

Die wirtschaftliche Entwicklung
im Ausland und im Inland
zur Jahresmitte 2007

Jahrgang 58 (2007)
Heft 2



RWI : Konjunkturberichte

Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung

Vorstand:

Prof. Dr. Christoph M. Schmidt, Ph.D. (Präsident),

Prof. Dr. Thomas K. Bauer

Prof. Dr. Wim Kösters

Verwaltungsrat:

Dr. Eberhard Heinke (Vorsitzender);

Dr. Dietmar Kuhnt, Dr. Henning Osthues-Albrecht, Reinhold Schulte
(stellv. Vorsitzende);

Prof. Dr.-Ing. Dieter Ameling, Manfred Breuer, Dr. Hans Georg Fabritius,

Prof. Dr. Harald B. Giesel, Dr. Thomas Köster, Dr. Wilhelm Koll, Dr. Thomas A.

Lange, Tillmann Neinhaus, Dr. Torsten Schmidt, Dr. Gerd Willamowski

Forschungsbeirat:

Prof. Michael C. Burda, Ph.D., Prof. David Card, Ph.D., Prof. Dr. Clemens Fuest,

Prof. Dr. Justus Haucap, Prof. Dr. Walter Krämer, Prof. Dr. Michael Lechner,

Prof. Dr. Till Requate, Prof. Nina Smith, Ph.D.

Ehrenmitglieder des RWI Essen

Heinrich Frommknecht, Prof. Dr. Paul Klemmer †

RWI : Konjunkturberichte

Herausgeber: Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung,

Hohenzollernstraße 1/3, 45128 Essen, Tel. 0201/81 49-0

Alle Rechte vorbehalten. Essen 2007

Schriftleitung: Prof. Dr. Christoph M. Schmidt

Redaktionelle Bearbeitung: Joachim Schmidt

ISSN 1861-6305 (online)

RWI : Konjunkturberichte

Die wirtschaftliche Entwicklung
im Ausland und im Inland
zur Jahresmitte 2007

Jahrgang 58
Heft 2



Inhalt

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland:	
Finanzmarkturbulenzen trüben Konjunkturerwartungen.	87
Kurzfassung	87
1. Überblick: Nochmals kräftige Expansion, aber Verunsicherung durch Hypothekenkrise in den USA – Aufschwung erhält Dämpfer – Risiken	88
2. Die Regionen im Einzelnen: Hypothekenkrise belastet Wirtschaft der USA – Geringere außenwirtschaftliche Impulse in Japan – Fortsetzung des Aufschwungs in den Schwellenländern – Konjunktur im Euro-Raum verliert an Fahrt – Dynamik in Großbritannien lässt im kommenden Jahr nach – Anhaltend steigende Inlandsnachfrage in den neuen EU-Ländern	96
Literatur.	110
Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland:	
Belastungen für den Aufschwung nehmen zu	113
Kurzfassung	113
1. Überblick: Wolken am Konjunkturhimmel – Annahmen der Prognose – Aufschwung verliert an Tempo – Risiken	114
2. Nachfragekomponenten: Geringeres Exportwachstum, aber weiterhin positiver Wachstumsbeitrag des Außenhandels – Ausrüstungsinvestitionen verlieren im kommenden Jahr an Schwung – Gespaltene Baukonjunktur – Privater Konsum wächst beschleunigt	124
3. Produktion und Arbeitsmarkt: Produktion steigt mit geringerem Tempo – Besserung am Arbeitsmarkt setzt sich fort	131
4. Löhne und Preise: Höherer Anstieg der Tariflöhne – Preisanstieg verstärkt sich	137
5. Haushaltsüberschüsse in Sicht	141
6. Wirtschaftspolitik: Geldpolitik im Spagat zwischen Stabilisierung der Finanzmärkte und Wahrung der Geldwertstabilität – Konsolidierung der öffentlichen Haushalte muss ungeachtet konjunkturbedingter Überschüsse fortgesetzt werden – Den Aufschwung am Arbeitsmarkt nicht gefährden.	145
Kasten 1: Potenzialschätzung für Deutschland	118
Kasten 2: Zum Einfluss eines Abschwungs in den USA auf die deutsche Wirtschaft	122
Kasten 3: Bestimmungsgründe der Sparquote der privaten Haushalte	130
Literatur.	161

Roland Döhrn, Torge Middendorf und Torsten Schmidt

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Finanzmarkturbulenzen trüben Konjunkturerwartungen¹

Kurzfassung

Die Weltwirtschaft expandierte im ersten Halbjahr 2007 erneut kräftig. In den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas wuchs die Wirtschaft sogar rascher als im Vorjahr. In den Industrieländern hingegen verlangsamte sich die Expansion – mit deutlichen Unterschieden zwischen den Regionen. In den USA folgte auf ein ausgesprochen schwaches erstes ein recht starkes zweites Quartal. Im Euro-Raum und in Japan war die Konstellation genau umgekehrt.

Seit der Jahresmitte haben sich die Konjunkturerwartungen jedoch eingetrübt. Die Krise am Immobilienmarkt in den USA hat nun die Finanzmärkte erreicht. Als Folge davon dürften sich die privaten Haushalte in den USA wohl nicht mehr so leicht wie bisher für Konsumzwecke verschulden können. Damit fällt eine wichtige Triebfeder des dortigen Aufschwungs weg. Dämpfend dürften in den USA, aber auch in anderen Ländern, zudem höhere Zinsen wirken, da die Risikoprämien seit Ausbruch der Hypothekenkrise steigen. Die Zentralbanken konzentrierten sich bisher mit Erfolg darauf, kurzfristig Liquidität bereitzustellen, um den Bankensektor zu stabilisieren. Allerdings ist zu erwarten, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum zunächst weniger restriktiv ausgerichtet sein wird. Die vorliegende Prognose geht davon aus, dass es so gelingen wird, das Vertrauen in die Finanzmärkte wieder herzustellen, sodass sich die Krise am US-Hypothekenmarkt nicht verschärft.

Unter dieser Voraussetzung dürfte sich der seit Jahren beobachtete Aufschwung der Weltwirtschaft fortsetzen, wenn auch langsamer als bisher. Wir prognostizieren, dass sich das Wachstum des Weltsozialprodukts (in Dollar) von 3,5% im vergangenen Jahr auf voraussichtlich 3,0% in diesem Jahr verringern wird. Im Verlauf des kommenden Jahres stehen sich nach unserer Prognose eine leichte Beschleunigung in den USA und eine Verlangsamung in Japan sowie im Euro-Raum gegenüber. Die weltwirtschaftliche Produktion dürfte daher nur wenig langsamer wachsen (2,9%) als in diesem Jahr. Für den Welthandel mit Waren lässt sich aus alledem ein Wachstum von 7,2% in diesem und von 6,5% im kommenden Jahr ableiten.

¹ Abgeschlossen am 14. September 2007. Kritische Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Wim Kösters, Joachim Schmidt und Tobias Zimmermann. Für technische Unterstützung bedanken wir uns bei Anette Hermanowski, Waltraud Lutze, Thomas Michael, Chanika Remest, Daniela Schwindt und Florian Verheyen.

Tabelle 1

Eckwerte zur internationalen Konjunktur			
2006 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
	2006	2007 ^P	2008 ^P
Bruttoinlandsprodukt, real			
Euro-Raum	2,8	2,6	2,3
Großbritannien	2,8	2,9	2,4
USA	3,3	1,8	2,3
Japan	2,2	2,2	2,0
Industrieländer insgesamt	2,9	2,3	2,4
Verbraucherpreise			
Euro-Raum	2,2	1,9	2,1
Großbritannien	2,3	2,3	2,1
USA	3,2	2,4	2,2
Japan	0,3	-0,1	0,3
Industrieländer insgesamt	2,3	1,8	1,9
Welthandel ¹	8,2	7,2	6,5
Rohölpreis (Brent, \$/b) ²	65,7	67,5	70,0
Dollarkurs (\$/€) ²	1,24	1,37	1,37

Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, von Eurostat und nationalen Statistikämtern.
– ¹Güter in Preisen und Wechselkursen von 2000. – ²Jahresdurchschnitt. – ^PEigene Prognose.

Die Annahme, dass die Hypothekenkrise beherrschbar bleibt, ist freilich mit großer Unsicherheit behaftet, zumal es durchaus Indizien gibt, die auf die Möglichkeit einer Bankenkrise hinweisen. So gehen Bankenkrisen zumeist eine starke Zunahme von Krediten und eine größere Risikobereitschaft der Banken voraus, was auch diesmal zu beobachten war.

1. Überblick

1.1 Nochmals kräftige Expansion, aber Verunsicherung durch Hypothekenkrise in den USA

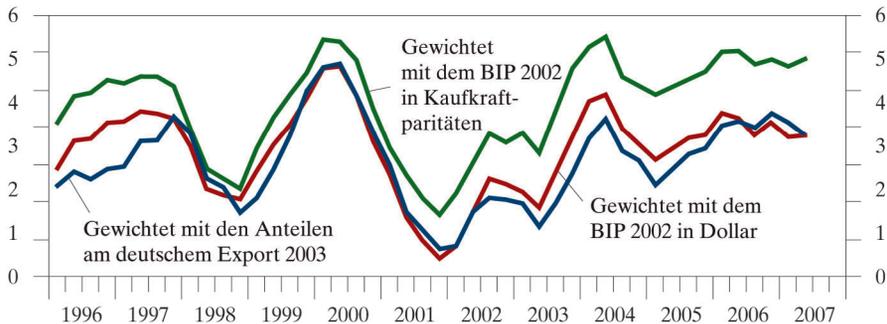
Die Weltwirtschaft expandierte im ersten Halbjahr 2007 weiterhin kräftig (Schaubild 1). In den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas wuchs die Wirtschaft sogar rascher als im Vorjahr und damit auch stärker als zu Beginn des Jahres von uns prognostiziert. In den Industrieländern hingegen verlangsamte sich die Expansion – mit deutlichen Unterschieden zwischen den Regionen. In den USA folgte auf ein ausgesprochen schwaches erstes ein recht starkes zweites Quartal. Im Euro-Raum und in Japan war die Konstellation genau umgekehrt. Hier wirkten vielfach Sonderfaktoren wie der ausgesprochen milde Winter in Europa.

Seit der Jahresmitte haben sich die Konjunkturerwartungen jedoch eingetrübt. Ursache hierfür ist, dass das Ende des Booms am Immobilienmarkt in den USA nun die Finanzmärkte erreichte und dort Turbulenzen auslöste. Steigende Zinsen einerseits, in Teilsegmenten bereits fallende Immobilienpreise

Schaubild 1

Welt-Sozialprodukt¹

1996 bis 2007; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. – ¹Gewichteter Durchschnitt der Veränderungsdaten des realen BIP von 47 Ländern. Zweites Quartal 2007 teilweise geschätzt.



andererseits hatten dazu geführt, dass mehr und mehr Schuldner mit geringer Bonität ihre Hypothekarkredite nicht mehr bedienen konnten, wodurch zunächst einige Hypothekenbanken in den USA in Schwierigkeiten gerieten. Da diese jedoch ihre Forderungen in hohem Maße verbrieft an andere Banken und an Fonds weitergereicht hatten, schwappte die Krise auf andere Segmente des Finanzmarktes und wegen der hohen internationalen Integration der Märkte auf andere Länder über. Damit ist eines der Risiken eingetreten, die wir in unserem Bericht vom Frühjahr gesehen hatten (Döhrn et al. 2007: 10–12). Wir hatten darauf hingewiesen, dass sich Investoren aufgrund des reichlichen Kapitalangebots immer riskanteren Anlageformen zugewandt hatten. Dadurch waren die Risikoprämien deutlich gesunken und die Zinsstrukturkurve ausgesprochen flach.

Die Folgen der Hypothekenkrise für die Weltwirtschaft sind indes derzeit nur schwer abzuschätzen. Sie hängen unter anderem von der Reaktion der Geldpolitik auf die erhöhte Unsicherheit ab, welche auch dafür entscheidend ist, wie stark die Krise auf andere Segmente des Finanzmarktes und auf den Kapitalmarkt ausstrahlt oder ob sie sich gar zu einer Bankenkrise entwickelt.

Folgen der Hypothekenkrise für die Weltwirtschaft derzeit nur schwer abzuschätzen

Einige dämpfende Faktoren sind bereits absehbar. So werden sich die privaten Haushalte in den USA nun wohl nicht mehr so leicht wie bisher für Konsumzwecke verschulden können. Damit fällt eine wichtige Triebfeder des dortigen Aufschwungs weg. Dämpfend dürften in den USA, aber auch in anderen Ländern zudem höhere Zinsen wirken. Inzwischen gehen nämlich Risiken

wieder stärker in die geforderte Verzinsung ein. So erzielten z.B. Industrieobligationen von Unternehmen mit nur durchschnittlicher Bonität (BBB-Status) noch im Mai 2007 eine Verzinsung, die nur um 1,4%-Punkte über der von risikolosen Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit lag. Bis Ende August hatte sich der Zinsabstand auf 1,9%-Punkte vergrößert. Auch Schuldner aus Entwicklungs- und Schwellenländern müssen aufgrund einer steigenden Risikoprämie bereits höhere Zinsen am Kapitalmarkt zahlen. Seit Juni 2007 hat sich für Staatsanleihen aus diesen Ländern der Zinsabstand gegenüber den USA um rund 1%-Punkt erhöht².

Weniger eindeutige Signale sendet der Aktienmarkt. Zwar sind die Kurse zunächst gefallen, in den Industrieländern – gemessen am MSCI-Index – zwischen Mai und August 2007 um knapp 5%. In den USA, wo Vermögenseffekte erfahrungsgemäß besonders stark zu Buche schlagen, hat der S&P-500-Index von Mitte Juli bis Ende August ebenfalls 5% verloren. Allerdings hat sich der Markt zuletzt wieder beruhigt. Dabei mag auch eine Rolle spielen, dass unverändert Investoren aus den Rohstoffe exportierenden Ländern eine Anlagemöglichkeit für ihr Kapital suchen.

Offen ist derzeit noch, wie die Zentralbanken auf die Hypothekenkrise reagieren. Bisher konzentrierten sie sich darauf, kurzfristig Liquidität bereitzustellen, um den Bankensektor zu stabilisieren, und dies durchaus mit Erfolg. Nun stehen sie vor der Frage, ob sie ihre Geldpolitik generell lockern sollen. Die Reaktion könnte unterschiedlich ausfallen. So hat die EZB zwar auf ihre für September angekündigte Zinserhöhung verzichtet, wird

Ausrichtung der
Geldpolitik dürfte
weniger expansiv
werden

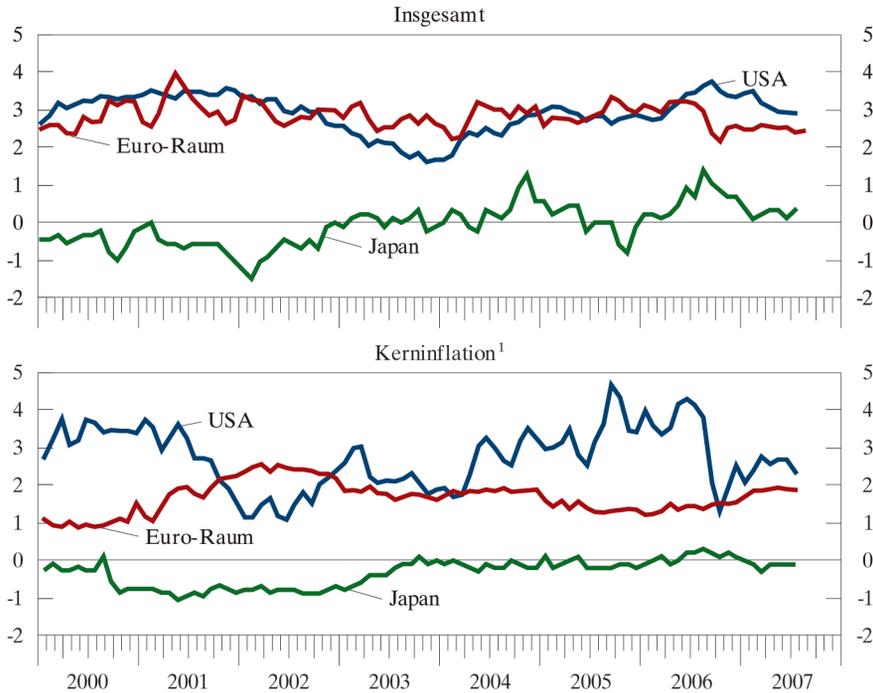
diese aber möglicherweise nachholen, wenn sich die Finanzmärkte beruhigt haben. Bei der *Federal Reserve* ist hingegen nicht ausgeschlossen, dass sie die Zinsen senkt mit der Begründung, die Hypothekenkrise dämpfe die Konjunktur in den USA, zumal sich bereits vor der Krise die Expansion dort verlangsamt hatte. Bei alledem wird argumentiert, dass die Inflationsraten in den USA zuletzt gesunken seien (Schaubild 2). Eine Lockerung der Geldpolitik durch die Fed könnte der amerikanischen Konjunktur Impulse geben und die negativen Folgen der Hypothekenkrise mildern. Allerdings geschähe dies um den Preis, dass die Inflationsgefahren zunehmen und das Risiko wächst, dass sich Blasen auf anderen Märkten bilden und sich damit genau das wiederholt, was zur gegenwärtigen Krise beigetragen hat. Per saldo ist jedenfalls zu erwarten, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum zunächst weniger restriktiv ausgerichtet sein wird, als dies sonst zu erwarten gewesen wäre, wenn auch ein genereller Kurswechsel aus heutiger Perspektive wenig wahrscheinlich ist.

² Gemessen wird die Zinsdifferenz an dem von *JP Morgan* berechneten EMBIG-Index, der die Verzinsung von 192 Staatsanleihen und Anleihen von staatlichen Unternehmen aus 33 Ländern mit niedrigem oder mittlerem Einkommen zusammenfasst.

Schaubild 2

Inflation im Euro-Raum, in den USA und in Japan

1999 bis 2007; Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen. – ¹Vereinigte Staaten und Euro-Raum: ohne Energie und Nahrungsmittel; Japan: ohne frische Nahrungsmittel.



Die Finanzpolitik, die in diesem Jahr gemessen am „strukturellen“ Defizit leicht restriktiv wirkt, dürfte 2008 alles in allem konjunkturneutral ausgerichtet sein.

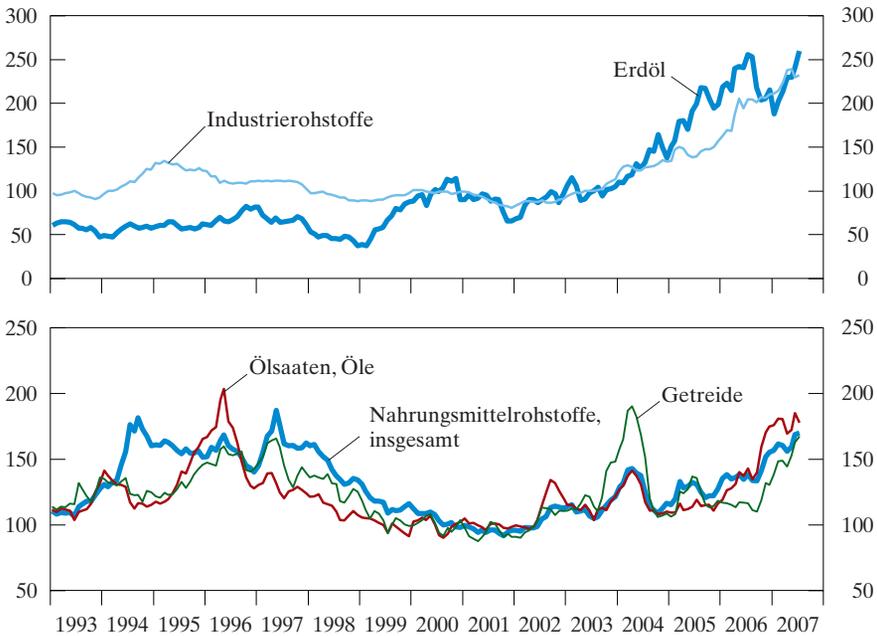
Die Preise für Rohöl und für Industrierohstoffe waren zuletzt in der Tendenz rückläufig. Der *Rohölpreis* war im Verlauf des Jahres 2007 zunächst kräftig gestiegen und erreichte im Juli ein neues Hoch. Darin dürften Knappheiten zum Ausdruck kommen, da die Nachfrage kräftig expandierte, während das Angebot nicht im erwarteten Maße zunahm; die IEA (2007: 16–17) musste ihre Schätzung der Förderung nach unten revidieren. Seit Ende Juli gaben die Notierungen vorübergehend nach, was auch an den durch die Hypothekenkrise eingetrübten Konjunkturaussichten liegen mag. Sie kletterten inzwischen aber wieder deutlich, was u.a. mit der Hurrikan-Saison im Golf

**Rohölpreis
weiterhin
hoch**

Schaubild 3

Rohstoffpreise

1993 bis 2007; HWWI-Indizes auf Dollarbasis



Eigene Berechnungen nach Angaben des HWWI.



vom Mexiko erklärt wird. Unserer Prognose liegt die Annahme zu Grunde, dass der Rohölpreis (Brent) weiterhin hoch bleiben wird, aber in der Grundtendenz nicht weiter steigt. Zum einen hat die OPEC eine Erhöhung der Fördermenge beschlossen. Zum anderen gibt es Hinweise, dass die weltweit hohe Liquidität auch die Notierungen an den Rohstoffmärkten nach oben trieb (o.V. 2007), sich nun aber die Finanzinvestoren aus Ölkontrakten zurückziehen, da sie Risiken wieder höher gewichten. Nach Einschätzung von Experten (z.B. Borbély 2007) dürfte dies aber nur ein kurz- bis mittelfristiger Effekt sein. Wir unterstellen in unserer Prognose einen Ölpreis von 70 \$/b. Bei Industrierohstoffen erwarten wir, dass sich der zuletzt beobachtete leichte Preisrückgang bei schwächerer internationaler Konjunktur fortsetzen wird.

Deutlich gestiegen sind hingegen in den vergangenen Monaten die Weltmarktpreise für Nahrungs- und Genussmittel (Schaubild 3). Hierzu beigetragen hat zum einen, dass im Zuge des weltweiten Aufschwungs die Nachfrage nach Nahrungsmitteln insbesondere in den Schwellenländern zugenommen hat. Ein wesentlicher Einfluss dürfte zum anderen davon ausgehen, dass agrar-

rische Rohstoffe vermehrt für die Produktion von Kraftstoffen eingesetzt werden, zum Teil weil deren Beimischung gesetzlich vorgeschrieben wird. In Europa wird so der Einsatz von Biodiesel gefördert, der aus Raps gewonnen wird, während in den USA und anderen Ländern bei Vergaserkraftstoffen Ethanol zugesetzt werden muss, das vorwiegend aus Weizen oder Mais hergestellt wird. Dies erhöht zum einen unmittelbar die Nachfrage nach diesen Produkten und damit deren Preis, hat aber auch Wirkungen auf das Angebot von anderen Nahrungsmitteln, da ein wachsender Teil der landwirtschaftlichen Nutzfläche für energetisch nutzbare Pflanzen verwendet wird.

Für die USA berechnete das *Center for Agricultural and Rural Development* (Tokgoz et al. 2007), dass der Preis von Mais um 40% steigen könnte, wenn sich der Ölpreis um 10 \$/b erhöht und damit die Nutzung von Ethanol rentabler wird. Zugleich verteuert sich nach dieser Berechnung Soja, da dessen Anbau zu Gunsten einer höheren Mais-Produktion eingeschränkt werden dürfte. Da Mais und Soja auch als Futtermittel dienen, dürften die Nahrungsmittelpreise auf breiter Front steigen, in dem genannten Szenario um 1,1%³. Da die Energiepolitik weiter die Substitution von Rohöl unterstützt, zugleich sich für dieses Jahr aufgrund der Witterungsverhältnisse in Europa eine geringere Getreideernte abzeichnet als 2006, dürften die Weltmarktpreise für Nahrungsmittel vorerst weiter steigen. Für 2008 erwarten Experten rückläufige Getreidepreise, da das gegenwärtig hohe Preisniveau Anreize bietet, den Anbau zu intensivieren. Allerdings übertreffen die Notierungen im kommenden Jahr nach der Einschätzung von ABARE (2007: 281–290) die von 2006 immer noch deutlich. Da die höheren Rohstoffkosten nach und nach an die Konsumenten weitergegeben werden, dürfte die Konjunktur von Seiten der Nahrungsmittelpreise her gedämpft werden.

Deutliche
Verteuerung von
Agrarprodukten

1.2 Aufschwung erhält Dämpfer

Die vorliegende Prognose geht davon aus, dass es der Geldpolitik und den Banken gelingen wird, das Vertrauen in die Finanzmärkte wieder herzustellen, und sich die Krise am US-Hypothekenmarkt nicht verschärft, sie nicht auf andere Marktsegmente übergreift oder gar zu einer Bankenkrise führt. Unter dieser Voraussetzung und aufgrund unserer Annahmen zur Geld- und Finanzpolitik und zum Wechselkurs erwarten wir, dass sich der seit Jahren beobachtete Aufschwung der Weltwirtschaft fortsetzt, wenn auch langsamer als bisher.

Schwächer als bisher prognostiziert dürfte sich insbesondere die Wirtschaft in den USA entwickeln, da sich dort die Baurezession wohl noch eine Zeitlang

³ Bei den Simulationen ist unterstellt, dass die Fahrzeugflotte in den USA auch mit einem Gemisch aus 85% Ethanol und 15% Benzin als Vergaserkraftstoff betrieben werden kann.

Tabelle 2

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf								
2005 bis 2008; annualisierte Raten in %								
	2005		2006		2007 ^P		2008 ^P	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Euro-Raum	1,50	2,00	3,00	3,00	2,50	2,00	2,25	2,25
Großbritannien	1,50	2,00	3,00	3,00	3,00	2,50	2,25	2,25
USA	3,00	3,25	3,25	1,75	1,75	1,75	2,00	3,00
Japan	2,50	2,50	2,00	2,00	3,00	1,75	2,00	2,25
Insgesamt	2,25	2,50	3,00	2,50	2,50	2,00	2,50	3,00

Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – ^PEigene Prognose.

hinziehen und sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen sowie für die privaten Haushalte wahrscheinlich verschlechtern werden. Dadurch dürfte auch die Konjunktur im Euro-Raum und in Japan gedämpft werden. Jedoch ist zu erwarten, dass die Expansion in den kommenden Quartalen stärker sein wird als in den USA. In den Schwellenländern dürften sich die schwächere Nachfrage aus den USA und steigende Finanzierungskosten ebenfalls dämpfend bemerkbar machen. Zudem unternimmt die Wirtschaftspolitik in China, das zu einem wichtigen Kunden vieler Schwellenländer geworden ist, inzwischen den Versuch, mäßigend auf die Konjunktur einzuwirken, da Anzeichen einer Überhitzung unverkennbar sind.

Wir prognostizieren, dass sich das Wachstum des Weltsozialprodukts, gerechnet in Dollar, von 3,5% im vergangenen Jahr auf voraussichtlich 3,0% in diesem Jahr verringern wird. Im Verlauf des kommenden Jahres stehen sich nach unserer Prognose eine leichte Beschleunigung in den USA und eine Verlangsamung in Japan sowie im Euro-Raum gegenüber. Die weltwirtschaftliche Produktion dürfte daher nur wenig langsamer wachsen (2,9%) als in diesem Jahr. Für den Welthandel mit Waren lässt sich aus alledem ein Wachstum von 7,2% in diesem und von 6,5% im kommenden Jahr ableiten.

Dass die USA unter den Industrieländern wohl nicht mehr der Vorreiter beim Wachstum sein werden, dürfte helfen, deren Leistungsbilanzdefizit zu verringern. Von dieser Seite her dürfte der Aufwertungsdruck auf Euro und Yen etwas abnehmen. Andererseits sprechen die Wachstums- und die Zinsdifferenzen eher für eine Schwächung des Dollar. Per saldo unterstellen wir in unserer Prognose einen unveränderten Dollar-Kurs.

**Schwächere
Expansion in den
Industrieländern**

1.3 Risiken

Die Grundannahme dieser Prognose, dass die Hypothekenkrise beherrschbar bleibt und deshalb keine allzu großen Auswirkungen auf die Realwirtschaft

haben wird, ist freilich mit großer Unsicherheit behaftet, zumal es durchaus Indizien gibt, die auf die Möglichkeit einer Bankenkrise hinweisen. Kamin-sky/Reinhart (1996) zeigen, dass Bankenkrisen zumeist eine starke Zunahme von Krediten und eine größere Risikobereitschaft der Banken vorausgeht. Beides war auch diesmal zu beobachten, sodass durchaus die Gefahr einer Bankenkrise besteht.

Aber selbst wenn es eine solche Ausweitung nicht gibt und das Problem auf den Hypothekenmarkt beschränkt bleibt, ist es schwierig, die Folgen für die Weltwirtschaft abzuschätzen. Zwar gab es in der Vergangenheit des Öfteren Immobilienkrisen (einen Überblick gibt IMF 2003). Nach dem Urteil von Mishkin (2007: 25) führten sie aber normalerweise nicht zu einer Instabilität der Finanzmärkte, sondern hatten nur begrenzte Folgen für die Wirtschaft des betroffenen Landes. Für die USA schätzt Mishkin (2007: 33–37), dass ein Rückgang der Immobilienpreise um insgesamt 20% in den Jahren 2007 und 2008 – in dieser Höhe wurde dies noch nie beobachtet – das BIP unter normalen Bedingungen um maximal 0,5% verringern könnte.

Diesmal unterscheidet sich die Situation von früheren allerdings dadurch, dass die Banken ihre Forderungen in großem Umfang verbrieft und damit handelbar gemacht haben, z.B. in Form von *mortgage backed securities* (MBS) bzw. die daraus resultierenden Risiken in *credit default swaps* (CDS). Damit bleibt das Ausfallrisiko nicht auf einen kleinen Kreis von Hypothekenbanken beschränkt, sondern ist bei vielen Finanz- und Kapitalmarktinstitutionen gelandet und damit global spürbar. Diese neuartigen Papiere hatten das Ziel, durch die breite Streuung der Risiken das internationale Finanzsystem robuster gegen Störungen zu machen (Kiff, Mills 2007a). Die heftige Reaktion des internationalen Finanzsystems auf das wachsende Ausfallrisiko bei verbrieften Hypotheken lässt aber Zweifel aufkommen, ob dies – zumindest bisher – erreicht wurde. So war beispielsweise die EZB zu stärkeren Interventionen gezwungen als die *Federal Reserve*, obwohl der Ursprung des Problems in den USA liegt.

Ursache dieser heftigen Reaktion könnte sein, dass unbekannt ist, wie sich neue Finanzmarktinstrumente „unter Stress“ bewähren. Auch weiß man wenig darüber, in welchem Umfang Banken in den verschiedenen Ländern solche Papiere in ihrem Portfolio halten. Diese mangelnde Transparenz wirkt sich negativ auf das Vertrauen der Akteure am Finanzmarkt aus und hat die Verletzlichkeit des internationalen Finanzsystems bisher erhöht.

Mangelnde
Transparenz bei
neuen Produkten
verunsichert
Finanzmärkte

Größere gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Immobilienkrise sind auch zu erwarten, weil die Möglichkeit, Risiken zu handeln, und die zugleich reichliche Ausstattung der Banken mit Liquidität durch die Fed offensichtlich dazu

geführt hat, dass Hypotheken leichtfertig und zu billig vergeben wurden. Schätzungen möglicher Verluste durch den Forderungsausfall bei Hypotheken bewegen sich im Bereich zwischen 100 und 200 Mrd. \$ (Kiff, Mills 2007b). Das entspräche in etwa der Größenordnung der Verluste durch die *Savings and Loans*-Krise in den USA in den Jahren 1984 bis 1991 (150 Mrd. \$ bzw.

**Hypotheken
wurden in den USA
leichtfertig
vergeben**

etwa 1,5% des BIP der USA), von der sich allerdings im BIP der USA keine offensichtlichen Spuren finden. Der in den USA zur Debatte stehende Forderungsausfall wäre in Relation zum BIP deutlich kleiner als bei den Bankenkrisen in Schweden und Finnland zu Beginn der Neunzigerjahre, die allerdings auch mit Währungskrisen einhergingen und die dortige Wirtschaft in eine Rezession zogen (Hoggarth et al. 2002: 839).

Den Kern des Problems macht aber nicht die Größenordnung der Verluste aus, sondern die durch die neuen Finanzmarktinstrumente entstandene Intransparenz bezüglich der Verteilung der Risiken und der damit einhergehende Vertrauensverlust. Dies könnte negative Folgen für die Kreditvergabe der Banken untereinander sowie an Haushalte und Unternehmen haben und damit auch größere Konsequenzen für die Realwirtschaft. In einer Alternativrechnung zu der oben angesprochenen berücksichtigt Mishkin (2007) solche möglichen Folgewirkungen der Hypothekenkrise. Der dämpfende Effekt auf das BIP wäre dann mit 1,5% dreimal so groß wie im „Normalfall“.

2. Die Regionen im Einzelnen

2.1 Hypothekenkrise belastet Wirtschaft der USA

In den vergangenen Wochen hat sich die Lage im Immobiliensektor in den USA deutlich verschärft. Waren bisher die realwirtschaftlichen Implikationen des Platzens der Preisblase vor allem in Gestalt deutlich rückläufiger Bauinvestitionen spürbar, so ist nun aufgrund zunehmender Hypothekenausfälle zunehmend auch der Finanzsektor betroffen. Verunsicherte Investoren haben dem Anschein nach ihre Finanzmittel aus Anlageprodukten abgezogen, die mit dem Hypothekensektor in Verbindung stehen. Zudem ist es zu Kursverlusten an den Aktienmärkten gekommen, da befürchtet wird, dass sich die Gewinnsituation, insbesondere im Bankensektor, deutlich verschlechtern wird. Damit hat sich die Wahrscheinlich erhöht, dass die Realwirtschaft stärker gedämpft wird als bisher von uns angenommen.

Dabei stellte sich die realwirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal insgesamt gesehen günstig dar. Das BIP nahm mit einer Jahresrate von 4,0% überraschend kräftig zu. Triebkräfte waren dabei der Außenbeitrag und die Ausrüstungsinvestitionen. Gleichzeitig sind die Bauinvestitionen mit -11,4% nicht mehr so stark gesunken wie in den Quartalen zuvor. Allerdings erhöhten

Tabelle 3

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern									
2006 bis 2008									
	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise ¹			Arbeitslosenquote ²		
	2006	2007 ^P	2008 ^P	2006	2007 ^P	2008 ^P	2006	2007 ^P	2008 ^P
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Deutschland	2,9	2,5	2,3	1,8	2,1	2,2	8,4	6,8	6,0
Frankreich	2,0	1,9	1,8	1,9	1,3	1,6	9,5	8,7	8,3
Italien	1,9	1,8	1,5	2,2	2,0	2,1	6,8	6,1	6,2
Spanien	3,9	4,1	3,4	3,6	2,5	2,8	8,5	8,0	7,8
Niederlande	3,0	2,6	2,3	1,7	1,5	1,7	3,9	3,4	3,3
Belgien	3,2	2,9	2,4	2,3	1,6	1,8	8,2	7,5	7,4
Österreich	3,3	3,6	2,6	1,7	1,8	1,9	4,7	4,3	4,2
Finnland	5,5	5,2	3,5	1,3	1,4	1,6	7,7	6,9	6,8
Griechenland	4,3	4,2	3,6	3,3	2,7	2,9	8,9	8,6	8,4
Portugal	1,3	1,8	1,5	3,0	2,4	2,4	7,7	8,2	8,2
Irland	5,7	5,8	5,0	2,7	2,8	2,7	4,4	4,3	4,4
Luxemburg	6,2	6,1	5,0	3,0	2,2	2,1	4,7	4,9	5,0
Slowenien	5,2	7,4	5,0	2,5	3,0	2,7	6,0	5,1	5,0
Euro-Raum ³	2,8	2,6	2,3	2,2	1,9	2,1	7,9	7,0	6,7
Großbritannien	2,8	2,9	2,4	2,3	2,3	2,1	5,4	5,3	5,4
Schweden	4,2	3,4	3,0	1,5	1,5	1,4	7,1	5,8	5,8
Dänemark	3,5	2,0	1,8	1,9	1,6	1,8	3,8	3,3	3,2
EU-15	2,7	2,7	2,3	2,2	2,0	2,1	7,3	6,7	6,4
Neue EU-Länder ⁴	6,0	5,8	5,2	2,4	3,6	3,1	10,8	10,0	9,5
EU	2,9	2,8	2,5	2,2	2,0	2,1	7,9	7,1	6,8
Schweiz	3,2	2,9	2,5	1,1	1,0	1,1	3,9	3,4	3,2
Norwegen	2,8	2,9	2,7	2,5	2,1	2,2	3,5	2,6	2,5
Westeuropa ³	2,7	2,7	2,4	2,2	1,9	2,0	7,2	6,5	6,3
USA	3,3	1,8	2,3	3,2	2,4	2,2	4,6	4,8	4,6
Japan	2,2	2,2	2,0	0,3	-0,1	0,3	4,1	3,9	4,0
Kanada	2,7	3,0	3,0	2,2	2,2	2,1	6,3	6,0	6,0
Insgesamt ³	2,9	2,3	2,4	2,3	1,8	1,9	5,8	5,5	5,4

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – ¹Westeuropäische Länder (außer Schweiz): Harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – ²Standardisiert. – ³Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – ⁴Zu den Ländern vgl. Tabelle 7. – ^PEigene Prognose.

sich die privaten Konsumausgaben, bisher eine wesentliche Stütze der Konjunktur, annualisiert nur noch um 1,4%. Dazu dürfte zum einen die nachlassende Dynamik bei der Beschäftigung und den Einkommen beigetragen haben. Zum anderen könnten darin erste Folgen des Platzens der Immobilienblase sichtbar werden. Steigende Zinsen und dadurch zunehmende Schwierigkeiten, aufgenommene Kredite zu bedienen dürften eine geringere Ausgabeneigung der privaten Haushalte bewirkt haben.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt stellt sich allerdings trotz des sich abschwächenden Beschäftigungsaufbaus immer noch recht günstig dar. Es ist bisher nicht zu einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit gekommen. Die Arbeitslosenquote ist im Juli nur leicht auf 4,6% gestiegen, gegenüber 4,5% in den drei Vormonaten. Der Preisauftrieb hat sich zuletzt abgeschwächt. Die Inflationsrate ist im Juli auf 2,4% gesunken, nachdem sie in den Monaten zuvor auf 2,7% angestiegen war. Die Kerninflation betrug zuletzt 2,2% und ist seit Anfang des Jahres rückläufig. Allerdings gehen von der weiterhin niedrigen Arbeitslosigkeit inzwischen zunehmend inflationäre Wirkungen aus; jedenfalls hat sich der Anstieg der Arbeitskosten verstärkt. Allerdings könnte die Immobilienkrise einem weiteren Anziehen der Inflationsrate entgegenwirken.

Die Geldpolitik ist unverändert restriktiv ausgerichtet. Zwar hat die amerikanische Notenbank den Diskontsatz um 0,5%-Punkte gesenkt und die Banken mit zusätzlicher Liquidität versorgt. Trotz der raschen Reaktion wird deutlich, dass die Fed einen anderen Kurs für die Krisenbewältigung eingeschlagen hat als in früheren Fällen. So hatte sie auf das Ende des *New Economy*-Booms und dem damit einhergehenden Verfall der Aktienkurse mit einer massiven Leitzinssenkung reagiert, um die realwirtschaftlichen Folgen abzumildern. Obwohl die gegenwärtige Situation einige Parallelen zu damals aufweist, hat die Notenbank den Zielwert für den Tagesgeldsatz bisher nicht gesenkt. Als Hinweis auf ihr weiteres Vorgehen hat sie in den vergangenen Wochen zudem nochmals die bestehenden Inflationsrisiken betont. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass die Fed nun auch ihren Leitzins senken wird. Ausmaß und Geschwindigkeit der Senkungen dürften aber nicht an die in vergleichbaren Situationen heranreichen.

**Fed reagiert auf
Hypothekenkrise
anders als auf das
Ende des New
Economy-Booms**

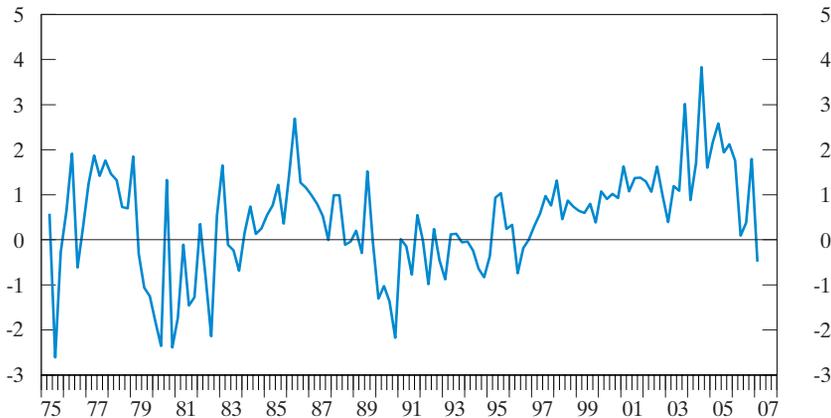
In den öffentlichen Haushalten macht sich die konjunkturelle Abschwächung inzwischen bemerkbar. Zwar schätzte das *Congressional Budget Office* (CBO 2007) unlängst, dass im Fiskaljahr 2007, das im September 2007 endet, die Einnahmen sich um 7,1% erhöhen und damit rascher als im langjährigen Durchschnitt. Die Zunahme ist aber bereits deutlich geringer als in den Vorjahren. Die Ausgaben wurden nach dieser Schätzung um 3,0% erhöht, was deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 5,0% liegen würde. Die Defizitquote dürfte damit von 1,9% 2006 auf 1,2% 2007 fallen. Für das Fiskaljahr 2008 kommt die Projektion des CBO zu einem annähernd gleich starken Anstieg der Einnahmen und Ausgaben, womit ein nur leichter Rückgang der Defizitquote auf 1,1% erwartet wird.

Für die Prognose sind zwei Wirkungskanäle entscheidend, über die die Immobilienkrise auf die Wirtschaft wirkt. Zum einen ist durch den Rückgang der Immobilienpreise und den Anstieg der Hypothekenzinsen eine Dämpfung

Schaubild 4

Reale Immobilienpreise in den USA

1975 bis 2007; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %



Eigene Berechnungen nach Angaben des Bureau of Labor Statistics und des Office of Federal Housing Enterprises Oversight.



des privaten Konsums zu erwarten. Dies dürfte mittelbar auch die Investitionsneigung beeinträchtigen. Zum anderen könnte ein Vertrauensverlust der Banken zu einer Einschränkung der Kreditvergabe führen. Auch dies würde die Investitionen der Unternehmen und die Konsumausgaben treffen.

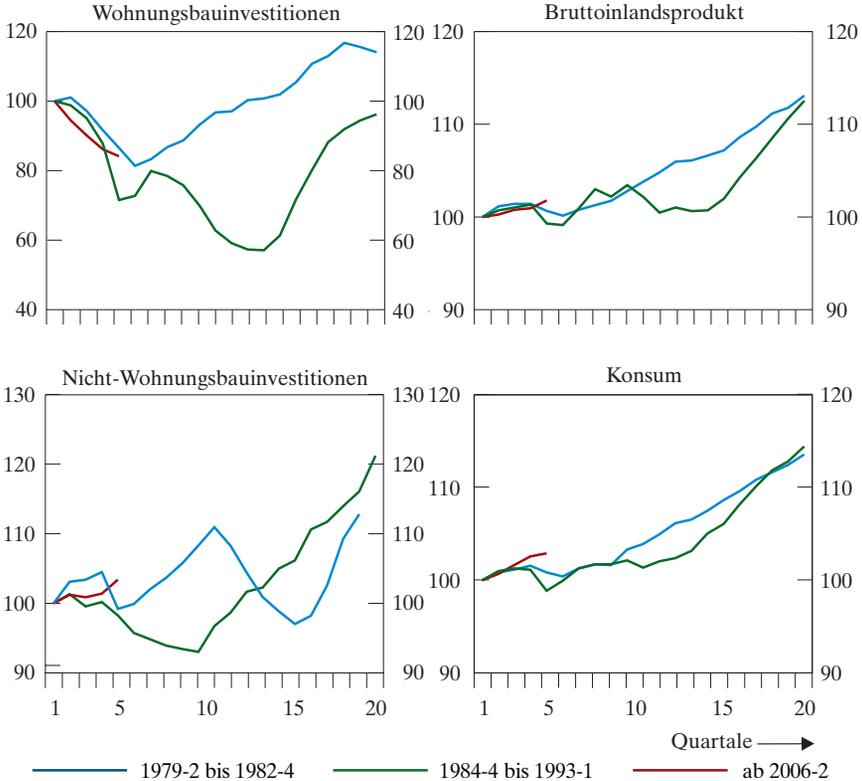
Zur Analyse des ersten Wirkungskanals kann ein Blick in die Vergangenheit helfen, die Folgen von Immobilienkrisen abzuschätzen. Der IMF (2003: 91) identifizierte in den USA seit den 1970er Jahren zwei größere Krisen. Die erste dauerte von 1979-2 bis 1982-4, die zweite von 1989-4 bis 1993-1 (Schaubild 4)⁴. Damals gingen die realen Immobilienpreise spürbar zurück. Wie Schaubild 5 zeigt, reagieren damals wie heute die Wohnungsbauinvestitionen erwartungsgemäß schnell darauf. Dabei entspricht der jüngste Rückgang bisher in etwa dem in den beiden früheren Phasen. Die übrigen Investitionen reagierten in der Vergangenheit etwa vier Quartale später und relativ schwach. Dies passt zum gegenwärtigen Bild. Auch die Konsumausgaben haben in den beiden betrachteten früheren Phasen mit einer Verzögerung von vier Quartalen reagiert. Im Gegensatz dazu sind sie gegenwärtig relativ robust. Dem entsprechend verlangsamt sich das BIP-Wachstum derzeit auch weniger stark als früher.

Parallelen zu
früheren
Immobilienkrisen

⁴ Zwei kürzere Krisen von 1994:1 bis 1995:1 und 1996:1 bis 1996:3 werden in der Analyse nicht berücksichtigt.

Schaubild 5

Ausgewählte gesamtwirtschaftliche Aggregate in Korrekturphasen am Immobilienmarkt
Beginn der Korrekturphase = 100



Eigene Berechnungen nach Angaben des BEA.



Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass die gegenwärtige Immobilienkrise nach einem ähnlichen Muster verläuft, sich also nicht zu einer Bankenkrise ausweitet. Unter dieser Voraussetzung dürften die dämpfenden Effekte auf die Realwirtschaft nicht übermäßig hoch, gleichwohl bis in das nächste Jahr hinein spürbar sein. Dabei ist zu erwarten, dass die Wohnungsbauinvestitionen noch bis zum Ende dieses Jahres zurückgehen und sich im Verlauf des kommenden Jahres wieder allmählich erholen. Auch der private Konsum dürfte noch einige Quartale schwach bleiben, wobei sogar ein vorübergehender Rückgang nicht auszuschließen ist. Die übrigen Investitionen werden voraussichtlich mit etwas Verzögerung auf den schwächeren Konsum reagieren. Gegen Ende des kommenden Jahres ist aber ein Auslau-

**Gedämpfter
BIP-Anstieg im
Prognosezeitraum
in den USA**

fen dieser Effekte zu erwarten. Wir erwarten, dass das BIP in diesem Jahr um 1,8% und im kommenden um 2,3% ausgeweitet wird.

2.2 Geringere außenwirtschaftliche Impulse in Japan

Das BIP in Japan hat sich im zweiten Quartal um 0,3% gegenüber dem Vorquartal verringert und war damit überraschend schwach. Dazu trug zum einen ein nur noch verhaltener Exportanstieg bei. Zum anderen hat sich der Rückgang der Bauinvestitionen auf -3,4% verstärkt, und auch die Ausrüstungsinvestitionen sind weiter gesunken. Der private Konsum wurde nur um 0,3% gegenüber dem Vorquartal ausgeweitet. Umfragen deuten auf ein gesunkenes Verbrauchervertrauen hin. Als Gründe dafür werden die steigenden Ölpreise und die von der Regierung angekündigten Steuererhöhungen genannt (Bank of Tokyo Mitsubishi 2007).

Trotz der nur wenig gestiegenen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hat sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessert. So ist die Beschäftigung leicht gestiegen und die Arbeitslosenquote nochmals von 4,0% im ersten auf 3,8% im zweiten Quartal gesunken. Daher ist es überraschend, dass die Löhne wieder etwas zurückgegangen sind. Allerdings sind die jüngsten Bonuszahlungen nochmals etwas höher ausgefallen als die Ende vergangenen Jahres.

Der Verbraucherpreisindex (ohne frische Lebensmittel) ging seit Beginn des Jahres zurück, im Juni um -0,1%. Die Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) fiel mit durchschnittlich -0,3% noch etwas stärker. Insbesondere die Mieten sowie die Preise für Möbel und andere Haushaltsgegenstände sinken immer noch deutlich.

Trotzdem hatte die japanische Notenbank im Sommer angekündigt, die Zinsen im September ein weiteres Mal anzuheben. Nun hat sie angedeutet, dass sie angesichts des Risikos, dass die Hypothekenkrise auf die japanische Wirtschaft übergreift, die Zinserhöhung verschiebt. Zwar gibt es Anzeichen, dass ein solches Risiko tatsächlich besteht. So wertete beispielsweise der Yen gegenüber dem Dollar zeitweise auf. Andererseits ist das Zinsniveau in Japan eben immer noch sehr niedrig, sodass höhere Zinsen keine allzu gravierenden Folgen hätten. Zudem zeigt das Beispiel der amerikanischen Notenbank, dass der Geldpolitik Instrumente zur Verfügung stehen, um den Bankensektor zu unterstützen.

Die Finanzpolitik setzt ihren Konsolidierungskurs fort. Im kommenden Fiskaljahr, das im April 2008 beginnt, soll der Anstieg der Ausgaben spürbar begrenzt werden. Deshalb soll es aus demografischen Gründen lediglich bei Gesundheitsausgaben und bei den Pensionszahlungen Zuwächse geben. In anderen Bereichen, so bei den

**Finanzpolitik
in Japan setzt
Konsolidierung
fort**

Personalausgaben, vor allem aber auch bei den öffentlichen Investitionen, sind Kürzungen vorgesehen. Um die Wachstumskräfte zu stärken, sind Umschichtungen im Budget vorgenommen worden. Wie die Konsolidierungsstrategie von der Einnahmenseite unterstützt wird, ist gegenwärtig noch nicht abzusehen, da ein Steuerreformkonzept erst in diesem Herbst vorgelegt werden soll. Immerhin wird inzwischen auch von Seiten der Regierung eine Erhöhung der Umsatzsteuer nicht mehr ausgeschlossen.

Das schwache zweite Quartal steht nicht im Widerspruch zu der Einschätzung einer weiterhin robusten Wirtschaft. Es ist zu erwarten, dass die Binnennachfrage im Prognosezeitraum Motor bleibt. Der private Konsum dürfte angesichts der steigenden Einkommen aufwärtsgerichtet bleiben. Auch wird davon ausgegangen, dass der Rückgang der Bauinvestitionen vorübergehend ist, da nach der lang anhaltenden Immobilienkrise weiterhin ein gewisser Nachholbedarf besteht. Allerdings dürften die Impulse vom Außenhandel geringer werden, da sich die Expansion in vielen Abnehmerländern abschwächt. Insgesamt gehen wir davon aus, dass das BIP 2007 um 2,2% und 2008 um 2,0% expandiert.

2.3 Fortsetzung des Aufschwungs in den Schwellenländern

In *China* hat sich die Expansion im ersten Halbjahr von 10,7% im Durchschnitt des Jahres 2006 auf 11,5% beschleunigt. Die diversen Versuche der Regierung, das als zu hoch empfundene Wachstum zu dämpfen, haben offensichtlich bisher nicht gefruchtet. So hat die Notenbank 2007 bisher sechsmal den Mindestreservesatz und viermal den Leitzins angehoben. Auch lässt sie größere Wechselkursänderungen als bisher zu, wodurch der Renminbi seit Mai rascher gegenüber dem Dollar aufwertete. Inzwischen sind dennoch Anzeichen einer Überhitzung unverkennbar. Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich im August auf 6,5% und der der Erzeugerpreise auf 2,6%. Von daher sind weitere die Konjunktur dämpfende Maßnahmen zu erwarten. Auch dürften die zu erwartende schwächere Expansion der Konsumausgaben in den USA und die zuletzt aufgetretenen Qualitätsprobleme bei einigen chinesischen Produkten den Exportanstieg dämpfen. Allerdings sind die Wirtschaftsindikatoren nach wie vor deutlich aufwärts gerichtet, sodass sich das Wachstum nur allmählich verlangsamen dürfte. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich der Zuwachs des BIP von 11,2% in diesem auf 9,5% im kommenden Jahr verringert.

**Wirtschaftspolitik
dämpft Expansion
in China**

In den *südostasiatischen Schwellenländern* wuchs die Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte im Allgemeinen noch kräftiger als zu Jahresbeginn ohnehin schon prognostiziert. In vielen Ländern, so in Singapur und in Südkorea, wurde die Expansion verstärkt von der Inlandsnachfrage, vor allem vom privaten

Konsum getragen. Anders als 1997, als die asiatischen Länder Ausgangspunkt einer globalen Finanzmarktkrise waren, befinden sie sich gegenwärtig in einer deutlich günstigeren Situation. Sie haben beträchtliche Währungsreserven angesammelt, ihr Finanzsystem reformiert, die öffentlichen Haushalte sind in einer besseren Verfassung und das Wachstum ist zumeist recht ausgewogen. Daher ist die Gefahr einer Ansteckung durch die Hypothekenkrise gering. Allerdings dürften sich die Finanzierungsbedingungen für Investitionen aufgrund steigender Risikoprämien etwas verschlechtern. In Korea und Taiwan haben die Notenbanken zudem inzwischen die Zinsen erhöht. Dämpfend dürfte auch die schwächere Konjunktur in den USA wirken. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass der Aufschwung in diesen Ländern etwas an Tempo verliert; der Anstieg des BIP dürfte sich von 5,0% in diesem auf 4,3% im kommenden Jahr ermäßigen.

**Aufschwung
in Südostasien
verliert an Fahrt**

Die Wirtschaft *Lateinamerikas* wuchs im ersten Halbjahr entgegen den Erwartungen kräftig. Vielen Ländern des Kontinents bescherte die wachsende Nachfrage nach Rohstoffen bei nach wie vor hohen Preisen steigende Exporterlöse, wobei China inzwischen ein bedeutsamer Abnehmer ist und die traditionell enge Bindung an die USA gelockert wurde. Auch scheinen die Länder inzwischen weniger anfällig für Finanzkrisen. Insbesondere Brasilien befindet sich inzwischen in einer günstigen wirtschaftlichen Verfassung: Die Inflation ist gemessen an früheren Erfahrungen niedrig, auch wenn sie sich zuletzt etwas verstärkt hat. Allerdings gefährdet die fortgesetzte Aufwertung des brasilianischen Real zunehmend den Export von Industriewaren. Die Industrieproduktion wächst dennoch anhaltend kräftig. Venezuela und Argentinien weisen derzeit das höchste Wirtschaftswachstum auf dem Subkontinent auf, es wird allerdings, außer von hohen Erlösen aus dem Rohstoffexport, wesentlich von staatlichen Interventionen bestimmt. Insgesamt gesehen dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in Lateinamerika in diesem Jahr um 3,8% und im kommenden Jahr um 3,7% zulegen.

**Dank hoher
Rohstoffpreise
robuste Expansion
in Lateinamerika**

In *Russland* hielt die kräftige Expansion an. Im ersten Quartal nahm das BIP um 7,9% gegenüber dem Vorjahr zu. Triebkräfte sind weiterhin der private Konsum, zunehmend aber auch die privaten Investitionen. Die Exporte wurden zwar ebenfalls spürbar ausgeweitet, dem stand jedoch ein noch stärkerer Anstieg der Importe entgegen, sodass der Handelsbilanzüberschuss reduziert wurde. Einher ging all dies mit einem starken Anstieg der Löhne und einem Abbau der Arbeitslosenquote auf zuletzt 6,7%.

Zugleich ließ der Preisauftrieb weiter nach, im ersten Quartal betrug die Preissteigerungsrate „nur“ noch 7,7%, nach 9,1% im vierten Quartal 2006.

Tabelle 4

Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern						
2003 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						
	2003	2004	2005	2006	2007 ^P	2008 ^P
Südost-Asien ¹	4,0	5,9	4,9	5,4	5,0	4,3
Hongkong	3,2	8,6	7,5	6,9	5,9	5,0
Indonesien	5,0	4,9	5,7	5,5	5,8	4,0
Korea	3,1	4,7	4,2	5,0	4,4	4,3
Malaysia	5,8	6,8	5,0	5,9	5,4	4,7
Philippinen	4,9	6,4	4,9	5,4	6,9	5,2
Singapur	3,1	8,8	6,6	7,9	6,6	4,4
Taiwan	3,5	6,2	4,1	4,7	4,4	3,9
Thailand	7,1	6,2	4,5	5,0	4,3	3,9
China	10,0	10,1	10,4	10,7	11,2	9,5
Lateinamerika ¹	2,2	5,4	3,7	4,6	3,8	3,7
Argentinien	8,8	9,0	9,2	8,5	8,0	5,7
Brasilien	1,2	5,7	2,9	3,7	3,7	3,8
Chile	3,9	6,0	5,7	4,0	5,7	4,5
Mexiko	1,4	4,2	2,8	4,8	2,5	3,0
Russland	7,4	7,2	6,4	6,5	7,3	6,9
Aufgeführte Länder, exportgewichtet ²	6,0	7,4	6,6	7,1	7,0	6,2

Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben und Schätzungen von *Project LINK*. – ¹Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP von 2005 in Dollar. – ²Mit den Anteilen am deutschen Export 2005. – ^PEigene Prognose.

Zwar steht den Außenhandelsüberschüssen eine deutliche Ausweitung der Geldmenge gegenüber. Da dies aber eine deutliche Aufwertung des Rubel zur Folge hat, verbilligen sich die Einfuhren. Um die Aufwertung des Rubel zu begrenzen, hat die russische Notenbank ihre Währungsreserven weiter erhöht. Zudem hat sie in dem Währungskorb, an dem sie ihre Wechselkurspolitik ausrichtet, das Gewicht des Euro erhöht. Gleichzeitig hat sie Maßnahmen ergriffen, um die Geldmengenausweitung zu begrenzen und so den Inflationsdruck zu reduzieren.

Die Finanzpolitik orientiert sich in diesem Jahr erstmals an einem für drei Jahre geltenden Budgetplan, wodurch die Unsicherheit über ihren Kurs verringert werden soll. Obwohl so eine nachhaltige Finanzpolitik sichergestellt werden soll, sieht der Plan für 2007 deutliche Ausgabesteigerungen vor und wirkt damit prozyklisch (OECD 2007: 181f.).

**Prozyklische
Finanzpolitik in
Russland**

Dies alles spricht dafür, dass sich die Expansion der Wirtschaft auf einem hohen Niveau fortsetzt. Der weiterhin hohe Ölpreis bringt Geld in die öffentlichen Kassen, und dieses dürfte im kommenden Jahr angesichts der Wahlen zu einer erneuten Steigerung der Staatsausgaben genutzt werden. Auch der pri-

vate Konsum dürfte weiterhin kräftig ausgeweitet werden. Alles in allem rechnen wir mit einer Expansion des BIP um 7,3% in diesem und um 6,9% im kommenden Jahr.

2.4 Konjunktur im Euro-Raum verliert an Fahrt

Die Expansion im Euro-Raum hat sich im ersten Halbjahr 2007 etwas verlangsamt. Im zweiten Quartal nahm das reale BIP annualisiert nur noch um 1,2% zu, nach 2,8% zu Jahresbeginn. Gedämpft wurde die Expansion insbesondere durch einen Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen. Dies dürfte zum einen mit der milden Witterung zu Jahresbeginn zusammenhängen, die zur Folge hatte, dass die übliche Frühjahrsbelebung ausgeblieben ist. Zum anderen deutet sich in einigen Mitgliedsländern ein Abflauen des Immobilienbooms und damit eine schwächere Baukonjunktur an. Im Gegensatz dazu nahm der private Konsum beschleunigt zu. Er war zu Jahresbeginn insbesondere durch die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland belastet worden. Da im Frühjahr in wichtigen Absatzmärkten für Waren und Dienstleistungen aus dem Euro-Raum die Wirtschaft wieder an Dynamik gewann, leistete auch der Außenhandel einen positiven Wachstumsbeitrag.

Nachlassende
Bautätigkeit im
Euro-Raum

Entsprechend der insgesamt etwas schwächeren Konjunktur hat sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit verlangsamt. Mit derzeit 6,9% der Erwerbstätigen liegt die Arbeitslosenquote allerdings auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der harmonisierten Erhebung im Jahr 1993.

Trotz der leichten konjunkturellen Verlangsamung bestehen weiterhin Inflationsrisiken. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erhöht sich vorerst weiter. Monetäre Indikatoren sprechen sogar für eine beträchtliche Gefährdung der Preisniveaustabilität in der mittleren und langen Frist. Die EZB hat darauf reagiert und die Leitzinsen schrittweise, zuletzt im Juni dieses Jahres, auf 4,0% angehoben. Die Hypothekenkrise in den USA hat sie allerdings in eine Zwickmühle gebracht. Einerseits hat sich die konjunkturelle und monetäre Lage im Euro-Raum nicht wesentlich geändert. Andererseits hat die Hypothekenkrise einen gravierenden Vertrauensverlust der Banken untereinander ausgelöst, wodurch sich Interbankenkredite verringerten und zum Teil erheblich verteuerten. Hierauf reagierte die EZB in ihrer Funktion als *lender of last resort*, indem sie große Mengen zusätzlicher Liquidität zum unveränderten Leitzins bereitstellte. Zudem hat sie den Erwartungen der Finanzmärkte entsprechend auf die für Mitte September angekündigte Zinserhöhung verzichtet, wohl um die Finanzierung nicht weiter zu ver-

Anhaltender
Inflationsdruck
erlaubt keine
Zinssenkungen

Tabelle 5

Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum				
2005 bis 2008, real, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %				
	2005	2006	2007 ^P	2008 ^P
Privater Verbrauch	1,5	1,8	1,5	2,2
Öffentlicher Verbrauch	1,3	1,9	1,9	2,4
Bruttoanlageinvestitionen	2,6	5,0	5,0	3,5
Inlandsnachfrage	1,7	2,6	2,2	2,4
Export	4,3	8,0	6,2	5,8
Import	5,1	7,7	5,3	6,5
Bruttoinlandsprodukt	1,5	2,8	2,6	2,3

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – ^PEigene Schätzung.

teuern. Da wir jedoch nicht davon ausgehen, dass die Hypothekenkrise die wirtschaftlichen Aussichten des Euro-Raums grundlegend verschlechtert hat, erwarten wir, dass die EZB die angekündigte Leitzinserhöhung nachholt und die Zinsen nochmals um 25 Basispunkte anhebt, wenn sich die Lage an den Finanzmärkten stabilisiert hat (vgl. dazu ausführlicher S. 148–153).

Das Defizit der öffentlichen Haushalte ist in den Ländern des Euro-Raums im vergangenen Jahr vor allem aufgrund höherer Einnahmen im Durchschnitt um rund 1%-Punkt auf 1,6% in Relation zum BIP gesunken. Das „strukturelle“ Defizit wurde nach Berechnungen der Europäischen Kommission im Durchschnitt etwa in gleichem Umfang reduziert (EC 2007: 28). Insofern kamen die Länder in der Summe der Forderung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes nach, in konjunkturell guten Phasen das „strukturelle“ Defizit um mehr als 0,5%-Punkte zurückzuführen. Allerdings zeichnet sich in einigen Mitgliedstaaten ein Nachlassen in den Konsolidierungsbemühungen ab. So will Frankreich in diesem Jahr das konjunkturbereinigte Defizit um weniger als 0,5%-Punkte senken, obwohl ein ausgeglichener Haushalt noch in weiter Ferne liegt. Einige Länder mit Haushaltsüberschüssen planen sogar eine kräftigere Steigerung der Staatsausgaben, sodass deren Finanzpolitik im Prognosezeitraum prozyklisch wirken dürfte. Insgesamt ist aber zu erwarten, dass die Finanzpolitik im Euro-Raum im Prognosezeitraum mehr oder weniger neutral ausgerichtet sein wird.

Vorerst wird die Konjunktur im Euro-Raum wohl kräftig bleiben. Darauf deuten auch die aktuellen Konjunkturindikatoren hin⁵. Der private Konsum dürfte von der etwas stärkeren Zunahme der verfügbaren Einkommen profitieren. Auch ist eine kräftige Investitionsnachfrage der Unternehmen zu erwarten, da die Kapazitätsauslastung hoch ist. Allerdings deutet ein Rückgang der

⁵ Das EUREN/CEPREDE Kurzfristmodell prognostiziert aufgrund der vorliegenden Indikatoren für das dritte Quartal 2007 eine Zunahme des BIP um 0,4% gegenüber dem Vorquartal. Zum Modell vgl. EUREN 2006.

Baugenehmigungen bereits an, dass die Wohnungsbauinvestitionen schwächer steigen werden. Vom Außenhandel dürften aufgrund der Aufwertung des Euro vorerst etwas schwächere Impulse ausgehen.

Im kommenden Jahr dürfte sich die Expansion etwas verlangsamen. Zwar wird der private Konsum weiter von der steigenden Beschäftigung profitieren und etwas kräftiger zulegen. Die bisherigen Zinsanhebungen der EZB dürften sich allerdings in den Finanzierungskosten der Unternehmen niederschlagen, zumal wohl auch etwas höhere Risikoaufschläge verlangt werden. Dies bremst den Zuwachs bei den Investitionen. Insbesondere die Bautätigkeit dürfte deutlich schwächer ausfallen. Darauf deuten auch die bereits leicht rückläufigen Baugenehmigungen hin. Aufgrund der etwas nachgebenden Weltkonjunktur dürften vom Außenhandel kaum Impulse ausgehen.

Steigende
Finanzierungs-
kosten belasten
Investitionen im
Euro-Raum

Alles in allem prognostizieren wir eine Zunahme des BIP im Euro-Raum um 2,6% im Jahr 2007 und um 2,3% im kommenden Jahr. Dabei erwarten wir, dass die Arbeitslosenquote auf 7,0% bzw. 6,7% zurückgehen wird. Der Preisanstieg dürfte 2007 1,9% betragen und sich 2008 auf 2,1% erhöhen.

2.5 Dynamik in Großbritannien lässt im kommenden Jahr nach

In der ersten Hälfte dieses Jahres setzte sich der Aufschwung in Großbritannien unvermindert fort. Im zweiten Quartal nahm das BIP mit einer Jahresrate von 3,3% zu – geringfügig stärker als zu Jahresbeginn. Der private Konsum stieg wieder etwas stärker. Angesichts des geringen Zuwachses bei den verfügbaren Einkommen dürfte dies an einem weiteren Rückgang der Sparquote gelegen haben, die zu Beginn des Jahres mit 2,1% bereits auf dem niedrigsten Stand seit 1960 gelegen hatte. Auch der Staatsverbrauch nahm etwas kräftiger zu. Allerdings scheinen die bisherigen Zinserhöhungen Wirkung zu zeigen. So waren die Investitionen im zweiten Quartal sogar rückläufig. Das Außenhandelsdefizit hat sich angesichts der Aufwertung des Pfundes noch vergrößert.

Da die Inflationsrate im März mit 3,1% mehr als 1%-Punkt über dem Inflationsziel der *Bank of England* von 2% lag, hat diese in zwei weiteren Schritten den Leitzins auf 5,75% erhöht. Mittlerweile hat sich der Preisanstieg zwar wieder beruhigt und liegt mit 1,9% knapp unter dem Zielwert. Allerdings sieht die Zentralbank in der mittleren Frist, wohl auch aufgrund des weiterhin hohen Anstiegs der Geldmenge, immer noch Inflationsrisiken, die einen weiteren Zinsschritt erforderlich machen könnten.

Damit würde aber das Risiko eines Einbruchs am Immobilienmarkt, ähnlich dem in den USA, steigen. In realer Rechnung sind die Preise für Häuser seit

ihrem letzten Tiefpunkt vor rund 12 Jahren um 160% gestiegen⁶ und damit stärker als in den USA (ARGE 2006: 10). Spiegelbildlich ist die Verschuldung der privaten Haushalte seit dem Jahr 2000 um rund 50% gestiegen (Bank of England 2007: 13). Damit sind diese, gemessen am verfügbaren Einkommen, im Durchschnitt stärker verschuldet als die Bürger der USA (Girouard et al. 2006: 7). Ferner führt die Ausgestaltung der Hypothekenkredite in Großbritannien dazu, dass Zinserhöhungen erst mit Verzögerung zu einer steigenden Belastung der Schuldner führen. Der *Council of Mortgage Lenders* (CML 2007a, S. 2) schätzt, dass in diesem und im nächsten Jahr die Festzinsphase von rund 2 Mill. Hypothekenkrediten ausläuft und die betroffenen Haushalte daran anschließend sehr viel höhere Zinszahlungen zu leisten haben. Im ersten Halbjahr ist die Zahl der Pfändungen von Hauseigentum bereits um 18% gegenüber dem Vorhalbjahr gestiegen, womit sie sich freilich historisch gesehen immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau befindet (CML 2007b).

**Immobilienmarkt
ist auch für
die britische
Konjunktur ein
Risiko**

Die öffentlichen Haushalte befinden sich Dank der guten Konjunktur in einer besseren Verfassung. Im Fiskaljahr 2006/07 (Ende: März 2007) sank das Defizit um einen halben Prozentpunkt auf 2,7% des BIP. Zu diesem Zeitpunkt endete nach Einschätzung der Regierung auch der Konjunkturzyklus (HM Treasury 2006: 216), sodass die *golden rule*, nach der über den Zyklus ausschließlich Investitionen kreditär finanziert werden dürfen, eingehalten wurde. Ferner wurde, mit Ausnahme des ersten Jahres des Zyklus (1997/98), die *sustainable investment rule* eingehalten, nach der der Schuldenstand unter 40% des BIP liegen soll. Für das kommende Jahr sollen die Ausgaben verlangsamt um real nur noch 2% angehoben werden, womit der Anstieg wohl hinter dem Wirtschaftswachstum zurückbleiben wird.

Im Prognosezeitraum dürfte der Aufschwung an Kraft verlieren. Zum einen dürfte die steigende Zinsbelastung der privaten Haushalte zu einer Zurückhaltung beim privaten Konsum führen, zumal wieder mit einer ansteigenden Sparneigung zu rechnen ist. Die Investitionen dürften etwas schwächer steigen als im vergangenen Jahr, insbesondere dürfte sich der Anstieg bei den Wohnungsbauinvestitionen abschwächen. Der Fehlbetrag im Außenhandel dürfte aufgrund der Aufwertung des britischen Pfundes in diesem Jahr zunehmen. Insgesamt gehen wir von einem BIP-Wachstum von 2,9% in diesem und 2,4% im nächsten Jahr aus.

⁶ Gemessen am *Nationwide* Hauspreisindex, der mit dem Einzelhandelspreisindex deflationiert wurde.

Tabelle 7

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in den neuen EU-Ländern¹									
2006 bis 2008									
	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote ²		
	2006	2007 ^P	2008 ^P	2006	2007 ^P	2008 ^P	2006	2007 ^P	2008 ^P
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	6,1	6,4	5,1	1,3	2,4	2,1	13,8	12,7	11,8
Tschechien	6,4	6,1	5,9	2,1	2,6	2,5	7,1	6,7	6,3
Ungarn	3,9	3,0	3,7	4,0	8,0	6,0	7,5	7,4	7,5
Slowakei	8,3	9,3	8,4	4,3	1,9	4,2	13,4	12,6	11,9
Estland	11,4	8,5	6,4	4,4	6,0	5,3	5,9	5,6	5,4
Lettland	12,0	10,4	8,1	6,6	8,9	6,5	6,8	6,6	6,3
Litauen	7,5	7,7	7,1	3,8	4,7	3,0	5,6	5,3	5,1
Insgesamt ³	6,0	5,8	5,2	2,4	3,6	3,1	10,8	10,0	9,5

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und der OECD. – ¹Zypern und Malta wegen des geringen Gewichts nicht erfasst. – ²Standardisiert. – ³Summe der aufgeführten Länder; BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2003 in Dollar, Arbeitslosenquote mit der Zahl der Erwerbspersonen. – ^PEigene Prognose. – ^SZum Teil eigene Schätzungen.

2.6 Anhaltend steigende Inlandsnachfrage in den neuen EU-Ländern

Das Wirtschaftswachstum in den neuen Mitgliedsländern der EU ist weiterhin hoch, hat sich aber im ersten Halbjahr 2007 insgesamt gesehen etwas abgeschwächt. Die Expansion wird derzeit weiterhin vor allem von der Binnennachfrage getragen. Der private Konsum expandiert angesichts sinkender Arbeitslosigkeit und steigender Einkommen kräftig. Auch die privaten Investitionen werden zügig ausgeweitet. Beim Außenhandel bestehen beträchtliche Unterschiede. Während in der Slowakei die Exporte kräftig ausgeweitet wurden, sind in den baltischen Staaten die Importe deutlich schneller gestiegen, sodass sich dort das ohnehin hohe Leistungsbilanzdefizit weiter erhöhte.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich in den meisten Ländern rasch, was in einigen Bereichen bereits zu Engpässen zu führen scheint. Angesichts der insgesamt immer noch hohen Arbeitslosigkeit handelt es sich dabei zwar nicht um ein generelles Problem. Jedoch steigen zumindest in einigen Regionen und Branchen die Löhne bereits verstärkt. Aufgrund des hohen Produktivitätswachstums in der Industrie scheinen die Unternehmen bisher in der Lage gewesen zu sein, die Erhöhung der Arbeitskosten zu verkraften. Jedenfalls ist die Inflation in den meisten Ländern rückläufig, wobei sich die Preissteigerung zwischen den Ländern immer noch deutlich unterscheidet. Allerdings ist in Anbetracht der steigenden Lohnkosten zu erwarten, dass die Geldpolitik den Restriktionsgrad weiter erhöhen wird.

**Punktueller
Knappheiten am
Arbeitsmarkt**

Trotz des kräftigen Wachstums in fast allen Ländern der Region verzeichnen gerade die großen Volkswirtschaften Polen, die Tschechische Republik und Ungarn erhebliche Defizite in den öffentlichen Haushalten. Zwar sind in allen Ländern Maßnahmen vorgesehen, um die Fehlbeträge zu reduzieren. Jedoch werden diese wohl erst nach und nach greifen.

Bleibt wie hier prognostiziert das internationale Umfeld weiterhin relativ günstig, dürfte die gesamtwirtschaftliche Expansion in den neuen EU-Mitgliedsländern hoch bleiben. Allerdings wird sich das Tempo angesichts der zu erwartenden Engpässe am Arbeitsmarkt und des zunehmenden Restriktionsgrades der Geldpolitik etwas abschwächen. Wir gehen von einer Expansion des BIP von 5,8% in diesem Jahr und von 5,2% im kommenden Jahr aus.

Literatur

- ABARE – Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ed.) (2007), World prices remain volatile. *Australian Commodities* 07.2. Internet: www.abareconomics.com/interactive/ac_june07/pdf/oilgas.pdf, Download vom 10.9.2007.
- ARGE – Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V. (Hrsg.) (2006), *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2006*. Berlin.
- Bank of England (ed.) (2007), *Inflation Report August*. London. Internet: www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir07aug.pdf, Download vom 10.9.2007.
- Bank of Tokyo Mitsubishi (ed.) (2007), Moderate Slowdown Continues. *Economic Monthly* 2007 (July).
- Borbély, D. (2007), Rohöl: Stürmische Zeiten? – Drei Szenarien für den Ölpreis bis Ende 2007. *Volkswirtschaft Spezial*. Deka Bank, Frankfurt a.M. Internet: www.dekabank.de/globaldownload/de/economics/vowi_spezial/VS_07-08-21_Oelpreis_szenarien.pdf, Download vom 10.9.2007.
- CBO – Congressional Budget Office (2007), *The Budget and Economic Outlook: An Update*. August 2007. Internet: www.cbo.gov/ftpdocs/85xx/doc8565/08-23-Update07.pdf, Download vom 10.9.2007.
- CML – Council of Mortgage Lenders (ed.) (2007a), *Market Commentary August 2007*. London.
- CML – Council of Mortgage Lenders (ed.) (2007b), *CML Arrears and Possessions Statistics August 2007*. Press Release. London.
- Döhrn, R. et al. (2007), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Kein Ende des Aufschwungs absehbar. *RWI : Konjunkturberichte* 58 (1): 27–84.
- EC – European Commission (ed.) (2007), *Quarterly Report on the Euro Area*. Vol. 6 (2). Brüssel.
- EUREN – European Economic Research Network (ed.) (2006), The EUREN/CEPRDE High Frequency Model for the Euro area. EUREN-News #1 2006. Internet: www.rwi-essen.de/euren.

- Girouard, N. et al. (2006), Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable? OECD Economics Department Working Paper 535. Paris.
- HM Treasury (ed.) (2006), *Pre-Budget Report 2006*. London.
- Hoggarth, G. et al. (2002), Costs of banking system instability: Some empirical evidence. *Journal of Banking & Finance* 26: 825–855.
- IEA – International Energy Agency (ed.) (2007), *Oil Market Report*. Paris.
- IMF – International Monetary Funds (ed.) (2003), *When Bubbles Burst*. World Economic Outlook: Growth and Institutions. Washington, DC.
- Kaminsky, G. L. and C.M. Reinhart (1996), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. International Finance Discussion Paper 544. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC. Internet: www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/544/ifdp544.pdf, Download vom 10.9.2007.
- Kiff, J. and P. Mills (2007a), Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper 07/188. Washington, DC.
- Kiff, J. and Mills, P. (2007b), Lessons from Subprime Turbulence. *IMF Survey Magazine: IMF Research*. Washington, DC. Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES0823A.htm, Download vom 7.9.2007.
- Mishkin, F.S. (2007), Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Finance and Economic Discussion Series., Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, DC.
- o.V. (2007), Exzesse im Erdölmarkt. *Neue Zürcher Zeitung* 2007 (20.8.).
- OECD (ed.) (2007), *Economic Outlook* 81. Paris.
- Tokgoz, S. et al. (2007), Emerging Biofuels: Outlook of Effects on U.S. Grain, Oilseed, and Livestock Markets. Staff Report 07–SR 1001. Iowa State University, Ames.

**Roland Döhrn, György Barabas, Heinz Gebhardt, Günter Schäfer,
Torsten Schmidt, Hans-Karl Starke und Tobias Zimmermann**

Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Belastungen für den Aufschwung nehmen zu¹

Kurzfassung

In Deutschland setzte sich im ersten Halbjahr 2007 der Aufschwung fort, wenn auch verlangsamt. Getragen wurde er vor allem von den Ausrüstungsinvestitionen. Die Bauinvestitionen und die privaten Konsumausgaben hingegen wurden durch die Mehrwertsteuererhöhung zu Jahresbeginn beeinträchtigt. Die Außenwirtschaft lieferte unverändert einen hohen Beitrag zum Wachstum. Der Aufschwung scheint um die Jahreswende 2006/07 einen vorläufigen Höhepunkt erreicht zu haben. Jedenfalls verschlechtern sich die Werte in den Konjunkturumfragen seitdem. Jedoch lagen alle Indikatoren noch weit über dem langfristigen Durchschnitt. Zur Jahresmitte 2007 standen also die Zeichen für eine Fortsetzung der kräftigen Expansion gut. Aber nun haben sich die Aussichten hierzulande aufgrund der Hypothekenkrise in den USA eingetrübt.

Unsere Prognose beruht auf der Annahme, dass die Probleme beherrscht werden können, d.h., dass es zu keiner Rezession in den USA kommen und die Hypotheken- sich nicht zu einer Finanzkrise verschärfen wird. Unter dieser Voraussetzung werden zwar die Weltwirtschaft etwas schwächer expandieren und sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verschlechtern. In Deutschland dürfte dies die Konjunktur aber lediglich dämpfen, jedoch keinen Abschwung auslösen. Für 2007 prognostizieren wir deshalb einen Anstieg des BIP um 2,5%, für 2008 um 2,3%. Die Jahresdurchschnittsraten sind allerdings wesentlich von Überhängen und Kalendereffekten beeinflusst und unterzeichnen die Verlangsamung der Expansion. Der Zuwachs des saison- und arbeitstäglich bereinigten BIP im jeweiligen Schlussquartal liegt unserer Einschätzung nach 2007 bei 2,2% und 2008 bei 1,6%; 2006 hatte er noch 3,9% betragen.

Insbesondere bei den Investitionen ist 2008 ein langsamerer Anstieg zu erwarten. Dabei spielt neben den höheren Finanzierungskosten eine Rolle, dass dann ungünstigere Abschreibungsregeln gelten – mit entsprechenden Vorzuzieheffekten. Kräftiger als bisher dürften die privaten Konsumausgaben steigen, da die realen verfügbaren Ein-

¹ Abgeschlossen am 14. September 2007. Wir danken Florian Verheyen für die Mitarbeit. Kritische Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Wim Kösters, Torge Middendorf, Christoph Schmidt und Joachim Schmidt. Für technische Unterstützung bedanken wir uns bei Anette Hermanowski, Waltraud Lutze, Renate Racz, Fabienne Rasel, Chanika Remset, Gisela Schubert sowie Daniela Schwandt.

Tabelle 1

Eckwerte der Prognose für 2007 und 2008 2006 bis 2008			
	2006	2007 ^P	2008 ^P
Bruttoinlandsprodukt ¹ , Veränderung in %	2,9	2,5	2,3
Erwerbstätige ² , in 1 000	39 089	39 745	40 070
Arbeitslose ³ , in 1 000	4 487	3 800	3 490
Arbeitslosenquote ⁴ , in %	10,3	8,7	8,0
Verbraucherpreise, Veränderung in %	1,7	1,9	2,0
Lohnstückkosten ⁵ , Veränderung in %	-1,1	0,8	1,6
Finanzierungssaldo des Staates ⁶			
in Mrd. €	-37,3	0,6	10,0
in % des BIP	-1,6	0,0	0,4
Leistungsbilanzsaldo ⁷ , in Mrd. €	117,0	139,0	148,0

Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes, der Deutschen Bundesbank und der Bundesagentur für Arbeit; Veränderung jeweils gegenüber dem Vorjahr. – ¹Preibereinigt. – ²Im Inland. – ³Nationale Abgrenzung. – ⁴Bezogen auf inländische Erwerbspersonen. – ⁵Arbeitnehmerentgelte je Beschäftigten bezogen auf das reale BIP je Erwerbstätigen. – ⁶In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. – ⁷In der Abgrenzung der Zahlungsbilanzstatistik. – ^PEigene Prognose.

kommen wohl rascher zunehmen; dämpfend wirkt jedoch voraussichtlich die Teuerung. Zunehmende Arbeitskosten und deutlich höhere Weltmarktpreise für viele Agrargüter dürften auf die Verbraucherpreise (1,9% 2007 bzw. 2,0% 2008) durchschlagen. Bei alledem erwarten wir, dass sich die Besserung am Arbeitsmarkt fortsetzt.

Die Finanzpolitik dürfte 2008 expansiv ausgerichtet sein. Die Reform der Unternehmensbesteuerung führt zu Einnahmeausfällen, während die Staatsausgaben nach den Haushaltsplänen verstärkt zunehmen sollen. Wir erwarten eine um 0,4%-Punkte höhere „strukturelle“ Defizitquote. Gleichwohl dürfte aufgrund konjunkturbedingter Mehreinnahmen in diesem Jahr ein leichter Überschuss im Staatshaushalt erzielt werden, der 2008 auf 10 Mrd. € steigen könnte.

Die Prognose ist mit großen Risiken behaftet. Sollte es in den USA zu einer Rezession kommen oder der Bankensektor in eine Krise geraten, wäre mit beträchtlichen negativen Folgen für die Konjunktur weltweit und in Deutschland zu rechnen. Ob dies eintritt, hängt wesentlich von der Geldpolitik ab. Diese befindet sich in einem Konflikt: Einerseits muss sie stabilisierend auf die Finanzmärkte einwirken, was für sich genommen einen expansiveren Kurs erfordert, andererseits bestehen weiter Inflationsgefahren, wohl auch, weil in der Vergangenheit – ebenfalls in Reaktion auf diverse Krisen – die Liquidität kräftig ausgeweitet wurde.

1. Überblick

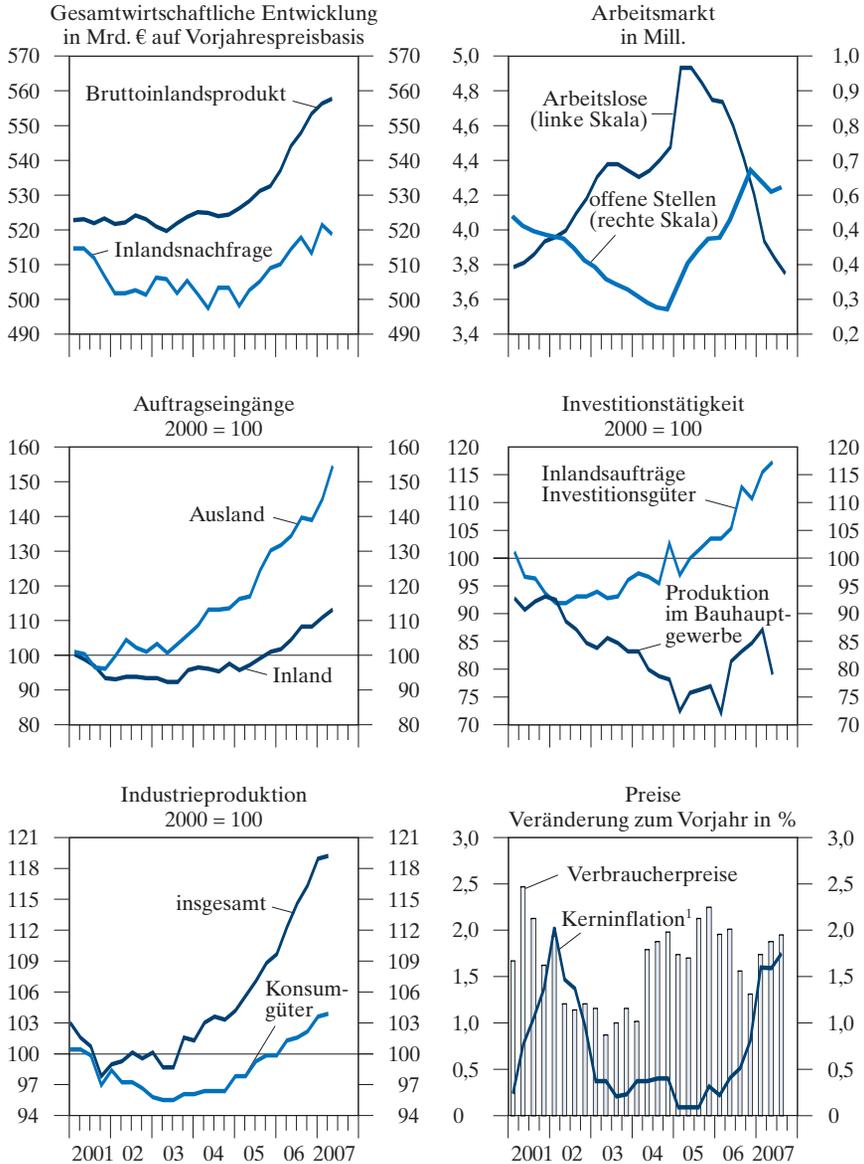
1.1 Wolken am Konjunkturhimmel

Die deutsche Wirtschaft wuchs im ersten Halbjahr 2007 weiterhin kräftig, wenn auch nicht mehr ganz so wie in der zweiten Hälfte des Vorjahres. Diese Abschwächung war aber im Zusammenhang mit der Erhöhung der Mehr-

Schaubild 1

Indikatoren zur Konjunktur

2001 bis 2007; saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes und der Bundesagentur für Arbeit. – ¹Ohne Energie, saisonabhängige Güter, Mieten und administrierte Preise.

wertsteuer ohnehin allgemein erwartet worden. Dass das BIP sich im zweiten Vierteljahr saison- und arbeitstäglich bereinigt weniger (0,3%) gegenüber dem Vorquartal erhöhte als im ersten (0,5%), ist allerdings kein Hinweis auf eine Abwärtstendenz. Dies war vielmehr von uns so prognostiziert worden (Döhrn et al. 2007: 34–36), weil aufgrund des sehr milden Winters die Bauproduktion zu Jahresbeginn ungewöhnlich hoch war, danach aber naturgemäß die übliche Frühjahrsbelebung ausblieb, was zu der Schwäche im zweiten Vierteljahr führte. Die Konjunkturindikatoren weisen gleichwohl auf eine Fortsetzung des Aufschwungs hin (Schaubild 1).

Getragen wurde die Expansion vor allem von den Ausrüstungsinvestitionen. Sie wurden kontinuierlich und kräftig ausgeweitet und bestimmten – gemessen am Wachstumsbeitrag – die Expansion des BIP fast zur Hälfte. Bei den anderen Verwendungskomponenten gibt es keine eindeutige Tendenz: Die Bauinvestitionen schwankten aus den genannten Gründen. Unstetig waren auch die privaten Konsumausgaben, die zu Jahresbeginn infolge der Mehrwertsteuererhöhung rückläufig waren, danach aber wieder zunahmen. Auch sank der Außenbeitrag zu Jahresbeginn etwas, weil die Exporte leicht zurückgingen, die Importe aber zunahmen; im zweiten Quartal kehrte sich dies um.

Weiterhin positive
konjunkturelle
Grundtendenz ...

Es gibt Anzeichen, dass der Aufschwung um die Jahreswende 2006/07 einen vorläufigen Höhepunkt erreicht hatte. Der ifo-Konjunkturtest lieferte damals die höchsten Werte für die Einschätzung der Geschäftslage; die Kapazitätsauslastung ging im zweiten Quartal leicht zurück, und der Auftragsbestand wurde etwas ungünstiger beurteilt. Doch alle Indexwerte liegen immer noch deutlich über dem Durchschnitt seit der Wiedervereinigung.

Daher deuten die Indikatoren zwar auf eine etwas gemächlichere Expansion hin, nicht aber auf einen bevorstehenden Abschwung. Auch nahmen die Auftragseingänge in der Tendenz weiter zu, wenn auch unter großen Schwankungen aufgrund von Großaufträgen insbesondere an den Luft- und Raumfahrzeugbau. Zudem hatte sich mit der günstigeren Situation am Arbeitsmarkt das Konsumklima spürbar aufgehellt.

Bis zur Jahresmitte standen also die Zeichen gut für einen anhaltenden Aufschwung. Seit Bekanntwerden der Auswirkungen der Immobilienkrise in den USA auf den Bankensektor haben sich aber die Konjunkturaussichten eingetrübt. Der ZEW-Index, der auf Änderungen von Erwartungen besonders sensibel reagiert, ging bereits im Juli deutlich zurück und fiel im August in den negativen Bereich, d.h. die Zahl der Konjunkturpessimisten überwiegt inzwischen. Der ifo-Konjunkturtest vom August weist auf schlechtere Geschäftserwartungen hin. Allerdings sind solche Umschwünge

... aber wachsende
Verunsicherung
durch
Hypothekenkrise

nicht ungewöhnlich, wenn die Öffentlichkeit mit ungünstigen Nachrichten konfrontiert wird. Häufig wurden in der Vergangenheit die Einschätzungen alsbald wieder korrigiert, wenn sich die Verunsicherung legte.

Entscheidend für den Prognosezeitraum ist, welche Auswirkungen die Hypothekenkrise auf die Realwirtschaft in den USA hat, wie sie den Bankensektor weltweit beeinflusst, aber auch wie die Wirtschaftspolitik darauf reagiert. Damit stehen Prognostiker derzeit vor dem grundlegenden Problem, dass sie sich zwischen unterschiedlichen Annahmen entscheiden müssen, ohne deren Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmen zu können. Es ist durchaus plausibel, ein „Schönwetterszenario“ zu zeichnen, das dadurch gekennzeichnet ist, dass sich die Hypothekenkrise nicht zu einer Bankenkrise verschlimmert und die realwirtschaftlichen Konsequenzen daher nicht allzu groß sind. Jedoch ist auch ein „Krisenszenario“ vorstellbar, in dem es zu einer globalen Bankenkrise kommt und daraus resultierend zu einer Kreditrationierung, wenn auch die Erfahrungen bezüglich Dauer und wirtschaftlicher Konsequenzen solcher Krisen gemischt sind, wie Hoggarth et al. (2002) in ihrem Überblick über Bankenkrisen zeigen. Die eigentliche Herausforderung für den Prognostiker ist, sich für die wahrscheinlichste Annahme zu entscheiden. Eine solche Wahl lässt sich aber nur schwer empirisch begründen, wie z.B. die Erfahrung von Frühwarnsystem für Währungskrisen zeigen (Berg et al. 2005).

Wahl der
wahrscheinlichsten
Annahmen stellt
Herausforderung
für Prognostiker dar

1.2 Annahmen der Prognose

Die vorliegende Prognose fußt auf der Annahme, dass die Immobilienkrise zwar die wirtschaftliche Entwicklung weltweit belasten wird, dass es aber nicht zu einer Verschärfung bis hin zu einer Bankenkrise kommt, auch weil es den Notenbanken gelingen wird, Liquiditätsengpässe bei den Banken zu beseitigen. Im Einzelnen schlägt sich diese Einschätzung in folgenden Annahmen nieder:

- Die internationale Konjunktur verliert im Prognosezeitraum an Tempo. Wir erwarten, dass der Welthandel mit Waren in diesem Jahr um 7,2%, im kommenden um 6,5% ausgeweitet wird.
- Der Preis für Rohöl (Brent) bleibt auf hohem Niveau (70 \$/b), um das er beträchtlich schwanken dürfte.
- Der Wechselkurs des Euro liegt bei 1,37 \$/€.
- Die EZB wird den Leitzins nach Abklingen der Turbulenzen an den Finanzmärkten auf 4,25% anheben und ihn anschließend unverändert lassen.
- Die Beiträge zur Arbeitslosenversicherung werden zu Jahresbeginn 2008 um 0,3%-Punkte gesenkt, die zur Pflegeversicherung zur Jahresmitte um 0,25%-Punkte erhöht.

Kasten 1

Potenzialschätzung für Deutschland

Zur Beurteilung der Wachstumsperspektiven haben wir in den vergangenen Konjunkturberichten mehrfach als Annäherung für das Produktionspotenzial das Trendwachstum des BIP verwendet. Dessen Berechnung erfolgt üblicherweise mit Hilfe statistischer Filterverfahren; wir verwendeten dazu einen HP-Filter. Dies hat allerdings den Nachteil, dass bei der Bestimmung des Potenzialwachstums auf ökonomische Erklärungsfaktoren völlig verzichtet wird. Zudem ist die Schätzung am Ende des Beobachtungszeitraums ansatzbedingt mit erheblichen Unsicherheiten behaftet.

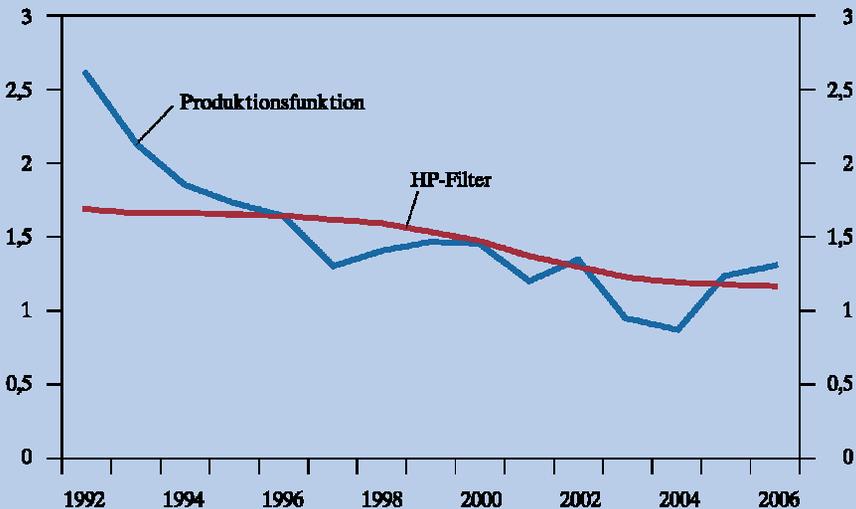
Ein alternatives Verfahren zur Berechnung des Trend- bzw. des Potenzialwachstums basiert auf einem Produktionsfunktionsansatz. Ein solcher Ansatz erlaubt es – wie beim *growth accounting* – Veränderungen der Wachstumsrate des Produktionspotenzials auf Veränderungen bei den Produktionsfaktoren zurückzuführen. Ausgangspunkt des an die OECD (2006) angelehnten Verfahrens ist eine Produktionsfunktion vom *Cobb-Douglas*-Typ:

$$Y_t^{pot} = K_t^{1-\alpha} (A_t L_t)^\alpha.$$

Die meisten Variablen sind standardmäßig definiert: K ist der Kapitalstock, A der Harrod-neutrale technische Fortschritt und L das Arbeitsvolumen. Der Kapitalstock wird mit Hilfe der *perpetual inventory method* aus den Nettoinvestitionen und einem Anfangskapitalstock berechnet. Der technische Fortschritt wird berechnet, indem man die Produktionsfunktion nach A auflöst. Das Arbeitsvolumen schließlich wird wie folgt berechnet:

$$L_t = Std_t \cdot Part_t \cdot Anteil_t \cdot Bev_t \cdot (1 - NAIRU_t).$$

Dabei steht Std für die geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen, $Part$ für die Partizipationsrate der arbeitenden Bevölkerung, $Anteil$ für die Relation aus Erwerbspersonen und Bevölkerung zwischen 20 und 60 Jahren, Bev für die Zahl der 20- bis 60-Jährigen in der Bevölkerung und $NAIRU$ für die natürliche Arbeitslosenquote. Von allen Variablen außer $NAIRU$ werden die Trendkomponenten des HP-Filters verwendet. Die Produktionselastizität des Faktors Arbeit (α) wird durch die durchschnittliche Lohnquote der Jahre 1991 bis 2006 bestimmt.

**Trend- und Potenzialwachstum in Deutschland
1992 bis 2006; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %**


Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes.

noch Kasten 1

Die Wachstumsraten des so berechneten Produktionspotenzials sind im Schaubild dargestellt. Zum Vergleich ist die mit Hilfe eines HP-Filters berechnete Trendwachstumsrate des BIP abgetragen. Zunächst ist auffällig, dass die Wachstumsrate des HP-Trends über den gesamten Betrachtungszeitraum tendenziell fällt. Im Unterschied dazu steigt die Wachstumsrate des Produktionspotenzials seit 2005 bereits wieder an, was wir aufgrund der Reformen der vergangenen Jahre vermutet hatten (Döhrn et al. 2006: 139–141). Sie beträgt am aktuellen Rand 1,3%. Hier dürfte sich beim HP-Filter das angesprochene Endwertproblem auswirken. Schaut man sich im Rahmen des Produktionsfunktionsansatzes an, auf welche Komponenten die Zunahme des Produktionspotenzials zurückzuführen ist, stellt man fest, dass der Kapitalstock einen wichtigen Erklärungsbeitrag leistet, dessen Zunahme sich aber erst 2006 beschleunigt hat. Einen weiteren wichtigen Erklärungsbeitrag für den Anstieg liefert eine Zunahme der Partizipationsrate. Dieser Effekt hat bereits seit 2000 den Rückgang des Potenzialwachstums gedämpft und zu dem Anstieg ab 2005 beigetragen. Dieser Vergleich zeigt, dass die Wachstumsrate des HP-Trends nur als ein sehr grobes Maß für das Potenzialwachstum angesehen werden kann.

- Die Finanzpolitik wird, nachdem sie in diesem Jahr merklich restriktiv wirkte und das „strukturelle“ Defizit um 0,9%-Punkte minderte, 2008 expansiv ausgerichtet sein. Die Steuerbelastung der Unternehmen sinkt, und die Ausgaben dürften merklich rascher expandieren als bisher. Das strukturelle Defizit vergrößert sich nach unserer Einschätzung um 0,4%-Punkte.
- Die Tariftlöhne werden nach einem Anstieg um 1,6% in diesem Jahr 2008 voraussichtlich um 2,5% steigen.

1.3 Aufschwung verliert an Tempo

Treffen diese Annahmen zu, dürfte sich der Aufschwung fortsetzen, die Expansion aber an Tempo verlieren. Für dieses Jahr prognostizieren wir einen Anstieg des BIP um 2,5%, für 2008 einen um 2,3%. Die Jahresdurchschnittsraten sind allerdings wesentlich von statistischen Überhängen und Kalendereffekten beeinflusst. So stehen 2007 weniger Arbeitstage als im langjährigen Durchschnitt zur Verfügung, 2008 hingegen deutlich mehr. Daher kommt die konjunkturelle Dynamik besser in den Verlaufsraten zum Ausdruck, also dem

**Deutlich
langsames
BIP-Wachstum im
Jahresverlauf**

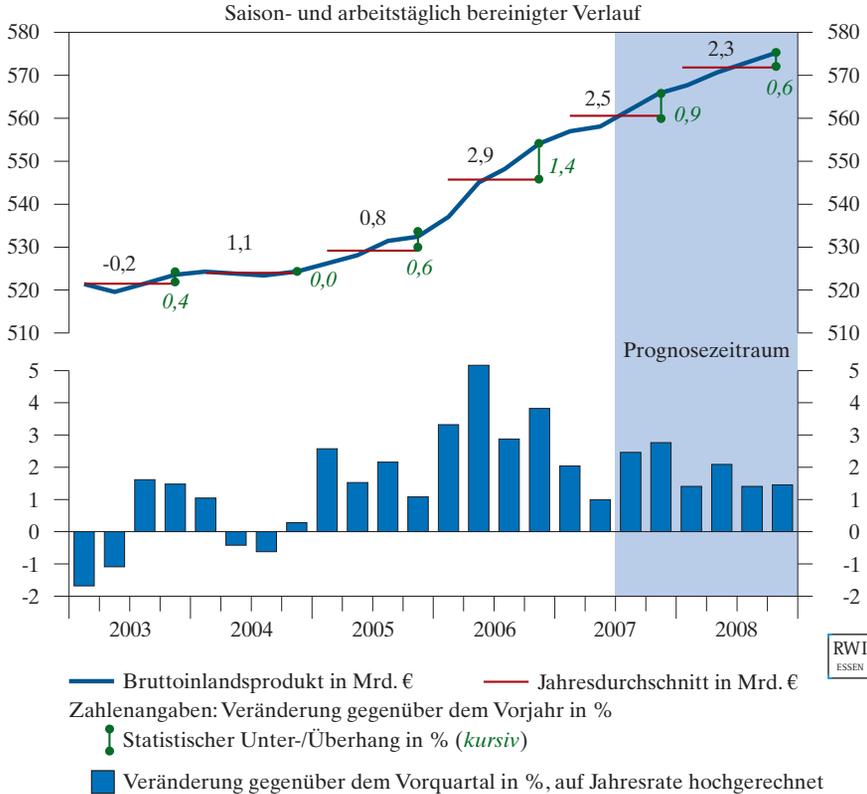
Zuwachs des saison- und arbeitstäglich bereinigten BIP im Schlussquartal des Jahres gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert. Sie liegt unserer Einschätzung nach 2007 bei 2,2% und 2008 bei 1,6%. Ende vergangenen Jahres hatte sie 3,9% betragen. Gegen Ende kommenden Jahres – am Ende des Prognosezeitraums – würde die Wirtschaftsleistung somit nur wenig rascher zunehmen als das Produktionspotenzial (Kasten 1).

Dass der Aufschwung an Tempo verliert, liegt vor allem an zwei Faktoren. Zum einen dürfte – wie im internationalen Teil des Berichts ausgeführt – die Expansion der Weltwirtschaft nachlassen, insbesondere weil sich die Konjunktur in den USA abschwächt, aber auch, weil sich die Finanzierungsbedingungen in vielen Ländern verschlechtern, da die Risikoaufschläge steigen und

Schaubild 2

Bruttoinlandsprodukt in Deutschland

2003 bis 2008; real



Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes.

damit höhere Zinsen verlangt werden als zuletzt, als sie ungewöhnlich niedrig waren. Zum anderen verlieren die Investitionen wohl an Dynamik, nicht nur, weil auch hierzulande die Kreditzinsen vor allem für Unternehmen mit geringerer Bonität steigen dürften, sondern auch weil sich zu Jahresbeginn 2008 die Abschreibungsregeln verschlechtern, wodurch ein Anreiz besteht, Investitionen vorzuziehen. Der hohe Auftragseingang aus dem Inland bei den Herstellern von Kapitalgütern weist auf kräftige Investitionen in den kommenden Monaten hin.

Stärker ausgeweitet als bislang werden nach unserer Einschätzung die privaten Konsumausgaben, da die realen verfügbaren Einkommen rascher steigen dürften. Als maßgeblich dafür erachten wir den in den vergangenen Monaten

bereits kräftigen Beschäftigungsaufbau und die höheren Lohnsteigerungen. Auch zeichnet sich ab, dass die Renten Mitte 2008 wieder stärker erhöht werden. Allerdings verliert wohl auch der private Konsum im Verlauf des Jahres 2008 an Tempo. Dämpfend dürfte dabei auch eine Beschleunigung des Preisanstiegs wirken. Die zunehmenden Arbeitskosten und die steigenden Weltmarktpreise für viele Agrargüter schlagen voraussichtlich nach und nach auf die Verbraucherpreise durch. Wir prognostizieren eine Teuerungsrate von 1,9% in diesem und 2,0% im kommenden Jahr.

Höhere Teuerung
dämpft
Konsumanstieg

Die Finanzpolitik dürfte 2008 expansiv ausgerichtet sein, da die Reform der Unternehmensbesteuerung zu Einnahmeausfällen führt, und die Ausgaben nach den vorliegenden Planungen verstärkt zunehmen. Der Staatsverbrauch wird dabei voraussichtlich stärker ausgeweitet als bislang, auch weil aufgrund der besseren Finanzlage Sachaufwendungen aufgestockt und auch wieder Personal eingestellt werden sollen. Zudem wurden neue Transfers eingeführt, z.B. das Elterngeld und Eingliederungsmaßnahmen für Arbeitslose, sowie für bestehende, wie das BAFöG, mehr ausgegeben. Die Lage der öffentlichen Haushalte dürfte sich gleichwohl weiter verbessern, da konjunkturbedingte Mehreinnahmen bei Steuern und Sozialabgaben und Minderausgaben wahrscheinlich sind. Bereits für dieses Jahr prognostizieren wir einen leichten Überschuss im Staatshaushalt, der 2008 auf 10 Mrd. € steigen könnte.

Bei alledem ist zu erwarten, dass die Besserung am Arbeitsmarkt anhält, allerdings dürfte sich der Beschäftigungsaufbau verlangsamen. Die Arbeitslosenquote wird aller Voraussicht nach im Jahresdurchschnitt 8,7% in diesem und 8,0% im kommenden Jahr betragen. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen dürfte dabei bis zum Jahresende 2008 auf (saisonbereinigt) 3,4 Mill. sinken.

1.4 Risiken

Wie bereits dargestellt, ist diese von uns für wahrscheinlich gehaltene Prognose mit großen Risiken behaftet. Diese sowie die Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens sind schwer zu quantifizieren. Was die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen unserer Prognose angeht, ist nicht auszuschließen, dass sich die Konjunktur in den USA weitaus stärker abschwächt als hier unterstellt. Da dies mit geringeren amerikanischen Einfuhren einherginge, wären negative Wirkungen auf die Expansion in den anderen Industrieländern und in den Schwellenländern – auch Deutschland – zu erwarten. Wie in Kasten 2 ausgeführt, würde ein um 1%-Punkt schwächeres Wachstum in den USA je nach verwendetem Analyseansatz das deutsche BIP um 0,3

US-Rezession
könnte deutsche
Konjunktur spürbar
dämpfen

Kasten 2

Zum Einfluss eines Abschwungs in den USA auf die deutsche Wirtschaft

Eine Verlangsamung der Konjunktur in den USA hat erfahrungsgemäß beträchtliche Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung in anderen Ländern. Schätzungen mit verschiedenen ökonometrischen Mehrländer-Modellen ergeben beispielsweise, dass ein um 1%-Punkt niedrigeres BIP-Wachstum in den USA die Expansion des deutschen BIP im Jahr der Störung um 0,1%-Punkte, im Jahr danach um 0,3%-Punkte (SVR 2001: 471) bzw. 0,4%-Punkte (ARGE 2001: 9) reduziert.

Als einfache Alternative zu derartiger Schätzung mit Strukturmodellen kann man den Einfluss der USA auf das Wirtschaftswachstum in Deutschland auch direkt berechnen. Dazu bietet sich ein vektor-autoregressives (VAR) Modell an. Darin wird die Produktionslücke in Deutschland (GAP_GER) durch die Produktionslücken Deutschlands und der USA (GAP_USA) in der Vergangenheit erklärt. Angenähert werden die Produktionslücken durch die Abweichung des tatsächlichen BIP von seinem mit dem Hodrick-Prescott-Filter ermittelten Trendwert. Der Sachverständigenrat legte 2001 eine solche Rechnung für den Stützzeitraum 1978 bis 2001 vor (SVR 2001: 458-479). Als optimal ermittelte er eine Spezifikation, in der die Produktionslücken mit einer Verzögerung um ein Quartal berücksichtigt werden. Für die Zeit seit der Wiedervereinigung ergab seine Rechnung, dass ein Anstieg der Produktionslücke der USA um 1%-Punkt das deutsche BIP maximal um 0,6%-Punkte erhöht, wobei dieser Wert nach zwei bis drei Quartalen erreicht wurde und der Effekt sich danach wieder abschwächte. Allerdings hängt die Stärke der Reaktion vom gewählten Stützbereich ab.

Um zu überprüfen, ob derzeit noch mit den gleichen Reaktionen zu rechnen ist, haben wir den Ansatz des SVR für den Zeitraum 1975 bis 2007 bzw. 1993 bis 2007 geschätzt. Dabei ergaben sich folgende Ergebnisse¹:

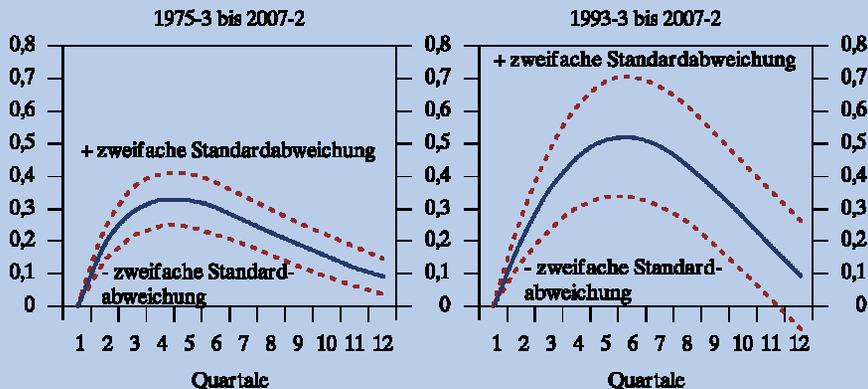
Stützbereich 1975-3 bis 2007-1:

$$GAP_GER = -0,00031 + 0,593 GAP_GER_{t-1} + 0,194 GAP_US_{t-1}$$

(-0,45) (8,37) (3,64)

$$R^2 \text{ (adj.)} = 0,628$$

Veränderung der Produktionslücke in Deutschland in Reaktion auf eine Änderung der Produktionslücke in den USA um einen Prozentpunkt
Impuls-Antwort-Funktionen für unterschiedliche Stützbereiche



Eigene Berechnungen.

¹Es werden nur die Gleichungen für die deutsche Produktionslücke wiedergegeben. Unter den Koeffizienten stehen in Klammern die t-Werte. Im Schätzzeitraum 1975–2007 wurden außerdem zwei Dummyvariablen in der Gleichung verwendet um den Einfluss der Wiedervereinigung zu berücksichtigen. Auf eine Darstellung ihrer Koeffizienten wird hier verzichtet.

noch Kasten 2

Stützbereich 1993-2 bis 2007-1:

$$GAP_GER = 0,00016 + 0,797 GAP_GER_{t-1} + 0,233 GAP_US_{t-1}$$

(0,24) (10,62) (2,94)

$$R^2 \text{ (adj.)} = 0,749$$

Die Impuls-Antwort-Funktionen zeigen (Schaubild), dass sich die Reaktionsweisen in den vergangenen sechs Jahren wenig geändert haben. Legt man den Schätzzeitraum 1993 bis 2007 zu Grunde, so erreicht die Wirkung einer Veränderung der Produktionslücke in den USA auf das deutsche BIP nach 5 Quartalen mit 0,6%-Punkten seinen höchsten Wert. Im Durchschnitt der ersten 4 Quartale beträgt der Einfluss auf die deutsche Wirtschaftsleistung 0,3%-Punkte, in den nächsten 4 Quartalen gut 0,5%-Punkte. Damit sind die hier ermittelten Reaktionen etwas stärker als die von den oben aufgeführten ökonometrischen Modellen berechneten. Die Schätzungen verdeutlichen, wie sehr ein wirtschaftlicher Einbruch in den USA die Expansion in Deutschland in Mitleidenschaft ziehen könnte.

bis 0,5%-Punkte verringern. Verstärkt werden könnten die negativen Wirkungen, wenn aufgrund ungünstigerer Wachstumserwartungen für die USA der Dollar weiter abwerten würde. Eine kontinuierliche Verteuerung des Euro um 0,03 \$/€ je Vierteljahr ab dem vierten Quartal 2007 würde nach Simulationen mit dem RWI-Konjunkturmodell die Expansion 2008 zwar nur wenig (-0,1%-Punkte), 2009 aber bereits deutlich (-0,8%-Punkte) dämpfen.

Weitaus größer dürften die Folgen für die deutsche Wirtschaft sein, wenn sich die Hypothekenkrise in den USA ausweiten und auch in Deutschland eine Bankenkrise auslösen würde, etwa weil deutsche Kreditinstitute mehr Wertpapiere halten, die mit Hypotheken in den USA unterlegt sind, als bisher abzusehen. Folge könnte zum einen sein, dass Kreditinstitute sich nur zu höheren Kosten am Interbankenmarkt refinanzieren können und damit auch die langfristigen Zinsen steigen. Ein um 1%-Punkt höherer langfristiger Zins ab dem vierten Quartal 2007 würde nach Berechnungen mit dem RWI-Konjunkturmodell das deutsche BIP im Jahr 2008 für sich genommen um 0,2% verringern. Ungleich größer wären die Konsequenzen, wenn es gar zu einer Kreditverknappung käme, wodurch Unternehmen ihre Investitionen nicht mehr finanzieren könnten, ihnen möglicherweise zusätzlich der Kontokorrent-Rahmen reduziert würde. Die Bundesrepublik hat eine solche Bankenkrise bisher nicht erlebt. Nach Erfahrungen anderer Länder könnte sie aber die Wirtschaftsleistung beträchtlich reduzieren. Im Durchschnitt früherer Bankenkrisen betrug der kumulierte Wachstumsverlust beim BIP je nach Untersuchungszeitraum 7 bis 10% (Schmidt 2001: 258)².

² Die verschiedenen von Schmidt (2001) ausgewerteten Untersuchungen unterscheiden zwischen reinen Bankkrisen und Bank- und Wechselkurskrisen. Bei letzteren waren die kumulierten Wachstumsverluste mit 14 bis 23% noch deutlich größer.

Tabelle 2

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland							
2006 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %							
	2006	2007 ^P	2008 ^P	2007 ^P		2008 ^P	
				1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Verwendung¹							
Konsumausgaben	0,9	0,7	1,9	0,3	1,1	2,2	1,6
Private Haushalte ²	1,0	0,3	1,8	-0,2	0,8	2,3	1,4
Staat	0,9	2,0	2,0	2,1	1,9	1,9	2,2
Anlageinvestitionen	6,1	6,1	2,3	7,4	4,9	2,1	2,4
Ausrüstungen	8,3	9,2	2,7	9,7	8,8	1,8	3,6
Bauten	4,3	3,7	1,4	6,0	1,8	1,5	1,3
Sonstige	6,7	4,6	6,5	4,3	4,8	9,2	4,1
Vorratsveränderung ³	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1
Inlandsnachfrage	1,9	1,4	1,7	1,3	1,4	1,8	1,6
Außenbeitrag ³	1,1	1,2	0,7	1,6	0,9	0,8	0,7
Exporte	12,5	7,8	6,2	9,7	6,0	7,1	5,2
Importe	11,2	5,7	5,3	6,9	4,7	6,3	4,4
Bruttoinlandsprodukt	2,9	2,5	2,3	2,9	2,2	2,5	2,2
Preise							
Bruttoinlandsprodukt	0,6	1,5	1,2	1,7	1,4	1,2	1,3
Konsumausgaben ²	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,4	1,8
Einfuhr	2,8	0,4	0,5	-0,2	1,0	1,1	0,0
Einkommensverteilung							
Arbeitnehmerentgelt	1,7	3,4	3,9	3,0	3,7	3,9	3,9
Gewinne ⁴	7,2	3,1	4,0	5,9	0,4	4,9	3,0
Volkseinkommen	3,6	3,3	3,9	4,0	2,6	4,2	3,6
Abgaben ⁵ ./ Subventionen	6,5	11,5	2,9	11,4	11,7	2,1	3,7
Nettonationaleinkommen	3,9	4,3	3,8	5,0	3,7	3,9	3,6
Abschreibungen	1,2	2,0	2,2	1,3	2,7	2,1	2,3
Bruttonationaleinkommen	3,5	4,0	3,5	4,4	3,6	3,7	3,4
Entstehung							
Erwerbstätige	0,6	1,7	0,8	1,8	1,5	0,9	0,7
Arbeitszeit	0,5	0,4	-0,2	0,6	0,3	0,2	-0,6
Arbeitstage	-0,7	-0,3	0,6	-0,4	-0,1	0,1	1,0
Arbeitsvolumen	0,5	1,8	1,2	2,0	1,6	1,1	1,2
Produktivität	2,4	0,7	1,2	0,8	0,6	1,4	1,0
Bruttoinlandsprodukt ¹	2,9	2,5	2,3	2,9	2,2	2,5	2,2
nachrichtlich:							
Erwerbslose ⁶ , in 1 000	3 432	2 790	2 440	2 973	2 607	2 564	2 317
Erwerbslosenquote, in %	8,1	6,6	5,7	7,0	6,1	6,1	5,4

Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes. – ¹Preisbereinigt. – ²Private Haushalte einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck. – ³Wachstumsbeitrag in %-Punkten. – ⁴Unternehmens- und Vermögenseinkommen. – ⁵Produktions- und Importabgaben. – ⁶In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO). – ^PEigene Prognose.

2. Nachfragekomponenten

2.1 Geringeres Exportwachstum, aber weiterhin positiver Wachstumsbeitrag des Außenhandels

Nachdem sich im September des vergangenen Jahres die deutschen Ausfuhren sprunghaft erhöht hatten, steigen sie derzeit nur noch mäßig und unter großen Schwankungen auf hohem Niveau. Der Vorjahresabstand beträgt rund 10%. Begünstigt durch die in der Vergangenheit rückläufigen Lohn-

Tabelle 3

Beitrag der Verwendungsaggregate¹ zum Wachstum des BIP							
2002 bis 2008; in %-Punkten							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^P	2008 ^P
Inlandsnachfrage	-2,0	0,6	-0,2	0,3	1,8	1,3	1,6
Konsumausgaben	-0,2	0,1	-0,2	0,1	0,7	0,6	1,4
Private Haushalte	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,6	0,2	1,0
Staat	0,3	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,4
Anlageinvestitionen	-1,2	-0,1	0,0	0,2	1,1	1,1	0,4
Ausrüstungen	-0,6	0,1	0,3	0,4	0,6	0,7	0,2
Bauten	-0,6	-0,2	-0,4	-0,3	0,4	0,3	0,1
Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Vorratsveränderung	-0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2
Außenbeitrag	2,0	-0,8	1,3	0,5	1,1	1,2	0,7
Exporte	1,5	0,9	3,6	2,7	5,1	3,5	2,9
Importe	-0,5	1,7	2,3	2,2	4,0	2,3	2,1
BIP ²	0,0	-0,2	1,1	0,8	2,9	2,5	2,3

Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes. – ¹Lundberg-Komponenten berechnet unter Verwendung der Vorjahrespreise. – ²Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %. – ^PEigene Prognose.

stückkosten haben die Unternehmen Marktanteile gewonnen beziehungsweise dort, wo sie aus Wechselkursgründen an Wettbewerbsfähigkeit verloren, zumindest teilweise verteidigt. So wertete der Euro im Vorjahresvergleich um 8% gegenüber dem Dollar auf, gleichwohl sanken die deutschen Ausfuhren in die USA wertmäßig im ersten Halbjahr 2007 nur um etwa 3%.

Für den Prognosezeitraum sehen wir eine weiterhin kräftige, aber sich allmählich abschwächende Expansion der Weltwirtschaft. Einen ähnlichen Verlauf prognostizieren wir auch für den deutschen Export. Zusätzlich wird sein Anstieg dadurch gedämpft, dass die deutschen Unternehmen voraussichtlich nicht mehr in gleichem Maß wie in der Vergangenheit an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten gewinnen. Nach einem jahrelangen Rückgang zeichnet sich aufgrund der jüngsten Tarifabschlüsse ein Anstieg der Lohnstückkosten ab. Allerdings werden die negativen Einflüsse der Abwertung des Dollar in den vergangenen Monaten auf die Ausfuhren allmählich geringer werden; dabei sind für den Prognosezeitraum konstante Wechselkurse unterstellt. Alles in allem erwarten wir eine Verlangsamung des Exportwachstums von 12,5% auf 7,8% in diesem und 6,2% im kommenden Jahr.

**Mäßiger
Exportanstieg auf
hohem Niveau**

Die Importe nahmen im laufenden Jahr nicht mehr so stark zu wie 2006, obwohl die Gesamtnachfrage kräftig wuchs. Eine Ursache hierfür sind wohl rückläufige Energieeinfuhren aufgrund der milden Witterung. Daher resul-

tierte aus dem Außenhandel – anders als im Februar von uns erwartet – erneut ein beträchtlicher Wachstumsbeitrag. Bei der von uns erwarteten Entwicklung der Gesamtnachfrage und ihrer Struktur zeichnet sich für 2007/2008 eine Steigerung der Einfuhren um 5,7 bzw. 5,3% ab.

Die *Einfuhrpreise* sanken seit ihrem Höchststand Mitte des vergangenen Jahres. Maßgeblich hierfür war der zeitweise Rückgang des Rohölpreises, aber auch die Aufwertung des Euro. Zwar steigt seit Jahresbeginn der Rohölpreis, und die Notierungen vieler anderer Rohstoffe, landwirtschaftlicher Produkte und Lebensmittel. Dennoch blieb der Importpreisanstieg wegen der Aufwertung des Euro im Vorjahresvergleich in den meisten Monaten unter 1%. Gegenüber Januar 2007 haben sich jedoch die Einfuhren inzwischen bereits um gut 2% verteuert, sodass wir davon ausgehen, dass die Preissteigerung in der zweiten Jahreshälfte 3% erreicht. Unter den hier getroffenen Annahmen zu den Rohstoffpreisen dürfte im kommenden Jahr die Einfuhrverteuerung wieder abebben³. Der Deflator der Importe dürfte sich im Jahresdurchschnitt um 0,5% erhöhen. Bei den *Ausfuhrpreisen* erwarten wir ebenfalls keine großen Änderungen. Dank des Rückgangs der Lohnstückkosten in den vergangenen Jahren sind die Unternehmen wohl in der Lage, die jetzt stärkeren Kostenerhöhungen weitgehend aufzufangen. Sie dürften versuchen, einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu vermeiden und daher ihre Preise wenig erhöhen, zumal die Auslandsmärkte künftig voraussichtlich schwächer wachsen. Damit verschlechtern sich die *terms of trade* vorwiegend aufgrund der Rohstoffverteuerung im Prognosezeitraum voraussichtlich geringfügig.

2.2 Ausrüstungsinvestitionen verlieren im kommenden Jahr an Schwung

Die Ausrüstungsinvestitionen wurden in der ersten Hälfte dieses Jahres schwungvoll ausgeweitet. Nachdem schon das Statistische Bundesamt den Anstieg für das vergangene Jahr nach oben revidiert hatte – von 7,3% auf 8,3% –, nahmen sie im ersten Halbjahr 2007 sogar um 9,7% im Vorjahresvergleich zu. Eine steigende Kapazitätsauslastung und günstige Finanzierungsbedingungen haben zu dieser Entwicklung wohl entscheidend beigetragen. Wir interpretieren die hohen Zuwächse in den vergangenen 1½ Jahren aber auch als Zeichen, dass die Unternehmen aufgrund der auf die Jahre 2006 und 2007 befristeten günstigen Abschreibungsbedingungen be-

Vorzieheffekte
dämpfen
Investitionsanstieg
im Jahr 2008

³ Die Preisstatistiken fassen die vom Statistischen Bundesamt erhobenen Einzelpreise mit festen Gewichten zu einem Index zusammen. Die für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen relevanten Deflatoren aggregieren die Einzelpreise mit sich ändernden Gewichten des Vorjahres. Sie steigen, da sich verteuernde Güter üblicherweise weniger nachgefragt werden, zumeist weniger stark als die Preisindizes. Bei den Einfuhren erhöht sich der Index der Einfuhrpreise erfahrungsgemäß 1 bis 1,5%-Punkte stärker als der Deflator.

strebt sind, Investitionen möglichst vorzuziehen. In der zweiten Jahreshälfte 2007 wird die Investitionsdynamik voraussichtlich erhalten bleiben, worauf die zunehmenden Inlandsaufträge in der Investitionsgüterindustrie hinweisen. Im kommenden Jahr aber dürften die vorgezogenen Investitionen fehlen. Zudem sind ungünstigere Finanzierungsbedingungen und eine kaum noch steigende Kapazitätsauslastung zu erwarten. Daraus ergibt sich ein durchschnittlicher Zuwachs um 9,2% in diesem und nur noch 2,7% im kommenden Jahr.

2.3 Gespaltene Baukonjunktur

Die Bauinvestitionen haben 2006 um 4,3%, zugelegt und damit erstmals seit 1994 wieder spürbar zum Anstieg des BIP beigetragen. 2007 dürfte sich dies moderat fortsetzen, trotz des Einbruchs im zweiten Quartal gegenüber dem ersten. Wegen der milden Witterung konnte auf vielen Baustellen im ersten Quartal ohne größere Einschränkungen gearbeitet werden, sodass die übliche Frühjahrsbelebung ausblieb⁴. Allerdings verläuft die Konjunktur in den verschiedenen Baubereichen derzeit sehr unterschiedlich.

Im *Wohnungsbau* wurden im vergangenen Jahr insbesondere mehr Eigenheime erstellt, weil sich zwei positive Effekte überlagerten. Zum einen waren vor dem Wegfall der Eigenheimzulage Anfang 2006 noch viele Bauanträge gestellt worden, die nun ausgeführt wurden, zum anderen versuchten zahlreiche Bauherren, den Bau vor der Erhöhung der Mehrwertsteuer fertig zu stellen. Ausläufer dieser Sonderkonjunktur waren noch im ersten Quartal 2007 spürbar. Jedoch fielen die Baugenehmigungen bereits kräftig. Zwar lagen die Auftragseingänge im ersten Halbjahr noch um 3% über dem Vorjahr, doch schrumpft bereits der Bauüberhang, d.h. die Zahl der genehmigten, aber noch nicht begonnenen Bauten war rückläufig. Im Prognosezeitraum werden einerseits die Einkommen der privaten Haushalte stärker steigen als bisher, andererseits haben sich die Baukosten im Wohnungsbau in den vergangenen zwölf Monaten um 7,8% erhöht. Zudem sind steigende Zinsen und eine restriktivere Kreditvergabe zu erwarten.

Erneuter Rückgang im Wohnungsbau

⁴ Die Saisonbereinungsverfahren, die sich an einem durchschnittlichen Winter orientieren, können eine solche Wetteranomalie nicht abbilden, was zu dem saisonbereinigt starken Anstieg im ersten und dem Rückgang im zweiten beigetragen hat. Das RWI-Konjunkturmodell bezieht bei der Modellierung der Bautätigkeit eine Witterungsvariable ein, die aus den monatlichen Durchschnittstemperaturen abgeleitet wird. Die Monate Januar bis März 2006 waren außergewöhnlich kalt, der Winter 2007 unüblich warm. Nach der Modellgleichung führt dieser Witterungsunterschied für sich genommen zu einem Anstieg der Bauinvestitionen um 4 Mrd. €. Vergleicht man den Winter 2007 mit einer Periode, bei der die Durchschnittstemperatur zugrunde gelegt wird, ergibt sich immer noch eine um 2 Mrd. € höhere Bautätigkeit.

Modernisierungs- und Instandsetzungsleistungen im Wohngebäudebestand werden weiterhin in erheblichem Umfang vorgenommen, jedoch steigen die hierfür bewilligten Mittel nicht mehr (KfW 2007), sodass von dieser Seite her auch kein Impuls mehr für die Bautätigkeit zu erwarten ist. Alles in allem prognostizieren wir für 2007 zwar eine Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen um 2,2% (2006: 4,3%), diese resultiert aber fast ausschließlich aus dem statistischen Überhang. Für 2008 erwarten wir einen Rückgang um 0,5%.

Der *Wirtschaftsbau* profitiert von den Ausrüstungsinvestitionen und der anziehenden Nachfrage nach Büros und Einzelhandelsflächen. Der nach Jahren des Rückgangs beachtliche Anstieg – 2006 wuchsen die gewerblichen Bauinvestitionen um 4,0% – setzte sich im ersten Halbjahr 2007 fort. Baugenehmigungen und Aufträge blieben aufwärtsgerichtet, insbesondere bei Fabrik-, Werkstatt- und Bürogebäuden. Investitionsanreize gehen dabei von den verringerten Leerständen und den steigenden Mieten für gewerbliche Objekte aus (DB Immobilien GmbH 2007). Zudem hat die Deutsche Bahn angekündigt, mehr in das Streckennetz zu investieren.

Deshalb dürften auch im kommenden Jahr die Investitionen hoch bleiben, zumal Dienstleister, die sich bislang nur zögerlich engagierten, nun wohl verstärkt als Investoren auftreten werden. Dabei bleiben die Finanzierungsbedingungen trotz höherer Zinsen gut. Für 2007 erwarten wir eine Zunahme der Investitionen im Wirtschaftsbau um 5,5%, für 2008 eine um 4,1%

**Anziehende
Nachfrage nach
Wirtschaftsbauten**

Die *öffentlichen Bauinvestitionen*, die zuletzt kräftig zunahmen, dürften im Prognosezeitraum weiterhin merklich expandieren. Maßgeblich dafür ist die verbesserte Finanzlage der Gebietskörperschaften. Zudem hat der Bund seine Investitionen in Verkehrswege und den Ausbau von Kindertagesstätten aufgestockt. Auch dürften die Kommunen das KfW-Programm für die energetische Sanierung kommunaler Gebäude verstärkt nutzen. Dies lässt erwarten, dass sich der Zuwachs der öffentlichen Bauinvestitionen in diesem Jahr beschleunigt auf 6,8%. Für 2008 prognostizieren wir eine Steigerung um 3,5%. Die Bauinvestitionen insgesamt werden damit voraussichtlich um 3,7% bzw. 1,4% zunehmen.

**Preisanstieg dämpft
Baukonjunktur**

Bremsend auf die Bautätigkeit wirken inzwischen die steigenden Baupreise. Die Preise für die Errichtung eines Wohnhauses oder eines Bürogebäudes haben sich bis Mai 2007 – aktuellere Daten liegen nicht vor – um 7,8% gegenüber dem Vorjahr erhöht, die für den Bau von Betriebsstätten um 8,1% und die für den Straßenbau um 7,9%. Dazu trugen die höhere Mehrwertsteuer und zum Teil beträchtlich steigende Preise für Materia-

lien wie Holz, Stahl oder Glas bei. Hinzu kommt, dass durch die lange Baukrise die Kapazitäten deutlich geschrumpft sind, so dass nun bei manchen Gewerken kaum noch Kapazitäten frei sind und hohe Preissteigerungen durchgesetzt werden konnten. Im Wohnungsbau, wo die Nachfrage nicht mehr wächst, dürfte sich der Preisanstieg beruhigen. Im Wirtschaftsbau und im Öffentlichen Bau bleibt die Nachfrage aber lebhaft, so dass hier die Preise wohl weiter steigen werden, wenn auch nicht mehr so stark wie bisher.

2.4 Privater Konsum wächst beschleunigt

Zu Beginn dieses Jahres trat die Erhöhung des Regelsatzes der Mehrwertsteuer von 16% auf 19% in Kraft. Da die Konsumenten Käufe langlebiger Konsumgüter in das Jahr 2006 vorgezogen hatten, gingen die privaten Konsumausgaben zunächst wie allgemein erwartet zurück. Im zweiten Quartal belebte sich die Nachfrage nur wenig. Insbesondere die Neuzulassungen von Pkw, bei denen der Vorzieheffekt besonders deutlich gewesen ist (Döhrn et al. 2007: 42–43), bleiben bis zuletzt unter dem Vorjahresniveau.

Gleichwohl haben sich die Voraussetzungen für eine kräftigere Zunahme der Konsumnachfrage spürbar verbessert. Mit steigender Beschäftigung und einem rascheren Anstieg der Effektivlöhne haben die *Bruttolöhne und -gehälter* stark beschleunigt zugenommen. Da zugleich die Sozialbeiträge per saldo ermäßigt wurden, waren die Nettolöhne und -gehälter in der ersten Jahreshälfte fast 3% höher als vor Jahresfrist. Bei weiter zunehmender Beschäftigung, einem kräftigeren Lohnanstieg und leicht sinkenden Beiträgen zur Sozialversicherung dürfte sich der Anstieg im Prognosezeitraum noch etwas beschleunigen (auf 3,5% bzw. 4,2%). Bei den *Transfereinkommen* überlagern sich zwei gegenläufige Tendenzen. Einerseits wurden die Renten zur Jahresmitte 2007 erstmals seit 2003 leicht erhöht (0,5%), und sie dürften 2008 auf-

**Verfügbares
Einkommen
steigen spürbar**

grund des kräftigeren Lohnanstiegs nochmals um etwa 1,5% steigen⁵. Zudem nimmt die Zahl der Rentenbezieher zu und werden Transfers aufgestockt. Andererseits geht aufgrund der günstigeren Arbeitsmarktlage die Zahl der Bezieher von ALG I und ALG II zurück. Per saldo dürften die Transfereinkommen in diesem Jahr um 2% sinken und im kommenden mehr oder weniger konstant bleiben. Bei den *Gewinn- und Vermögenseinkommen* erwarten wir eine langsamere Expansion, weil die

Unternehmen die steigenden Lohnkosten bei etwas schwächerer Konjunktur wohl nicht voll überwälzen können.

⁵ Die Rentenanpassung wird überdies durch den Nachhaltigkeitsfaktor bestimmt, der seit dem 1. Juli 2005 Bestandteil der Rentenformel ist. Er soll den Rentenanstieg begrenzen, wenn sich die Relation aus Leistungsbeziehern zu versicherungspflichtig Beschäftigten verschlechtert. Aufgrund des zuletzt deutlichen Beschäftigungsanstiegs wirkte der Nachhaltigkeitsfaktor in diesem Jahr Renten steigernd, und dies ist auch für 2008 zu erwarten.

Kasten 3

Bestimmungsgründe der Sparquote der privaten Haushalte

Die Sparquote der privaten Haushalte war seit Mitte der Siebzigerjahre in der Tendenz rückläufig. Ende 1999 scheint es allerdings eine Umkehr gegeben zu haben: Seitdem hat sie um 1,5%-Punkte zugenommen, und eine Rückkehr zu dem früheren Trend ist bisher nicht absehbar. Die Frage, die hier geklärt werden soll, ist, ob sich die Konsumenten z.B. angesichts der Diskussion um die Rentenversicherung tatsächlich anders verhalten und mehr sparen. Die Rechnungen sprechen dafür, dass sich der jüngste Anstieg recht gut mit traditionellen Ansätzen erklären lässt, sodass bisher wenig für einen Strukturbruch spricht.

Die Analyse verwendet die in der Literatur üblicherweise diskutierten Determinanten der Sparquote (SQ) (einen Überblick geben Hussain, Brookings 2001). Methodische Grundlage ist ein Fehlerkorrekturmodell, das in einem zweistufigen Verfahren geschätzt wird. Zunächst wird eine Langfristbeziehung modelliert. Die exogenen Variablen reales verfügbares Einkommen (YVR), kurzfristige Zinsen (ZINS), Aktienkurse (DAX) und Arbeitslosenquote (ALQ) erweisen sich als signifikant. Bei der Schätzung werden saisonbereinigte Werte verwendet¹.

$$SQ_t = -1,898 + 0,091 YVR_t + 0,494 ZINS_t - 0,556 DAX_t + 0,322 ALQ_t$$

(0,9) (5,6) (8,3) (10,6) (3,5)

$$R^2 \text{ (adj.)} = 0,844$$

Die Schätzung zeigt, dass im Untersuchungszeitraum 1993-2 bis 2007-2 bei wachsenden Realeinkommen die Sparquote ceteris paribus zunimmt, ein Ergebnis, das in der Literatur zwar häufig, aber keineswegs immer zu finden ist (Hussain, Brookings 2001: 153–154). Zudem besteht ein positiver Zusammenhang mit der Arbeitslosigkeit und den Zinsen sowie ein negativer mit den Aktienkursen. Letzteres lässt sich so interpretieren, dass die Haushalte aufgrund steigender Aktienkurse einen Vermögenszuwachs realisieren und deshalb weniger aus dem laufenden Einkommen sparen müssen. Dieser Vermögenseffekt ist überraschend groß. Ein Anstieg des DAX um 1 000 Punkte verringert ceteris paribus die Sparquote um 0,5%-Punkte.

Im zweiten Schritt wird die Kurzfristbeziehung für die Veränderung der Sparquote geschätzt. Das Ergebnis zeigt, dass die Anpassung einem Fehlerkorrekturprozess folgt: Der geschätzte Koeffizient der Langfristbeziehung (R) ist negativ. In die Gleichung geht außer den verzögerten Differenzen der bereits genannten Variablen auch die Inflationsrate (INF) ein. Zusätzliche Tests ergeben, dass die Residuen der Gleichung frei von Autokorrelation sind.

$$DSQ_t = -0,078 - 0,608 R_{t-1} + 0,418 DZINS_t - 0,211 DSQ_{t-4} + 0,023 DYVR_{t-4}$$

(1,9) (6,0) (4,2) (-2,2) (1,7)

$$+ 0,195 DDAX_{t-1} - 0,302 DINFL_{t-3}$$

(1,8) (3,8)

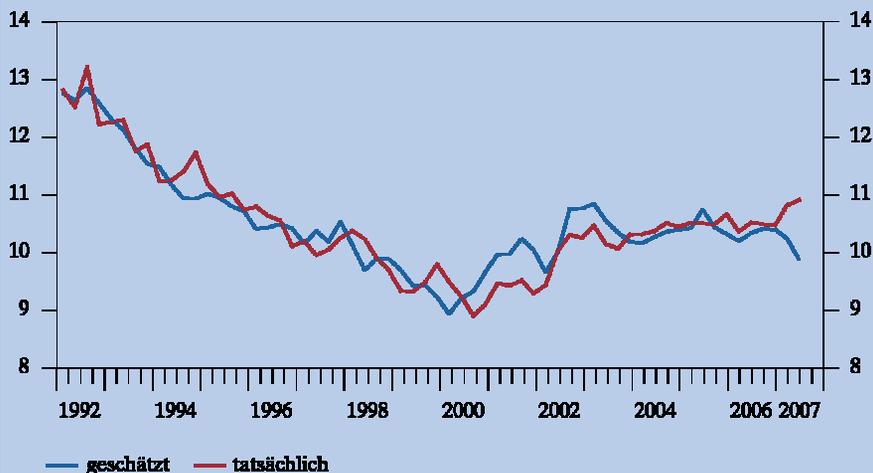
$$R^2 \text{ (adj.)} = 0,429$$

Vor diesem Hintergrund unserer Schätzung ist die Sparquote im Prognosezeitraum von zwei gegenläufigen Tendenzen geprägt. Einerseits dürften Realeinkommen und Zinsen steigen, was für eine höhere Sparquote als zuletzt spricht. Andererseits prognostizieren wir einen Rückgang der Arbeitslosigkeit, was tendenziell die Sparquote senkt. Zudem lag die beobachtete Sparquote zuletzt über der anhand der Langfristgleichung erwarteten, was auf eine Anpassung nach unten hindeutet. Per saldo dürfte sich die Sparquote damit voraussichtlich wenig ändern. Einen Unsicherheitsfaktor stellen allerdings die Aktienkurse dar. Käme es hier infolge der Hypothekenmarktkrise zu einem deutlichen Rückgang, worauf bislang jedoch wenig hindeutet, würde die Sparquote ceteris paribus zunehmen.

¹Unter den Koeffizienten in Klammern: t-Werte. Der Koeffizient des DAX wurde mit 1 000 multipliziert.

noch Kasten 3

Tatsächliche und geschätzte Entwicklung der Sparquote¹ der deutschen privaten Haushalte 1992 bis 2007; in % des verfügbaren Einkommens²



Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes. –¹Saisonbereinigt. –²Einschließlich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche.

RWI
ESSEN

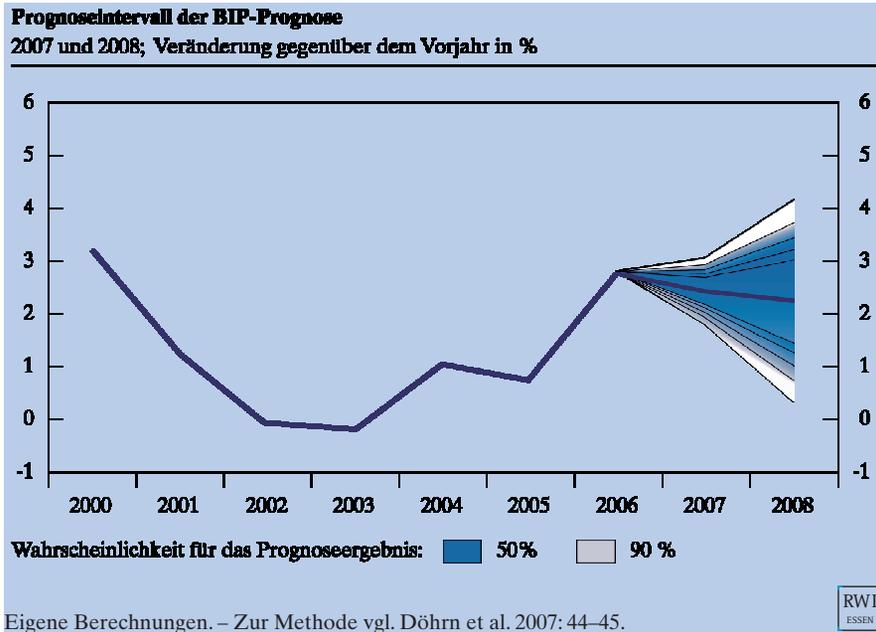
Aus alledem ergibt sich, dass die verfügbaren Einkommen 2007 voraussichtlich um 2,1% und 2008 um 3,3% zunehmen dürften. Bei leicht anziehender Inflation entspräche dies einem Realeinkommensanstieg um 0,5% bzw. 1,7%. Bei verbesserten Beschäftigungsaussichten ist zu erwarten, dass die Sparquote etwas zurückgehen wird, zumal sie im ersten Halbjahr ungewöhnlich hoch war und im Prognosezeitraum eine Normalisierung eintreten dürfte (Kasten 3). Unter dieser Voraussetzung dürften die Konsumausgaben in diesem Jahr um 0,3%, im kommenden um 1,8% steigen.

3. Produktion und Arbeitsmarkt

3.1 Produktion steigt mit geringerem Tempo

Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im Verlauf von 2006 mit 3,9% überaus kräftig zu und damit ähnlich stark wie im *New Economy*-Boom 1999/2000 oder zu Beginn des Wiedervereinigungsbooms 1989. In der ersten Hälfte von 2007 verlor die Expansion an Fahrt. Das BIP erhöhte sich saisonbereinigt lediglich mit einer annualisierten Rate von 1,6%. Dies reflektiert unserer Einschätzung nach jedoch keine zyklisch angelegte Verlangsamung, sondern die Erhöhung der Mehrwertsteuer. Die Umsätze im Einzelhandel mit langlebigen Gebrauchsgütern waren rückläufig, und die Neuzulassungen von Pkw brachen regelrecht ein. Bei der Baunachfrage machten sich die dämpfen-

Schaubild 3



den Wirkungen witterungsbedingt nur verzögert bemerkbar. Entsprechend deutlich fiel jedoch saisonbereinigt der Rückgang im zweiten Vierteljahr aus.

Die Industrieproduktion stieg hingegen im ersten Quartal besonders kräftig, zum Teil ebenfalls witterungsbedingt, aber auch weil wohl Großaufträge bei Investitionsgütern abgearbeitet wurden. Insgesamt nahm sie im ersten Halbjahr mit einer annualisierten Rate von etwa 5,0% zu. Diese Dynamik übertrug sich vor allem auf das Verkehrsgewerbe, die Nachrichtenübermittlung und die Unternehmensdienstleister, wohingegen die Zunahme bei den privaten und öffentlichen Diensten verhalten blieb.

**Industrieproduktion
wächst weiter
kräftig**

Für die zweite Hälfte von 2007 deuten die Indikatoren eine wieder etwas kräftigere Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Produktion an. Die Auftragsbücher sind noch gut gefüllt, sodass die schwächere Weltkonjunktur und die höheren Zinsen vorerst nur geringe Wirkungen zeigen dürften. Daher zeichnet sich bei der Industrieproduktion ein weiterhin recht deutlicher Anstieg ab, wobei die Impulse wohl vor allem aus dem Inland kommen und hier wie geschildert vor allem von den Investitionen. Aber auch die Produktion von Ge- und Verbrauchsgütern und von verbrauchsnahen Diensten dürfte Auftrieb erhalten, da sich die Konsumnachfrage unserer Einschätzung nach belebt. Ins-

gesamt erwarten wir für 2007 eine Zunahme des BIP um 2,5%. Diese Prognose ist mit einer relativ geringen Unsicherheitsmarge verbunden, da ja die Daten des ersten Halbjahres bereits bekannt sind. Ausgehend von den Fehlern unserer früheren Herbst-Prognose dürfte die Zuwachsrate mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% zwischen 2 und 3% liegen (Schaubild 3).

Für das kommende Jahr ist eine schwächere Expansion zu erwarten. Die internationale Konjunktur verliert an Schwung, und die Finanzierungskosten dürften steigen. Hinzu kommt, dass Investitionen in dieses Jahr vorgezogen werden. Die Industrieproduktion dürfte daher langsamer steigen. Auch bei der Bauproduktion ist ein schwächerer Zuwachs zu erwarten, zumal die Baugenehmigungen bereits rückläufig sind. Die Produzenten von Ge- und Verbrauchsgütern, der Einzelhandel und die privaten Dienste dürften hingegen von der lebhafteren Konsumnachfrage profitieren. Insgesamt erwarten wir eine Zunahme des BIP um 2,3%. Die Unsicherheit bezüglich des kommenden Jahres ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt naturgemäß noch groß. Das 80%-Intervall liegt zwischen 0,8 und 3,8%, wobei diesmal eher ein besonderes Abwärtsrisiko zu vermuten ist.

2008 dürfte
Aufschwung
die Konsum-
güterproduzenten
erfassen

Bei alledem ist zu berücksichtigen, dass 2008 eine ungewöhnlich hohe Zahl von Arbeitstagen zur Verfügung steht. Um Kalenderunregelmäßigkeiten bereinigt schätzen wir die Zunahme des BIP auf 2,7% in diesem, aber nur auf 2,0% im kommenden Jahr.

3.2 Besserung am Arbeitsmarkt setzt sich fort

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im ersten Halbjahr 2007 weiter verbessert. Der ohnehin bereits kräftige Aufschwung bei der Beschäftigung hat sich sogar noch verstärkt. Die Zahl der Erwerbstätigen erhöhte sich im Verlauf der ersten Jahreshälfte saisonbereinigt um 450 000 nach einer Zunahme um 250 000 im zweiten Halbjahr 2006. Gegenwärtig ist der Zuwachs kräftiger als in der Endphase des Beschäftigungsaufschwungs zwischen 1998 und 2000⁶.

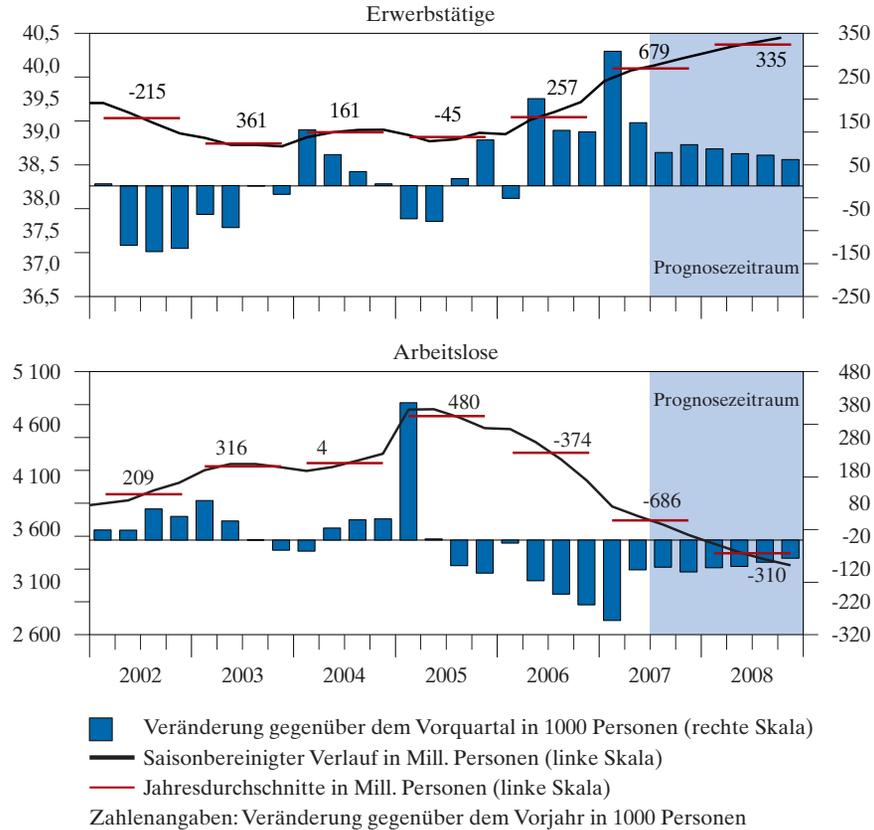
Dies steht auf den ersten Blick im Widerspruch zu der Abschwächung des Produktionswachstums. Betrachtet man jedoch auch die von den Erwerbstätigen geleisteten Arbeitsstunden, so relativiert sich das Bild. Diese stiegen in der ersten Hälfte von 2007 lediglich um 0,9% nach 1,0% im Halbjahr zuvor.

⁶ Zwischen dem vierten Quartal 1997 und dem vierten Quartal 2000 hatte die Zahl der Erwerbstätigkeit zwar saisonbereinigt um 150 000 je Vierteljahr zugenommen, das sind 30 000 mehr als derzeit. Der Zuwachs damals war aber wesentlich durch Sondereffekte und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen beeinflusst. Insbesondere kam es durch eine Neuregelung bei den sog. 630-DM-Jobs zu einem kräftigen Anstieg bei der geringfügigen Beschäftigung. Das Arbeitsvolumen erhöhte sich deshalb weniger als im gegenwärtigen Aufschwung.

Schaubild 4

Erwerbstätige und Arbeitslose

2002 bis 2008; saison- und arbeitstäglich bereinigter Verlauf



Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes und der Bundesagentur für Arbeit.

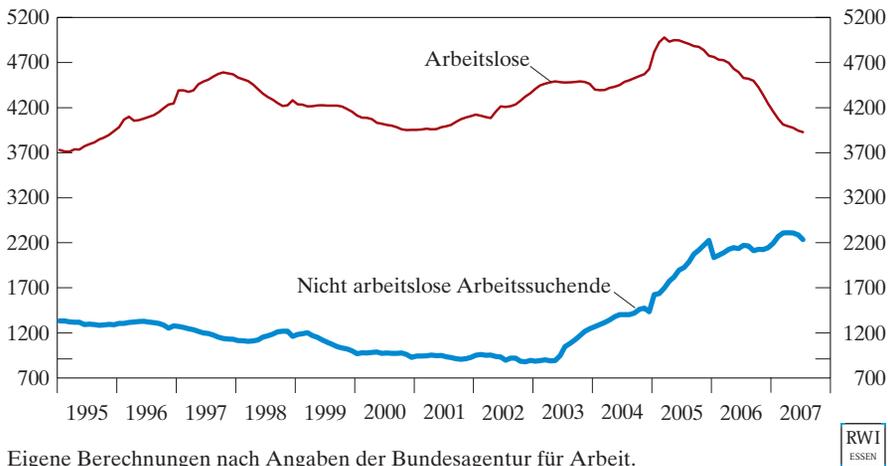


Ursache war die wieder kräftigere Zunahme bei den geringfügig Beschäftigten um 150 000. Dieser Anstieg ist insofern überraschend, als die Politik versuchte, durch Anhebung der Arbeitgeberpauschale für Steuern und Sozialbeiträge im Juli letzten Jahres diese Beschäftigungsform weniger attraktiv zu machen. Vorübergehend sah es zwar so aus, als sollte dies gelingen. Mit der anziehenden Konjunktur wurden dann aber wohl wieder vermehrt geringfügig Beschäftigte eingestellt, um Spitzen abzudecken. Weit überwiegend erfolgte die Zunahme der Erwerbstätigkeit jedoch durch sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, (+300 000). Eine wachsende Nachfrage nach Arbeitskräften war in

Schaubild 5

Arbeitslose und Arbeitssuchende

1995 bis 2007; saisonbereinigter Verlauf



Eigene Berechnungen nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit.

RWI
ESSEN

nahezu allen Wirtschaftsbereichen zu spüren. Im zweiten Quartal war die Zahl der Erwerbstätigen um 700 000 höher als im Vorjahr⁷.

Die Zahl der Arbeitslosen sank im Verlauf der ersten Jahreshälfte um 350 000 und damit geringer, als die Erwerbstätigkeit stieg. Damit zeigt sich – im Gegensatz zum Halbjahr zuvor – wieder das für Aufschwungphasen typische Muster, da Neueinstellungen zum Teil aus der Stillen Reserve vorgenommen werden. Dies lässt darauf schließen, dass die Bundesagentur für Arbeit (BA) die Karteibereinigungen weitgehend abgeschlossen hat, die die Entwicklung der registrierten Arbeitslosigkeit in der zweiten Hälfte von 2006 prägten. Wegen des daraus entstandenen hohen Unterhangs war die Zahl der Arbeitslosen im zweiten Quartal 2007 um 770 000 niedriger als im Vorjahr.

Durch die lebhaftere Nachfrage nach Arbeitskräften konnten zunehmend auch Langzeitarbeitslose wieder in Beschäftigung gebracht werden. Ihre Zahl lag zuletzt um 355 000 unter der des Vorjahres. Allerdings war ihr Anteil an den Arbeitslosen insgesamt mit 38,8% immer noch recht hoch. In der Aufschwungphase 1999/2000 hatte er rund 35% betragen.

**Beschäftigung
steigt auf
breiter Front**

⁷ Dieser gegenüber unserer Prognosen vom März deutlich höhere Wert ergibt sich auch als Folge einer Datenrevision des Statistischen Bundesamtes, durch die die Zahl der Erwerbstätigen zum Jahresbeginn um ca. 150 000 Personen höher ausgewiesen wird als nach den zuvor veröffentlichten Daten.

Tabelle 4

Arbeitsmarktbilanz							
2002 bis 2007; Jahresdurchschnitte in 1 000 Personen							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^P	2008 ^P
Erwerbspersonenpotenzial	44 660	44 795	44 950	45 030	44 915	44 990	44 850
Erwerbstätige Inländer ¹	38 991	38 631	38 797	38 749	39 006	39 685	40 020
Selbständige ¹	4 002	4 071	4 222	4 356	4 394	4 455	4 420
Förderung der Selbständigkeit ²	59	115	235	322	292	235	230
Arbeitnehmer ¹	34 989	34 560	34 575	34 393	34 612	35 230	35 600
darunter:							
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	27 629	27 007	26 561	26 237	26 366	26 920	27 200
Ausschließlich geringfügig Beschäftigte	4 148	4 322	4 742	4 771	4 815	4 935	4 920
Kurzarbeiter	207	196	151	125	67	80	75
AB-Maßnahmen	134	96	86	48	44	40	40
Strukturanpassungsmaßnahmen	73	59	32	14	6	2	0
Personal-Service-Agenturen	x	9	29	17	6	4	3
„Ein-Euro-Jobs“	x	x	12	225	293	300	300
Stille Reserve	1 608	1 787	1 772	1 420	1 422	1 505	1 340
darunter:							
Weiterbildung	340	260	184	114	119	120	125
Rehabilitationsmaßnahmen ³	38	46	43	35	35	35	35
Trainingsmaßnahmen ⁴	74	93	95	69	70	57	50
Leistungsempfänger nach § 428 SGB III ⁵	288	371	395	233	260	230	190
Registrierte Arbeitslose (nationale Abgrenzung)	4 061	4 377	4 381	4 861	4 487	3 800	3 490
darunter:							
Langzeitarbeitslose ⁶	1.369	1 521	1 671	1 588	1 666	1 380	1 260
Jugendliche unter 25 Jahren	497	516	504	619	523	420	370
Ausländer	505	548	550	670	644	560	520
55 Jahre und älter	604	532	483	578	570	480	430
Erwerbslose (Abgrenzung der ILO ⁷)	3 229	3 703	3 931	3 893	3 432	2 790	2 440
nachrichtlich:							
Arbeitslosenquote ⁸	9,4	10,2	10,1	11,1	10,3	8,7	8,0
Erwerbslosenquote ⁸	7,6	8,7	9,2	9,1	8,1	6,6	5,7

Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes, der Bundesagentur für Arbeit und des IAB. – ¹Jahresdurchschnitte aus Quartalsdaten. – ²Überbrückungsgeld, Existenzgründungszuschuss, Einstiegsgeld, Gründungszuschuss. – ³Nur beruflfördernde Maßnahmen zur Wiedereingliederung. – ⁴Trainings- und Wiedereingliederungsmaßnahmen. – ⁵58-jährige und ältere Personen, die der Arbeitsvermittlung nicht mehr zur Verfügung stehen müssen (frühere 58-er-Regelung). – ⁶Ab 2005 ohne Angaben der Optionskommunen. – ⁷International Labour Organization. – ⁸Bezogen auf alle inländischen Erwerbspersonen. – ^PEigene Prognose; Angaben gerundet.

Die Zahl der bei der BA erfassten Arbeitsuchenden, die nicht als Arbeitslose gezählt werden, ist allerdings trotz eines leichten Rückgangs in den letzten Monaten immer noch höher als im Vorjahr (Schaubild 5). Zu dieser Gruppe zählen geringfügig Beschäftigte, die sich einen besseren Arbeitsplatz wünschen, von Arbeitslosigkeit bedrohte Arbeitnehmer sowie Personen, die sich in einer arbeitsmarktpolitischen Maßnahme befinden. Die Zahl derer, die in unsicheren Erwerbsverhältnissen leben, scheint also trotz der guten Konjunktur noch hoch zu sein.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine Fortsetzung des Aufschwungs am Arbeitsmarkt. Dabei dürfte der Aufbau der Erwerbstätigkeit weiterhin

vorwiegend durch sozialversicherungspflichtig Beschäftigte erfolgen. Im Durchschnitt dieses Jahres wird die Zahl der Erwerbstätigen nach unserer Einschätzung um 680 000 steigen, 2008 um 335 000.

Die Zahl der Arbeitslosen dürfte in den nächsten Monaten weiterhin weniger stark abnehmen, als die Beschäftigung zunimmt. Da das Potenzial an kurzzeitig Arbeitslosen, die sich erfahrungsgemäß leichter in den Arbeitsmarkt integrieren lassen, abnimmt, verbessern sich wohl auch die Chancen von Langzeitarbeitslosen auf einen Arbeitsplatz. Dies ist auch deshalb zu erwarten, weil „arbeitsmarktferne“ Langzeitarbeitslose mit mehreren Vermittlungshemmnissen durch hohe Lohnkostenzuschüsse gefördert werden sollen⁸. Insgesamt rechnen wir damit, dass die Zahl der Arbeitslosen 2007 um fast 700 000 auf 3,8 Mill. Personen abnimmt, 2008 um weitere 310 000. Die Quote würde dann auf 8,7 bzw. 8,0% sinken.

**Arbeitslosigkeit
sinkt weiter**

4. Löhne und Preise

4.1 Höherer Anstieg der Tariflöhne

Der Anstieg der Tariflöhne hat sich im ersten Halbjahr 2007 verstärkt. Allerdings blieben die Abschlüsse in der Größenordnung, die wir in unserer Prognose vom Frühjahr unterstellt hatten. Das WSI, das allein den Anstieg der Stundenvergütungen betrachtet, ermittelt für die im ersten Halbjahr ausgehandelten Verträge einen Durchschnitt von 3,7%. Im Jahr 2007 wirksam wird unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Laufzeiten und von Verhandlungsergebnissen vergangener Jahre ein Anstieg von 2,3% im Vergleich zu nur 1,5% im Vorjahr (WSI 2007). Bisher hat er sich offenbar nur zum Teil in den gezahlten Löhnen niedergeschlagen. Für die erste Jahreshälfte 2007 errechnet jedenfalls die Deutsche Bundesbank einen Anstieg der Grundvergütungen um 1,2% gegenüber dem Vorjahr. Unter Berücksichtigung von Einmalzahlungen kommt sie sogar nur auf 1,1%, was der Rate des Vorjahres entspricht.

Die Löhne je Arbeitnehmer sind im ersten Halbjahr 2007 um 1,5% und damit rascher gestiegen als die Tariflöhne. Die erstmals seit langem wieder positive Lohndrift darf allerdings nicht überraschen. Aufgrund der steigenden Kapazitätsauslastung werden wieder mehr zuschlagspflichtige Überstunden geleistet. Zudem dürften wegen der guten Gewinnsituation vieler Unternehmen verstärkt Bonuszahlungen fließen. Auch der wieder steigende Anteil von Vollzeitbeschäftigten dürfte zu der positiven Lohndrift beigetragen haben.

⁸ Der Lohnkostenzuschuss kann bis zu 75% betragen. Für dieses Jahr stehen dafür ab Oktober 20 Mill. €, für 2008 580 Mill. € zur Verfügung.

Die bereits getätigten Lohnabschlüsse lassen aber erwarten, dass sich der Tariflohnanstieg weiter beschleunigen wird. Für das zweite Halbjahr prognostizieren wir unter Berücksichtigung von Sonderzahlungen eine Zunahme um 1,9%, womit ein Jahresdurchschnitt von 1,5% erreicht werden dürfte. Für das kommende Jahr halten wir eine Zunahme der Stundenlöhne um 2,5% für wahrscheinlich. Damit würde der Verteilungsspielraum mehr als ausgeschöpft (zur Berechnung: Döhrn et al. 2007: 61–64), sodass von den Löhnen wohl kein Beitrag mehr zum Beschäftigungswachstum ausgehen wird. Der Effektivlohnanstieg dürfte weiterhin etwas darüber liegen.

Die Lohnstückkosten werden damit in diesem Jahr voraussichtlich erstmals seit 2003 wieder leicht steigen (+0,8%), für das kommende Jahr prognostizieren wir eine Zunahme um 1,6%.

4.2 Preisanstieg verstärkt sich

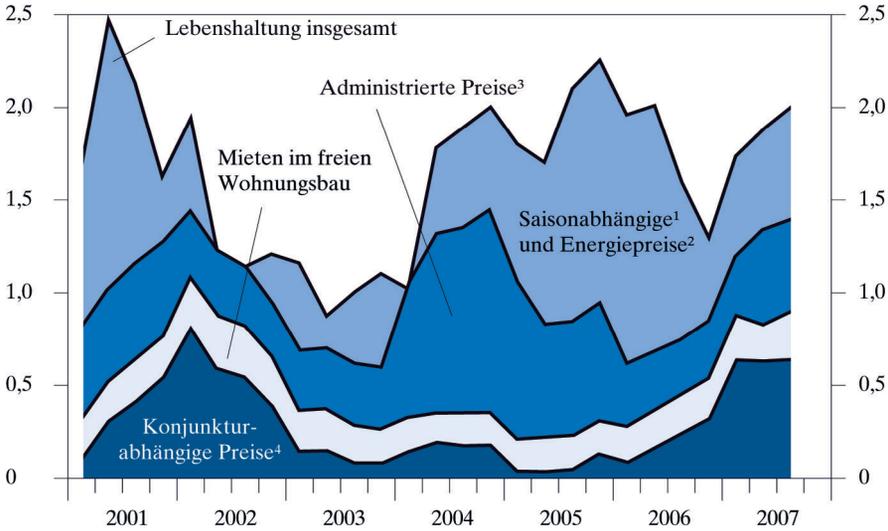
Der Preisanstieg blieb in den ersten acht Monaten dieses Jahres moderat, trotz der Anhebung der Mehrwertsteuer, der Erhöhung administrierter Preise, nicht mehr sinkender Lohnstückkosten und steigender Nahrungsmittelpreise. Die Inflationsrate liegt seit März bei 1,9% und ist damit nur wenig höher als im vergangenen Jahr (1,7%). Mehr als zur Hälfte dürfte die Teuerung auf die höhere Mehrwert- und Versicherungsteuer zurückzuführen sein.

Dass die Preissteigerung nach Abzug der Steuereffekte so gering war, hat zum Teil außenwirtschaftliche Gründe. Durch die Aufwertung des Euro schwächte sich der Anstieg der Mineralölpreise ab und damit erhöhten sich die Energiepreise langsamer als zuletzt; Heizöl verbilligte sich sogar. Zudem sanken die Preise für importierte Enderzeugnisse aufgrund des wachsenden Angebots aus Niedriglohnländern weiter. Binnenwirtschaftlich wirkte die schwache Konsumnachfrage preisdämpfend. Zudem schlägt ein Anstieg der Lohnstückkosten, wie er im zweiten Quartal 2007 erstmals seit Längerem beobachtet wurde, erfahrungsgemäß erst mit Verzögerungen auf die Verbraucherpreise durch; im RWI-Konjunkturmodell beträgt der Lag drei Quartale. Insgesamt waren die dämpfenden Wirkungen so stark, dass selbst die höhere Mehrwertsteuer und deutliche Anhebungen administrierter Preise sich kaum in der Inflationsrate bemerkbar machten. Allein aufgrund der Einführung von Studiengebühren in zahlreichen Bundesländern im April hätte die Teuerungsrate rein rechnerisch um 0,2%-Punkte steigen müssen.

Importpreise und Wechselkurs dämpfen noch den Preisanstieg ...

Deutlich verteuert haben sich im ersten Halbjahr 2007 bereits Nahrungsmittel, für die im Durchschnitt 2,1% mehr gezahlt werden musste als im Vorjahr. Markante Erhöhungen gab es bei den Preisen für Brot und Backwaren, Speiseöle, Fleisch, und in den letzten Monaten für Milch und Milchprodukte. Hin-

Schaubild 6

Beitrag der Preiskomponenten zur Teuerung der Lebenshaltung
 2001 bis 2007; in %-Punkten


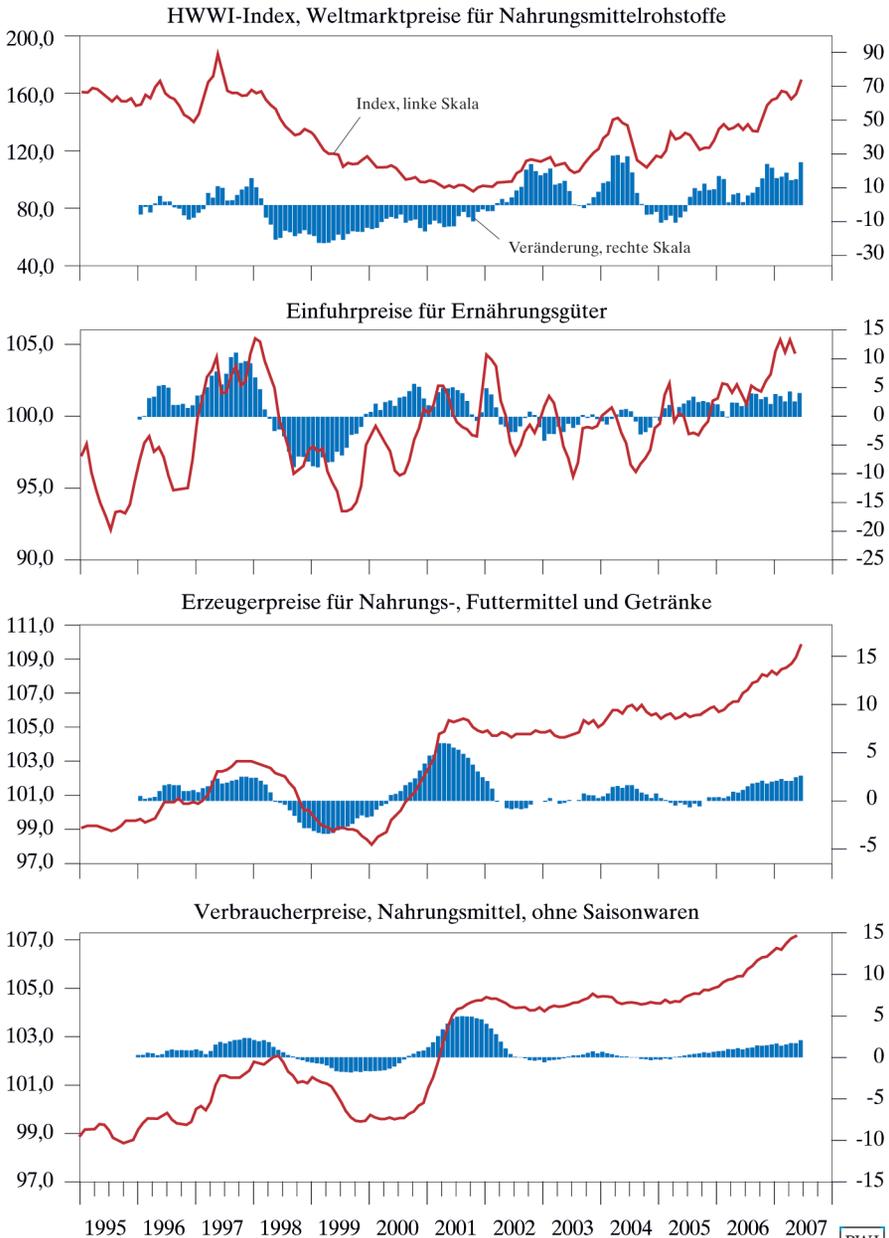
Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes. – ¹Preise für Nahrungsmittel, Getränke (ohne Spirituosen) und für Blumen. – ²Preise für Haushaltsenergie und Kraftstoffe. – ³Mieten im sozialen Wohnungsbau, Medikamente, Dienstleistungen der Ärzte und Krankenhäuser, Tarife für öffentliche Verkehrsleistungen (außer Bahn- und Flugreisen), Brief- und Paketbeförderung der Post, Pkw-Gebühren, Rundfunk- und Fernsehgebühren, Preise für Theater, Bäder, Volkshochschulen, Kindergärten und sonstige kommunale Gebühren, Preise für Leistungen der Gesetzlichen Krankenversicherung an freiwillige Beitragszahler sowie Preise für Tabakwaren und Spirituosen. – ⁴Preise für Bekleidung, Schuhe, Möbel, Haushaltsgeräte sowie andere Waren und Dienstleistungen, soweit nicht in anderen Gruppierungen enthalten. – Zahlen für das dritte Quartal 2007 zum Teil geschätzt.

tergrund dessen ist u.a., dass die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe auf dem Weltmarkt kräftig gestiegen sind. Hierfür dürfte, neben der ungünstigen Witterung in einigen wichtigen Erzeugerländern und der steigenden Nachfrage aus den Schwellenländern, auch – wie im internationalen Teil des Berichts ausgeführt – die zunehmende energetische Nutzung von agrarischen Rohstoffen verantwortlich sein. Zudem ist der EU-Markt in geringerem Maße gegen Preisschwankungen auf den Weltagrarmärkten abgeschirmt, seit die europäische Agrarpolitik von der Preisstützung verbunden mit Grenzabschöpfungen auf eine direkte Einkommenssubvention übergeht. So ist inzwischen eine Wirkungskette deutlich erkennbar, die von steigenden Weltmarktpreisen für Nahrungsmittelrohstoffe über höhere Einfuhr- sowie

... aber höhere
Weltmarktpreise
für Agrargüter
schlagen zu-
nehmend durch

Schaubild 7

Einfluss steigender Weltmarktpreise für Ernährungsgüter auf die Verbraucherpreise
1995 bis 2007; 2000=100 und Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes und des HWWI.

Erzeugerpreise für Ernährungsgüter bis hin zu einer Steigerung der Verbraucherpreise reicht (Schaubild 7).

In dieser Wirkungskette sind für die kommenden Monate noch Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln angelegt. Zwar ist deren Einfluss mit einem Wägungsanteil von nur noch 10% im Verbraucherpreisindex nicht mehr so bedeutsam wie noch vor einigen Jahren. Nachdem jedoch Nahrungsmittel lange Zeit den Verbraucherpreisanstieg gedämpft hatten, sind sie nun im Begriff zu einem Preistreiber zu werden. Ferner wurden bereits Preisanhebungen bei Strom und im öffentlichen Nahverkehr angekündigt. Daher könnte der Preisanstieg bis zum Jahresende zeitweise die 2%-Marke übersteigen. Für den Jahresdurchschnitt erwarten wir aber eine Teuerungsrate von 1,9%.

Im nächsten Jahr wird sie einerseits dadurch gedrückt, dass der durch die Mehrwertsteuer bedingte Anstieg wegfällt (Basiseffekt). Andererseits können die steigenden Lohnstückkosten bei immer noch hoher Kapazitätsauslastung und reichlicher Liquidität aufgrund des Geldmengenüberhangs wohl vermehrt überwältigt werden. Auch dürften die Nahrungsmittelpreise weiter steigen. Erst gegen Ende des Jahres ist mit einer Entspannung zu rechnen, da die derzeit hohen Preise Anreize geben, die Erzeugung von Agrargütern zu steigern. Wir erwarten einen Anstieg der Verbraucherpreise um 2,0%, also eine Rate, die das Stabilitätsziel der EZB gefährden könnte, da die Inflation in Deutschland erfahrungsgemäß unterhalb des EWU-Durchschnitts liegt.

5. Haushaltsüberschüsse in Sicht

Die Lage der öffentlichen Haushalte wird sich in diesem Jahr weiter verbessern. Das Budgetdefizit des Staates, das bereits im vergangenen Jahr in Relation zum BIP von 3,4 auf 1,6% gesunken war, dürfte vollständig abgebaut und erstmals seit 1989 wieder ein – wenn auch geringer Haushaltsüberschuss – erzielt werden (Tabelle 5). Mit ausschlaggebend hierfür ist, dass die kräftige Konjunktur zu erheblichen Mehreinnahmen sowie zu hohen arbeitsmarktbedingten Minderausgaben führt. Aber auch der um konjunkturelle Einflüsse bereinigte Finanzierungssaldo dürfte um 0,9%-Punkte geringer worden sein. Die Konsolidierung erfolgt zum weit überwiegenden Teil über die Einnahmenseite. Die Ausgabenkürzungen fallen dagegen bescheiden aus (Tabelle 6).

Das Steueraufkommen dürfte im Jahr 2007 kräftig, um 8,7%, zunehmen. Entscheidend hierfür sind zum einen die Mehreinnahmen aus der Anhebung der Umsatz- und der Versicherungsteuer. Zudem wurden der Spitzensteuersatz für nichtgewerbliche Einkommen („Reichensteuer“) erhöht und Steuervergünstigungen abgebaut (Einzelheiten dazu enthält die konjunkturpolitische Chronik, www.rwi-essen.de/kchronik). Zum ande-

Bessere
Haushaltslage
wegen guter
Konjunktur und
restriktiver
Finanzpolitik

Tabelle 5

Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren¹								
1991 bis 2008; in % des nominalen BIP								
	Staatseinnahmen			Staatsausgaben			Finanzierungs-saldo	Zins-Steuer-Quote ²
	insgesamt	darunter:		insgesamt	darunter:			
		Steuern	Sozial-beiträge		Zins-ausgaben	Brutto-investitionen		
1991	43,4	22,0	16,8	46,3	2,7	2,6	-2,9	12,2
1992	44,8	22,4	17,2	47,2	3,1	2,8	-2,5	14,1
1993	45,2	22,4	17,7	48,2	3,2	2,7	-3,0	14,3
1994	45,6	22,3	18,2	47,9	3,2	2,4	-2,3	14,2
1995 ^a	44,9	21,9	18,3	48,1	3,5	2,2	-3,2	15,9
1996	46,0	22,4	19,0	49,3	3,5	2,1	-3,3	15,5
1997	45,7	22,2	19,2	48,4	3,4	1,8	-2,6	15,3
1998	45,9	22,7	18,9	48,0	3,4	1,8	-2,2	14,8
1999	46,6	23,8	18,7	48,1	3,1	1,9	-1,5	13,2
2000 ^b	46,4	24,2	18,3	47,6	3,2	1,8	-1,2	13,0
2001	44,7	22,6	18,2	47,6	3,1	1,7	-2,8	13,5
2002	44,4	22,3	18,2	48,1	2,9	1,7	-3,7	13,1
2003	44,5	22,3	18,3	48,5	3,0	1,6	-4,0	13,3
2004	43,3	21,8	17,9	47,1	2,8	1,4	-3,8	13,0
2005	43,5	22,0	17,7	46,9	2,8	1,4	-3,4	12,7
2006	43,8	22,8	17,3	45,4	2,8	1,4	-1,6	12,2
2007 ^P	44,1	23,1	16,6	44,1	2,8	1,5	0,0	11,6
2008 ^P	43,7	23,8	16,4	43,3	2,7	1,6	0,4	11,4

Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes. – ¹In der Abgrenzung der VGR. – ²Zinsausgaben des Staates in Relation zum Steueraufkommen. – ³Ohne Vermögens-transfers im Zusammenhang mit der Übernahme der Schulden der Treuhandanstalt und der Wohnungswirtschaft der ehemaligen DDR (per saldo -119,6 Mrd. €). – ^bOhne Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen (50,8 Mrd. €). – ^PEigene Prognose.

ren steigert die gute Konjunktur das Einkommen. So führen die zunehmende Beschäftigung und steigende Löhne zu einem höheren Lohnsteueraufkommen, und die anziehende Inlandsnachfrage induziert Mehreinnahmen bei den Steuern vom Umsatz. Auch bei der Körperschaft- und der Gewerbesteuer, deren Einkommen im vergangenen Jahr überraschend kräftig gestiegen war, kann aufgrund höherer Gewinne mit einem, wenn auch geringen, Plus gerechnet werden. Denn das Einkommen wird – außer durch geringere Nachzahlungen – dadurch gemindert, dass inländischen Anteilseignern ausländischer Kapitalgesellschaften nach einem Urteil des Europäischen Gerichtshofs ein Anspruch auf die Erstattung von Körperschaftsteuer zugesprochen wurde, die bis zum Jahr 2000 in den damaligen EU-Staaten gezahlt und die ihnen nach den damals geltenden Recht nicht erstattet worden war⁹. Im kommenden Jahr

⁹ Das BMF (2007a) veranschlagt die in den kommenden Jahren anfallenden Erstattungen auf bis zu 5 Mrd. €, weist aber darauf hin, dass über die Zahl der Anträge und über die Höhe der Erstattungen keine gesicherten Informationen vorliegen.

Tabelle 6

Änderung von Steuern, Sozialabgaben und Staatsausgaben durch diskretionäre Maßnahmen¹		
Haushaltent- (+) und -belastungen (-) in Mrd. € gegenüber 2006		
	2007	2008
Abgaben	19,11	14,91
Anhebung des Regelsatzes der Umsatzsteuer von 16 auf 19% ²	22,75	23,33
Erhöhung des Regelsatzes der Versicherungsteuer von 16 auf 19%	1,74	1,65
Anhebung des Einkommensteuerspitzensteuersatzes für nichtgewerbliche Einkünfte über 250 000/500 000 € für Ledige/Verheiratete von 42 auf 45%	0,13	0,78
Reform der Unternehmensbesteuerung 2008	-	-6,64
Befristete Anhebung der degressiven Abschreibung für bewegliche Anlagegüter	-2,66	-3,75
Anhebung der Umsatzsteuer Grenzen für die Umsatz-Ist-Besteuerung	0,98	1,23
Erweiterte Absetzbarkeit von haushaltsnahen Renovierungs-, Erhaltungs- und Modernisierungsaufwendungen in Privathaushalten	-0,77	-0,77
Absetzbarkeit von erwerbsbedingten Kinderbetreuungs- sowie erwerbsbedingten Pflege- und Betreuungskosten	-0,40	-0,40
Eindämmung von missbräuchlichen Steuergestaltungen und von Umsatzsteuerbetrug	0,87	1,06
Beschränkung der Verlustverrechnung von Steuerstundungsmodellen	1,07	1,59
Einstieg in ein steuerliches Sofortprogramm	0,60	1,03
Streichung der Pendlerpauschale für die ersten 20 km	1,27	2,53
Reduzierung des Sparerfreibetrags von 1 370 (2 740 für Verheiratete) auf 750/1 500 €	0,63	0,75
Einführung einer Biokraftstoffquote	1,07	0,93
Weitere Steuerrechtsänderungen ³	0,32	0,58
Reduktion des Beitragsatzes zur Arbeitslosenversicherung ⁴ um 2,3 %-Punkte zum 1.1.2007 und um 0,3 %-Punkte zum 1.1.2008	-17,95	-20,40
Anhebung des Beitragsatzes zur Rentenversicherung ⁴ um 0,4 %-Punkte zum 1.1.2007	3,20	3,40
Erhöhung der durchsch. Krankenkassenbeiträge ⁴ im Jahr 2007 um 0,6 %-Punkte	6,00	6,45
Anhebung des Beitragsatzes zur Pflegeversicherung um 0,25 %-Punkte zum 1.6.2008		1,30
Begrenzung der Sozialbeitragsfreiheit für Sonntags-, Feiertags- und Nachtzuschläge und Erhöhung der Pauschalabgabe für geringfügig Beschäftigte im gewerblichen Bereich	0,26	0,26
Ausgaben	1,98	-2,94
Abschaffung der Eigenheimzulage	1,27	2,01
Kürzung von Subventionen	0,40	0,20
Aufstockung sozialer Leistungen ⁵	-0,96	-2,70
Änderungen der Anspruchsvoraussetzungen beim ALG II für 18 bis 25-Jährige	0,40	0,40
Verbesserung der Wirtschaftlichkeit in der Arzneimittelversorgung	0,42	0,42
GKV-Wettbewerbsstärkungsgesetz	1,40	1,80
Aufstockung der Leistungen der Pflegeversicherung	-	-1,00
Aufstockung der Forschungsausgaben	-0,45	-0,95
Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur und die Betreuungsinfrastruktur („Krippenplätze“)	-0,50	-1,50
Förderprogramm für Klimaschutz und Energieeffizienz	-	-0,87
Aufstockung der Entwicklungshilfe	-	-0,75
Insgesamt	21,09	11,97

¹Ohne makroökonomische Rückwirkungen; ohne Berücksichtigung der finanziellen Auswirkungen von Maßnahmen, die schon früher in Kraft getreten sind, z.B. die Kürzung der Bezugsdauer von Arbeitslosengeld, die Verringerung der Eigenheimzulage, die Wirkung des Altersvorsorgeanteils (Riester-Treppe) und des Nachhaltigkeitsfaktors bei der Rentenversicherung, sowie ohne „heimliche“ Steuererhöhungen. – ²Entstehungsmäßig; in finanzstatistischer Abgrenzung beläuft sich das Mehraufkommen 2007 auf 19,4 Mrd. €. – ³Z.B. Einschränkung der Absetzbarkeit der Aufwendungen für das häusliche Arbeitszimmer, Neuregelung der Besteuerung von Energieerzeugnissen und Änderung der Stromsteuer, Erhöhung der Vorsteuerpauschale für land- und forstwirtschaftliche Umsätze u.a. – ⁴Nach Abzug der Mehrausgaben des Staates für Beiträge von Empfängern sozialer Leistungen an den jeweiligen Sozialversicherungszweig. – ⁵Anhebung des ALG II in den neuen Bundesländern auf Westniveau, Einführung eines einkommensabhängigen Elterngelds, saldiert mit Erziehungsgeld, Erhöhung der Ausbildungsbeihilfen sowie Einführung von Eingliederungsmaßnahmen für Langzeitarbeitslose und für Ältere.

dürfte das Steueraufkommen nur noch um 3,2% steigen. Zwar wird bei den erwarteten Einkommenszuwächsen die Steuerprogression greifen, doch wird die Reform der Besteuerung der Unternehmen und der Kapitaleinkünfte nach Berechnungen des Bundesfinanzministeriums zu Mindereinnahmen von 6,6 Mrd. € führen.

Das Beitragsaufkommen der Sozialversicherung wird in diesem Jahr geringfügig sinken. Auch hier entstehen konjunkturbedingte Mehreinnahmen, doch kommt es zu Einnahmeausfällen, weil der durchschnittliche Beitragssatz von 41,9 auf 40,6% gesenkt wurde (zu den Details vgl. Gebhardt 2007). Im Jahr 2008 werden die Beitragseinnahmen mit zunehmender Beschäftigung und steigenden Löhnen wohl um 2,4% zulegen. Dies bleibt hinter der Steigerung der Bruttolöhne und -gehälter zurück, sodass die durchschnittliche Beitragsbelastung etwas fallen wird. Der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung soll zu Jahresbeginn um 0,3%-Punkte auf 3,9% gesenkt werden. Bei der Pflegeversicherung ist hingegen zur Jahresmitte eine Anhebung des Beitragssatzes um 0,25%-Punkte auf 1,95% geplant. Die Staatseinnahmen insgesamt werden damit voraussichtlich um 4,8% in diesem und um 2,8% im kommenden Jahr steigen.

**Kräftig steigende
Staatseinnahmen
wegen guter
Konjunktur und
Steuererhöhungen**

Die Staatsausgaben werden 2007 voraussichtlich nur um 1% und damit merklich schwächer expandieren als die Einnahmen. Hier schlagen zum einen konjunkturbedingte Entlastungen zu Buche. So sinken infolge der günstigeren Arbeitsmarktlage die Zahlungen von Arbeitslosengeld erheblich. Zudem wurden die Voraussetzungen für den Bezug von ALG II enger gefasst und die Dauer, für die ALG I gewährt werden kann, verkürzt. Auch die Abschaffung der Eigenheimzulage für Neufälle wirkt ausgaben senkend. Zudem wurden die Löhne im öffentlichen Dienst nicht erhöht und weiter Personal abgebaut. Mehrausgaben entstehen durch die Einführung des einkommensabhängigen Elterngeldes zum 1. Januar 2007 und die Anhebung der Renten zum 1. Juli 2007 um 0,54%. Schließlich werden auch die öffentlichen Investitionsausgaben in Folge der verbesserten Finanzlage wohl kräftig aufgestockt. Vor allem Städte und Gemeinden dürften den aufgestauten Bedarf an Infrastrukturinvestitionen abbauen. Hinzu kommen Aufwendungen, um die Tagesbetreuung von Kindern unter drei Jahren zu verbessern. Schließlich dürften auch die Zinsausgaben des Staates weiter zunehmen, da die Kapitalmarktzinsen anziehen.

Im Jahr 2008 dürfte sich der Anstieg der Staatsausgaben auf 1,9% verstärken. Zwar werden die arbeitsmarktbedingten Ausgaben weiterhin sinken. Doch verleiteten die kräftig fließenden Steuereinnahmen die Wirtschaftspolitik dazu, den bislang restriktiven Ausgabenkurs zu lockern. So werden die laufenden Sachaufwendungen insbesondere im Verteidigungsetat und die Investi-

tionen aufgestockt, um den Nachholbedarf abzarbeiten, der in den vergangenen Jahren aufgelaufen ist. Auch ist geplant, die Ausgaben für Bildung und Forschung zu steigern, um die Wettbewerbsfähigkeit des Wissenschaftsstandortes Deutschland zu stärken. Zudem werden die Löhne im Öffentlichen Dienst – nach der Stagnation in den vergangenen Jahren – deutlich angehoben. Der laufende Tarifvertrag für die Länder sieht eine Lohnerhöhung um 2,9% vor, und die Abschlüsse bei Bund und Gemeinden dürften sich daran orientieren. Auch wird in einigen Bereichen, in denen unter dem Druck der hohen Budgetdefizite auf Neueinstellungen verzichtet worden war, das Personal aufgestockt. Mehrausgaben gibt es auch durch den Ausbau der Krippenplätze, höhere Leistungen der Pflegeversicherung, die Einführung von Eingliederungsmaßnahmen für Langzeitarbeitslose, die Aufstockungen des BAföG, das Energie- und Klimaprogramm und die Ausweitung der Entwicklungshilfe (BMF 2007b: 13–60). Schließlich werden die Altersrenten angesichts der im laufenden Jahr stärker steigenden Durchschnittsentgelte voraussichtlich um etwa 1,5% angehoben.

**Nachlassende
Ausgabendisziplin
im kommenden
Jahr**

Dennoch wird der Haushaltsüberschuss des Staates im Jahr 2008 voraussichtlich auf 10 Mrd. € (0,4% des BIP) zunehmen. Insbesondere die BA profitiert von der steigenden Beschäftigung und der rückläufigen Arbeitslosigkeit. Sie dürfte in diesem Jahr einen Überschuss von reichlich 6 Mrd. € erzielen. Im nächsten Jahr dürften zwar Aufgaben des Bundes auf die BA¹⁰ verlagert werden und der Beitragssatz sinken. Dennoch erwarten wir einen Überschuss von erneut 6 Mrd. €, sodass ihre Rücklage (Ende 2006: 11,2 Mrd. €) weiter steigen wird. Die insgesamt deutlich verbesserte Haushaltslage des Staates und die gute Konjunktur schaffen die Voraussetzung dafür, dass die Schuldenstandsquote, die in den beiden Vorjahren 67,8% bzw. 67,5% betrug, voraussichtlich kräftig sinken wird – auf etwa 62% im Jahr 2008. Damit läge sie aber noch über den im Maastricht-Vertrag festgelegten 60%.

**Hohe Überschüsse
bei der Bundes-
agentur für Arbeit**

6. Wirtschaftspolitik

Die deutsche Wirtschaft befindet sich weiterhin in einem Aufschwung. Realwirtschaftliche Indikatoren deuten darauf hin, dass dieser noch eine zeitlang anhalten kann. Gefährdet wird er aber durch die jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten. Ob und wie stark sich die Expansion fortsetzt, hängt ent-

¹⁰ Im kommenden Jahr soll der Aussteuerungsbetrag abgeschafft werden. Im Gegenzug soll die BA die Ausgaben des Bundes zur Eingliederung von Langzeitarbeitslosen sowie die Verwaltungskosten des Bundes im Hartz IV-System zur Hälfte finanzieren. Hierdurch wird die BA mit knapp 3 Mrd. € belastet und der Bund in gleichem Maße entlastet.

scheidend von deren realwirtschaftlichen Effekten und den Reaktionen der Geldpolitik ab. Die Konjunktur spürbar beeinträchtigen könnten die Turbulenzen vor allem über zwei Kanäle:

- Zum einen könnte die Krise von den neuen Finanzmarktinstrumenten auf andere risikobehaftete Anlagen wie Aktien übergreifen. Ein weiterer Einbruch der Aktienkurse würde das Vermögen der privaten Haushalte verringern, was die Konsumausgaben negativ beeinflussen würde. Besonders gefährdet wäre dadurch die Konjunktur in den USA, wobei ein Einbruch dort – wie in Kasten 1 ausgeführt – deutlich auf das deutsche BIP durchschlagen würde.
- Zum anderen ist denkbar, dass sich die Immobilienkrise – wie im internationalen Teil dieses Berichts dargestellt – zu einer Bankenkrise entwickelt, die dazu führen könnte, dass die Kreditvergabe merklich eingeschränkt wird. Die Banken dürften sich insbesondere bei Hypotheken sehr zurückhalten, womit der Einbruch bei den Bauinvestitionen verstärkt werden dürfte. Aber auch für Unternehmen wird es möglicherweise schwieriger, Investitionen zu finanzieren. Auch wäre eine wachsende Zahl von Konkursen wahrscheinlich, wenn z.B. Kreditlinien gekürzt würden.

Anzeichen einer Bankenkrise hat es Mitte August 2007 durchaus gegeben. Banken mit hohen Beständen an solchen Wertpapieren in ihrem Portfolio, die durch den Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarktes kräftig an Wert verloren hatten, waren nicht mehr in der Lage, sich auf dem Interbankenmarkt zu refinanzieren. Die Notenbanken der Industrieländer reagierten auf dieses Problem rasch, indem sie in erheblichem Umfang kurzfristig Liquidität zur Verfügung stellten. Die *Federal Reserve* senkte zudem den Diskontsatz, womit für die Banken eine Refinanzierung bei der Notenbank günstiger wurde.

Die kurzfristige Bereitstellung von Liquidität sollte das Vertrauen in die Finanzmärkte stabilisieren und Schlimmeres verhindern. Sie bedeutet aber noch keinen grundlegenden Wandel in der Ausrichtung der Geldpolitik. Es stellt sich die Frage, ob aufgrund der angesprochenen Probleme ein genereller Wechsel hin zu einer expansiveren Geldpolitik angezeigt wäre. Dies ist unserer Einschätzung nach nicht der Fall, weil die gegenwärtigen Probleme unter anderem gerade dadurch ausgelöst wurden, dass zu viel Liquidität vorhanden war. Diese war zum Teil dadurch entstanden, dass die Notenbanken, allen voran die *Federal Reserve*, auf die seit der Mitte der Neunzigerjahre immer wieder auftretenden Probleme an den Finanzmärkten (Asien-Krise, LCTM, Russland-Krise) stets mit einer Lockerung ihres geldpolitischen Kurses reagierten. Dies begünstigte bereits das Entstehen der *New Economy*-Blase. Als diese platzte und danach die Märkte durch die Terroranschläge des 11. September 2001 zusätzlich verunsichert wurden, wurden die Notenbankzinsen

auf ein sehr niedriges Niveau herabgesetzt. Hinzu kommt, dass aufgrund der hohen Leistungsbilanzüberschüsse Chinas und der Rohstoffe exportierenden Länder erhebliche Kapitalbeträge eine Anlagemöglichkeit suchen. Die hohe Liquidität hatte zur Folge, dass die Risikoprämien deutlich sanken, was sowohl an den geringen Zinsunterschieden zwischen Anleihen von Schuldern unterschiedlicher Bonität abzulesen ist, als auch an der in Anbetracht der konjunkturellen Lage außergewöhnlich flachen Zinsstrukturkurve.

Vor diesem Hintergrund ist eine vorsichtige Geldpolitik angebracht, will man die Preisniveaustabilität sicherstellen und das Entstehen neuer Blasen auf anderen Märkten verhindern. Erste realwirtschaftliche Auswirkungen der Immobilienkrise sind bereits in den USA spürbar. Deshalb ist zu erwarten, dass die *Federal Reserve* ihre Geldpolitik etwas lockert, was auch im Einklang mit den derzeitigen Markterwartungen steht. Da mit nachlassender Wirtschaftsaktivität auch das Inflationsrisiko geringer wird, dürfte eine leichte Zinssenkung auch im Einklang mit der Sicherung der Preisniveaustabilität stehen. Für eine ähnlich kräftige Reaktion wie 2001 besteht aber kein Anlass, zumal die realwirtschaftlichen Indikatoren in den USA bis zuletzt nicht ungünstig waren.

Die Wirtschaft des Euro-Raums ist bisher von der Hypothekenkrise nur wenig betroffen. Sie befindet sich nach wie vor in einem Aufschwung, und die Chancen stehen nicht schlecht, dass er sich fortsetzt. Von daher sollte die EZB ihren stabilitätsorientierten Kurs beibehalten, zumal die Geldpolitik derzeit mit Blick auf die Konjunktur eher als neutral eingestuft werden kann. Auf Liquiditätsengpässe im Bankensystem, die bei ungünstigen Nachrichten immer wieder einmal auftreten können, sollte sie wie bisher mit der Bereitstellung kurzfristiger Liquidität reagieren.

Eine weitere Straffung der Geldpolitik wäre der EZB zu empfehlen, falls sich mit der günstigeren Konjunktur im Euro-Raum der Lohnanstieg spürbar beschleunigt. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Lohnpolitik in Deutschland. Zwar ist hierzulande der Lohnanstieg bisher noch recht moderat, dies ist jedoch vorwiegend den nun nach und nach auslaufenden Tarifabschlüssen der vergangenen Jahre zu danken, in denen zumeist nur geringe Zuwächse vereinbart worden waren. Die Ergebnisse der Verhandlungsrunden dieses Jahres lassen höhere Lohnsteigerungen erwarten, die auch auf andere EU-Länder ausstrahlen könnten. Nach der vorliegenden Prognose dürften die bisherigen Abschlüsse das Stabilitätsziel der EZB allerdings noch nicht gefährden. Jedoch ist eine weitere Beschleunigung des Lohnanstiegs – wie in Abschnitt 6.3 näher ausgeführt – nicht auszuschließen.

Erschwert würde der EZB ihre Aufgabe auch, wenn die Finanzpolitik in Deutschland, geblendet durch die Überschüsse im Staatshaushalt im ersten Halbjahr, in ihrem Bemühen um eine Haushaltskonsolidierung nachlassen

und eine prozyklische Politik betreiben würde. Es wäre falsch, die steigenden Staatseinnahmen zum Anlass zu nehmen, von dem restriktiven Ausgabenkurs abzurücken. Der Budgetüberschuss ist nämlich wesentlich den Steuererhöhungen, die zu Beginn dieses Jahres in Kraft traten, und der guten Konjunktur zu verdanken. Im nächsten Abschwung dürfte daher der Staatshaushalt auch rasch wieder ins Minus geraten, wenn der Konsolidierungskurs nicht fortgesetzt wird. Zwar ist mit Blick auf eine Stärkung des Wirtschaftswachstums sowohl eine Senkung der Steuer- und Abgabenlast als auch eine Ausweitung der investiven Ausgaben angebracht. Diese sollte jedoch durch Einsparungen an anderer Stelle finanziert werden.

6.1 Geldpolitik im Spagat zwischen Stabilisierung der Finanzmärkte und Wahrung der Geldwertstabilität

Die EZB hat im Juni dieses Jahres den Mindestbietungssatz für ihr Hauptrefinanzierungsinstrument nochmals um 25 Basispunkte auf 4,0% angehoben. Damit hat sie die im Juni 2003 begonnene Politik der kleinen Zinserhöhungsschritte fortgesetzt, in deren Zuge sie den Leitzins um insgesamt 200 Basispunkte erhöht hat. Auch am Kapitalmarkt sind die Zinsen in den vergangenen Monaten leicht gestiegen. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen betrug im Juli durchschnittlich 4,6% und befand sich damit auf dem höchsten Stand seit Frühjahr 2001. Ebenfalls deutlich erhöht haben sich die kurzfristigen Realzinsen, auf nun etwa 2,5%. Trotzdem ist die aktuelle Ausrichtung der Geldpolitik mit Blick auf ihre konjunkturellen Wirkungen als neutral, allenfalls als leicht restriktiv einzuschätzen. Gemessen an früheren vergleichbaren Konjunkturphasen sind die Zinsen nämlich immer noch relativ niedrig. So hatte die EZB während des *New Economy-Booms* ihre Leitzinsen auf 4,75% angehoben. Dadurch hatte sich ein kurzfristiges Realzinsniveau von knapp 3% eingestellt.

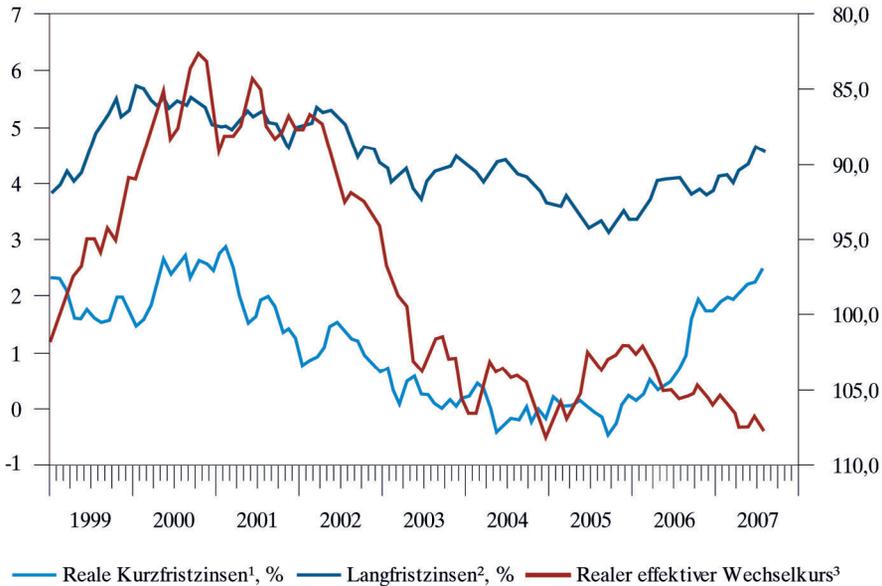
Gemessen an vergleichbaren Konjunkturphasen sind die Zinsen relativ niedrig

Von der außenwirtschaftlichen Seite her haben sich die monetären Rahmenbedingungen für die Konjunktur seit Jahresbeginn nicht verschlechtert. Die Wechselkurse des Euro gegenüber dem Dollar und dem Yen schwankten zwar beträchtlich, haben sich aber in der Tendenz wenig verändert. Der reale effektive Wechselkurs des Euro blieb mehr oder weniger konstant, sodass sich von dieser Seite her die monetären Rahmenbedingungen für die Konjunktur nicht veränderten.

Die Inflation im Euro-Raum ist weiterhin mit dem Stabilitätsziel der EZB kompatibel. Die Teuerungsrate ging im Juli sogar leicht auf 1,8% zurück, nachdem sie seit März dieses Jahres konstant 1,9% betragen hatte. Der zuletzt schwächere Preisanstieg war allerdings in erster Linie Folge eines Rückgangs der Energiepreise, die vor einem Jahr besonders kräftig gestiegen waren, und

Schaubild 8

Monetäre Rahmenbedingungen im Euro-Raum 1999 bis 2007



Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – ¹Deflationiert mit dem HVPI; linke Skala. – ²Rendite 10-jähriger Staatsanleihen; linke Skala. – ³Deflationiert mit dem HVPI. Handelsgewichtete Anteile. Invertierte Achse; rechte Skala



er dürfte daher nur ein vorübergehendes Phänomen sein. Darauf weist auch hin, dass die Inflationserwartungen in letzter Zeit sogar leicht zugenommen haben. So erhöhten die im *Survey of Professional Forecasters* von der EZB befragten Fachleute ihre Inflationsprognose für 2007 und 2008 um jeweils 0,1%-Punkte. Dabei ist die langfristig erwartete Teuerungsrate mit 2,0% immer noch knapp zielkonform. Alles in allem war die Geldpolitik der EZB – beurteilt an den vergangenen Inflationsraten wie an den Erwartungen – also angemessen.

Die EZB begründet die zunehmend restriktivere Ausrichtung ihrer Politik mit ihrer Zwei-Säulen-Strategie. Zum einen birgt das kräftige gesamtwirtschaftliche Wachstum im Euro-Raum und die daraus folgende hohe Kapazitätsauslastung die Gefahr eines zunehmenden Lohn- und Preisdrucks. Zum anderen deuten die monetären Indikatoren auf beträchtliche Inflationsrisiken in der mittleren und langen Frist hin. So lagen die Wachs-

Hohe Kapazitätsauslastung birgt Gefahr eines zunehmenden Preisdrucks

tumsraten der Geldmengenaggregate M1 und M3 seit Mitte 2004 stets über dem Referenzwert der EZB, und dies sogar zunehmend.

An diesen geldpolitischen Rahmenbedingungen hat sich auch in der jüngeren Vergangenheit wenig geändert. So ist die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 nochmals gestiegen – von 10,2% im zweiten Quartal 2007 auf 11,7% im Juli – und übertrifft damit den Referenzwert von 4,5% bei weitem. Allerdings zeigen die bisherigen Zinserhöhungen insofern Wirkung, als die Jahreswachstumsrate des engeren Geldmengenaggregats M1 von zweistelligen Raten im vergangenen Jahr auf 6,3% im Durchschnitt der Monate Mai bis Juli gesunken ist. Bei den Krediten gibt es unterschiedliche Tendenzen: Bei den Unternehmenskrediten ist die Zuwachsrate mit gut 13% im Juni dieses Jahres nach wie vor hoch, während sich bei den Krediten an private Haushalte die Expansion auf 7,2% im Juni verringert hat.

Allerdings wird die Liquiditätssituation im Euro-Raum nicht nur durch die europäische Geldmenge beeinflusst. Aufgrund der hohen Überschüsse in den Leistungsbilanzen vieler aufstrebender Schwellenländer, insbesondere Chinas, sowie der Rohstoffe exportierenden Länder drängt in erheblichem Maße Kapital auf die Märkte der Industrieländer. Dies führte zu einem Anstieg der Vermögenswerte, wodurch sich indirekt der Inflationsdruck erhöht. Zudem begünstigt die weltweit hohe Liquidität das Entstehen spekulativer Blasen – eine Gefahr, der die EZB mit ihrer Politik der schrittweisen Zinsanhebung nach eigenen Aussagen versucht, frühzeitig gegenzusteuern. Da die Rohstoffpreise hoch bleiben und die globalen Ungleichgewichte allenfalls geringfügig abgebaut werden dürften, werden sich die von dieser Seite her drohenden Inflationsrisiken wohl kaum verringern.

Auch die realwirtschaftliche Situation im Euro-Raum spricht für unverminderte Inflationsgefahren. Die schwächere Expansion des realen BIP im zweiten Quartal 2007 war wohl nur vorübergehend. Jedenfalls wird erwartet, dass die Wirtschaft im dritten Quartal wieder an Fahrt gewinnt. Allerdings gefährdet ein kräftiges Wachstum nicht für sich genommen die Preisniveaustabilität, sondern nur dann, wenn die Wirtschaft schneller wächst

Weiterhin
reichlich
Liquidität
vorhanden

als das Produktionspotenzial. Es deutet aber einiges darauf hin, dass der gegenwärtige Aufschwung auch durch angebotsseitige Faktoren begründet oder zumindest verstärkt wird, welche die Wachstumsmöglichkeiten vergrößern (Döhrn et al. 2006: 139–141). Als Gründe hierfür werden technologische Neuerungen, aber auch Reformen seitens der Wirtschaftspolitik sowie innerhalb der Unternehmen genannt. Daher dürfte die inflationstreibende positive Outputlücke derzeit noch relativ klein sein. Hierin unterscheidet sich der gegenwärtige Aufschwung wohl auch von dem *New Economy-Boom*. Damals

hatte man vielfach eine starke und andauernde Beschleunigung des Potenzialwachstums unterstellt, was sich im Nachhinein als falsch herausstellte.

Für ein höheres Potenzialwachstum spricht auch, dass sich bislang – gemessen an den Arbeitskosten – der Lohndruck im Euro-Raum in Grenzen hält. So ist der Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde seit 2002 rückläufig. Zugleich steigt die Arbeitsproduktivität verstärkt, sodass sich der Anstieg der Lohnstückkosten verringert.

Da beide geldpolitischen Säulen auf Inflationsgefahren hinweisen, wurde bisher allgemein erwartet, dass die EZB ihren Leitzins im September um weitere 25 Basispunkte auf dann 4,25% anhebt. Diese Erwartung wurde auch durch die Kommunikation der EZB gestützt. Strittig war bislang lediglich, ob eine weitere Zinserhöhung gegen Ende des laufenden Jahres nötig und wünschenswert sei, um den skizzierten Inflationsrisiken zu begegnen. Manche hielten dies mit Verweis auf das steigende Produktionspotenzial und den geringen Anstieg der Arbeitskosten nicht für erforderlich. Sie sahen vielmehr die Gefahr, dass ein weiterer Zinsschritt den Aufschwung gefährden könnte.

Seit dem Ausbruch der amerikanischen Hypothekenkrise und wegen der darauf folgenden Einbrüche an den weltweiten Finanzmärkten stellt sich die Entscheidungssituation für die EZB allerdings anders dar. Sie muss zum einen ihren Beitrag leisten, dass sich die Hypothekenkrise in den USA nicht zu einer globalen Bankenkrise ausweitet. Zum anderen haben sich aufgrund der erwarteten schwächeren Expansion in den USA und wohl auch ungünstigerer Finanzierungsbedingungen für Unternehmen die Konjunkturaussichten eingetrübt und mithin die Inflationsgefahren verringert.

Die EZB steht damit vor dem Problem deutlich erhöhter Unsicherheit. Einerseits deuten reale Indikatoren auf einen weiterhin robusten wirtschaftlichen Aufschwung und damit wohl zunehmende Inflationsgefahren hin, zumal das Geldmengewachstum weiterhin über dem Referenzwert der EZB liegt. Andererseits sind die Auswirkungen der Hypothekenkrise in den USA auf die europäischen Banken und die Finanzmärkte sowie auf die Konjunktur im Euro-Raum nur schwer abzuschätzen.

EZB sollte nach Beruhigung der Finanzmärkte die Zinsen nochmals erhöhen

Wie ernst die Zentralbanken die Hypothekenkrise nehmen, zeigt sich daran, dass sie seit deren Beginn dem Geldmarkt in beträchtlichem Umfang Liquidität zugeführt haben. Die EZB stellte zeitlich befristet Tagesgeld in jeder gewünschten Menge zum günstigeren Hauptrefinanzierungssatz von 4% und nicht zum Spitzenrefinanzierungssatz von 5% zur Verfügung. Die *Federal Reserve* hat den Diskontsatz um 50 Basispunkte auf 5,75% gesenkt, um die Differenz zwischen dem Hauptkreditzins und dem Haupteinlagezins auf 50 Basis-

punkte zu begrenzen. Außerdem hat die EZB die Ausleihfrist für Kredite an Banken auf 30 Tage ausgedehnt, die vom Kreditnehmer sogar nochmals verlängert werden kann. Beide Maßnahmen sollen solange aufrecht erhalten werden, wie die Liquiditätssituation an den Finanzmärkten angespannt bleibt.

Diese Maßnahmen dürfen aber nicht als Schwenk zu einer laxeren Geldpolitik verstanden werden. Vielmehr haben die Notenbanken bisher lediglich dafür gesorgt, dass am Interbankenmarkt keine ernstzunehmenden Liquiditätsengpässe auftreten. Das so bereitgestellte Geld dürfte den Geldumlauf nicht erhöhen, da es den Banken nur befristet zusätzlich zur normalen Versorgung zur Verfügung gestellt wird. Zwar ist dennoch ein Anstieg der Geldmenge zu erwarten, da die Anleger ähnlich wie nach dem Einbruch an den Aktienmärkten nach dem *New Economy*-Boom ihre Portfolios zu Gunsten kurzfristiger Anlagen umschichten. Dies signalisiert jedoch keine zusätzlichen Inflationsgefahren, solange das Geld gehalten und nicht ausgegeben wird. Bisher ist den Notenbanken der Spagat zwischen der Stabilisierung des Finanzsektors und den stabilitätspolitischen Erfordernissen gelungen.

Würde die EZB hingegen einen Schwenk zu einer grundsätzlich laxeren Geldpolitik vollziehen, würde diese an den Finanzmärkten und nicht an der monetären und konjunkturellen Lage im Euro-Raum ausgerichtet. Zugleich würde damit das gefährliche Signal gegeben, dass die EZB auch bei künftigen Krisen, die durch Fehlverhalten an den Finanzmärkten ausgelöst werden, bereit wäre, den Geldhahn zu öffnen. Damit würde sie den Investoren Risiken, die aus ihren Anlageentscheidungen erwachsen, teilweise abnehmen und

**Lockere Geldpolitik
würde Genesung
der Finanzmärkte
eher behindern**

Druck vom Gesetzgeber nehmen, für eine adäquate Bankenregulierung zu sorgen. Somit würde die EZB aus Angst vor möglichen systemischen Krisen mit einer zu laxen Geldpolitik notwendige Neueinschätzungen von Risiken und Wertberichtigungen verhindern oder zumindest verzögern. Mit anderen Worten würde eine Medikation gewählt, die die Genesung eher behindert als unterstützt und die zu künftigem Fehlverhalten einlädt.

Dementsprechend ist die Neubewertung von Risiken in den betroffenen Marktsegmenten als ein normaler und wünschenswerter Vorgang anzusehen, sodass derzeit keine Notwendigkeit besteht, auf einen expansiveren Kurs umzuschwenken. Auch weisen, wie erwähnt, zahlreiche Analysen darauf hin, dass spekulative Blasen an Finanzmärkten – und so auch die aktuelle Krise – durch zu hohe Liquidität im Vorfeld zumindest begünstigt wurden (Baks, Kramer 1999; Bernanke, Kuttner 2005; Bordo, Wheelock 2004). Durch eine Abkehr vom bisherigen Kurs könnte die EZB somit zwar unter Umständen vorübergehend einen Verfall von Kursen und Vermögenspreisen verhindern. Sie würde aber bereits der nächsten Krise Vorschub leisten, indem sie die Voraussetzungen für eine nächste spekulative Blase schafft. Zusätzlich würde sie die

Glaubwürdigkeit ihrer eigenen geldpolitischen Strategie gefährden, da die darin genannten Indikatoren zumindest zum jetzigen Zeitpunkt eine geldpolitische Straffung implizieren.

Allerdings spekulieren viele Marktteilnehmer auf eine Veränderung der geldpolitischen Ausrichtung der EZB. Damit stand die EZB vor ihrer Zinsentscheidung im September vor dem Problem, dass eine unerwartete Zinserhöhung in der jetzigen Phase der Unsicherheit die Krise an den Finanzmärkten hätte verschlimmern können. Mit Blick darauf hat ihre Entscheidung, die Zinsen nicht zu erhöhen, zur Beruhigung der Märkte beigetragen. Bleibt die Hypothekenkrise aber, wie in unserer Prognose unterstellt, ohne allzu gravierende Folgen für die Realwirtschaft, so bestehen die Inflationsrisiken fort. Daher sollte die EZB, sobald Ruhe an den Finanzmärkten eingetreten ist, den jetzt unterlassenen Zinsschritt nachholen. Für unsere Prognose haben wir daher unterstellt, dass der Leitzins im Prognosezeitraum auf 4,25% steigt, sich dann aber zunächst nicht mehr ändert.

6.2 Konsolidierung der öffentlichen Haushalte muss ungeachtet konjunkturbedingter Überschüsse fortgesetzt werden

Die Finanzpolitik ist in den vergangenen Jahren einem das Wachstum und die Beschäftigung fördernden Konsolidierungskurs gefolgt. Sie hat den Anstieg der Staatsausgaben begrenzt, Reformen der sozialen Sicherungssysteme eingeleitet, die Einkommensteuersätze gesenkt und Steuervergünstigungen per saldo abgebaut. Jetzt beginnt sie, die Früchte dieses Kurses zu ernten. So dürfte, nachdem die Defizitquote 2006 bereits von 3,4 auf 1,6% zurückgegangen war, im laufenden Jahr zum ersten Mal seit der Wiedervereinigung ein Haushaltsüberschuss erreicht werden. Dies ist neben der guten Konjunktur auch diskretionären Haushaltsentlastungen in Höhe von 0,9% des BIP zu verdanken (Tabelle 6). Dabei stehen indes keineswegs Ausgabenkürzungen im Vordergrund, sondern vielmehr Einnahmesteigerungen aufgrund der kräftigsten Steuererhöhung in der Geschichte der Bundesrepublik.

Im kommenden Jahr dürfte der Haushaltsüberschuss auf 10 Mrd. € (0,4% in Relation zum BIP) steigen¹¹. Ausschlaggebend hierfür ist allein die anhaltende konjunkturelle Erholung, Maßnahmen zum Abbau des „strukturellen“ Defizits sind derzeit nicht geplant. Im Gegenteil: Die Reform der Unternehmensbesteuerung, die 2008 in Kraft tritt und die steuerlichen Standortbedingungen verbessern soll, führt zu Steuerausfällen von rund 6,5 Mrd. €¹², denen

¹¹ Die Finanzlage des Staates bessert sich nach unserer Einschätzung rascher als von Finanzminister *Steinbrück* erwartet, der in diesem Jahr eine Defizitquote von 0,5% und 2008 einen ausgeglichenen Haushalt des Gesamtstaates für erreichbar hält. Im Stabilitätsprogramm vom Dezember 2006 wurde für 2007 und 2008 noch eine Defizitquote von jeweils 1,5% zugrunde gelegt.

¹² Bei voller Wirksamkeit aller Maßnahmen dürfte die Reform zu Steuerausfällen von etwa 5 Mrd. € führen.

nur begrenzte Mehreinnahmen aus dem Abbau von Steuervergünstigungen gegenüberstehen. Zudem dürfte sich der Anstieg der Staatsausgaben angesichts steigender Personal-, Renten-, Sach- und Investitionsausgaben verstärken.

Ungeachtet der derzeitigen und absehbaren Haushaltsüberschüsse besteht weiterhin Konsolidierungsbedarf. Festmachen lässt sich dieser zum einen an der Schuldenstandsquote, die mit 65% in diesem und 62% im nächsten Jahr noch deutlich über der im Maastricht-Vertrag festgelegten Grenze von 60% liegt. Zum anderen weist der Staatshaushalt „strukturell“, also um Konjunkturreinflüsse bereinigt, immer noch ein Defizit auf, das sich nach den Schätzungen internationaler Organisationen in diesem Jahr auf etwa 1% des BIP¹³ beläuft. Trotz der kräftigen Steuererhöhungen und des bislang eng begrenzten Ausgabenanstiegs weisen neben dem Bund auch einzelne Länder und viele Gemeinden nach wie vor hohe Fehlbeträge aus. Auch gab es bislang – wie in unserem Bericht vom Frühjahr 2007 ausgeführt (Döhrn et al. 2007: 65–67) – kaum Fortschritte bei der qualitativen Konsolidierung.

Gleichwohl wurde mit Verweis auf die nominellen Haushaltsüberschüsse inzwischen der Ruf laut, den Ausgabenkurs noch stärker zu lockern und die konsumtiven Ausgaben zu steigern. Die sich abzeichnenden Haushaltsüberschüsse sollten dafür aber nicht zur Disposition stehen. Ziel der Bundesregierung muss es nämlich sein, über den Konjunkturzyklus hinweg ein annähernd ausgeglichenes Budget zu erreichen. Nachdem in der konjunkturellen Schwächephase der Jahre 2001 bis 2004 die im Steuer- und Transfersystem eingebauten automatischen Stabilisatoren mehr oder weniger wirken konnten und konjunkturbedingte Haushaltsfehlbeträge weitgehend hingenommen wurden, müssen nun bei guter Konjunktur die Überschüsse verwendet werden, um über den gesamten Zyklus gesehen einen Budgetausgleich zu sichern. Zudem sollte nach dem modifizierten Stabilitäts- und Wachstumspakt der Abbau des „strukturellen“ Defizits in Jahren, in denen die gesamtwirtschaftliche Expansion über dem Trend liegt, sogar verstärkt werden (Council of the European Union 2005). Würde man nun in den Sparanstrengungen nachgelassen, bestünde die Gefahr, dass sich in konjunkturellen Schwächephasen – den Erfahrungen seit Anfang der Siebzigerjahre entsprechend¹⁴ – rasch wieder hohe Fehlbeträge einstellen.

**Budget sollte
über den Zyklus
ausgeglichen sein**

¹³ Es wird für 2007 von der EU (EC 2007: 56) und der OECD (2007: 69) auf 0,8% geschätzt, der IMF (2007: 29) veranschlagt es auf 1,4%.

¹⁴ Die gesamtstaatliche Verschuldung ist seit den Siebzigerjahren von Konjunkturzyklus zu Konjunkturzyklus gestiegen – von reichlich 60 Mrd. € im Jahr 1970 auf mittlerweile knapp 1,6 Bill. €. Die Schuldenstandsquote hat von 17% im Jahr 1970 auf 67,5% Ende 2006 zugenommen.

Will man, was wachstumspolitisch geboten ist, die Steuern und Sozialabgaben senken sowie die investiven Ausgaben, z.B. für eine modernere Infrastruktur, bessere Bildungseinrichtungen und den Ausbau der Krippenplätze, steigern, so sollte dies – wie in früheren Konjunkturberichten von uns wiederholt gefordert – vor allem durch Einsparungen bei konsumtiven Ausgaben geschehen. Allerdings eröffnet auch ein zyklisch bedingter Haushaltsausgleich Spielräume. Schon die von uns für die Jahre 2007 und 2008 erwarteten Haushaltsüberschüsse mindern die staatliche Zinsbelastung erheblich; so dürften die Zinszahlungen 2008 gemessen an einem hypothetischen Wert, der sich bei einer gegenüber 2005 unveränderten Defizitquote von 3,4% ergeben hätte, um rund 4 Mrd. € geringer sein.

Die bislang restriktive Ausgabenpolitik wurde – wie oben bereits dargestellt (S. 145) – angesichts gut gefüllter Kassen bereits gelockert. Die Steigerung der konsumtiven Ausgaben ist jedoch aus konjunktur- und wachstumspolitischer Sicht äußerst problematisch: Konjunkturell, weil damit im Aufschwung die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter angekurbelt wird und die Politik prozyklisch wirkt; wachstumspolitisch, weil man bei den Ausgaben langfristige Bindungen eingeht, während die Einnahmen nur temporär reichlicher fließen, weshalb die Gefahr besteht, dass man im nächsten Abschwung wieder bei den investiven Ausgaben kürzt. Die Politik steht unverändert vor der Aufgabe, klare Prioritäten zu setzen und Sparvorschläge zu machen, sollen neue, „unabweisbare“ Ausgaben finanziert werden (Eichel 2007).

„Unabweisbare“
Mehrausgaben
nur bei
entsprechenden
Sparvorschlägen

Eine verlässliche Konsolidierungsperspektive würde geschaffen, wenn im Finanzplanungsrat ein mittelfristiger Ausgabenpfad für die konjunkturunabhängigen Ausgaben der Gebietskörperschaften verbindlich festgelegt würde, der in realer Rechnung unter dem trendmäßigen Zuwachs des Produktionspotenzials liegt und der auch bei einer Besserung der Haushaltslage nicht überschritten werden darf. Die in der Vergangenheit vielfach zu beobachtende prozyklische Lockerung der Ausgabenpolitik würde mit einer expliziten Regelbindung vermieden, sodass künftig die konjunkturbedingten Mehreinnahmen und Minderausgaben zur Haushaltskonsolidierung genutzt würden¹⁵. Die Finanzpolitik wäre insoweit antizyklisch ausgerichtet.

¹⁵ Eine auf Ausgabenzielen basierende Haushaltspolitik wurde in den USA mit dem *Budget Enforcement Act* in den Neunzigerjahren erfolgreich praktiziert, während die amerikanische Haushaltspolitik zuvor mit dem *Gramm-Rudman-Hollings Act*, der wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt auf der Vorgabe von jährlichen Defizitziele basierte, gescheitert war. Auch die in Westdeutschland in den Achtzigerjahren praktizierte Konsolidierungsstrategie, die sich auf im Finanzplanungsrat vereinbarte, nicht aber durch Regelbindungen abgesicherte Ausgabenziele stützte, war insgesamt erfolgreich (RWI Essen 2001: 158–159).

Um Wachstum und Beschäftigung zu fördern, besteht neben dem qualitativen Konsolidierungs- auch steuerpolitischer Handlungsbedarf. Die gesamtwirtschaftliche Steuerquote ist zu Jahresbeginn aufgrund der Erhöhung der Mehrwertsteuer sprunghaft gestiegen. Sie wird aber nach der jüngsten Schätzung des Arbeitskreises „Steuerschätzungen“ mittelfristig steigen¹⁶. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die Einkommensteuerbelastung progressionsbedingt spürbar zunehmen wird. In Deutschland ist der Einkommensteuertarif nämlich – anders als z.B. in den USA und in Kanada – nicht indexiert. Daher gelangen Steuerpflichtige, deren Einkommen inflationsbedingt steigen, in eine höhere Progressionsstufe, wodurch die Steuerbelastung zunimmt, ohne dass dem eine höhere Leistungsfähigkeit zugrunde liegt. Zum anderen erhöht der Abbau von Steuervergünstigungen für sich genommen die Steuerbelastung (Döhrn et al. 2006b: 135–139). Um dem entgegenzuwirken, sollten in der mittleren Frist zumindest die seit der Einkommensteuerreform im Jahr 2005 angesammelten „heimlichen Steuererhöhungen“ an die Bürger und Betriebe zurückgegeben werden.

**„Heimliche
Steuererhöhungen“
sollten an Bürger
und Betriebe
zurückgegeben
werden**

Auch bei den Unternehmenssteuern besteht weiterhin Änderungsbedarf. Die für 2008 beschlossene Reform ist verglichen mit den Vorschlägen aufgrund wissenschaftlicher Vorarbeiten (einen Überblick geben Döhrn et al. 2006a: 61–62) wenig ehrgeizig und bessert die steuerliche Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland nicht entscheidend (Döhrn et al. 2007: 68–71).

Die Bundesregierung wird im Prognosezeitraum auch ihr Ziel verfehlen, die Sozialabgabenbelastung auf weniger als 40% der versicherungspflichtigen Entgelte zu drücken, um die Lohnnebenkosten zu reduzieren und den Einsatz des Faktors Arbeit attraktiver zu machen. Die Belastung, die derzeit 40,6% beträgt, wird sich 2008 kaum verringern. Zwar wird der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung (ALV) zu Beginn des kommenden Jahres um 0,3%-Punkte weiter gesenkt, dem steht aber voraussichtlich eine Anhebung des Satzes zur Pflegeversicherung um 0,25%-Punkte zur Jahresmitte gegenüber. Der Beitragssatz zur ALV könnte stärker als geplant verringert werden, denn die BA verfügt über ein großes Finanzpolster und erwirtschaftet derzeit Überschüsse. Allerdings beabsichtigt die Bundesregierung für 2008 auf diese Reserven zurückzugreifen. Dazu will sie den Aussteuerungsbetrag, den die BA bisher für diejenigen Arbeitslosen abführen muss, die am Ende der Bezugsdauer des ALG I noch erwerbslos sind und die dann ALG II beziehen, durch einen höheren Eingliederungsbeitrag ersetzen, der die Hälfte der Eingliederungs- und Verwaltungskosten für ALG II-Empfänger abdecken soll.

¹⁶ Ohne die Unternehmenssteuerreform errechnet der Arbeitskreis einen Anstieg der Steuerquote von 22,3% (2007) auf 22,7% (2011). Unter Berücksichtigung der Reform ist für 2011 eine Steuerquote von 22,5% zu erwarten.

Hieraus werden Mehrausgaben von knapp 3 Mrd. € erwartet, mit denen die Beitragszahler letztlich zur Konsolidierung des Bundeshaushalts herangezogen werden. Damit würde eine gesamtgesellschaftliche Aufgabe, für die an sich der Steuerzahler aufkommen sollte, durch eine Abgabe finanziert, die allein auf das Arbeitseinkommen zu entrichten ist. Aber auch dann, wenn trotz dieser Bedenken diese Lasten auf die BA verschoben werden, könnten die Beiträge 2008 stärker als geplant verringert werden.

Die augenblicklich gute Haushaltslage hat den Ruf nach raschen Steuersenkungen laut werden lassen. Stünden diesen indes keine entsprechenden Ausgabeneinsparungen gegenüber, würde die Finanzpolitik prozyklisch wirken, und ein ausgeglichener Haushalt würde in weite Ferne rücken. Es ist aber auch nicht erforderlich, Steuersenkungen auf die Zeit zu verschieben, in der das „strukturelle“ Budgetdefizit abgebaut ist. Wenn Einsparpotenziale ausgeschöpft werden und der Anstieg der Ausgaben eng begrenzt bleibt, können kurzfristig die Sozialabgaben und mittelfristig die Steuern gesenkt werden, ohne den Konsolidierungsprozess zu gefährden. Auch wäre die Finanzpolitik damit nicht prozyklisch ausgerichtet, da Steuer- und Abgabensenkungen durch eine sparsamere Haushaltsführung erwirtschaftet würden. Von einer so ermöglichten Abgabentlastung gingen zudem positive Wirkungen auf das Wachstum aus, was, wie die aktuelle Entwicklung zeigt, die Voraussetzungen für eine Gesundung der Staatsfinanzen verbessert.

Rasche Steuersenkungen sind möglich, wenn der Staat spart

6.3 Den Aufschwung am Arbeitsmarkt nicht gefährden

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich grundlegend gebessert. Die Zahl der Erwerbstätigen übersteigt derzeit die des Vorjahres um 650 000, die der registrierten Arbeitslosen ist spiegelbildlich dazu zurückgegangen. Dazu hat zu einem guten Teil die moderate Lohnpolitik der vergangenen Jahre beigetragen, durch die der Lohnzuwachs über längere Zeit unterhalb der als beschäftigungsneutral anzusehenden Rate lag.

Der Lohnanstieg hat sich indes, wie oben ausgeführt, im Verlauf dieses Jahres beschleunigt. Bislang liegt er, zum Teil weil ältere Tarifverträge erst nach und nach auslaufen, zum Teil weil Kürzungen bei Einmalzahlungen sowie Öffnungsklauseln den effektiven Lohnanstieg dämpfen, zwar immer noch unter der beschäftigungsneutralen Rate. Für das kommende Jahr ist aber aufgrund der diesjährigen Abschlüsse zu erwarten, dass er etwas darüber liegen wird¹⁷. Allerdings wurden in zahlreichen Tarifbereichen erneut lange Laufzeiten ver-

¹⁷ Dabei erachten wir eine Rate von etwa 2,0%, die sich aus dem trendmäßigen Anstieg der Arbeitsproduktivität und des Preisindex des BIP ergibt, als beschäftigungsneutral (Döhrn et al. 2007: 61–62)

einbart. In der Metall- und Elektroindustrie – mit 3,5 Mill. betroffenen Arbeitnehmern ein gewichtiger Bereich – sehen diese für 2008 sogar geringere Tarifierhöhungen vor als in diesem Jahr. Daher besteht wohl nur eine geringe Gefahr, dass sich der Tariflohnanstieg im Verlauf von 2008 weiter beschleunigt.

Lohnerhöhungen
übersteigen
beschäftigungs-
neutrale Rate

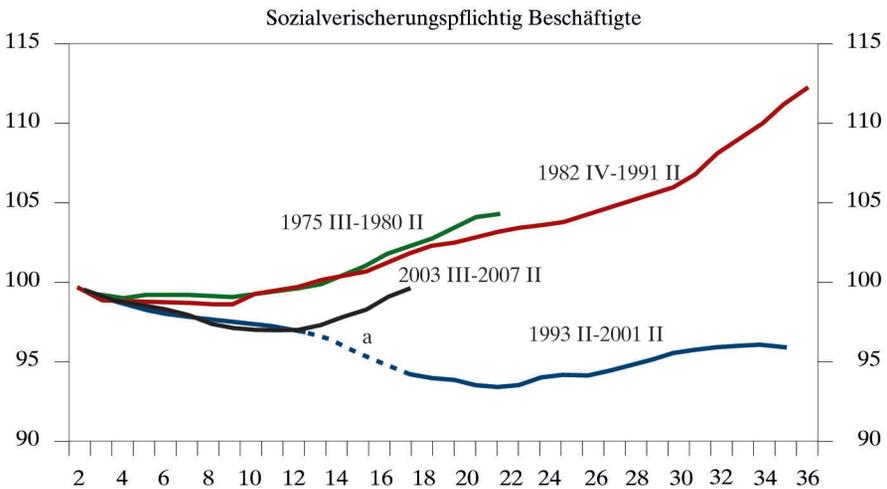
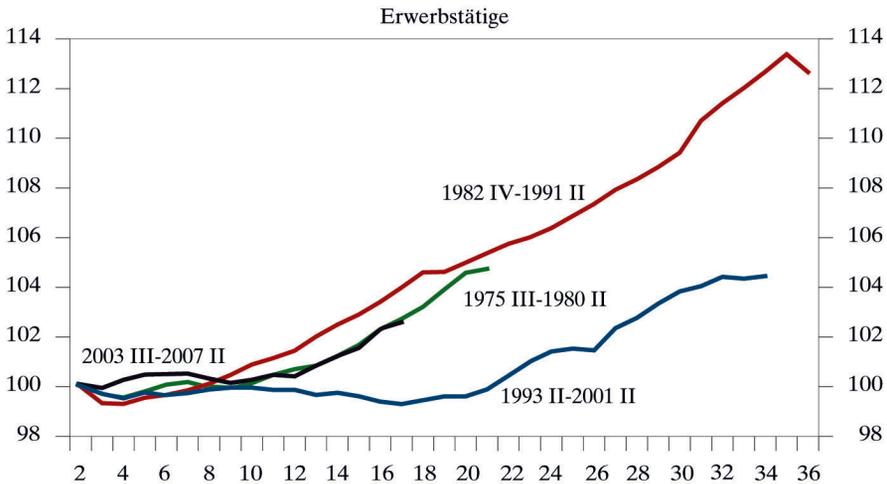
Allerdings könnte sich der Faktor Arbeit aus anderen Gründen verteuern und den Aufschwung gefährden. So gewannen in jüngster Zeit Berufsgewerkschaften an Einfluss, die versuchen, für ihre Mitglieder höhere Abschlüsse zu erzielen, als dies die Flächentarifverträge vorsehen. Bisher ist ihr Einfluss auf wenige Berufe wie Ärzte, Piloten und Lokführer beschränkt, die allerdings an wirtschaftlich entscheidenden Stellen tätig sind, bei denen zudem Qualifikationserfordernisse und Regulierungen einen raschen Markteintritt neuer Arbeitnehmer verhindern, und die dadurch über eine beträchtliche Verhandlungsmacht verfügen. Machten Erfolge dieser Berufsgruppen Schule, dann würde die Lohnfindung auf eine Ebene verlagert, die aller Erfahrung nach besonders ungünstige Ergebnisse für Wachstum und Beschäftigung bringen würde (Calmfors, Driffill 1988; Calmfors 1993).

Von hohen Tarifabschlüssen, durch die einzelne Arbeitnehmergruppen Monopolrenten realisieren, zu unterscheiden sind übertarifliche Lohnsteigerungen, zu denen es in einigen Branchen kommen kann, weil geeignete Arbeitskräfte fehlen. Auch ein durch solche Knappheiten motivierter Anstieg der Arbeitskosten beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Gesicherte Angaben über das Ausmaß eines solchen Fachkräftemangels gibt es kaum. Abhilfe können auf lange Sicht nur eine verbesserte Ausbildung oder eine verstärkte Zuwanderung von Fachkräften schaffen. Dazu kann auch die Qualifizierung von Arbeitslosen einen Beitrag leisten. Qualifizierungsmaßnahmen sollten im Rahmen der Arbeitsmarktpolitik wieder verstärkt eingesetzt werden, nachdem die Förderung zwischen 2002 und 2005 drastisch eingeschränkt worden war, obwohl sie durchaus positiv evaluiert wurden (BMAS 2006: 141–161). Wie weit ein Fachkräftemangel durch Zuwanderung gelöst werden kann, bleibt angesichts der Erfahrungen mit den von 2000 bis 2004 ausgestellten *Green-Cards* für IT-Spezialisten abzuwarten. Von diesen waren nur knapp 18 000 und damit weniger als erwartet ausgegeben worden (ZAV 2005: 11). Allerdings könnte eine erleichterte Zuwanderung gerade für kleine und mittlere Unternehmen Chancen bieten¹⁸.

¹⁸ Die *Green Card* wurde überwiegend von KMU beantragt, woraus Kolb (2005) folgert, dass sie deren Chancengleichheit gegenüber multinationalen Unternehmen verbesserte, die über einen direkten Zugang zu internationalen Arbeitsmärkten verfügen.

Schaubild 9

Erwerbstätigkeit in konjunkturellen Aufschwungphasen
 Beginn des Aufschwungs = 100; saisonbereinigter Verlauf



Eigene Berechnungen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes und der Bundesagentur für Arbeit. – ¹Westdeutsche Daten auf gesamtdeutsches Niveau umbasiert. – ^aBeeinflusst durch statistische Änderungen.

Neben den bislang moderaten Lohnsteigerungen könnten auch die Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre zur derzeitigen Besserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt beigetragen haben. Ein Urteil darüber lässt sich nur anhand einer detaillierten Evaluierung abgeben, die noch im Gange ist. Erste

Ergebnisse zeigen ein gemischtes Bild. Hinweise könnte aber auch ein Vergleich der derzeitigen Aufschwungphase am Arbeitsmarkt mit früheren Aufschwüngen liefern. Ein Problem ist dabei die Festlegung des Beginns des Aufschwungs¹⁹. Hier wurde er auf das Quartal datiert, in dem das BIP von seinem Trendwert am stärksten nach unten abwich, was als grobe Annäherung für die Outputlücke gewählt wurde.

So abgegrenzt erhöhte sich die Erwerbstätigkeit im gegenwärtigen Zyklus bereits nach zwei Quartalen und damit rascher als in jedem anderen Aufschwung zuvor. Für diese Verkürzung dürften zwei Reformmaßnahmen maßgeblich gewesen sein, die Förderung der Ich-AGs, vor allem aber die Neuregelungen bei Minijobs. Nach deren Inkrafttreten stieg die Zahl der ausschließlich geringfügig Beschäftigten in kürzester Zeit um fast eine halbe Million. Als dieser Schub endete, ging auch die Zahl der Erwerbstätigen wieder zurück. Die Schaffung von Minijobs ging aber wohl zum Teil zu Lasten der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung. Diese sank nämlich nach Beginn des Aufschwungs weiter und begann drei bis vier Quartale später als in den Siebziger- und Achtzigerjahren zu steigen. Immerhin zog sie aber offenbar weitaus früher an als in den Neunzigerjahren, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, dass die Daten zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung durch Umstellungen beeinflusst sind, die aufgrund der Wiedervereinigung notwendig wurden²⁰. Seit 2006 steigen sowohl die Erwerbstätigkeit als auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung ähnlich kräftig wie in den Siebziger- und in den Achtzigerjahren und sogar stärker als in der Spätphase des vorangegangenen Aufschwungs, also in den Jahren 1999 und 2000. Zwar verzeichnete die Statistik damals einen zeitweise starken Anstieg der Erwerbstätigkeit, doch war dieser durch eine Neuregelung der geringfügigen Beschäftigung geprägt. Deshalb nahm damals das Arbeitsvolumen schwächer zu als gegenwärtig, und auch die Arbeitslosigkeit ging weitaus weniger zurück.

Aufschwung am
Arbeitsmarkt
ähnlich stark
wie früher

Im Lichte früherer Aufschwüinge ist der gegenwärtige Aufschwung am Arbeitsmarkt nicht außergewöhnlich. Er ist jedoch günstiger als in den Neunzigerjahren, als viele der heute noch drängenden Probleme entstanden sind. Eine vorsichtige Interpretation dieses Befundes ist, dass die Reformen des Arbeitsmarktes bisher noch nicht allzu viel bewirkt haben, wohl auch weil An-

¹⁹ So gelangen Horn et al. (2007) in ihrem Vergleich des gegenwärtigen Aufschwungs mit dem in den Neunzigerjahren zu einer skeptischen Bewertung der Wirkung der Arbeitsmarktreformen, weil sie den Beginn des Aufschwungs in den Neunzigerjahren auf das zweite Quartal 1998 datieren. Damals erholte sich die deutsche Wirtschaft aber nur von einer leichten Wachstumsdelle, während die Konjunktur ihren Tiefpunkt bereits 1993 erreicht hatte.

²⁰ Gesamtdeutsche Zahlen werden erst seit Mitte 1996 veröffentlicht.

laufprobleme zu bewältigen waren und einige Maßnahmen zunächst unerwünschte Wirkungen zeigten. Da diese Anlaufschwierigkeiten aber wohl weitgehend überwunden sind, könnte die derzeit günstige Arbeitsmarktlage durchaus zum Teil den Reformen zu verdanken sein. Ein Indiz mag sein, dass sich in diesem Jahr auch der Rückgang der Langzeitarbeitslosigkeit verstärkt hat. Für ein abschließendes Urteil ist es derzeit aber noch zu früh.

Weitere Reformen des Arbeitsmarktes stehen momentan nicht auf der politischen Agenda. Im Gegenteil: Es ist eher eine Tendenz zu mehr Regulierung erkennbar. So wurden bereits branchenspezifische Mindestlöhne in „sensitiven“ Sektoren eingeführt. Dies ist aber eine noch schlechtere Lösung als ein allgemeiner Mindestlohn, sofern dieser nicht zu hoch angesetzt wird (Bauer, Schmidt 2007). Allerdings wäre auch letzterer auf einem regulierten Arbeitsmarkt wie dem deutschen problematisch.

Literatur

- ARGE – Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V. (Hrsg.) (2001), *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2001*. Berlin.
- Baks, K and C. Kramer (1999), Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications, and Spillovers. IMF Working Paper 99/168. Washington, DC.
- Bauer, Th. und Schmidt, Ch. M. (2006), Mindestlöhne und das Entsendegesetz. RWI : Positionen #2.2 vom 22. März 2007. RWI, Essen.
- Berg et al. (2005), Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice? *IMF Staff Papers* 52 (3). Internet: www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2005/04/pdf/berg.pdf, Download vom 7.9.2007.
- Bernanke, B.S. and K. Kuttner (2005), What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *Journal of Finance* 60: 1221–1257.
- BMAS – Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.) (2006), *Die Wirksamkeit moderner Dienstleistungen am Arbeitsmarkt – Bericht 2005 der Bundesregierung zur Wirkung der Umsetzung der Vorschläge der Kommission Moderne Dienstleistungen am Arbeitsmarkt*. Berlin.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2007a), EuGH lehnt in der Rechtsache Meilicke zeitliche Beschränkung der Urteilswirkung ab – Bundesregierung erwartet hohe Steuerausfälle. Pressemitteilung 22/2007. Berlin. Internet: www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Aktuelles/Pressemitteilungen/2007/03/20070603__PM022.html, Download vom 7.9.2007.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen (2007b), *Finanzbericht 2008*. Stand und voraussichtliche Entwicklung der Finanzwirtschaft im gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang. Berlin.
- Bordo M.B. and D.C. Wheelock (2004), Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms. NBER Working Paper 10704. Cambridge, MA.

- Calmfors, L. (1993), Centralisation of Wage Bargaining and Macroeconomic Performance – A Survey, OECD Economic Studies 21. Paris. Internet: www.oecd.org/dataoecd/18/2/33945244.pdf, Download vom 7.9.2007.
- Calmfors, L. and J. Driffill (1988), Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance. *Economic Policy* (6) 14–61.
- Council of the European Union (ed.) (2005), *Improving the implementation of the Stability and Growth Pact*. Brüssel. Internet: <http://register.consilium.eu.int/pdf/en/05/st07/st07423.en05.pdf>, Download vom 28.2.2006.
- DB Immobilien GmbH (Hrsg.) (2007), *Der Boom treibt die Immobilienpreise nach oben – Investment-Standort Deutschland bleibt attraktiv*. Internet: www.dbimmobilien.de/download.aspx?id_att=710, Download vom 7.9.2007.
- Döhrn, R. et al. (2006a), Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Aufschwung kräftigt sich. *RWI : Konjunkturberichte* 57 (1): 25–80.
- Döhrn, R. et al. (2006b), Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Gedämpfter Aufschwung. *RWI : Konjunkturberichte* 57 (2): 109–157.
- Döhrn, R. et al. (2007), Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Aufschwung setzt sich fort. *RWI : Konjunkturberichte* 58 (1): 27–84.
- EC – European Commission (ed.) (2007), *Economic forecast Spring 2007*. Brüssel.
- Eichel, H. (2007), Bewährungsprobe im Boom – Wenn die große Koalition neue Ausgaben plant, muss sie an anderer Stelle sparen. *Handelsblatt* 2007 (10.05.).
- Gebhardt, H. (2006), Öffentliche Haushalte: Finanzpolitik auf Konsolidierungskurs. In FAZ-Institut (Hrsg.), *Wirtschaftsprognose 2007*. Frankfurt a.M., 26–32.
- Hoggarth, G. et al. (2002), Costs of banking system instability: Some empirical evidence. *Journal of Banking & Finance* 26: 825–855.
- Horn et al. (2007), Viel Lärm um nichts? Arbeitsmarktreformen zeigen im Aufschwung bisher kaum Wirkung. Report 20. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Düsseldorf.
- Hussain, M. and O.T. Brookings (2001), On the Determinants of National Saving: An Extreme-Bounds Analysis. *Weltwirtschaftliches Archiv* 137: 150–174.
- IMF – International Monetary Fund (ed.) (2007), *Spillovers and Cycles in the Global Economy*. World Economic Outlook. Washington, DC.
- KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau (2007), *Geschäftszahlen der KfW Bankengruppe 1. Halbjahr 2007*. Frankfurt a.M. Internet: www.kfw.de/DE_Home/Presse/Materialien_fuer_die_Presse/PDF-Dateien_Praesentationen/Q2_2007_deutsch_final.pdf, Download vom 6.9.2007.
- Kolb, H. (2005), *Die deutsche „Green Card“*. Internet: www.focus-migration.de/uploads/tx_wilpubdb/KD03_Green_Card.pdf, Download vom 7.9.2007.
- OECD (ed.) (2006), *New OECD Methods For Supply-side and Medium-term Assessments: A Capital Services Approach*. Economics Department Working Paper 482. Internet: <http://oberon.sourceoecd.org/vl=1076126/cl=11/nw=1/rpsv/cgi-bin/wppdf?file=519nf824rjxt.pdf>, Download vom 31.8.2007.
- OECD (ed.) (2007), *Economic Outlook 81*. Paris.

-
- RWI – Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.) (2001), Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Vor dem Umschwung? *RWI: Konjunkturberichte* 52 (2): 125–168.
- Schmidt, P.-G. (2001), Ursachen systemischer Bankenkrisen: Erklärungsversuche, empirische Evidenz und wirtschaftspolitische Konsequenzen. *ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft* 52: 239–281.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Hrsg.) (2001), *Für Stetigkeit – gegen Aktionismus*. Jahresgutachten 2001/2002. Stuttgart: Metzler-Poeschel.
- WSI – Wirtschafts- und sozialwissenschaftliches Institut in der Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (2007), Halbjahresbilanz des WSI-Tarifarchivs: Tariflöhne und -gehälter im Aufwind – aber auch heftige Konflikte um Tarifsteigerungen und Tarifniveaus. Pressemitteilung vom 10.7.2007. Berlin. Internet: www.boeckler.de/pdf/pm_ta_2007_07_10_tabelle.pdf, Download vom 7.9.2007.
- ZAV – Zentralstelle für Arbeitsvermittlung der Bundesagentur für Arbeit (2005), *Jahresbericht 2004*. Nürnberg. Internet: www.arbeitsagentur.de/Dienststellen/besondere-Dst/ZAV/A01-Allgemein-Info/Publikation/pdf/ZAV-Jahresbericht-2004.pdf, Download vom 7.9.2007.