–18). November. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.ifw-kiel.de/pub/e-books/think-tank/policy-support/pdf/the-crisis-and-beyond>>.
- ifo (ifo Institut für Wirtschaftsforschung) (lfd. Jgg.). *Konjunkturperspektiven*. München.
- ifo (ifo Institut für Wirtschaftsforschung) (lfd. Jgg.). *Schnelldienst*. München.
- IMF (International Monetary Fund) (2009). *Global Financial Stability Report*. Oktober. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Koppel, O., und A. Plünnecke (2009). Fachkräftemangel in Deutschland. Bildungsökonomische Analyse, politische Handlungsempfehlungen, Wachstums- und Fiskaleffekte. IW-Analysen 46. Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln.
- Nelson, E. (2002). Direct Effects of Base Money on Aggregate Demand: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics* 49: 687–708.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008). *Folgen der US-Immobilienmarktkrise belasten Konjunktur. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2008*. Essen.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009). *Zögerliche Belebung – steigende Staatsschulden. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2009*. Essen.
- Ruschinski, M. (2005). Die Rolle von Frühindikatoren bei Exportprognosen. *ifo-Schnelldienst* 58 (13): 13–19.
- Sachverständigenrat (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2009). *Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen. Jahresgutachten 2009/2010*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Wirtschaft und Statistik*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Verbraucherpreisindex: Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualkonsums (10-Steller)*. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.2: Vierteljahresergebnisse der Inlandsproduktsberechnung*. Wiesbaden.

## Aufschwung lässt auf sich warten

Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.3: Konten und Standardtabellen. Hauptbericht.* Wiesbaden.

Statistisches Bundesamt (lfd. Jgg.). *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.3: Inlandsproduktsberechnung – Saisonbereinigte Vierteljahresergebnisse.* Wiesbaden.

458. Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen  
*Nils Jannsen*  
Kiel, Oktober 2008. 20 S. 9 Euro.
- 459./460. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008  
Kiel, Dezember 2008. 55 S. 18 Euro.
- 461./462. Weltkonjunktur im Frühjahr 2009  
Kiel, März 2009. 64 S. 18 Euro.
463. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2009  
Kiel, März 2009. 42 S. 9 Euro.
464. Konjunktur für den Klimaschutz? Klima- und Wachstumswirkungen  
weltweiter Konjunkturprogramme  
*Gernot Klepper, Sonja Peterson, Sebastian Petrick und Wilfried Rickels*  
Kiel, April 2009. 28 S. 9 Euro.
465. Globalisierung in der Wirtschaftskrise: Wie sicher sind die Jobs  
in Deutschland?  
*Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser*  
Kiel, Mai 2009. 31 S. 9 Euro.
- 466./467. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2009  
Kiel, Juni 2009. 47 S. 18 Euro.
- 468./469. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2009  
Kiel, Oktober 2009. 69 S. 18 Euro.
- 470./471. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009  
Kiel, Januar 2010. 68 S. 18 Euro.