

Gern, Klaus-Jürgen; Jannsen, Nils; van Roye, Björn; Scheide, Joachim

**Book Part — Published Version**

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Gern, Klaus-Jürgen; Jannsen, Nils; van Roye, Björn; Scheide, Joachim (2009) : Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel, In: Weltkonjunktur im Frühjahr 2009, ISBN 3894563036, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, pp. 3-42

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/28722>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

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

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

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

**Terms of use:**

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

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

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

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

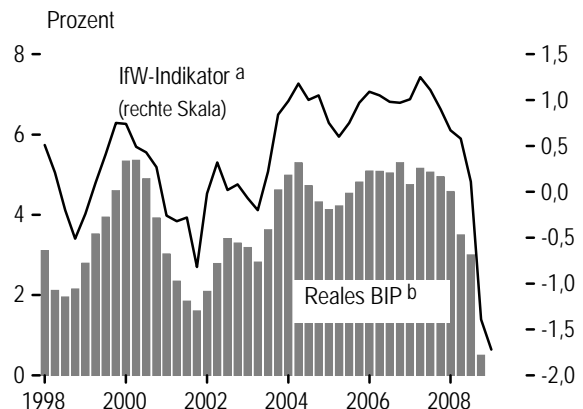
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen,  
Björn van Roye und Joachim Scheide

### Zusammenfassung:

Die Weltwirtschaft befindet sich im Winter 2008/09 auf einer konjunkturellen Talfahrt von historischer Dimension. Die Rezession hat inzwischen alle Regionen erfasst. Im Vergleich zum Vorjahr dürfte das Welt-BIP im ersten Quartal 2009 zum ersten Mal seit den 1930er Jahren gesunken sein. Zwar bemühen sich die Regierungen und Notenbanken, den Bankensektor zu stabilisieren und die Konjunktur anzuregen. Eine konjunkturelle Wende ist aber vorerst nicht in Sicht. Wir haben unsere Prognose für die Weltproduktion im Jahr 2009 nochmals deutlich reduziert. Wir erwarten nun einen Rückgang um 0,8 Prozent (Dezemberprognose: +0,4 Prozent). Im kommenden Jahr dürfte sich die Weltwirtschaft allmählich beleben. Mit einem Zuwachs von 2,1 Prozent (Dezember: 1,9 Prozent) bleibt der Anstieg des Welt-BIP voraussichtlich aber sehr mäßig.

Die Weltwirtschaft befindet sich im Winter 2008/09 auf einer konjunkturellen Talfahrt von historischer Dimension. Die Produktion ist inzwischen nahezu überall stark abwärts gerichtet. Nachdem zu Beginn des vergangenen Jahres die konjunkturelle Schwäche noch weitgehend auf die Vereinigten Staaten beschränkt geblieben war, setzte im Verlauf von Frühjahr und Sommer 2008 auch in den übrigen Industrieländern ein Abschwung ein. In den letzten Monaten des Jahres brach schließlich auch die Produktion in den Schwellenländern ein, die sich bis zum Herbst noch recht robust gezeigt hatte. Das reale Bruttoinlandsprodukt der Welt lag im vierten Quartal nur noch um rund 1 Prozent höher als im selben Zeitraum des Vorjahres, die niedrigste Rate seit 1982. Zu Beginn dieses Jahres hat sich die Talfahrt offenbar fortgesetzt. Darauf deutet auch der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität hin, der nach der Jahreswende weiter deutlich gesunken ist (Abbildung 1). Im Vergleich zum Vorjahr dürfte das globale Bruttoinlandsprodukt zum ersten Mal seit 1930er Jahren abgenommen haben.

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2009



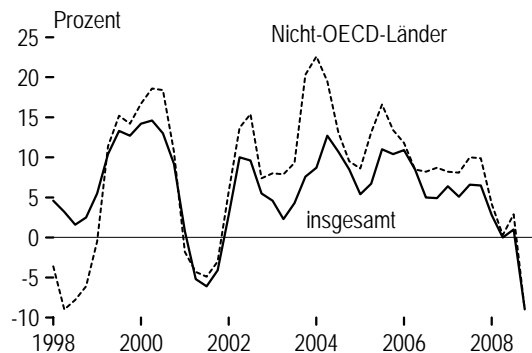
<sup>a</sup>Auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr; 1. Quartal 2009 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2008); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Auch der Welthandel ist gegen Jahresende massiv eingebrochen (Abbildung 2). Im November und Dezember ging er drastisch – mit Raten von rund 10 Prozent pro Monat – zurück. Die bislang vorliegenden Daten für den Januar lassen eine weitere spürbare Schrumpfung erwarten, so dass der Welthandel zu Beginn des Jahres sein Vorjahresniveau um rund 15 Prozent unterschritten haben dürfte. Der dramatische Einbruch ist zum einen Reflex der Tatsache, dass die Industrieproduktion weltweit massiv reduziert wurde, um einer schrumpfenden Nachfrage und gestiegenen Lagerbeständen zu begegnen (Abbildung 3). Hinzu kamen offenbar Probleme bei der Finanzierung des Handels; im Zuge der Finanzmarktkrise wurde es schwieriger, Handelskredite oder Bürgschaften zu erhalten.

Abbildung 2:  
Welthandel 1998–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, gleitender 2-Quartalsdurchschnitt, 4. Quartal geschätzt.

Quelle: OECD (2009).

Abbildung 3:  
Weltindustrieproduktion



<sup>a</sup>Index berechnet auf Basis der Veränderungsdaten der Industrieproduktion in 45 Ländern. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

## Krisenübertragung in der globalisierten Welt

Die Stärke des Abschwungs im Winterhalbjahr 2008/09 erklärt sich auch daraus, dass die Produktion nahezu überall auf der Welt gleichzeitig auf Talfahrt ging. Diese Synchronität der wirtschaftlichen Entwicklung ist ein relativ neues Phänomen. In der Vergangenheit gab es in der Regel zu Zeiten, in denen sich ein Teil der Weltwirtschaft in der Rezession befand, andere Regionen, in denen die Wirtschaft noch oder schon wieder robust war. So expandierte die Wirtschaft in den asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländern auch 1982 noch recht

kräftig, als die Industrieländer sich in einer schweren Rezession befanden.<sup>1</sup> 1990 bis 1993 war jeweils nur ein Teil der Industrieländer in der Rezession. Zuerst ging die Produktion in den angelsächsischen Ländern zurück, dann folgte Japan, und schließlich, als sich die Wirtschaft beispielsweise in den Vereinigten Staaten bereits wieder erholte, schrumpfte die Wirtschaft in Kontinentaleuropa. 1998 fielen die Schwellenländer im Rahmen der Asienkrise in eine Rezession, während in den Industrieländern Produktion und Nachfrage in wenig verändertem Tempo weiter expandierten. Lediglich in der zeitlich am nächsten liegenden Rezession, der des Jahres 2001, war die konjunkturelle Entwicklung ebenfalls in nahezu allen Ländern gleichgerichtet. Allerdings fiel der Abschwung jeweils wesentlich milder aus als derzeit. Die Evidenz legt den Schluss nahe, dass der Prozess der Globalisierung der Volkswirtschaften, der sich seit Mitte der 1990er Jahre zunehmend beschleunigt hat, zu einer höheren Synchronität der Konjunktur geführt hat.

Am Beginn der gegenwärtigen Weltrezession stand das Ende der Hauspreisblase in den Vereinigten Staaten. Nachdem immer deutlicher wurde, dass viele mit Hypothekenkrediten unterlegte Wertpapiere und davon abgeleitete Finanzderivate drastisch an Wert verloren, setzte eine Spirale von Abschreibungen und Notverkäufen ein, die das Finanzsystem nicht nur in den Vereinigten Staaten in enorme Probleme führte.<sup>2</sup> Zunächst schien es so, als ob die Situation auf den Finanzmärkten beherrschbar wäre, indem die Zentralbanken zum einen die Liquidität am Geldmarkt bereitstellten, die notwendig war um den Banken die Fortführung ihrer normalen Geschäftstätigkeit zu ermöglichen, und zum anderen Finanzinstitute, die in Solvenzprobleme gerieten, fallweise gestützt wurden. Im Sommer 2008 wurde aber die Dimension des Problems zunehmend klarer, und es kamen Zweifel auf, ob es Regierungen und

Zentralbanken gelingen würde, die Situation zu kontrollieren und eine schmerzhaft Verkürzung der Bankbilanzen zu verhindern, welche die Verfügbarkeit von Krediten stark beeinträchtigen würde. Die Folge war eine massive Krise im globalen Finanzsystem mit erheblichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Die Übertragung der Finanzkrise auf die Realwirtschaft erfolgt weltweit über mehrere Kanäle. Zum einen sind inzwischen in zahlreichen Ländern Geschäftsbanken zu massiven Abschreibungen gezwungen, was ihre Kapitalbasis mindert und ihre Fähigkeit, neue Kredite zu begeben beschränkt. Zum zweiten wurden (und werden immer noch) in enormem Umfang Vermögen vernichtet. Schätzungen für den weltweiten Verlust allein an Finanzvermögenswerten belaufen sich auf bislang mehr als 50 Billionen US-Dollar (Asian Development Bank 2009). Zum dritten sind die Volkswirtschaften international zunehmend durch den Güterhandel verflochten.

Die Verluste der Banken durch Abschreibungen auf Finanzanlagen sind enorm.<sup>3</sup> Gleichzeitig zeigt sich, dass durch die Globalisierung der Finanzströme auch in erheblichem Umfang Banken in Ländern betroffen sind, in denen es überhaupt keine Übertreibungen am Immobilienmarkt mit anschließenden Vermögensverlusten gab. In vielen Fällen haben die Abschreibungen die Eigenkapitalbasis der Banken so stark vermindert, dass diese angesichts der internationalen Eigenkapitalrichtlinien ohne staatliche Kapitalspritzen zu einer starken Verringerung ihres Kreditportfolios gezwungen wären oder die Geschäftstätigkeit sogar einstellen müssten. Da staatliche Hilfen aber nicht überall verfügbar und zudem nicht kostenlos sind, dürfte dies dazu beigetragen haben, dass die Kreditstandards überall deutlich gestrafft worden sind.

Im Verlauf der Krise hat die weltweit im Zuge des Platzens der US-Immobilienblase geänderte

---

<sup>1</sup> Selbst unter den Industrieländern gab es Ausnahmen, z.B. Frankreich, die sich von der allgemeinen zyklischen Entwicklung abkoppeln konnten.

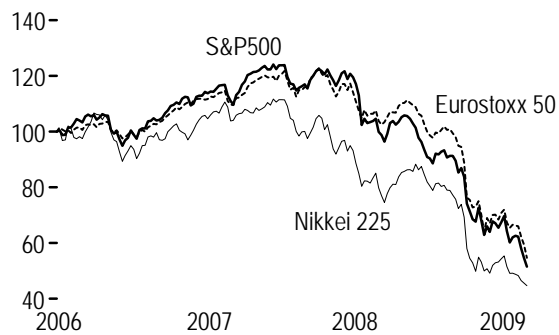
<sup>2</sup> Für eine ausführliche Darstellung der Genesis der Krise vgl. European Economic Advisory Group (2009).

---

<sup>3</sup> Bis Ende Januar 2009 wurden nach Angaben des IMF (2009b) von den Banken fast 900 Mrd. US-Dollar abgeschrieben; die Schätzung für den gesamten Abschreibungsbedarf auf Papiere im Zusammenhang mit der Finanzkrise hat sich von 1,4 Bill. auf 2,2 Bill. Dollar erhöht.

Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer dazu geführt, dass es auch auf vielen anderen Märkten drastische Preisänderungen gegeben hat; so sind die Vermögenswerte in vielen Assetklassen und Ländern seit Beginn der Finanzmarktkrise auf breiter Front gefallen. In vielen Ländern sinken die Immobilienpreise; dort, wo sie zuvor stark gestiegen waren, ist der Preisverfall oft drastisch. Gleichzeitig sind die Aktienkurse weltweit auf Talfahrt (Abbildungen 4 und 5). Im Sommer kam ein drastischer Rückgang der

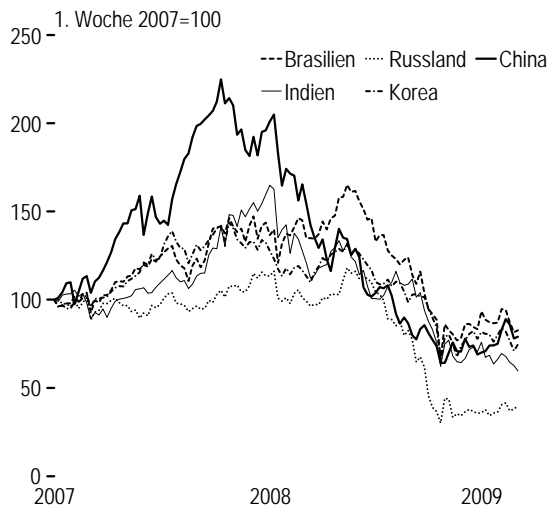
Abbildung 4:  
Aktienkurse in großen Industrieländern 2006–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Letzter Wert: 06. März 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung 5:  
Aktienkurse in Russland, China, Indien, Korea und Brasilien 2007, 2008 und 2009<sup>a</sup>

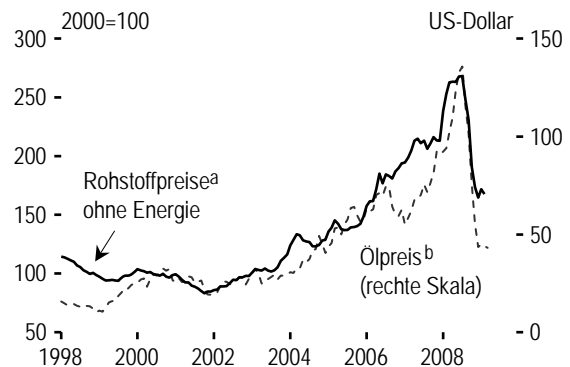


<sup>a</sup>Letzter Wert: 09. März 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Preise für Rohstoffe hinzu (Abbildung 6), die als Anlageform in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Zunächst war damit gerechnet worden, dass die Schwellenländer aufgrund der Struktur ihrer Finanzmärkte und der Tatsache, dass die Banken dieser Länder nur in geringem Maße die problematischen auf US-Hypotheken basierenden Vermögenstitel in ihre Bilanzen genommen hatten, von der Krise über die Finanzmärkte nur wenig betroffen sein würden. Zeitweise schienen Schwellenländer sogar als „sicherer Hafen“ für Anleger zu gelten, und ihre Währungen werteten am Beginn der Krise häufig noch auf. Die Banken der Schwellenländer waren aber häufig in beträchtlichem Umfang in anderen Finanzderivaten, die sich auf Wechselkursrisiken oder Rohstoffpreise beziehen, investiert und von daher ebenfalls großen Risiken ausgesetzt. So fielen die Aktienkurse in diesen Ländern im Lauf des vergangenen Jahres sogar noch stärker als die in den Industrieländern, und die Verluste an Finanzvermögen waren ebenfalls beträchtlich (Asian Development Bank 2009).

Abbildung 6:  
Rohstoffpreise 1998–2009



<sup>a</sup>HWWI-Index auf US-Dollarbasis. — <sup>b</sup>Spotpreis Sorte Brent, London; Märzwert: Durchschnitt 19.02.08–05.03.09

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

Der konzertierte Rückgang der Vermögenswerte führt einmal zu einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen von Unterneh-

men, zum anderen zu einer Schwächung ihrer Bilanzsituation, und beeinträchtigt von daher die Investitionsneigung. Die privaten Haushalte versuchen ihre Vermögensposition wieder zu verbessern, indem sie vermehrt sparen, mit entsprechenden negativen Auswirkungen auf die Konsumnachfrage. Der Rohstoffpreisrückgang hat neben der Wirkung auf die Vermögen der Besitzer von Rohstoffen und Rohstoffzertifikaten vor allem auch Verteilungseffekte. Er entlastet zwar die Verbraucher, schwächt aber die Absorptionmöglichkeiten in den Produzentländern, deren Nachfrage noch bis in den Herbst 2008 hinein robust geblieben war.

Darüber hinaus trägt der internationale Handel zu einem Umsichgreifen der Krise auf alle Weltregionen bei. Am Beginn der Krise beschränkte sich die Nachfrageschwäche noch weitgehend auf die Vereinigten Staaten, und dort war zunächst vor allem die Bauwirtschaft betroffen. Die davon über den Außenhandel ausgehenden kontraktiven Wirkungen auf die übrige Welt waren bis zum Sommer 2008 noch begrenzt, zumal die US-Binnennachfrage im ersten Halbjahr 2008 durch ein Konjunkturprogramm gestützt wurde. Im Sommer vergangenen Jahres setzte dann mit der Zuspitzung der Finanzkrise in vielen Ländern eine drastische Korrektur der Absatz- und Ertragsersparungen ein. Der Einbruch der Auftragseingänge aus dem Ausland führte auch in zunächst von der Finanzkrise nicht betroffenen Ländern zu einer Verschlechterung der Perspektiven und einer Anpassung der Erwartungen. Die Reduktion von Produktion und Nachfrage in den einzelnen Ländern verstärkte sich so über den Handelskanal gegenseitig, und es kam zu einem dramatischen Einbruch des Welthandels. Die Schwellenländer, deren konjunkturelle Aussichten noch vor sechs Monaten recht günstig beurteilt wurden, leiden unter dieser Entwicklung in unterschiedlichem Maß, je nachdem wie stark sie durch den Außenhandel mit der Weltwirtschaft verflochten sind. Besonders gravierend sind die Auswirkungen in den kleineren asiatischen Schwellenländern, in denen die Exporte einen Großteil des Bruttoinlandsprodukts ausmachen und nicht selten ein Anteil von rund 10 Prozent allein in die Vereinigten Staaten ge-

liefert wird (Tabelle 1). Mexiko ist infolge seiner engen Verflechtung mit den Vereinigten Staaten in besonderem Maße betroffen.

*Tabelle 1:*  
Exportlastigkeit von verschiedenen Schwellenländern Jahr 2007

	Exporte in Prozent des BIP	Exporte in die USA in Prozent des BIP
China	37,5	7,2
Indien	21,1	3,2
Korea	45,6	5,6
Taiwan	73,5	9,6
Thailand	73,1	8,6
Malaysia	110,3	17,2
Brasilien	13,7	2,2
Mexiko	28,2	23,2
Argentinien	24,5	1,9

<sup>a</sup>Geschätzt anhand des Anteils der Warenexporte in die USA an den gesamten Warenexporten.

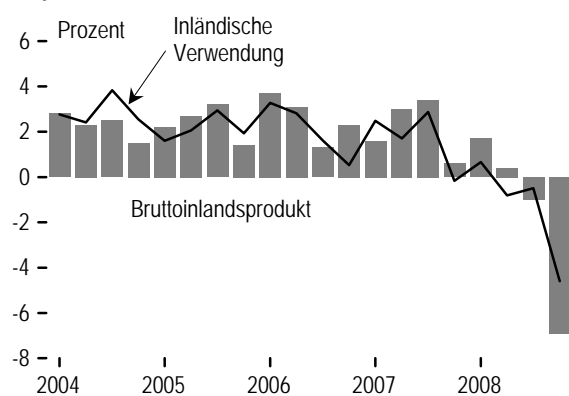
*Quelle:* IMF (2009a).

## Industrieländer: Rezession aller Orten

In den Industrieländern hat sich der konjunkturelle Abschwung gegen Ende des vergangenen Jahres erheblich verstärkt, und er hat an Breite gewonnen. Im vierten Quartal 2008 war die gesamtwirtschaftliche Produktion in nahezu allen Industrieländern rückläufig, zumeist sogar kräftig. Das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern schrumpfte drastisch, mit einer laufenden Jahresrate von 7 Prozent, nachdem bereits im Vorquartal ein Rückgang von knapp 1 Prozent zu verzeichnen gewesen war (Abbildung 7). Einbrüche bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion waren nicht nur in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich zu beobachten, wo die Binnennachfrage durch das Platzen von Immobilienpreisblasen besonders belastet wird. Im Euroraum, wo nur in einigen Ländern gravierende Probleme am Im-

mobilenmarkt bestehen, sank das Bruttoinlandsprodukt ähnlich stark, und in Japan, wo zunächst die geringsten Wirkungen der Finanzmarktkrise erwartet wurden, ging die Produktion infolge eines massiven Exporteinbruchs besonders heftig zurück.

Abbildung 7: Konjunktur in den G7-Ländern 2004–2008<sup>a,b</sup>



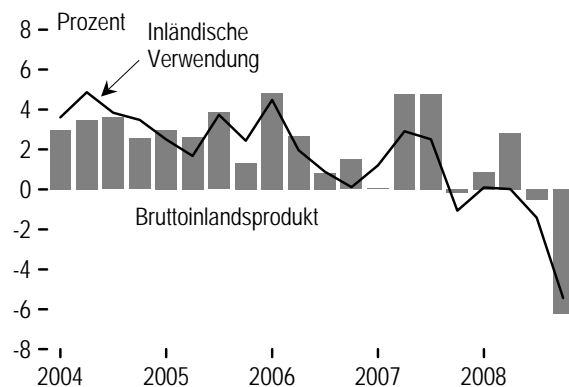
<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>b</sup>Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2009); eigene Berechnungen.

In den *Vereinigten Staaten* hat sich der Abschwung zum Jahresende mit einem dramatischen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion wie erwartet noch einmal spürbar beschleunigt (Abbildung 8). Im vierten Quartal schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt um 6,2 Prozent (laufende Jahresrate), so stark wie seit mehr als 25 Jahren nicht mehr. Gemessen am Rückgang der Industrieproduktion, der Beschäftigung und der realen Einzelhandelsumsätze ist die derzeitige Rezession bereits jetzt schwerer als die sechs Rezessionen, die die Vereinigten Staaten in den vergangenen 40 Jahren durchliefen.<sup>4</sup> Von den vier zentralen Indikatoren, die das National Bureau of Economic Research zur Beurteilung der konjunkturellen Lage heranzieht, hat sich lediglich das reale Einkommen bisher relativ stabil entwickelt.

<sup>4</sup> Vgl. Federal Reserve Bank of St. Louis (2009a).

Abbildung 8: Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2004–2008<sup>a</sup>



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

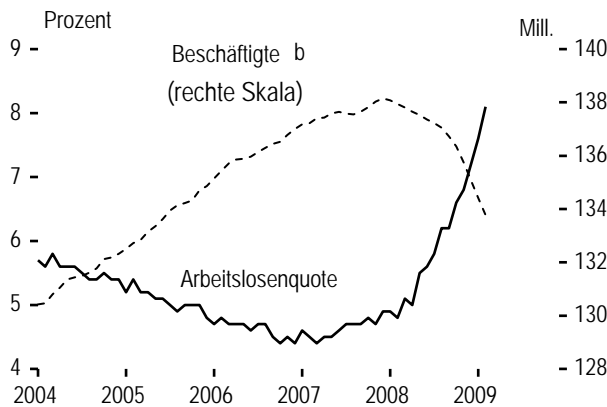
Quelle: US Department of Commerce (2009).

Im Vergleich zum dritten Quartal wurden insbesondere die Anlageinvestitionen deutlich zurückgefahren. Die Ausrüstungsinvestitionen brachen um 28,8 Prozent (laufende Jahresrate) ein, da sich die Unternehmen aufgrund der niedrigen Kapazitätsauslastung, der weiter fortbestehenden Unsicherheit über die Dauer und Tiefe der Rezession sowie der erschwerten Refinanzierungsbedingungen mit Investitionen zurückhalten. Dieselben Gründe machen sich zunehmend auch beim Wirtschaftsbau bemerkbar, der erstmals in dieser Rezession zurückging, und zwar um 5,9 Prozent. Die Abwärtsdynamik beim privaten Wohnungsbau verstärkte sich mit einem Rückgang von 22,2 Prozent sogar wieder, nachdem er in den letzten drei Jahren bereits um mehr als 50 Prozent geschrumpft war und sich nunmehr wieder auf dem Niveau von 1991 befindet; der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt ist inzwischen sogar auf einem historischen Tiefststand. Die privaten Konsumausgaben gingen mit einer Rate von 4,3 Prozent etwa gleich stark zurück wie im Vorquartal. Berücksichtigt man jedoch, dass der Rückgang im dritten Quartal zum Teil auch auf das Auslaufen der stimulierenden Wirkungen des Konjunkturpakets vom vergangenen Frühjahr zurückzuführen ist, so hat sich auch hier die Abwärts-

dynamik noch einmal spürbar beschleunigt.<sup>5</sup> Die Exporte schrumpften im Zuge der schwachen weltwirtschaftlichen Dynamik um 23,6 Prozent, doch gingen auch die Importe mit einer Rate von 16 Prozent sehr stark zurück, so dass die Wirkung des Außenbeitrags auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts nur leicht negativ war.

Am Arbeitsmarkt hat sich der Stellenabbau beschleunigt fortgesetzt. Im Jahr 2008 gingen insgesamt mehr als 2,5 Mill. Stellen verloren, 1,5 Mill. davon allein im Verlauf des vierten Quartals. Im neuen Jahr erhöhte sich die Abwärtsdynamik nochmals: In den ersten beiden Monaten des Jahres wurden weitere 1,25 Mill. Arbeitsplätze abgebaut (Abbildung 9). Die Verluste verteilen sich etwa zu gleichen Teilen auf

Abbildung 9: Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2004–2009<sup>a</sup>



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

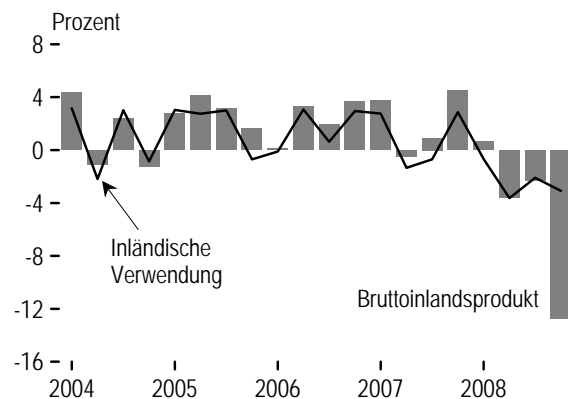
Quelle: US Department of Labor (2009a).

<sup>5</sup> Anhand geeigneter Annahmen über den Verlauf der Sparquote kann der Einfluss des Konjunkturpakets auf den privaten Konsum abgeschätzt werden (Siehe Dovern et al. 2008). Rechnet man diesen Einfluss heraus, so ergibt sich ein Rückgang des privaten Konsums im zweiten Quartal von 1,1 Prozent und 1,8 Prozent im dritten Quartal. Mit dem Konjunkturpaket ergab sich ein Anstieg des privaten Konsums im zweiten Quartal von 1,2 Prozent und ein Rückgang von 3,8 Prozent im dritten Quartal.

den Dienstleistungssektor und das Produzierende Gewerbe. Einzig im Staatssektor sowie im Bildungs- und Gesundheitsbereich wurde zuletzt noch Beschäftigung aufgebaut. Die Arbeitslosenquote stieg im Februar auf 8,1 Prozent, den höchsten Stand seit 1982.

In *Japan* kam es im vierten Quartal 2008 zu einem dramatischen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Das reale Bruttoinlandsprodukt sank mit einer Rate von 12,7 Prozent (laufende Jahresrate), nachdem bereits das Sommerhalbjahr von rezessiven Tendenzen geprägt war (Abbildung 10). Für den Jahresdurchschnitt 2008 wurde ein Rückgang der Wirtschaftsleistung von 0,7 Prozent verzeichnet. Maßgeblich für den scharfen Einbruch zum Jahresende war ein massiver Rückgang der Exporte um 45 Prozent. Bei gleichzeitig weiter steigenden Importen führte dies zu einer drastischen Verringerung des Außenbeitrags, die für den größten Teil des Rückgangs beim Bruttoinlandsprodukt verantwortlich ist. Die Perspektiven für die Exportwirtschaft, von der in den vergangenen Jahren die konjunkturellen Impulse ausgegangen waren, haben sich vor dem Hintergrund der weltweiten Rezession und der erheblichen Aufwertung des Yen nachhaltig verschlechtert. Die eingetrübten Absatz- und Ertragsaussichten belasten die Unternehmensinvestitionen bereits seit geraumer Zeit; deren

Abbildung 10: Konjunktur in Japan 2004–2008<sup>a</sup>



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

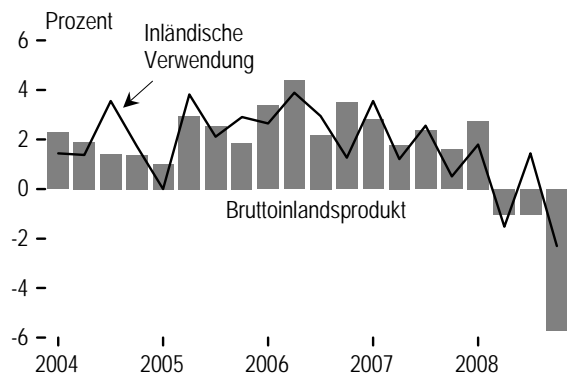
Quelle: Cabinet Office (2009).



Rückgang hat sich im vierten Quartal auf eine laufende Jahresrate von 23 Prozent verstärkt. Die übrigen Komponenten der Binnennachfrage trugen insgesamt leicht positiv zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts bei. Zwar nahm der private Konsum bei tendenziell sinkenden Löhnen und rückläufiger Beschäftigung mit einer Rate von 1,2 Prozent ab, doch setzte sich die Erholung im Wohnungsbau fort, und die Ausgaben des Staates expandierten spürbar. Nachdem die Rezession in Japan zunächst kaum zu steigender Arbeitslosigkeit geführt hatte, nahm die Arbeitslosenquote zuletzt sprunghaft zu; im Dezember betrug sie 4,4 Prozent, nach 3,9 Prozent im November.

In Europa hat sich die konjunkturelle Talfahrt, die sich bereits in der ersten Jahreshälfte zu entfalten begann, im Schlussquartal 2008 erheblich verschärft und auf die Länder ausgedehnt, deren wirtschaftliche Expansion zuvor noch wenig beeinträchtigt schien. Im *Euroraum* sank das reale Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zum dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 5,7 Prozent (Abbildung 11).<sup>6</sup> Die Exporte und die Investitionen gingen stark zurück; und auch der private Konsum nahm er-

Abbildung 11: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2004–2008<sup>a</sup>



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

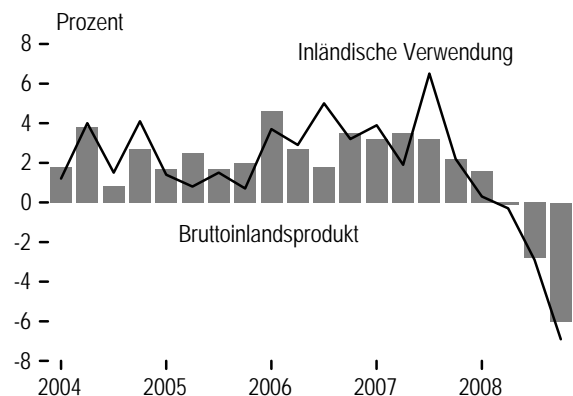
Quelle: Eurostat (2009).

<sup>6</sup> Für eine ausführlichere Analyse der Konjunktur im Euroraum vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2009).

heblich ab. Hier wurde die deutliche Entlastung der Konsumenten durch sinkende Energiepreise offenbar durch die negativen Effekte fallender Vermögenswerte und einer inzwischen deutlich spürbaren Eintrübung am Arbeitsmarkt überwogen. Die Arbeitslosenquote war im Januar 2009 mit 8,2 Prozent um nahezu einen Prozentpunkt höher als ein Jahr zuvor.

Das *Vereinigte Königreich* befindet sich seit dem Frühjahr 2008 in einer Rezession, die im Verlauf deutlich an Schärfe gewonnen hat (Abbildung 12). Das Land ist von der Finanzmarktkrise besonders betroffen. Zum einen ist eine Reihe von britischen Banken in große Solvenzprobleme geraten und konnte nur durch massives Eingreifen des Staates vor dem Kollaps bewahrt werden; zum anderen, hat der Finanzsektor durch die Funktion Londons als Weltfinanzzentrum ein besonders großes gesamtwirtschaftliches Gewicht. Hinzu kommt, dass eine ausgeprägte Korrektur der zuvor sehr stark gestiegenen Immobilienpreise im Gange ist, die den Wohnungsbau stark hemmt und deren negative Vermögenswirkungen den privaten Konsum belasten. So schrumpften nicht nur die Investitionen kräftig, sondern auch der private Konsum nahm deutlich – mit einer laufenden Jahresrate von 2,8 Prozent – ab. Trotz der genannten besonders belastenden Faktoren fiel der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts mit

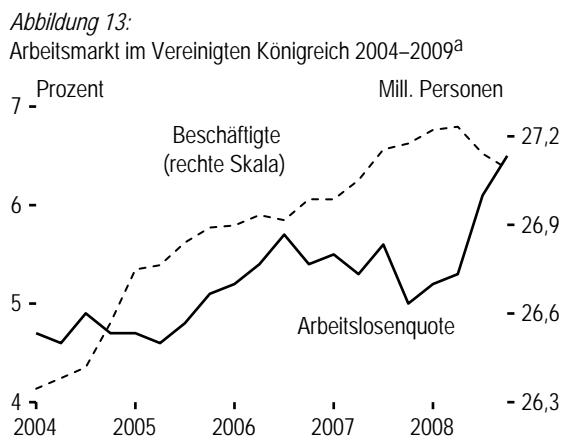
Abbildung 12: Konjunktur im Vereinigten Königreich 2004–2008<sup>a</sup>



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

Quelle: Office for National Statistics (2009).

einer Rate von 6 Prozent nicht wesentlich stärker aus als im Euroraum. So wirkte die Entwicklung der Nettoexporte stützend, nicht zuletzt dank einer starken, wechselkursbedingten Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit heimischer Produzenten. Die Zahl der Beschäftigten ist infolge der Rezession inzwischen deutlich rückläufig. Im vierten Quartal sank sie um 134 000 (-0,5 Prozent), wobei allein bis zum vergangenen Jahr kräftig expandierenden Bereich Finanzwirtschaft und Unternehmensdienstleistungen 74 000 Arbeitsplätze verloren gingen. Die Arbeitslosenquote stieg gleichzeitig weiter kräftig. In den drei Monaten von Oktober bis Dezember betrug sie 6,3 Prozent und war damit um 1,1 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor (Abbildung 13).



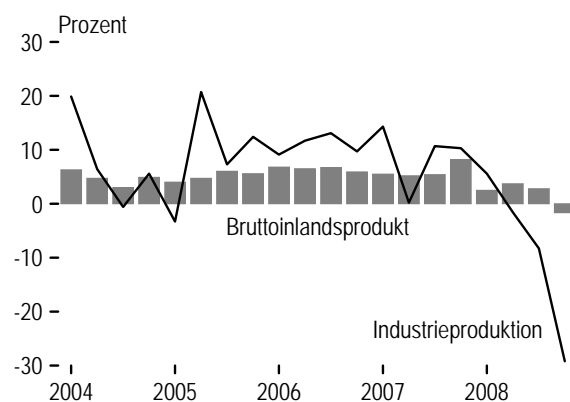
<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: Office of National Statistic (2009).

Hatte sich die konjunkturelle Entwicklung in den *neuen Mitgliedsländern der EU* im Großen und Ganzen bis zum Herbst noch relativ uneindruckt von den Schwächetendenzen in den übrigen Industrieländern gezeigt, so hat sich das Bild seit September vergangenen Jahres dramatisch verschlechtert. Die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern hat sich massiv eingetrübt, Exporte und Industrieproduktion sind eingebrochen, und die Währungen in den Ländern mit flexiblem Wechselkurs kamen zunehmend unter Abwertungsdruck. Probleme

matisch an den Abwertungen um inzwischen 20-30 Prozent gegenüber dem Euro ist, dass die Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten häufig in fremder Währung (vor allem Euro und Schweizer Franken) besteht, sich der Schuldendienst für die betroffenen Kreditnehmer also entsprechend erhöht.<sup>7</sup> Die Regierungen in Ungarn und Lettland hatten so starke Probleme sich zu refinanzieren, dass sie Kredithilfen seitens des IWF in Anspruch nehmen mussten. Die Arbeitslosigkeit, die bis zur Jahresmitte 2008 weiter gefallen war, stieg in den letzten Monaten des Jahres sprunghaft an. Trotz des Einbruchs der Produktion im vierten Quartal (Abbildung 14) legte das reale Bruttoinlandsprodukt in den neuen Mitgliedsländern im Jahr 2008 insgesamt noch um 4 Prozent und damit erheblich stärker als im Euroraum zu.

Abbildung 14:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2004–2008<sup>a</sup>



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

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

<sup>7</sup> Der Anteil der Verschuldung des privaten Sektors in Fremdwährung beläuft sich in Polen auf 30 Prozent und in Ungarn auf rund 60 Prozent (Economist 2009: 27). In den Ländern mit festem Wechselkurs, etwa in Lettland oder Estland liegt er noch deutlich höher, bei 90 Prozent, was erhebliche Risiken eines Verlassens des gegenwärtigen Wechselkursregimes in diesen Ländern impliziert.

## Schwellenländer im Sog der Rezession in den Industrieländern

---

Die Konjunktur in den Schwellenländern hat sich gegen Jahresende 2008 drastisch verschlechtert. War die Entwicklung im Sommerhalbjahr noch differenziert gewesen, weil einige Länder (die meisten Länder Lateinamerikas, Russland, Malaysia) von den hohen Rohstoffpreisen profitierten, während andere (die meisten asiatischen Schwellenländer) darunter litten, so ging die wirtschaftliche Aktivität im vierten Quartal auf breiter Front deutlich zurück. Die asiatischen Schwellenländer sind sehr offene Volkswirtschaften mit einem hohen Anteil der Exporte an der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Als wichtige Lieferanten von Industriewaren sind sie in besonderem Maße von dem Einbruch der Endnachfrage für wichtige Konsumgüter (Autos, Elektronik) – nicht zuletzt in den Vereinigten Staaten – betroffen. Für die Rohstoffe produzierenden Länder haben sich mit dem Verfall der Rohstoffpreise die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen massiv verschlechtert. Hinzu kommt, dass die Neubewertung von Risiken im Zuge der Finanzmarktkrise auch zu schlechteren Finanzierungsbedingungen für die Schwellenländer geführt hat. In der Konsequenz ist die Produktion in nahezu allen Schwellenländern auf steile Talfahrt gegangen.

Von dem weltweiten Abschwung ist auch die in den vergangenen Jahren sehr dynamische *chinesische* Wirtschaft nicht verschont geblieben. Hatte sich der Produktionsanstieg im Sommerhalbjahr bereits merklich verlangsamt, auch infolge restriktiver wirtschaftspolitischer Maßnahmen, so ließ die wirtschaftliche Dynamik im vierten Quartal drastisch nach. Maßgeblich war wohl der Einbruch bei den Exporten, die im November und Dezember 2008 sogar ihr Niveau im jeweiligen Vorjahresmonat unterschritten, eine Tendenz, die sich im Januar 2009 mit einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr von 17,5 Prozent erheblich verstärkt

hat.<sup>8</sup> Auftriebskräfte gehen nach wie vor von der Binnennachfrage aus, doch auch sie hat deutlich an Schwung verloren. So hat sich die Investitionsneigung im privaten Sektor angesichts zunehmend unterausgelasteter Kapazitäten und sinkender Immobilienpreise verringert, und der private Verbrauch wird durch einen erheblichen Beschäftigungsabbau, geringere Lohnsteigerungen und negative Vermögenseffekte, die insbesondere aus dem drastischen Fall der Aktienkurse resultieren, belastet. Bislang hat sich dies jedoch noch nicht in einer merklichen Verlangsamung des privaten Konsums niedergeschlagen, weil die Verbraucher gleichzeitig durch den ausgeprägten Rückgang der Inflationsrate von über 6 Prozent im Sommer 2008 auf lediglich 1 Prozent im Januar 2009 entlastet wurden. Anregungen kamen darüber hinaus von den Staatsausgaben, deren bereits kräftige Ausweitung sich im Zuge des Konjunkturprogramms in den kommenden Monaten weiter verstärken wird.

Auch *Indien* ist von der weltweiten Rezession zunehmend betroffen. Allerdings ist die ausgeprägte konjunkturelle Verlangsamung, die im Verlauf des vergangenen Jahres zu verzeichnen war, vor allem binnenwirtschaftlich bedingt. Die indische Notenbank hatte im Jahr 2007 ihre Politik deutlich gestrafft, um einer konjunkturellen Überhitzung und einer stark steigenden Inflation zu begegnen. Aber auch in Indien führte die globale Finanzkrise im Herbst zu Liquiditätsproblemen im Bankensektor und einer Verschärfung der Kreditkonditionen. Gebremst durch gestiegene Zinsen und einen inflationsbedingten Kaufkraftverlust neigte der private Konsum im Verlauf des vergangenen Jahres sichtlich zur Schwäche; vor allem der Absatz langlebiger Konsumgüter, insbesondere von Autos, geriet ins Stocken. So verlor die Industrieproduktion, die den Aufschwung zuvor maßgeblich getragen hatte, bereits vor dem Herbst an Fahrt. In den letzten Monaten des Jahres kam dann der Einbruch der Auslands-

---

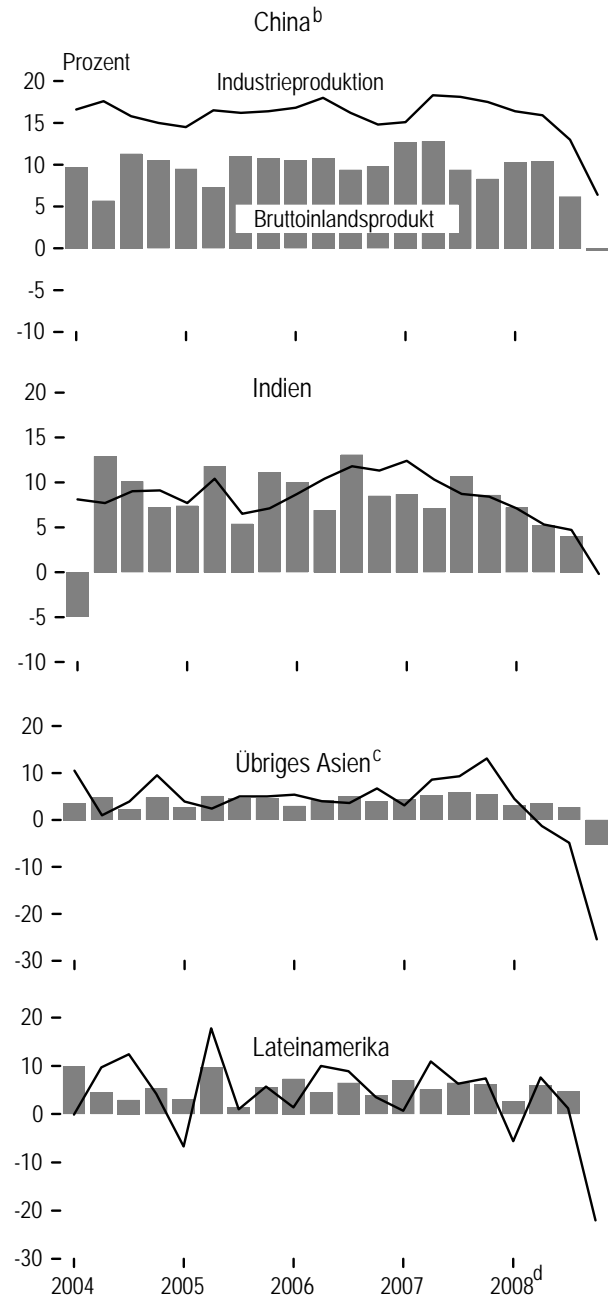
<sup>8</sup> Allerdings dürfte die Tatsache, dass das chinesische Neujahrsfest in diesem Jahr in den Januar fiel, nicht wie im vergangenen Jahr in den Februar, und von daher weniger Arbeitstage als im Vorjahr zur Verfügung standen, den Wert beeinflusst haben.

nachfrage hinzu, so dass die Industrie im Dezember 2 Prozent weniger herstellte als ein Jahr zuvor.

In den *übrigen asiatischen Schwellenländern* ist die bis in den Spätsommer 2008 hinein recht kräftige wirtschaftliche Expansion einer steilen konjunkturellen Talfahrt gewichen. Das reale Bruttoinlandsprodukt der Region insgesamt schrumpfte im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von rund 5 Prozent, die Industrieproduktion sank noch deutlich stärker (Abbildung 15). Triebkraft hinter dieser Entwicklung war ein starker Rückgang der Exporte, die in den vergangenen Jahren den Aufschwung getragen hatten. Aber auch die Inlandsnachfrage war in den meisten Ländern schwach. Zum einen führte die drastische Eintrübung der Absatz- und Ertragsaussichten zusammen mit einem verschlechterten finanziellen Umfeld zu einem Einbruch bei den Investitionen. Zum anderen legten die privaten Haushalte angesichts zunehmender Arbeitsplatzunsicherheit und ungünstigerer Einkommensperspektiven Konsumzurückhaltung an den Tag. So verringerte sich der private Verbrauch in Südkorea im Schlussquartal 2008 mit einer laufenden Jahresrate von 4,8 Prozent, und die Importe des Landes sanken sogar noch stärker als die Exporte.

In *Lateinamerika* hat sich das bis in den Herbst hinein noch recht positive Bild in den vergangenen Monaten drastisch eingetrübt. Waren unmittelbare Auswirkungen der Finanzkrise zunächst nur an den Börsen zu bemerken, so wurde auch die Realwirtschaft zuletzt vom Sog der Weltrezession erfasst. Nachdem die Länder in den vergangenen Jahren von der kräftigen globalen Nachfrage nach Rohstoffen, den verbesserten Terms of Trade und den äußerst günstigen Finanz- und Kreditbedingungen profitieren konnten, hat sich die Situation gewandelt. Seit Jahresmitte fallen infolge des Einbruchs der Rohstoffpreise die Exporteinnahmen. Gleichzeitig ist in vielen Ländern ein Abfluss von internationalem Kapital zu verzeichnen. In der Folge werteten die Währungen seit Mitte des Jahres 2008 um bis zu 40 Prozent ab, und die Finanzierungsbedingungen verschlechterten sich weiter. Die Bestände an

Abbildung 15:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in verschiedenen Ländern 2004—2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>b</sup>Quartalswerte basierend auf Abeyinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik. — <sup>c</sup>Gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Philippinen und Hongkong. — <sup>d</sup>4. Quartal teilweise geschätzt.

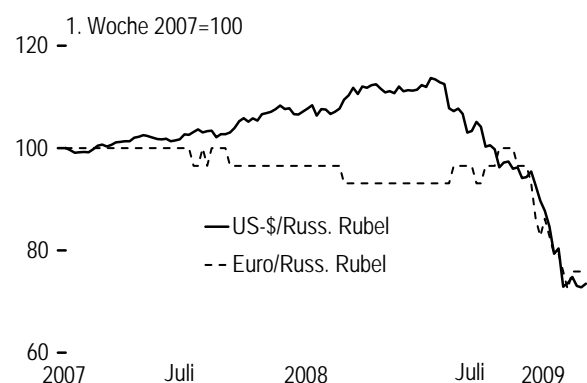
Quelle: Eurostat (2009); Abeyinghe (2008); Nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

internationalen Währungsreserven, die bis Mitte 2008 in den meisten Staaten auf einen historischen Höchststand gestiegen waren, sind durch Devisenmarktinterventionen zur Stützung der heimischen Währung am aktuellen Rand rapide gesunken. Zwar fiel der Rückgang der realen Exporte in der Regel nicht so dramatisch aus wie in den asiatischen Schwellenländern, wozu die Fokussierung auf Nahrungsmittel und Rohstoffe beiträgt, deren Nachfrage geringer schwankt als die Nachfrage nach Industriegütern und mit einer gewissen Verzögerung reagiert. In Mexiko machte sich allerdings die hohe wirtschaftliche Verflechtung mit den Vereinigten Staaten bemerkbar. Im vierten Quartal sank das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von über 10 Prozent. Die Ausfuhren schrumpften kräftiger als je zuvor. Auch die Auslandsüberweisungen mexikanischer Emigranten gingen dramatisch zurück, was den privaten Konsum dämpfte. Die Industrieproduktion der Region nahm zuletzt drastisch ab. In Brasilien ging sie im Dezember mit 12,4 Prozent gegenüber dem Vormonat so stark zurück wie noch nie seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1991. Zu Beginn des Jahres dürfte sich die Lage weiter verschlechtert haben; Auftragseingänge und Einzelhandelsumsätze blieben bis zuletzt stark rückläufig.

Die bis zum dritten Quartal 2008 sehr kräftige wirtschaftliche Expansion in *Russland* ist in den letzten drei Monaten des Jahres abrupt zum Stillstand gekommen. Das reale Bruttoinlandsprodukt schrumpfte im Vergleich zum Vorquartal erheblich; im Vergleich zum selben Vorjahreszeitraum betrug der Anstieg nur noch 1,1 Prozent, nachdem bis einschließlich des dritten Quartals noch Raten von 7 Prozent und darüber verzeichnet worden waren. Im Zuge der Finanzkrise und des Verfalls der Rohstoffpreise haben sich die Rahmenbedingungen für die russische Wirtschaft drastisch verändert. War die Notenbank noch bis zum Sommer darum bemüht, einer zu starken Aufwertung des Rubel entgegen zu wirken, so musste sie sich in den vergangenen Monaten unter Einsatz eines großen Teils ihrer Devisenreserven einem starken Abwertungsdruck entgegen stemmen. Sie konnte gleichwohl nicht verhindern, dass

die russische Währung gegenüber Dollar und Euro massiv an Wert verlor (Abbildung 16). Der Immobilienboom ist zu Ende gegangen und einer Phase der Korrektur gewichen. Die mit den sinkenden Immobilienpreisen und dem massiven Rückgang der Aktienkurse – der Leitindex an der Moskauer Börse ist seit Mitte 2008 um rund 70 Prozent gesunken – verbundenen starken negativen Vermögenseffekte dämpfen den privaten Konsum mit der Folge, dass der Absatz langlebiger Konsumgüter eingebrochen ist. Die Einstellung von Finanzinvestoren gegenüber Anlagen in Russland hat sich im Sommer 2008 stark gewandelt. Sie ist seither als Folge der sinkenden Ölpreise und einer damit verbundenen Abwärtsrevision der wirtschaftlichen Aussichten, erhöhter Unsicherheit über die künftige Wirtschaftspolitik, zeitweise auch wegen politischer Spannungen mit dem Westen sowie nicht zuletzt aufgrund der internationalen Finanzkrise von großer Zurückhaltung geprägt. Stark verschlechterte Finanzierungsbedingungen haben gemeinsam mit den gesunkenen Absatz- und Ertragserwartungen dazu geführt, dass zahlreiche Investitionen aufgeschoben oder ganz aufgegeben wurden. Im Januar lagen die Anlageinvestitionen um 70 Prozent unter dem Niveau, das ein Jahr zuvor verzeichnet worden war. Da sich die finanzielle Position des Staates wegen der gesunkenen Rohstoffeinnahmen bereits

Abbildung 16:  
Wechselkurs des Rubel zu Dollar und Euro 2007–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Letzter Wert: 09. März 2009.

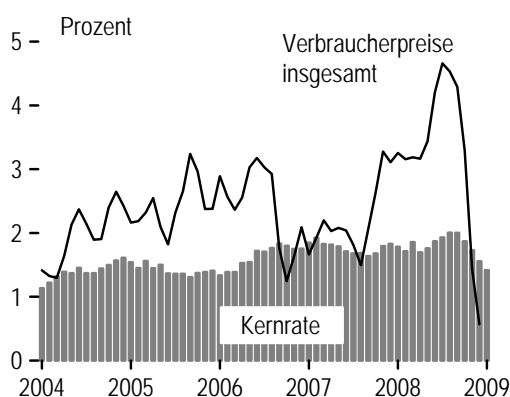
Quelle: Thomson Financial Datastream.

massiv verschlechtert hat, hat sich der Spielraum für eine expansive Finanzpolitik verringert. Um der Ausweitung des Budgetdefizits entgegenzuwirken wurde im Februar beschlossen, die Militärausgaben im Jahr 2009 um 15 Prozent gegenüber den Planungen zu reduzieren; im Haushalt war freilich zuvor ein Anstieg der Ausgaben um 25 Prozent vorgesehen gewesen.

## Inflation auf dem Rückzug

Der Preisauftrieb ist im zweiten Halbjahr 2008 als Folge gesunkener Rohstoffpreise weltweit stark zurückgegangen. In den Industrieländern verringerte sich die Inflationsrate von 4,8 Prozent im Juli auf 0,6 Prozent im Dezember (Abbildung 17), die niedrigste Rate seit Einführung des Systems flexibler Wechselkurse zu Beginn der 1970er Jahre. Die Anstiegsrate des ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise berechneten Kernindex liegt zwar deutlich über diesem Wert, aber auch auf dieser Basis war der Preisauftrieb rückläufig, und das Niveau der Kerninflation ist mit etwa 1,5 Prozent niedrig.

Abbildung 17:  
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Inflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2007.

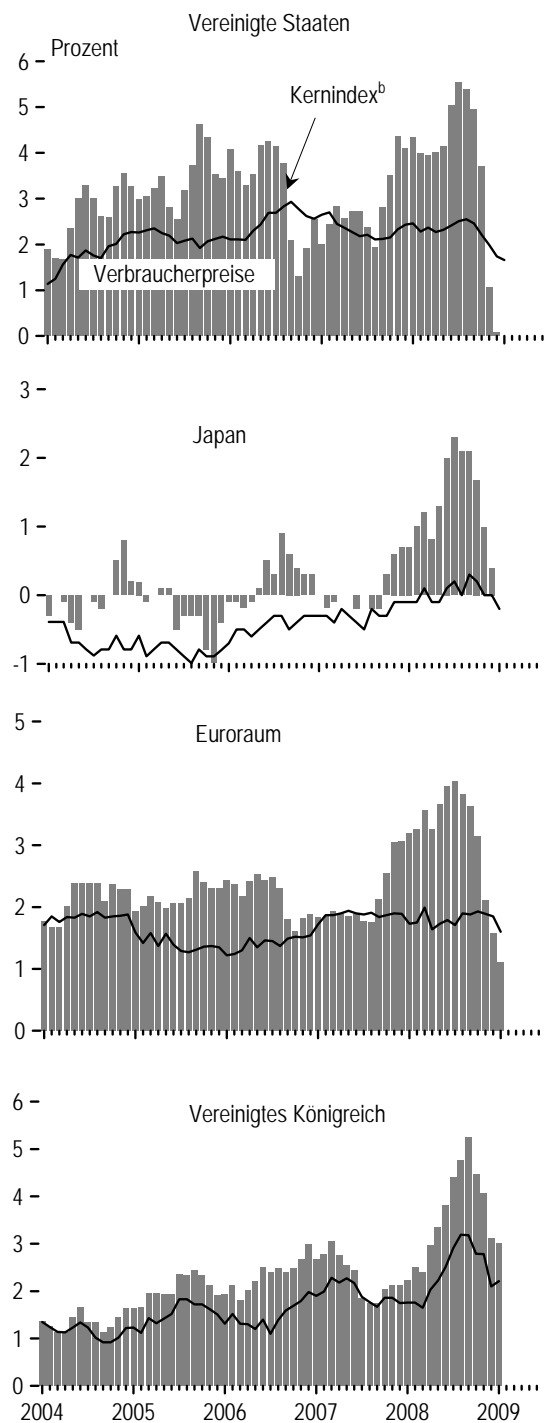
Quelle: OECD (2009); eigene Berechnungen.

In den Vereinigten Staaten stagnierten die Verbraucherpreise Ende des vergangenen Jahres im Vorjahresvergleich sogar (Abbildung 18). Hier hat sich auch die Kernrate bereits recht deutlich verringert. Spürbar zurückgegangen ist sie auch im Vereinigten Königreich. Gegen Jahresende 2009 wirkte die zur Stimulierung der Konjunktur beschlossene befristete Senkung der Mehrwertsteuer um 2,5 Prozentpunkte preisdämpfend. Dem wirkte allerdings die starke Abwertung des Pfund Sterling entgegen, so dass die Verbraucherpreise auch in den vergangenen Monaten noch um rund 3 Prozent über ihrem Vorjahresniveau lagen. Im Euroraum und in Japan ist die Inflationsrate zwar ebenfalls rohstoffpreisbedingt kräftig gesunken; die Kernrate hat sich hingegen bislang noch nicht nennenswert verändert.

Auch in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern ist die Inflation als Folge niedrigerer Öl- und Nahrungsmittelpreise in der zweiten Jahreshälfte spürbar zurückgegangen. So fiel der Preisanstieg in China von über 6 Prozent im vergangenen Sommer auf 1 Prozent im Januar 2009. In vielen Ländern führte allerdings die gleichzeitige ausgeprägte Abwertung der heimischen Währungen zu einem Schub bei den Importpreisen. So werden etwa in Russland und Lateinamerika zumeist noch Inflationsraten verzeichnet, die höher sind als von den Regierungen angestrebt.

Für den Prognosezeitraum unterstellen wir einen konstanten Ölpreis in Höhe von 40 Dollar per Barrel, die Notierungen für Industrierohstoffen bleiben im laufenden Jahr nach unseren Annahmen auf dem zuletzt erreichten stark ermäßigten Niveau und steigen angesichts der voraussichtlich nur moderaten Erholung der Industrieproduktion auch im kommenden Jahr kaum (Tabelle 2). Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich die Inflationsrate auf der Verbraucherstufe im weiteren Verlauf des Jahres 2009 nochmals reduzieren. Im Frühjahr und Sommer, wenn die Ölpreise ihr Vorjahresniveau um rund die Hälfte unterschreiten werden, dürften in vielen Industrieländern, aber auch in einigen Schwellenländern sogar negative Inflationsraten verzeichnet werden. Die

Abbildung 18:  
Verbraucherpreisanstieg in großen Industrieländern 2004–2009<sup>a</sup>



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

Quelle: US Department of Labor (2009b); Eurostat (2009); Office for National Statistics (2009); Statistics Bureau of Japan (2009); Eurostat (2009).

Phase von Preisrückgängen im Vorjahresvergleich dürfte jedoch für die Industrieländer insgesamt nur vorübergehend sein. Wir erwarten nicht, dass sich hier verbreitet deflationäre Tendenzen durchsetzen werden, auch wenn in einigen Ländern angesichts der tiefen Rezession Risiken dafür bestehen. Wir erwarten allerdings, dass die Lohnstückkosten in diesem und im kommenden Jahr nicht sinken (Tabelle 3) und dass die Inflationserwartungen aufgrund der extrem expansiven Geldpolitik positiv bleiben. Für Japan ist hingegen ein Rückfall in die Deflation sogar wahrscheinlich. Hier ist die Kernrate der Inflation auch am Höhepunkt des vergangenen Aufschwungs kaum positiv gewesen. Geringere Risiken für ein Abdriften in die Deflation sehen wir für die europäischen Volkswirtschaften, wo die Tarifbindung ausgeprägt ist (EZB 2009) und die Nominallohne relativ rigider sind.

## Geldpolitik im Zeichen der Krise

Die Zentralbanken in den Industrieländern haben angesichts der konjunkturellen Talfahrt und der anhaltenden Probleme im Finanzsektor ihre Politik in den vergangenen Monaten zusätzlich gelockert. Die Notenbankzinsen wurden weiter gesenkt: In vielen Ländern sind inzwischen langjährige Tiefstände erreicht; in den Vereinigten Staaten und in Japan liegen die Notenbankzinsen bereits seit Ende 2008 bei null. Die Geldmarktzinsen liegen inzwischen trotz nach wie vor erhöhter Risikoprämien im Interbankenmarkt überall deutlich unter den Kapitalmarktzinsen (Abbildung 19). Vor dem Hintergrund, dass von konventioneller Geldpolitik, welche die Nachfrage über die Senkung der Notenbankzinsen anzuregen versucht, nur noch wenig Impulse kommen können, müssen zusätzliche Anregungen nunmehr weitgehend durch unkonventionelle Maßnahmen erfolgen, mit denen die Zentralbankgeldmenge direkt er-

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 2:

Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010			
	I	II	III	IV	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	3,2	2,1	2,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0
Japan (Tagesgeldzins)	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Euroland (Leitzins <sup>b</sup> )	4,0	4,0	4,0	3,4	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,55	1,56	1,44	1,32	1,30	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28
Yen/US-Dollar	105,2	104,5	107,0	96,1	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	96,7	122,5	115,6	58,0	42,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	254,2	267,9	267,9	174,5	162,4	158,2	158,2	158,2	159,0	161,3	164,4	168,4

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

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

Tabelle 3:

Arbeitskosten in den großen Industrieländern 2007–2010

	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>b</sup>	2010 <sup>b</sup>
<i>Vereinigte Staaten</i>				
Lohnanstieg <sup>c,d</sup>	4,1	3,6	1,5	1,5
Lohnstückkosten <sup>d,e</sup>	3,0	2,0	1,8	1,0
<i>Japan</i>				
Lohnanstieg <sup>c,d</sup>	-0,1	0,4	-0,3	-0,4
Lohnstückkosten <sup>d,e</sup>	-2,1	1,5	2,7	-0,2
<i>Euroraum</i>				
Lohnanstieg <sup>c,d</sup>	3,4	3,2	2,4	2,5
Lohnstückkosten <sup>d,e</sup>	1,5	3,4	3,8	1,7
<i>Vereinigtes Königreich</i>				
Lohnanstieg <sup>c,d</sup>	3,9	4,0	2,7	2,2
Lohnstückkosten <sup>d,e</sup>	1,8	3,5	4,0	1,8

<sup>a</sup>Teilweise geschätzt. — <sup>b</sup>Prognose. — <sup>c</sup>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — <sup>e</sup>Reales BIP je Beschäftigten.

Quelle: OECD (2008); Europäische Kommission (2008); eigene Prognosen.

höht und das Zinsniveau auf verschiedenen Märkten durch direkte Interventionen der Notenbanken beeinflusst werden soll (Politik der quantitativen Lockerung).

Bei einer Politik der quantitativen Lockerung erwirbt die Notenbank Wertpapiere von Banken, Unternehmen oder der Regierung, ohne die dadurch bewirkte Ausweitung der Zentralbankgeldmenge durch ein entsprechendes Gegengeschäft – etwa den Verkauf von Staatsschuldtiteln – rückgängig zu machen, sie zu

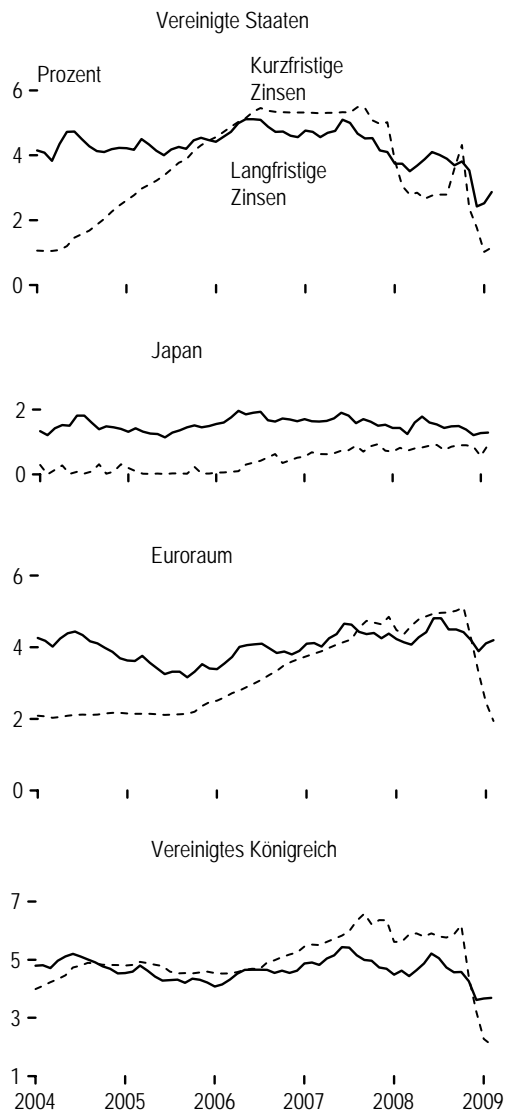
„sterilisieren“. Bereits im Herbst 2008 wurden in vielen Ländern zahlreiche Programme ins Leben gerufen, um die Liquidität im Finanzsektor angesichts der Stockung auf den Geldmärkten sicherzustellen. In diesem Rahmen wurde es den Finanzinstituten erleichtert, Zentralbankgeld zu erwerben. Die Ausweitung der Geldbasis war dabei allerdings eher ein Nebenprodukt als ein formuliertes Ziel, wie es etwa im Ansatz der Geldpolitik in Japan in den Jahren 2001 bis 2006 verfolgt wurde, als die Überschussreserven der Banken bei der Notenbank explizit gesteuert wurden.

Selbst wenn es gelingt, die Zentralbankgeldmenge zielgerecht zu steuern, ist freilich nicht sichergestellt, dass die gewünschten expansiven Wirkungen auf die reale Wirtschaft eintreten. Eine Ausweitung der Geldbasis führt nämlich nicht notwendigerweise zu einem Anstieg der Geldmengen in weiterer Abgrenzung. Daher ist die Geldpolitik auch bemüht, im Rahmen der Politik der quantitativen Lockerung durch gezielten Kauf von Wertpapieren in bestimmten Segmenten, die Märkte zu stützen und die Zinsen am Kapitalmarkt zu senken.

Problematisch an der Politik der quantitativen Lockerung ist, dass die Notenbank – unter Umständen in großem Umfang – Kapitalrisiken in ihre Bilanz nimmt. Auch ist nicht von der Hand zu weisen, dass sich das Risiko einer mittelfristigen Inflationsbeschleunigung erhöht. Zwar kann eine quantitative Lockerung im Prin-



Abbildung 19:  
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen Industrieländern  
2004–2009



Quelle: OECD (2009).

zip rasch wieder rückgängig gemacht werden, wenn sie nicht mehr notwendig ist (Bernanke 2009). Der „richtige“ Zeitpunkt für einen erneuten Politikwechsel dürfte jedoch schwer zu bestimmen sein, und gerade die US-Notenbank hat in der Vergangenheit bewiesen, dass sie bei der Abwägung zwischen dem Risiko einer Inflationsbeschleunigung in der Zukunft und dem Risiko eines unangemessen frühen Entzugs geldpolitischer Impulse im Zweifel eine expansive Ausrichtung wählt. Schließlich verspricht

eine quantitative Lockerung nur dann Erfolg, wenn es gleichzeitig gelingt, das Finanzsystem zu sanieren und eine wirtschaftliche Erholung von dieser Seite zu flankieren.

In den *Vereinigten Staaten* unternimmt die Fed weiterhin enorme Anstrengungen, um die Verspannungen an den Finanzmärkten zu lösen und die Konjunktur zu stützen. Nachdem das Instrument der Leitzinssenkung bereits seit Dezember mit der Festsetzung eines Zielbereichs zwischen 0 und 0,25 Prozent praktisch vollständig ausgeschöpft ist, kommt den Maßnahmen im Rahmen der unkonventionellen Geldpolitik zunehmende Bedeutung zu. Bereits im September hatte die Fed begonnen, in größerem Umfang zusätzlich an den Wertpapiermärkten zu intervenieren, teils um Finanzinstituten den Zugang zu Liquidität zu erleichtern, teils um durch den Aufkauf von kurzfristigen Unternehmensanleihen und mit Kreditforderungen unterlegten Wertpapieren die Kreditzinsen auf direktem Wege zu senken und der Neukreditvergabe wieder Schwung zu verleihen.<sup>9</sup> Insgesamt verlängerte die Fed so ihre Bilanzsumme auf etwa 2 Bill. Dollar – mehr als doppelt so viel als noch im September 2008.<sup>10</sup> Alles in allem gelang es der Fed, die Finanzmärkte wieder etwas zu entspannen. So hat sich die Differenz von Zinssatz am Interbankengeldmarkt und Rendite von Schatzwechseln mit einer Laufzeit von drei Monaten (TED-Spread), ein Indikator für das Vertrauen der Akteure am Interbankengeldmarkt, zuletzt stark verringert, auch wenn der Aufschlag noch nicht wieder auf sein Niveau von vor Ausbruch der Finanzkrise gesunken ist (Abbildung 20).

Kredit- und Anleihezinsen für Unternehmen gingen zuletzt spürbar zurück und auch die Hypothekenzinsen konnte die Fed durch den Ankauf verbriefter Hypothekenkredite absenken. Die Kreditzinsen für private Haushalte verringerten sich zwar nur geringfügig, diese Zinssätze reagieren für gewöhnlich jedoch ohnehin

<sup>9</sup> Für eine Übersicht der im Herbst 2008 durchgeführten Maßnahmen siehe Boysen-Hogrefe et al. (2008).

<sup>10</sup> Für eine Darstellung der Bilanzentwicklung im Vergleich mit der EZB siehe Boysen-Hogrefe (2009).

Abbildung 20:  
TED-Spread in den Vereinigten Staaten 2005–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Berechnet als Differenz zwischen 3-monats-Zins an Bankenintergeldmarkt und Staatsanleihen mit 3-monatiger Laufzeit.

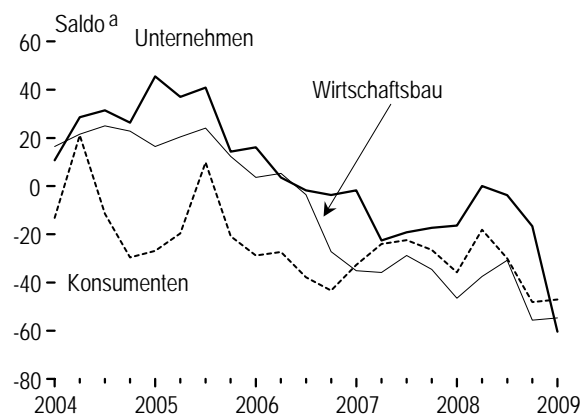
Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

etwas träger auf Änderungen der Federal Funds Rate (den Haan et al. 2007). Ein Vergleich mit früheren Zinssenkungszyklen zeigt, dass es der Fed im Großen und Ganzen gelungen ist dafür zu sorgen, dass sich die relevanten Zinssätze trotz des schlechten Zustands des Bankensektors nicht wesentlich anders verhalten als in früheren Phasen sinkender Notenbankzinsen (Kasten 1). Gleichwohl verhinderte dies nicht, dass sich die Kreditvergabe zuletzt deutlich verlangsamte. So geht das Volumen von durch Geschäftsbanken ausgereichten Firmenkrediten seit Beginn dieses Jahres zurück. Das Volumen von Krediten an private Haushalte ist bereits seit September vergangenen Jahres in der Tendenz rückläufig. Für diese Entwicklung ist freilich nicht nur eine Verknappung des Kreditangebots, ablesbar an weiter verschärften Kreditvergabestandards der Banken, verantwortlich sondern offenbar auch eine zurückgehende Kreditnachfrage im privaten Sektor (Abbildung 21).

Um die Kreditvergabe anzuregen, wird die Fed weiterhin versuchen, auf direktem Wege die relevanten Kreditzinsen zu senken und die Bankbilanzen durch die Übernahme von Kreditforderungen zu entlasten. Zuletzt wurde angekündigt das Volumen der *Term Asset-Backed Securities Lending Facility* (TALF) in Zusam-

menarbeit mit dem Finanzministerium, das mit Mitteln aus dem *Troubled Assets Reliefed Programs* (TARP) bis zu einem bestimmten Umfang für Kreditausfälle aufkommt, von derzeit 200 Mrd. auf 1 Bill. Dollar anzuheben. Im Rahmen dieser Maßnahme wird die Fed neu aufgelegte Wertpapiere am Markt aufkaufen, die mit Kreditkartenverbindlichkeiten, Konsumentenkrediten, Studentenkrediten und Krediten von mittelständischen Unternehmen unterlegt sind, um so den Banken wieder mehr Spielraum für die Neukreditvergabe zu verschaffen und auf sinkende Zinsen in diesen Märkten hinzuwirken.

Abbildung 21:  
Kreditnachfrage in den Vereinigten Staaten 2004–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Differenz aus prozentualem Anteil der Banken, die eine steigende Nachfrage berichten, und Banken, die eine sinkende Nachfrage berichten.

Quelle: Federal Reserve Board (2009).

In *Japan* ist die Notenbank im Dezember faktisch zur Nullzinspolitik zurückgekehrt. Sie hat zudem angekündigt, Bankaktien, kurzfristige Schuldverschreibungen des privaten Sektors und Unternehmensanleihen zu erwerben, und sie will den Umfang ihrer Käufe von Staatsanleihen aufstocken. Bislang ist die Zentralbankgeldmenge zwar noch nicht sehr stark ausgeweitet worden. Wir erwarten aber, dass die Bank von Japan angesichts der tiefen Rezession ihre Anstrengungen verstärkt, von der monetären Seite Impulse zu geben. Die Noten-

### *Kasten 1:*

Zur Entwicklung der Kreditkonditionen während Zinssenkungsphasen in den Vereinigten Staaten

In der Regel versuchen Zentralbanken ihre geldpolitischen Ziele durch Änderungen des jeweiligen Leitzinses zu erreichen. In der derzeitigen Finanzkrise sind Zweifel aufgekommen, ob dieses Instrument genauso wirkt wie in gewöhnlichen Zeiten, unter anderem, weil Banken aufgrund einer zu schwachen Eigenkapitalausstattung – infolge bereits getätigter oder noch drohender Abschreibungen – geldpolitische Impulse möglicherweise nur in geringem Maße oder überhaupt nicht an ihre Kunden weitergeben. Diese Sorge gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten. Die Fed hat zwar seit September 2007 die Federal Funds Rate um mehr als fünf Prozentpunkte auf eine Bandbreite zwischen 0 und 0,25 Prozent gesenkt. Der Stress im Bankensystem ist hier jedoch aufgrund der Hypothekenkrise besonders hoch.

Eine Methode, um den Wirkungsgrad geldpolitischer Maßnahmen zu überprüfen, besteht darin, die Auswirkungen auf die maßgeblichen Zinssätze zu analysieren. Dazu wird im Folgenden die Entwicklung des Zinsabstands zwischen dem jeweiligen Marktzens und der effektiven Federal Funds Rate in der derzeitigen Zinssenkungsphase, beginnend im September 2007, mit der Entwicklung während früherer Phasen verglichen. Als Vergleichsmaßstab wird zum einen die durchschnittliche Entwicklung während der vergangenen sechs Zinssenkungsphasen herangezogen.<sup>a</sup> Da die Schwankungsbreite wichtiger makroökonomischer Größen in den vergangenen Jahrzehnten stark zurückgegangen ist und sich somit auch die Wirkungsweise der Geldpolitik auf die relevanten Marktzens im Vergleich zu früheren Zinssenkungsphasen spürbar geändert haben könnte, wird zum anderen auch die Phase beginnend im Januar 2001 zum Vergleich herangezogen, der unter ähnlichen makroökonomischen Rahmenbedingungen vollzogen wurde. Um den Vergleich zu vereinfachen wurden die Zinsabstände zu Beginn des jeweiligen Zeitraums auf null normiert.

Es zeigt sich, dass die Zinsspreads in der aktuellen Zinssenkungsphase in der Regel zunächst zwar etwas stärker aufgegangen sind als während der Zinssenkungsphase 2001, aber nicht stärker als im Durchschnitt früherer Phasen (Abbildung K1-1). Zuletzt haben sich die Zinsspreads relativ zu den früheren Zinssenkungsphasen jedoch deutlich erhöht. Dies gilt insbesondere für Unternehmensanleihen geringerer Bonität (BBA) und auch höchster Bonität (AAA). Auch die Zinsabstände für Kredite und Hypotheken an private Haushalte und für Kredite an Unternehmen sind zuletzt spürbar stärker aufgegangen (Abbildung K1-2).<sup>b</sup> Für den vergleichsweise geringen Anstieg des Zinsabstands bei den Staatsanleihen 10-jähriger Laufzeit dürfte die hohe Nachfrage nach sicheren Investitionsmöglichkeiten aufgrund der großen Verunsicherung an den Finanzmärkten beigetragen haben.

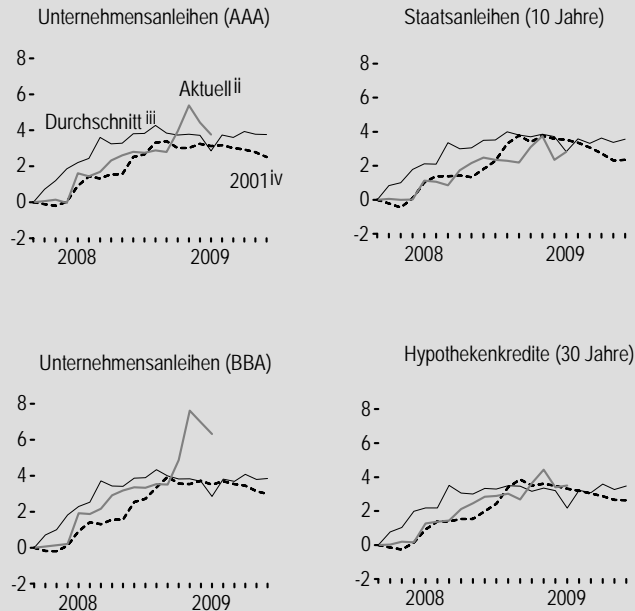
Neben den Marktzens liefern auch die Kreditkonditionen und die Bereitschaft der Banken Kredite an private Haushalte zu vergeben Informationen darüber, inwieweit geldpolitische Impulse der Zentralbank die Märkte erreichen. Ein Vergleich der aktuellen Entwicklung mit früheren Zinssenkungsphasen zeigt, dass die Banken ihre Kreditstandards für Unternehmen extrem verschärft haben und auch ihre Bereitschaft zur Vergabe von Ratenkrediten an Konsumenten spürbar zurückgegangen ist (Abbildung K1-3).<sup>c</sup> Diese Entwicklung war während früherer Zinssenkungsphasen genau umgekehrt und ist somit im Gegensatz zur Entwicklung bei den meisten Zinsabständen ungewöhnlich.

Alles in allem hat die Wirksamkeit der Geldpolitik auf die Marktzens am aktuellen Rand zwar nachgelassen, die Ergebnisse deuten mit Ausnahme der Unternehmensanleihen aber nicht darauf hin, dass die Wirksamkeit auch systematisch nachgelassen hat, zumal die bisher im Rahmen der quantitativen Lockerung verfolgten Maßnahmen der Fed hauptsächlich auf den Markt für Hypothekenkredite und Commercial Paper betrafen und die anderen Marktzens somit kaum beeinflusst wurden. Neben den zuletzt erhöhten Zinsspreads ist demnach auch eine Reihe von anderen Gründen maßgeblich dafür, dass die Fed weiterhin die Politik der quantitativen Lockerung verfolgt. So dürfte sie angesichts der Schärfe der derzeitigen Rezession eine stärkere Zinssenkung für nötig halten, als sie durch das Absenken der Federal Funds Rate auf nahe null erreichen konnte. Vor allem aber haben sich – für eine Zinssenkungsphase ungewöhnlich – die Kreditstandards für Unternehmen und die Bereitschaft der Banken Kredite an private Haushalte zu vergeben spürbar verschlechtert. Gleichzeitig dürfte sich auch die Nachfrage nach Krediten sowohl von Unternehmen als auch von privaten Haushalten aufgrund des trüben Konjunkturausblicks und des in Anbetracht der kräftigen Vermögenswertverluste hohen Verschuldungsgrads stark verringert haben. Durch das weitere Absenken der relevanten Marktzens könnte die Fed die Ertragslage von Banken spürbar verbessern und auch private Haushalte sowie Unternehmen entlasten und dadurch Angebot und Nachfrage nach Krediten wieder erhöhen.

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Abbildung K1-1:

Entwicklung des Zinsabstands zwischen Marktzins und Federal Funds Rate während Zinssenkungszyklen I<sup>i</sup>

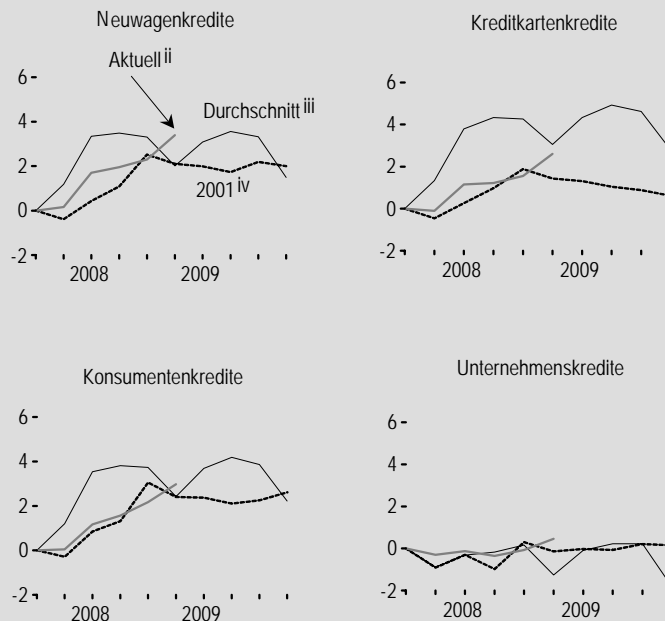


I<sup>i</sup>Zinsabstand für Beginn der Zinssenkungsphase auf null nominiert. — II<sup>ii</sup>Zinssenkungsphase beginnend im September 2007. — III<sup>iii</sup>Durchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 6 Zinssenkungsphasen. — IV<sup>iv</sup>Zinssenkungsphase beginnend mit Januar 2001.

Quelle: Federal Reserve Board (2009); eigene Berechnungen.

Abbildung K1-2:

Entwicklung des Zinsabstands zwischen Marktzins und Federal Funds Rate während Zinssenkungszyklen II<sup>i</sup>



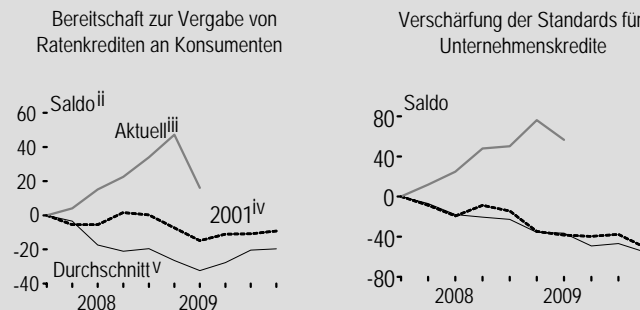
I<sup>i</sup>Zinsabstand für Beginn der Zinssenkungsphase auf null nominiert. — II<sup>ii</sup>Zinssenkungsphase beginnend im September 2007. — III<sup>iii</sup>Durchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 6 Zinssenkungsphasen. — IV<sup>iv</sup>Zinssenkungsphase beginnend im Januar 2001.

Quelle: Federal Reserve Board (2009); eigene Berechnungen.

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Abbildungen K1-3:

Entwicklung von Kreditstandards und Bereitschaft zur Kreditvergabe von Geschäftsbanken während Zinssenkungszyklen<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Für Beginn der Zinssenkungsphase auf null nominiert. — <sup>ii</sup>Erhöhter Saldo bedeutet Verschlechterung. — <sup>iii</sup>Zinssenkungsphase beginnend im 3. Quartal 2007. — <sup>iv</sup>Zinssenkungsphase beginnend im 1. Quartal 2001. — <sup>v</sup>Durchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 6 Zinssenkungsphasen.

Quelle: Federal Reserve Board (2009); eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Die zum Vergleich herangezogenen Zinssenkungszyklen beginnen im Januar 2001, Juni 1989, September 1984, Mai 1982, Juli 1974 und Februar 1970. — <sup>b</sup>Alles in allem bestätigt die Entwicklung des Zinsabstands der Unternehmenskredite die Ergebnisse von den Haan et al. (2007), nämlich dass die Zinssätze für Unternehmenskredite am stärksten mit der Federal Funds Rate korreliert sind – und die Zinsspreads nach Zinssenkungen somit spürbar weniger stark aufgehen –, während die Korrelation für andere Zinssätze zwar auch positiv, aber deutlich geringer ist. — <sup>c</sup>Daten für die Kreditstandards für Unternehmen liegen zwischen dem ersten Quartal 1984 und dem ersten Quartal 1990 nicht vor. Dadurch bleibt die Zinssenkungsphase von 1984 gänzlich unberücksichtigt und die Phasen von 1982 und 1989 werden nur teilweise in die Berechnungen aufgenommen. Schließt man diese beiden Zinssenkungsphasen ganz von der Untersuchung aus, ändern sich die Ergebnisse nur geringfügig.

bankzinsen dürften im Prognosezeitraum bei null bleiben.

Die *Europäische Zentralbank* hat unter den Notenbanken der großen Industrieländer den größten Spielraum für weitere Zinssenkungen. Anfang März wurde der wichtigste Leitzins auf 1,5 Prozent gesenkt. Nach unserer Analyse mithilfe einer Taylor-Regel wäre aber derzeit ein deutlich niedrigerer Zins angemessen (Boysen-Hogrefe et al. 2009). Zwar hält die EZB eine Senkung der Leitzinsen auf nahe null für problematisch (Trichet 2009), doch dürften die Zinsen in den kommenden Monaten angesichts voraussichtlich anhaltend ungünstiger Wirtschaftsdaten weiter gesenkt werden. Wir erwarten, dass der Leitzins etwa ab Mitte des Jahres bei 0,5 Prozent liegen wird. Im Prognosezeitraum dürfte zudem die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Politik der unbegrenzten Liquiditätsversorgung zum Festzins fortsetzen,

die zusammen mit der Praxis, eine breite Palette an Sicherheiten zu akzeptieren, dazu geführt hat, dass die Bilanzsumme der EZB seit dem vergangenen Sommer um reichlich 40 Prozent gestiegen ist. Ein direkter Ankauf von Wertpapieren unter Umgehung des Bankensektors wird zurzeit noch abgelehnt, wohl auch weil es aufgrund des multinationalen Charakters der EZB institutionelle Probleme gibt (Boysen-Hogrefe et al. 2009).

Die *Bank von England* hat hingegen gleichzeitig mit der Senkung des Reposatzes auf das Rekordtief von 0,5 Prozent offiziell eine Politik der quantitativen Lockerung gestartet. Über die nächsten drei Monate stehen ihr insgesamt 150 Mrd. Pfund zur Verfügung, um Wertpapiere direkt an den Märkten aufzukaufen. Der Großteil hiervon soll in britische Staatsanleihen mittlerer und längerer Laufzeit fließen, ein Drittel kann aber auch für private Schuldtitel, etwa

Forderungsverbriefungen (Asset Backed Securities) ausgegeben werden.

In den *Schwellenländern* ist die Geldpolitik inzwischen in der Regel ebenfalls auf einem ausgeprägten Lockerungskurs. Allerdings haben einige Notenbanken zunächst gezögert, ihre Zinsen zu senken. Zum einen präsentierte sich die wirtschaftliche Dynamik bis zum Herbst zumeist noch recht robust. Zum anderen blieb die Inflation wegen deutlicher Währungsabwertungen häufig auch nach dem Ende des Rohstoffpreisbooms unerwünscht hoch. Vergleichsweise rasch reagierten die geldpolitischen Autoritäten in Asien. In China begann die Regierung Mitte September, die Geldpolitik zu lockern; hier wurden in den vergangenen Monaten die Zinsen weiter gesenkt und die Kreditrichtlinien, die zur Dämpfung des Immobilienbooms in den Vorjahren verschärft worden waren, weiter gelockert. Im Oktober begannen andere Zentralbanken in Asien, ihre Zinsen zu reduzieren. In einer Reihe von Ländern geschah dies in einer schnellen Folge von Schritten. So sind die Leitzinsen in Südkorea inzwischen auf einem historischen Tiefststand, und auch in Taiwan sind sie auf extrem niedrigem Niveau. Angesichts der anhaltenden Verschlechterung der konjunkturellen Lage dürften die Zinsen in den meisten Ländern in den kommenden Monaten weiter gesenkt werden. Angesichts des inzwischen in einigen Ländern nur noch geringen Spielraums dürften unkonventionelle Maßnahmen bei der Geldpolitik auch in den asiatischen Schwellenländern eine wachsende Bedeutung erfahren. In Lateinamerika hat die Zinssenkung hingegen erst kürzlich begonnen; inzwischen zeichnet sich aber ab, dass die Geldpolitik auch hier rasch gelockert wird, so dass die Konjunktur von dieser Seite im Prognosezeitraum spürbar angeregt werden wird. Eine Ausnahme in dem Bild der allgemeinen geldpolitischen Lockerung ist Russland, wo die Zentralbank ihre Zinsen in mehreren Schritten anhub, um den Fall der russischen Währung zu bremsen.

## Finanzpolitik: Massive Konjunkturprogramme

---

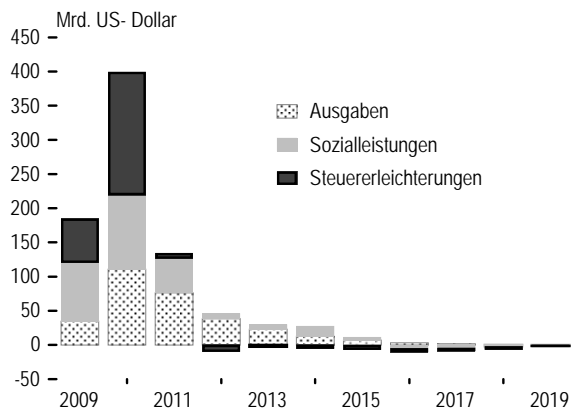
Die Phase der Konsolidierung der Staatshaushalte ist vorerst vorbei. Bereits im vergangenen Jahr sind die Budgetdefizite in den meisten Industrieländern höher ausgefallen als ein Jahr zuvor, vor allem als Folge einer schwächeren Konjunktur, zum Teil aber auch aufgrund expansiver finanzpolitischer Maßnahmen. Im laufenden Jahr werden sich die Staatsfinanzen drastisch verschlechtern. Zu den gravierenden Auswirkungen des konjunkturellen Einbruchs auf Staatseinnahmen und -ausgaben, kommen erhebliche Ausgaben zur Stützung des Finanzsektors hinzu, auch wenn die Rettungspakete nur zum Teil unmittelbar defizitwirksam werden. Schließlich wurden in zahlreichen Ländern Konjunkturprogramme von häufig beträchtlicher Größenordnung aufgelegt, welche die Neuverschuldung zusätzlich erhöhen. Dies gilt nicht nur für die Industrieländer, in denen die Vereinigten Staaten mit einem Paket in Höhe von rund 5,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (nahezu 800 Mrd. Dollar) hervorzuheben sind, sondern auch für die Gruppe der Schwellenländer, in der China vom Volumen des Programms her herausragt.

In den *Vereinigten Staaten* ist die Finanzpolitik in diesem Jahr stark expansiv ausgerichtet. Im Februar wurde ein Konjunkturprogramm mit einem Volumen von 787 Milliarden Dollar verabschiedet. Ein Großteil davon entfällt auf die Jahre 2009 bis 2011 (Abbildung 22). Schätzungen des Congressional Budget Office zu Folge werden etwa 210 Mrd. Dollar (etwa 27 Prozent) des Gesamtvolumens für temporäre Steuererleichterungen aufgewendet. Sozialleistungen für private Haushalte machen etwa 270 Mrd. Dollar (34 Prozent) aus.<sup>11</sup> 310 Mrd. Dollar (39 Prozent) sind für diskretionäre Ausgaben darunter auch Investitionen und Investitionsanreize vorgesehen.

---

<sup>11</sup> In den Bereich der Sozialhilfeleistungen entfallen beispielweise auch Steuergutschriften, die an nicht steuerpflichtige Arbeitnehmer ausbezahlt werden.

Abbildung 22:  
Volumen des Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten  
2009–2019



Quelle: Congressional Budget Office (2009a).

Angesichts des großen Volumens dürften von dem Konjunkturpaket spürbare Wirkungen auf den Konjunkturverlauf ausgehen. Wir vermuten, dass die Steuersenkungen jedoch eher eine geringe Wirkung entfalten. So ist der Steuerfreibetrag der Alternative Minimum Tax zuletzt jedes Jahr angehoben worden; damit ist diese Maßnahme lediglich bedingt als zusätzlicher konjunktureller Impuls zu werten. Die weiteren Steuererleichterungen haben durch ihre zeitliche Befristung auf in der Regel zwei Jahre eher den Charakter von einmaligen Steuergutschriften, wie sie bereits im Frühjahr des vergangenen Jahres zum Einsatz kamen, mit dem Unterschied, dass sie nun wöchentlich in kleinen Beträgen ausgezahlt werden. Schätzungen zu Folge wurden von den Steuergutschriften des vergangenen Jahres lediglich etwa 30 Prozent für den Konsum aufgewendet, so dass die Auswirkungen auf die Konjunktur insbesondere im Vergleich zu den beträchtlichen Kosten gering waren.<sup>12</sup> Die Ausgabenquote der Steuererleichterungen im aktuellen Konjunkturpaket dürfte ähnlich ausfallen. Die zusätzlichen Staatsausgaben im Bereich der Sozialleistungen dürften in wesentlich höherem Maße tatsächlich in den Konsum fließen, da die begünstigten Personen in der Regel eine sehr niedrige Sparquote

<sup>12</sup> Vgl. Dovern et al. (2008).

haben. Bezüglich der Steuererleichterungen und Investitionsanreize für Unternehmen ist die Wirkung auf die Konjunktur als besonders unsicher einzustufen. Zwar besteht für Unternehmen ein gewisser Anreiz Investitionen vorzuziehen, jedoch ist aufgrund der pessimistischen Absatz- und Ertragsaussichten fraglich, inwieweit sie dazu bereit sind. Zudem ist mit hohen Mitnahmeeffekten zu rechnen. Die zusätzlichen öffentlichen Investitionen dürften der Konjunktur voll zu Gute kommen. Hier ist allerdings fraglich, ob der geplante Zeitrahmen eingehalten werden kann und bereits kurzfristig spürbare Anregungen erzielt werden können.

Die Abschätzung der Effekte des Konjunkturprogramms auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts kann nur unter einer Reihe von Annahmen erfolgen und ist somit mit erheblicher Unsicherheit behaftet (Kasten 2). Alles in allem gehen wir davon aus, dass die Wirkung des Konjunkturprogramms aus den oben genannten Gründen eher gering ist und später als geplant einsetzt. Wir rechnen damit, dass die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr und im nächsten Jahr jeweils etwa um einen Prozentpunkt höher sein wird als ohne diese Maßnahme. Das impliziert eine Multiplikatorwirkung der zusätzlichen Staatsausgaben bis Ende des Jahres 2010 von etwa 0,8.

Neben dem Konjunkturprogramm standen zwei weitere Maßnahmen der US-Regierung im Blickpunkt, die direkt an den Ursachen der derzeitigen Krise ansetzen. So kündigte Finanzminister Geithner ein umfangreiches Programm zur Stützung des Finanzsektors an. Der Kern des Programms besteht in der Gründung eines Fonds, der Finanzinstituten Wertpapiere abnimmt, die wegen eines Ausfallrisikos derzeit kaum handelbar sind und die Bilanzen stark belasten. Der Fonds soll ein Volumen von 500 bis zu 1 000 Mrd. Dollar umfassen. Es ist geplant auch private Investoren dazu zu bewegen, sich an dem Kauf solcher Wertpapiere zu beteiligen. Allerdings steht die konkrete Ausgestaltung des Programms noch aus. Das zentrale Problem dürfte weiterhin die Preisfindung für die betreffenden Wertpapiere sein. Selbst falls ein marktgerechter Preis festgestellt werden

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

### Kasten 2:

#### Zur Ausgestaltung und Wirkung des Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten

Studien über die Auswirkungen des *Economic Recovery Program* in den Vereinigten Staaten kommen zu stark unterschiedlichen Ergebnissen. Dies hängt damit zusammen, dass weder in der theoretischen noch in der empirischen Literatur ein einheitlicher Modellrahmen gefunden wurde, um die Wirkung von Staatsausgaben und Steuerensenkungen abzuschätzen. Einigkeit herrscht in der Regel darüber, dass zusätzliche schuldenfinanzierte Staatsausgaben langfristig keinen positiven Effekt haben können oder sogar negative Effekte ausweisen sobald die Schulden wieder zurückgezahlt werden müssen. Kurzfristig sind zwar positive Effekte zu erwarten, aus theoretischer Sicht sind jedoch sowohl Crowding-in- als auch Crowding-out-Effekte denkbar. Crowding-in-Effekte würden den ursprünglichen Impuls des Konjunkturprogramms verstärken und können beispielsweise dadurch entstehen, dass durch zusätzliche Staatsausgaben Arbeitsplätze gesichert werden oder neu entstehen und so der Konsum angeregt wird. Crowding-out-Effekte würden den expansiven Impuls dämpfen und können unter anderem dadurch erklärt werden, dass private Investitionen beispielsweise durch ansteigende Zinsen verdrängt werden. Auch könnten vorausschauende private Haushalte zukünftige Steuererhöhungen zur Rückzahlung der zusätzlichen Schulden antizipieren und deshalb heute bereits ihren Konsum einschränken. Dies gilt auch bezüglich der Auswirkung von schuldenfinanzierten Steuererleichterungen. Bernstein und Romer (2009) kommen zu dem Ergebnis, dass das Bruttoinlandsprodukt aufgrund des Konjunkturpakets zum Jahresende 2010 um 3,6 Prozent höher ist, während Cogan et al. (2009) davon ausgehen, dass das Niveau lediglich um 0,7 Prozent erhöht wird.

Aus Sicht von Konjunkturprognosen ist nicht nur von Interesse um wie viel das Bruttoinlandsprodukt zum Jahresende gestiegen ist, sondern auch welche Auswirkungen sich im Jahresdurchschnitt ergeben. Um diese Auswirkungen abschätzen zu können, muss eine Reihe von Annahmen getroffen werden. Zunächst wird dazu das Ausgabenvolumen in geeignete Kategorien aufgeteilt, die es erlauben, die jeweiligen Ausgaben mit in der Literatur geschätzten Multiplikatoren in Verbindung zu setzen (Tabelle K2-1). Die im Konjunkturprogramm zusammengefassten finanzpolitischen Maßnahmen lassen sich im weiteren Sinne in befristete Steuererleichterungen, zusätzliche Sozialleistungen und diskretionäre Ausgaben unterteilen.

Tabelle K2-1:

Zeitliche Aufteilung des Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten 2009, 2010 und 2011

	Fiskaljahr <sup>1</sup>			Kalenderjahr <sup>1</sup>			Multiplikatoren	
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	Optimistisch	Pessimistisch
Sozialleistungen	36,8	28,9	5,7	44,0	23,1	5,3	2,2	0,8
Infrastruktur	13,5	31,6	29,7	21,4	31,1	28,4	2,5	1,0
Hilfe für Bundesstaaten	40,8	73,1	28,5	59,1	62,0	22,1	1,9	0,7
Gesundheitssystem	18,0	16,9	12,4	22,2	15,8	11,7	2,2	0,8
Bildung	3,5	30,1	14,1	11,0	26,1	11,0	2,2	0,8
Making Work Pay	19,9	66,1	30,2	36,4	57,1	22,7	1,7	0,5
Alternative Minimum Tax	2,1	82,7	-15,0	69,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Weitere Steuererleichterungen	3,6	24,3	16,0	9,7	22,2	12,0	1,7	0,5
Unternehmenssteuern	39,9	36,0	-2,2	48,9	26,5	-3,4	0,4	0,0
Weitere steuerliche Maßnahmen	0,8	2,8	9,3	1,5	4,4	6,5	1,7	0,5
Weitere Ausgaben	6,0	6,9	5,7	7,7	6,6	5,4	2,2	0,8
Summe	184,9	399,4	134,4	331,8	274,9	121,4		

<sup>1</sup>In Mrd. Dollar.

Quelle: Congressional Budget Office (2009a); US Budget Watch (2009); eigene Berechnungen.

Der größte Posten im Bereich der Steuererleichterungen und Sozialleistungen entfällt auf eine Steuergutschrift von bis zu 400 US-Dollar im Jahr für Arbeitnehmer (bis zu 800 für Ehepaare), die nicht mehr als 95 000 US-Dollar (Verheiratete 190 000 US-Dollar) jährlich verdienen.<sup>a</sup> Diese Entlastung der Arbeitnehmer, bereits im Wahlkampf unter dem Namen „Making Work Pay“ angekündigt, gilt zunächst für zwei Jahre und macht ein Volumen von 116 Mrd. Dollar aus. Ein zweiter größerer Posten besteht im Heraufsetzen des Freibetrags, ab der die *Alternative Minimum Tax* wirksam wird.<sup>b</sup> Diese Regelung gilt nur für das Jahr 2009 und verursacht Kosten in Höhe von 70 Mrd. US-Dollar. Weitere Maßnahmen betreffen die Verbesserung der Arbeitslosenunterstützung (40 Mrd. US-Dollar) sowie die Stützung und Ausweitung des Gesundheitssystems (150 Mrd. US-Dollar, davon fließen 90 Mrd. an die Bundesstaaten). Steuererleichterungen für Unternehmen verursachen per Saldo mit etwa 6 Mrd. US-Dollar nur einen kleinen Teil der Kosten des Konjunkturpakets. Allerdings wird den Unternehmen ermöglicht, beispielsweise über geänderte Abschreibungsregelungen, beträchtliche Steuererleichterungen in die Jahre 2009 (bis zu 39,9 Mrd.) und 2010 (bis zu 36,0 Mrd.) vorzuziehen. Im Gegenzug würde dann jedoch ab



2011 eine höhere Steuerbelastung auf die Unternehmen zukommen. Die diskretionären Ausgaben werden für eine Reihe von Einzelmaßnahmen aufgewendet, darunter befinden sich Investitionen in die Infrastruktur, die Modernisierung von Gebäuden und die Förderung erneuerbarer Energien und der Energieeffizienz (zusammen etwa 140 Mrd. US-Dollar), aber auch Ausgaben im Bereich der Aus- und Weiterbildung (50 Mrd. US-Dollar). Die Bundesstaaten erhalten 50 Mrd. US-Dollar als Hilfe insbesondere bei der Finanzierung des Bildungssystems (40 Mrd. US-Dollar). So soll verhindert werden, dass die Bundesstaaten, die zu einem ausgeglichenen Haushalt verpflichtet sind, in der Rezession Einschnitte bei bereits geplanten Ausgaben machen müssen. Die diskretionären Ausgaben erfolgen gleichmäßiger und über einen längeren Zeitraum als die Steuererleichterungen und Beihilfen. Dies gilt insbesondere für direkte Investitionsausgaben beispielsweise in die Infrastruktur und die Gebäudesanierung.

Bei der Auswahl der Multiplikatoren orientieren wir uns an Angaben des Congressional Budget Office (2009a), die gängige Multiplikatoren aus der Literatur entnommen haben und eine Bandbreite zwischen optimistischen und pessimistischen Einschätzungen liefern (Tabelle K2-2). Bezüglich der Multiplikatoren unterstellen wir, dass sich die Multiplikatorwirkung einer Maßnahme in dem jeweiligen Quartal der Durchführung voll entfaltet und danach auf null zurückfällt.<sup>c</sup> Mit dieser Annahme befinden wir uns zwischen Bernstein und Romer (2009), die unterstellen, dass die Wirkung länger anhält, und Cogan et al. (2009), die vermuten, dass die Wirkung in den Folgequartalen sogar negativ ist. Für die Berechnung der Effekte auf Jahresbasis ist zu beachten, dass sich die offiziellen Angaben zumeist auf Fiskaljahre beziehen, die zum 4. Quartal eines Jahres beginnen. Um die Ausgabenverteilung auf Kalenderjahre umzurechnen, unterstellen wir, dass alle Aufwendungen gleich verteilt über die Quartale erfolgen und dass sämtliche Maßnahmen im zweiten Quartal 2009 beginnen.<sup>d</sup> Es zeigt sich, dass ein Großteil der Ausgaben des Konjunkturprogramms für die Kalenderjahre 2009 und 2010 geplant ist, wobei in beiden Jahren, wenn man die Alternative Minimum Tax herausrechnet, ein ähnlich großer Betrag aufgewendet wird.<sup>e</sup>

Berechnet man mithilfe der jeweiligen Multiplikatoren die möglichen Auswirkungen des Konjunkturprogramms auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts, ergibt sich eine große Schwankungsbreite. Das optimistische Szenario bezüglich der Multiplikatorwirkungen ergäbe einen zusätzlichen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,2 Prozentpunkte im laufenden Jahr, um 0,4 Prozentpunkte im Jahr 2010 und einen Rückgang – da nun der Stimulus geringer wird – um 1,8 Prozentpunkte im Jahr 2011. Im pessimistischen Szenario würde das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 um 0,8 und im Jahr 2010 um zusätzlich 0,4 Prozentpunkte zulegen, während der Zuwachs Jahr 2011 um 0,6 Prozentpunkte geringer ausfallen dürfte.

Alles in allem ergäbe sich unter den getroffenen Annahmen ein deutlich stärkerer stimulierender Effekt für das Jahr 2009 als für das Jahr 2010. Dieses Bild könnte sich dramatisch ändern, falls Maßnahmen des Konjunkturprogramms erst mit einiger Verzögerung umgesetzt würden, was schon allein aufgrund des hohen Volumens des Programms von vielen Beobachtern erwartet wird. Sollten die für die Fiskaljahre geplanten Ausgaben beispielweise erst in den jeweiligen Kalenderjahren wirksam werden, so würde sich im optimistischen Szenario der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2009 um 2,2 und im Jahr 2010 um 1,8 Prozentpunkte erhöhen und dann im Jahr 2011 um 1,9 Prozentpunkte geringer ausfallen. Im pessimistischen Szenario ergäbe sich ein zusätzlicher Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,6 im Jahr 2009 und 0,8 Prozentpunkte im Jahre 2010, gefolgt von einem Rückgang um 0,6 Prozentpunkte. Es zeigt sich, dass die Abschätzung der Wirkung des Konjunkturprogramms auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Jahresdurchschnitt nicht nur allein aus methodischen Gründen, sondern auch aufgrund von Annahmen über die zeitliche Umsetzbarkeit des Programms mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist.

Tabelle K2-2:

Effekte des Konjunkturprogramms auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Jahresdurchschnitt

	2009	2010	2011
Optimistisch	3,2	0,4	-1,8
Pessimistisch	0,8	0,4	-0,6

Quelle: Congressional Budget Office (2009a, 2009b); US Budget Watch (2009); eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Ab einem Jahresgehalt von 75000 Dollar (Verheiratete 150000 Dollar) wird die Gutschrift sukzessive gekürzt. — <sup>b</sup>Die Alternative Minimum Tax wurde Anfang der siebziger Jahre eingeführt, um sicherzustellen, dass Besserverdienende sich durch das Ausnutzen von Steuerschlupflöchern nicht gänzlich einer Steuerzahlung entziehen können. Da sie nicht Inflationsindexiert ist, unterliegt ein immer größerer Teil der Steuerpflichtigen dieser Steuer. — <sup>c</sup>Diese Annahmen beziehen sich in beiden Studien auf eine permanente schuldenfinanzierte Erhöhung der Staatsausgaben. — <sup>d</sup>Während diese Annahme für einige Steuererleichterungen gerechtfertigt erscheint, ist diese Annahme für andere Bereiche des Programms womöglich etwas zu optimistisch. Alles in allem dürfte die Annahme eher zugunsten frühzeitiger Wirkungen des Konjunkturprogramms wirken. — <sup>e</sup>Im Folgenden wird die Anpassung der Alternative Minimum Tax mit einem Multiplikatoreffekt von null bewertet, da sie vermutlich ohnehin durchgeführt worden wäre und deshalb nicht als zusätzlicher fiskalischer Impuls angesehen werden kann. Da sie insbesondere Besserverdienenden zugute kommt, dürften die kurzfristigen konjunkturellen Auswirkungen eher gering sein.

kann, dürfte dieser Preis Finanzinstitutionen zu erheblichen Abschreibungen zwingen und sie somit vom Verkauf abhalten. Dieses Problem war bereits ursächlich dafür, dass ein Großteil der ersten Tranche des TARP nicht wie ursprünglich vorgesehen dafür eingesetzt wurde, risikobehaftete nicht mehr gehandelte Wertpapiere aufzukaufen, sondern direkt für die Stärkung der Eigenkapitalbasis von Großbanken aufgewendet wurde. Weiterhin wurde angekündigt, Großbanken intensiven Stresstests zu unterziehen, gegebenenfalls weitere Mittel zur Erhöhung des Eigenkapitals von Banken bereit zu stellen und das *Temporary Liquidity Guarantee Program* zu verlängern, das den Banken den Zugang zu den Geldmärkten erleichtert und so deren Liquidität sicherstellt.

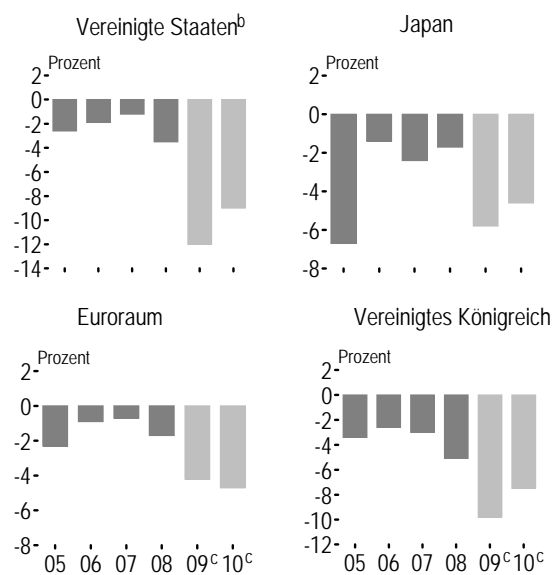
Das zweite Programm, der *Homeowner Affordability and Stability Plan*, soll den kollabierenden Immobilienmarkt stützen. Ein Teil des Programms besteht darin, Hauseigentümern über Fannie Mae und Freddie Mac die Umschuldung ihrer Hypotheken zu ermöglichen, damit sie von den derzeit niedrigen Zinssätzen profitieren können. Des Weiteren wird angestrebt, vom Ausfall bedrohte Hypothekenkredite so umzugestalten, dass es für die Wohneigentümer weiterhin möglich ist, die monatliche Rate zu bedienen. Dazu muss sich der Hypothekeneinhaber entweder mit einem Absenken des Zinssatzes einverstanden erklären oder auf einen Teil der Restschuld verzichten. Die dadurch entstehenden Verluste werden zu einem Teil vom Staat übernommen, der dafür bis zu 75 Mrd. Dollar bereit stellt. Schließlich ist geplant die Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mae beispielsweise durch die Stärkung der Eigenkapitalbasis in die Lage zu versetzen, dauerhaft niedrige Hypothekenzinsen zu garantieren.

Alles in allem setzen beide Maßnahmen an den richtigen Stellen an. Ohne eine Stabilisierung des Finanzsektors ist eine nachhaltige Verbesserung der wirtschaftlichen Lage kaum vorstellbar. Dazu muss jedoch auch der Immobilienmarkt gestützt werden, damit es im Finanzsektor nicht zu immer neuen Abschreibungen kommt und die Unsicherheit diesbezüglich beseitigt wird. Die Erfolgsaussichten der Maß-

nahmen sind derzeit schwer abschätzbar, auch weil sie sich teilweise noch in der Planungsphase befinden. Die Umsetzung der Kernstücke beider Programme, also der Aufkauf risikobehafteter Wertpapiere und die Umschuldung von gefährdeten Hypothekenkrediten, hat sich jedoch bereits in der Vergangenheit als sehr schwierig herausgestellt.

Die Kombination von rezessionsbedingt sinkenden Steuereinnahmen, fiskalischen Belastungen durch die Stützung des Finanzsektors und umfangreichem Konjunkturprogramm wird das Budgetdefizit im Jahr 2009 auf etwa 12 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erhöhen (Abbildung 23). Im kommenden Jahr dürfte es vor allem durch den Fortfall einmaliger Belastungen zwar deutlich sinken. Mit einem Defizit in Höhe von 9 Prozent bleibt es aber sehr hoch.

Abbildung 23:  
Budgetsaldo des Staates in großen Industrieländern 2005–2010<sup>a</sup>



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

Quelle: OECD (2009); Eurostat (2009); eigene Prognose.

In *Japan* hat die Regierung im Dezember ein zweites Konjunkturprogramm beschlossen, dessen Verabschiedung im Parlament allerdings noch aussteht. Sein Volumen wird auf 4,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beziffert. Der

Löwenanteil dieser Summe besteht aus Bürgschaften und Kreditlinien vor allem für kleine und mittlere Unternehmen und ist weder direkt nachfragewirksam noch unmittelbar defizitwirksam. Darüber hinaus sind im Wesentlichen kleinere Entlastungen bei der Einkommenssteuer und bei der Gemeindesteuer für Hausbesitzer und Unternehmen sowie zusätzliche öffentliche Investitionen im Gesamtumfang von etwa 0,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts enthalten. Zusammen mit der konjunkturbedingten Verschlechterung im Staatshaushalt wird das Konjunkturpaket die Neuverschuldung des Staates in Japan voraussichtlich wieder auf mehr als 5 Prozent erhöhen. Im kommenden Jahr wird es angesichts einer nur zögerlichen konjunkturellen Erholung wohl nur wenig niedriger ausfallen. Den Plan, den Primärhaushalt im Fiskaljahr 2011 zum Ausgleich zu bringen hatte die Regierung bereits vor Beschluss des Konjunkturpakets offiziell als nicht erreichbar erklärt. Die angesichts eines öffentlichen Schuldenberges in Höhe von annähernd 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts dringend notwendige Konsolidierung des Staatshaushalts ist nun in noch weitere Ferne gerückt.

Die Phase der Konsolidierung der Staatshaushalte im *Euroraum* ist 2008 zu Ende gegangen. Das zusammengefasste Budgetdefizit stieg im vergangenen Jahr von 0,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 auf schätzungsweise 1,9 Prozent. Die Verschlechterung der Haushaltsposition war dabei ausschließlich auf die Entwicklung im übrigen Euroraum zurückzuführen, wo sich das Defizit von 0,9 Prozent auf 2,5 Prozent erhöhte, während es sich in Deutschland sogar leicht verringerte. Die höheren Defizite waren zum einen dem konjunkturellen Abschwung geschuldet, der sich vor allem in Spanien und Irland bereits sehr deutlich in den öffentlichen Haushalten niedergeschlagen hat. Zusätzliche Ausgaben zur Finanzierung der stark gestiegenen Arbeitslosigkeit und Steuerausfälle im Zusammenhang mit der Krise am Immobilienmarkt spielen hier eine große Rolle. Zum anderen waren in diesen Ländern bereits relativ früh im vergangenen Jahr beträchtliche Konjunkturprogramme in Kraft getreten, um den dort bereits sichtbaren

rezessiven Tendenzen zu begegnen. Auch in anderen Ländern waren expansive Maßnahmen wirksam, etwa Steuer- und Abgabensenkungen in Deutschland, Frankreich und Italien, die aber in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nur ein vergleichsweise geringes Gewicht hatten.

Im Einklang mit den Vorgaben des *European Economic Recovery Plan* sind in den vergangenen Monaten in den meisten Ländern des Euroraums Konjunkturpakete geschnürt worden. Nach dem Beschluss des Europäischen Rats soll die Konjunktur durch einen fiskalischen Impuls von 200 Mrd. Euro (1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) in Form von Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen stimuliert werden. Dabei sollte ein Schwerpunkt auf Investitionen in Humankapital, Energieeffizienz und Infrastruktur gesetzt werden, damit die Maßnahmen neben einer Anregung der Konjunktur auch zur Erreichung anderer wirtschaftspolitischer Ziele beitragen könnten. Allerdings ist der Umfang der Programme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, was vor allem die sehr verschiedenen Ausgangspositionen hinsichtlich der Solidität der Staatsfinanzen widerspiegelt. Ein deutlicher Impuls für die Nachfrage wird insbesondere in Deutschland (zwei Programme im Umfang von 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts), in Österreich (2,1 Prozent) und Spanien (2 Prozent) gegeben. Allerdings laufen all diese Programme über zwei Jahre, im Fall Spaniens sogar zum Teil über einen noch längeren Zeitraum. In anderen Ländern, etwa in Italien und Griechenland, sind nur Programme mit sehr geringem Umfang verabschiedet worden. In Irland wird angesichts einer für das laufende Jahr absehbaren weiteren gravierenden Verschlechterung der Haushaltslage bereits geplant, die Abgaben zu erhöhen, um die Staatseinnahmen zu stabilisieren. Alles in allem veranschlagen wir den konjunkturellen Impuls der Finanzpolitik im Euroraum in diesem und im nächsten Jahr auf jeweils reichlich 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Hinzu kommen allerdings die Wirkung der automatischen Stabilisatoren und eine spürbare Belastung durch die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, so dass das

Haushaltsdefizit im Euroraum insgesamt 2009 kräftig steigen wird. Es dürfte sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr bei 4 Prozent liegen.

Die Situation der öffentlichen Haushalte im *Vereinigten Königreich* war bereits am Beginn des Abschwungs kritisch, belief sich das Budgetdefizit doch schon im Fiskaljahr 2007/08,<sup>13</sup> also am Ende einer langen Phase kräftiger wirtschaftlicher Expansion, auf immer noch 2,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Hinzu kommt, dass die Regierung bei der Vorlage ihres Haushaltsentwurfs eine Revision des Produktionspotentials vornahm, die beinhaltete, dass die mittelfristige Wachstumsdynamik zuvor deutlich überschätzt worden war und somit ein Teil des gegenwärtigen Rückgangs der Produktion als permanent angesehen werden muss. Dies bedeutet, dass die strukturelle Budgetposition in den vergangenen Jahren ungünstiger war als bislang geschätzt. Gleichwohl sah die Regierung im Herbst die Notwendigkeit, der Konjunktur einen spürbaren Impuls zu geben und beschloss Maßnahmen im Umfang von 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Wichtigster Baustein des Pakets war eine befristete Absenkung des Mehrwertsteuersatzes von 17,5 auf 15 Prozent, die zwischen dem 1. Dezember 2008 und dem 31. Dezember 2009 gültig ist. Für das laufende Jahr ist ein scharfer Anstieg des Budgetdefizits auf mehr als 8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu erwarten. Im Jahr 2010 plant die Regierung zu beginnen, das strukturelle Budgetdefizit durch Steueranhebungen und einen deutlich flacheren Ausgabenpfad spürbar zu verringern. Damit wirkt die Finanzpolitik im kommenden Jahr spürbar restriktiv.

Auch in den *Schwellenländern* wurde auf den Einbruch der Konjunktur mit expansiven Fiskalprogrammen reagiert. In Asien wurde eine expansive Politik dadurch erleichtert, dass sich die Staatshaushalte vor Beginn des Abschwungs zumeist in einer Überschussposition befanden. Die chinesische Regierung präsentierte im Oktober ein Programm mit einem Volumen von nahezu 600 Mrd. US-Dollar (ent-

sprechend fast 15 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Es ist allerdings unklar, wie viele der Maßnahmen tatsächlich zusätzliche Mittel darstellen. Schätzungen belaufen sich auf einen Anteil, der lediglich 1 bis 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmacht (Economist Intelligence Unit 2008: 13). Der Fokus liegt auf Investitionen in die öffentliche Infrastruktur. Zum einen bestehen nach wie vor Engpässe, etwa im Straßen- und Eisenbahnnetz, bei der Stromversorgung oder der Kanalisation, zum anderen bestehen in der Bauindustrie angesichts des ausgeprägten Rückgangs der privaten Bau nachfrage derzeit offenbar besonders große Überkapazitäten. Nennenswerte Konjunkturprogramme sind in den vergangenen Monaten auch in Lateinamerika aufgelegt worden. Während vielfach – etwa in Mexiko und Peru – ebenfalls öffentliche Investitionen in Infrastruktur, Bildung und ins Gesundheitswesen im Zentrum stehen, setzt die brasilianische Regierung vor allem auf Steuersenkungen.

---

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

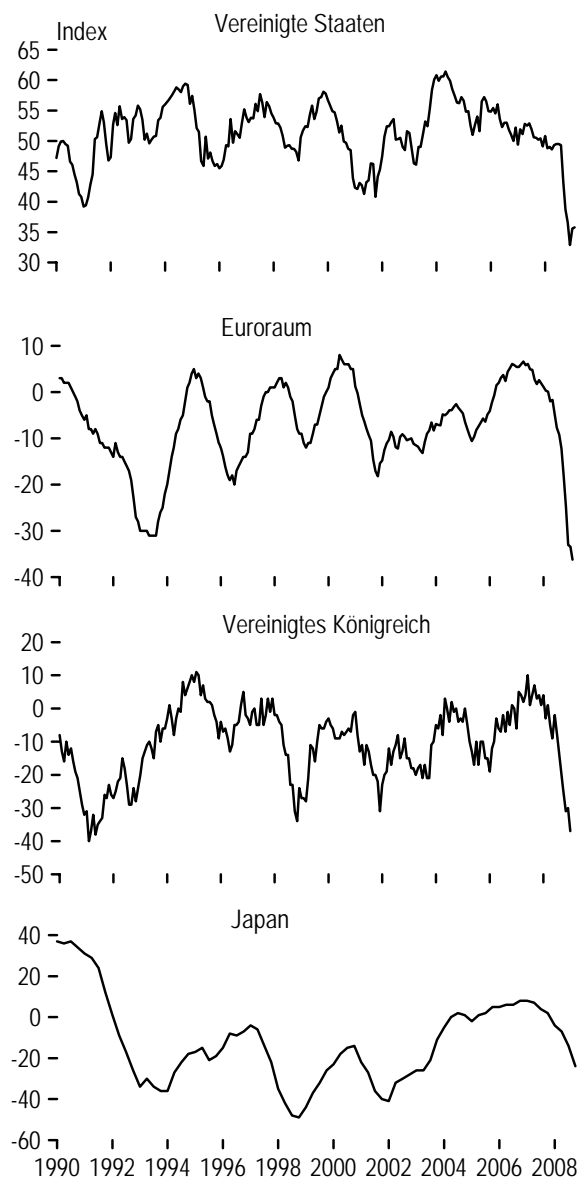
---

Ein Ende der Talfahrt der Weltkonjunktur ist derzeit noch nicht in Sicht. Zwar haben sich die Werte für das Geschäftsklima und die Umfrageergebnisse bei den Einkaufsmanagern in vielen Industrieländern zuletzt nicht mehr verschlechtert (Abbildung 24). Insbesondere die Erwartungskomponenten dieser Indizes haben sich – vermutlich als Reaktion auf die zunehmend expansive Ausrichtung der Wirtschaftspolitik – zum Teil sogar verbessert. Auch der Baltic Dry Index, der Frachtraten im Seehandel enthält und häufig als ein guter Gradmesser für die weltwirtschaftliche Aktivität angesehen wird, hat sich seit Jahresbeginn etwas erholt. Allerdings befinden sich alle diese Indikatoren nach wie vor auf extrem niedrigem Niveau und lassen immer noch darauf schließen, dass die Wirtschaft schrumpft, wenn auch vielleicht mit abnehmendem Tempo.

---

<sup>13</sup> Das Haushaltsjahr im Vereinigten Königreich beginnt im April und endet im darauf folgenden März.

Abbildung 24:  
Geschäftsklima in großen Industrieländern 1990–2009



Quelle: The Institute for Supply Management (2009); Cabinet Office (2009); OECD (2009); Europäische Kommission (2009).

Während nach den vorliegenden Indikatoren davon ausgegangen werden muss, dass die Weltrezession sich mindestens bis zur Jahresmitte fortsetzen wird, stellt sich die Frage, ob für die zweite Jahreshälfte dieses Jahres mit einer deutlichen Erholung der Weltwirtschaft gerechnet werden kann. Wir halten dies für wenig wahrscheinlich. Eine Reihe von Faktoren, die sich zum Teil gegenseitig verstärken, belastet

die Perspektiven bis auf weiteres. Ein Kernproblem bleibt die anhaltende Verunsicherung an den Finanzmärkten, die vor allem auf Sorgen bezüglich der Solvenz des Bankensektors beruht und den Geldfluss zwischen den Wirtschaftsakteuren spürbar verlangsam hat. In wichtigen Ländern kommt eine Depression am Immobilienmarkt hinzu, deren Ende noch nicht absehbar ist und die den Abschreibungsbedarf der Banken erhöht. Erfahrungsgemäß sind Rezessionen, die mit Immobilien- und Banken Krisen einhergehen tiefer und vor allem schwerer zu überwinden als Rezessionen, in denen solche Probleme nicht prominent sind (Boss et al. 2009). Mit den Vereinigten Staaten ist gegenwärtig die weltgrößte Volkswirtschaft, die in den vergangenen Jahren für nahezu 30 Prozent der weltweiten Endnachfrage gesorgt hatte, von einer Finanzkrise betroffen; ein Ersatz für diesen Wachstumsmotor der Weltwirtschaft ist zurzeit nicht in Sicht. Zwar erwarten wir, dass es in den kommenden Monaten gelingt, das Weltfinanzsystem zu stabilisieren. Dann dürften die starken Impulse vonseiten der Geld- und der Finanzpolitik zunehmend Wirkung entfalten. Wir rechnen damit, dass die Weltkonjunktur gegen Ende des laufenden Jahres wieder anzieht. Eine kräftige Erholung der Produktion halten wir aber angesichts der weiter bestehenden retardierenden Faktoren für wenig wahrscheinlich.

Die Struktur der Nachfrage in den einzelnen Industrieländern wird sich im Prognosezeitraum unterschiedlich entwickeln, je nachdem in welchem Maße die Verschuldung im privaten Sektor in den vergangenen Jahren gestiegen ist und die Akteure nun durch schrumpfende Vermögenswerte zu erhöhter Ersparnis gezwungen sind. So werden die privaten Haushalte etwa im Vereinigten Königreich und in Spanien ihre Konsumneigung im Prognosezeitraum reduzieren mit der Folge, dass die inländische Verwendung kräftig sinkt und die realen Außenhandelsdefizite, die sich in den vergangenen Jahren aufgebaut haben, zurückgehen. In den Vereinigten Staaten sind diese Faktoren ebenfalls am Werk, doch führt der kräftige fiskalische Impuls dazu, dass sich die inländische Verwendung nur wenig schwächer entwickelt als das Bruttoin-

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

landsprodukt. Auf der anderen Seite kommt der kontraktive Impuls in Deutschland, Italien und Frankreich sowie – besonders deutlich – in Japan in erster Linie von der Auslandsnachfrage, während die Binnennachfrage günstiger verläuft als das Bruttoinlandsprodukt (Tabelle 4). Alles in allem rechnen wir damit, dass die Weltproduktion 2009 um 0,8 Prozent schrumpft (Tabelle 5). Dies wäre das schlechteste Resultat in einem Jahr seit der Großen Depression. Noch dramatischer ist die Entwicklung im Welthandel, für den wir einen Rückgang um 11,5 Prozent erwarten. Im kommenden Jahr dürfte das globale Bruttoinlandsprodukt wieder merklich zunehmen. Mit einer Rate von 2,1 Prozent fällt der Zuwachs allerdings im historischen Vergleich nochmals sehr niedrig aus, und auch der Welthandel steigt noch sehr verhalten. In den Industrieländern geht die Produktion mit einer Rate von 2,6 Prozent drastisch zurück, 2010 steigt sie nur leicht (Tabelle 6). Dabei nimmt die Arbeitslosigkeit massiv zu, und die Produktionslücke wird am Ende des Prognosezeitraums erheblich sein. Dies dürfte dazu führen, dass die Inflation in der Grundtendenz weiter sinkt. In den Schwellenländern wird die Wirtschaft insgesamt auch 2009 noch leicht expandieren. Dies ist aber vor allem den beiden großen Ländern China und Indien geschuldet. In den übrigen asiatischen Schwellenländern und in Lateinamerika geht die Produktion ebenfalls zurück.

Tabelle 4

Bruttoinlandsprodukt und inländische Verwendung in ausgewählten Industrieländern 2002–2007 sowie 2008, 2009 und 2010<sup>a</sup>

	2002–2007 <sup>b</sup>	2008	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>
<i>Bruttoinlandsprodukt</i>				
Euroraum	2,1	0,7	-3,3	-0,2
Deutschland	1,4	1,0	-3,7	-0,1
Frankreich	2,0	0,9	-2,9	-0,2
Italien	1,1	-0,9	-3,4	-0,1
Spanien	3,5	1,2	-3,2	-0,6
Vereinigtes Königreich	2,7	0,7	-2,7	-0,1
Vereinigte Staaten	2,8	1,1	-1,9	0,8
Japan	2,1	-0,7	-4,0	0,7
<i>Inländische Verwendung</i>				
Euroraum	2,2	0,9	-2,1	0,1
Deutschland	0,7	1,5	-1,4	1,0
Frankreich	2,6	0,9	-2,4	0,2
Italien	1,2	-1,2	-3,2	-0,1
Spanien	4,6	0,8	-4,0	-1,1
Vereinigtes Königreich	2,9	0,5	-3,4	-0,7
Vereinigte Staaten	2,8	-0,2	-2,3	0,7
Japan	1,4	-1,0	-1,2	0,2

<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>b</sup>Durchschnittliche jährliche Zuwachsrate. — <sup>c</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2009); OECD (2009); eigene Berechnungen.

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2007–2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>			
		2007	2008	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>	2007	2008	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>
Weltwirtschaft	100	5,0	3,3	-0,8	2,1	4,3	6,4	3,0	2,9
darunter:									
Industrieländer	55,1	2,5	0,9	-2,6	0,4	2,2	3,3	0,4	1,1
China	10,9	11,9	9,0	5,6	6,5	4,8	5,5	0,2	-0,5
Lateinamerika	7,4	5,6	4,4	-1,4	1,6	11,2	6,4	6,2	5,3
Ostasien <sup>d</sup>	6,8	5,8	3,3	-2,7	2,7	2,6	3,3	4,5	4,7
Indien	4,6	9,0	6,2	4,2	5,5	6,4	10,1	4,4	4,0
Russland	3,2	8,1	6,8	-3,0	-1,0	9,0	14,1	15,2	9,4
<i>Nachrichtlich:</i> Welthandelsvolumen		5,3	2,8	-11,5	2,5				

<sup>a</sup>Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 nach Kaufkraftparität. — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Ohne China und Japan.

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

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

*Tabelle 6:*

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2008, 2009 und 2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>
Europäische Union 27	44,9	0,9	-3,0	0,0	3,5	1,2	1,3	7,3	9,3	10,2
Schweiz	1,1	1,9	-1,4	0,5	2,4	0,4	0,9	3,5	4,2	4,3
Norwegen	1,1	2,4	-0,5	-0,2	3,5	1,2	1,6	2,6	3,4	3,5
Vereinigte Staaten	37,2	1,1	-1,9	0,8	3,8	-0,5	1,3	5,8	8,4	9,2
Japan	11,8	-0,7	-4,0	0,7	1,4	-0,6	-0,5	4,0	4,7	4,8
Kanada	3,9	0,8	-0,8	1,0	2,3	1,0	1,3	6,0	7,8	8,6
Länder insgesamt	100,0	0,8	-2,6	0,4	3,3	0,4	1,1	6,2	8,3	9,1

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

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

### *Die Prognose im Einzelnen*

#### *Kein kräftiger Aufschwung in den Vereinigten Staaten in Sicht*

In den Vereinigten Staaten ist die kurzfristige Dynamik klar abwärts gerichtet. Die privaten Haushalte dürften ihre Ausgaben in den kommenden Monaten weiterhin einschränken. Die Einkommen sinken angesichts stark fallender Beschäftigung und kaum noch steigender Löhne. Hinzu kommt, dass die dramatischen Wertverluste beim Finanz- und Immobilienvermögen und die unsicheren Jobperspektiven die Konsumneigung der Privaten spürbar dämpft. Auch die Unternehmen werden sich mit Investitionen in den nächsten Quartalen zurückhalten. Zwar dürfte sich die Schockstarre, in der sich viele Unternehmen nach dem Konkurs von Lehman Brothers befanden und die für den dramatischen Einbruch der Investitionen in Ausrüstung und Software im vierten Quartal mitverantwortlich war, langsam lösen. Jedoch werden sich die Unternehmen mit Investitionen zumindest solange merklich zurückhalten, bis die Finanzkrise sichtbar eingedämmt ist. Außerdem deuten die verschärften Kreditvergabekonditionen der Geschäftsbanken darauf hin, dass Kredite schwerer zu bekommen sind, zumal sich der Verschuldungsgrad vieler Firmen aufgrund von Wertverlusten auf

der Aktiva-Seite zuletzt spürbar erhöht haben dürfte. Alles in allem ist somit auch in den nächsten Quartalen mit einem kräftigen Rückgang der Investitionen in Ausrüstungen und Software zu rechnen. Gleiches gilt für Investitionen in Wirtschaftsbau und Wohnimmobilien. Beide Bereiche leiden unter Überkapazitäten auf der einen und unter deutlich verschärften Kreditkonditionen auf der anderen Seite. Auch vom Außenhandel, der im vergangenen Jahr noch stützend gewirkt hatte, werden in den kommenden Quartalen wohl keine Impulse ausgehen. Die Exporte werden im Zuge der weltweiten Rezession weiter sinken. Da jedoch auch die Importe deutlich zurückgehen dürften, wird der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts durch den Außenbeitrag wohl kaum gedämpft werden. Alles in Allem erwarten wir für das Jahr 2009 einen Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,9 Prozent (Tabelle 7). Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt auf 8,6 Prozent.

Problematisch ist, dass die Rezession die Stabilisierung des Finanzsektors erschwert, der sich nach Kreditausfällen im Bereich der Immobilienkredite nun vermehrt auch Ausfällen und Zahlungsrückständen bei Unternehmens- und Konsumentenkrediten gegenüber sieht, was den Abschreibungsbedarf erhöht und die Eigenkapitalbasis der Banken weiter angreift. Die

Tabelle 7:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2007–2010

	2007	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,0	1,1	-1,9	0,8
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,4	-0,2	-2,3	0,7
Privater Verbrauch	2,8	0,2	-1,6	0,6
Staatsnachfrage	2,1	2,9	2,8	2,5
Anlageinvestitionen	-3,1	-4,9	-12,3	-3,1
Ausrüstungen und				
Software	1,7	-3,0	-13,6	1,2
Gewerbliche Bauten	12,7	11,5	-5,6	-9,3
Wohnungsbau	-17,9	-20,7	-17,2	-5,1
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	-0,4	-0,2	0,0	0,3
Außenbeitrag <sup>c</sup>	0,6	1,4	0,4	0,1
Exporte	8,4	6,2	-9,3	2,3
Importe	2,2	-3,3	-9,6	1,5
Verbraucherpreise	2,9	3,8	-0,5	1,3
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	4,6	5,8	8,6	9,4
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	-5,3	-4,7	-4,0	-3,0
Budgetsaldo des Bundes <sup>e</sup>	-1,2	-3,2	-12	-9,0

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

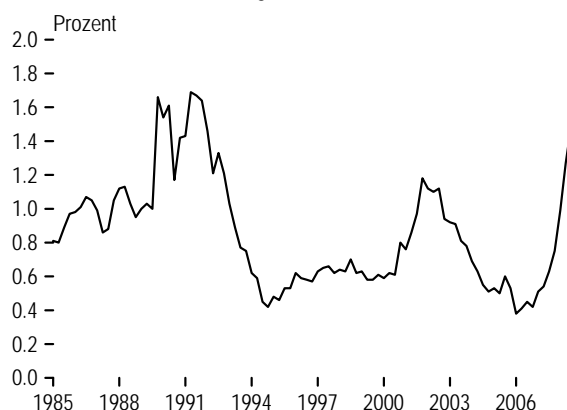
Quelle: US Department of Commerce (2009); US Department of Labor (2009a, 2009b); US Department of the Treasury (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

Zahlungsausfälle sind bereits jetzt auf einem höheren Niveau als während der schweren Rezession in den Jahren 1990 und 1991 (Abbildung 25), und sie dürften in den kommenden Monaten weiter steigen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Probleme im Finanzsektor nur allmählich überwunden werden und die Wirksamkeit der Geldpolitik bis auf Weiteres eingeschränkt ist. Gleichwohl rechnen wir damit, dass die Produktion im Verlauf des kommenden Jahres wohl wieder sichtbar steigen wird. Doch dürfte die Erholung durch einen nachhaltigen Trend zu einer höheren Sparquote gebremst werden, die dem Bemühen der Haushalte entspringt, die in den vergangenen Jahren stark gestiegene Verschuldung zu verringern und an die gesunkenen Vermögenswerte anzupassen. Daher erwarten wir, dass der private Konsum im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren, in denen kräftige Vermögenszuwächse die Konsumausweitung begünstigt hatten, einen niedrigeren Wachstumspfad einschlägt, zumal mit einer schnellen Erholung der Vermögenspreise kaum zu rechnen ist. Im Jahres-

durchschnitt dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2010 um 0,8 Prozent zulegen.

Abbildung 25:

Kreditausfälle in den Vereinigten Staaten 1985–2008



Quelle: Federal Reserve Board (2009).

### Schwere Rezession in Japan

Der Sturzflug der Wirtschaft in Japan hat offenbar auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres angehalten. Wir erwarten zwar, dass sich nach den zuletzt verzeichneten dramatischen Rückgängen beim Export der Außenhandel im weiteren Verlauf des Jahres wieder etwas belebt. Gleichwohl werden die Ausfuhren im Jahr 2009 wohl um nahezu ein Viertel sinken (Tabelle 8). Der Einbruch bei den Exporten hat die Absatz- und Ertragserwartungen in weiten Teilen der japanischen Wirtschaft reduziert und die Unternehmensinvestitionen werden in der Folge in diesem Jahr ebenfalls stark rückläufig sein. Stabilisierend wirkt hingegen die Nachfrage der privaten Haushalte, die von verbesserten Terms of Trade profitieren. Insgesamt dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt in Japan im laufenden Jahr um 4 Prozent schrumpfen, wobei nahezu 3 Prozentpunkte auf einen sinkenden Außenbeitrag zurückzuführen sind. Im kommenden Jahr wird das Land vom wieder anziehenden Welthandel profitieren, und die gesamtwirtschaftliche Produktion wird voraussichtlich um 0,7 Prozent zulegen. Die Arbeitslosenquote steigt in diesem Jahr wohl auf nahezu 5 Prozent und geht 2010 allenfalls leicht zurück.



Tabelle 8:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2007–2010

	2007	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,4	-0,7	-4,0	0,7
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,3	-1,0	-1,2	0,2
Privater Verbrauch	0,7	0,5	-0,1	0,9
Staatsverbrauch	2,0	0,8	2,5	1,3
Anlageinvestitionen	1,2	-3,9	-7,9	-2,5
Unternehmensinvestitionen	5,8	-3,7	-12,2	-3,5
Wohnungsbau	-9,3	-6,9	3,4	-1,3
Öffentliche Investitionen	-7,0	-6,5	6,8	0,1
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,3	-0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,1	0,2	-2,9	0,5
Exporte	8,4	1,7	-24,7	4,2
Importe	1,5	1,1	-9,3	0,4
Verbraucherpreise	0,1	1,4	-0,6	-0,5
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	3,9	4,0	4,4	4,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	4,8	3,8	4,5	4,1
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-2,4	-1,7	-5,8	-4,6

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

Quelle: Cabinet Office (2009); OECD (2008, 2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im *Euroraum* dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Quartal nochmals kräftig zurückgegangen sein. Für den weiteren Verlauf des Jahres erwarten wir eine Abschwächung der rezessiven Tendenzen; zu einer konjunkturellen Erholung wird es aber wohl erst im Jahr 2010 kommen. Doch auch dann wird sie nur mäßig ausfallen, und im Jahresdurchschnitt dürfte das Bruttoinlandsprodukt sein Vorjahresniveau nur knapp erreichen, nach einem Rückgang um 3,3 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 9). Eine Reihe von Faktoren sorgt dafür, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion selbst gegen Ende des Prognosezeitraums nur schwach expandieren wird. Neben den vermutlich auch im kommenden Jahr noch wirkenden negativen Einflüssen von der Krise im Finanzsektor erlebt eine Reihe von Ländern des Euroraums im Zuge der Krise Anpassungsprozesse, welche die Dynamik der Erholung dämpfen. So werden mit den Immobilienkrisen in Spanien und Irland eine Umstrukturierung der Produktion und eine Korrektur der in den vergangenen Jahren aufgelaufenen Leistungsbilanz-

defizite einhergehen. Auf der anderen Seite sehen sich bisher stark exportorientierte Länder in dem neuen Umfeld einer schwächer expandierenden Auslandsnachfrage ebenfalls Anpassungserfordernissen gegenüber. In diesem Prozess des Strukturwandels wird die Arbeitslosigkeit weiter kräftig steigen und voraussichtlich über längere Zeit hoch bleiben.

Tabelle 9:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2007–2010

	2007	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,6	0,7	-3,3	-0,2
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	2,3	0,7	-2,1	0,1
Privater Verbrauch	1,6	0,5	-1,6	-0,1
Staatsverbrauch	2,2	2,0	1,9	1,6
Anlageinvestitionen	4,3	0,6	-6,6	-0,2
Lagerinvestitionen <sup>c,d</sup>	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Außenbeitrag <sup>d</sup>	0,4	-0,1	-1,2	-0,3
Exporte <sup>b</sup>	5,9	1,6	-14,0	2,3
Importe <sup>b</sup>	5,3	1,7	-11,8	3,0
Verbraucherpreise <sup>e</sup>	2,2	3,2	0,8	1,2
Arbeitslosenquote <sup>f</sup>	8,3	7,3	9,3	10,2
Leistungsbilanzsaldo <sup>g</sup>	0,0	0,1	-0,3	-0,4
Budgetsaldo <sup>g</sup>	-0,7	-1,7	-4,2	-4,8

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

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

### Produktionseinbruch auch in der übrigen EU

Der konjunkturelle Ausblick für das Vereinigte Königreich wird durch eine Reihe von Belastungsfaktoren getrübt. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten haben die privaten Haushalte über geraume Zeit ihre Verschuldung stark ausgeweitet und sehen sich nun stark sinkenden Vermögenswerten, sowohl bei Aktien wie bei Immobilienvermögen, gegenüber. In dieser Situation wird der private Verbrauch über die konjunkturbedingt eintretenden Einkommensverluste hinaus durch das Bestreben, die Ersparnis zu erhöhen, gedämpft. So erwarten wir, dass der private Konsum in diesem Jahr um mehr als 2 Prozent zurückgeht und auch im

kommenden Jahr nochmals schrumpft (Tabelle 10). Die Anlageinvestitionen werden in dem ungünstigen konjunkturellen Umfeld und angesichts eingeschränkter Kreditverfügbarkeit in diesem Jahr mit zweistelligen Raten zurückgehen und sich auch im kommenden Jahr noch nicht erholen. Stützend wirkt zwar der Außenhandel; die Exporte sinken in diesem Jahr spürbar langsamer als die Importe, auch weil sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit britischer Produzenten wechselkursbedingt deutlich verbessert hat. Dennoch geht die gesamtwirtschaftliche Produktion 2009 mit einer Rate von 2,7 Prozent sehr kräftig zurück. Für 2010 erwarten wir noch keine spürbare konjunkturelle Erholung. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird im Jahresdurchschnitt voraussichtlich nochmals zurückgehen. Die Arbeitslosigkeit steigt kräftig auf 7,7 Prozent in diesem und 9,1 Prozent im nächsten Jahr.

Tabelle 10:  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2007–2010

	2007	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,0	0,7	-2,7	-0,1
Inlandsnachfrage	3,7	0,8	-3,4	-0,7
Privater Verbrauch	3,0	1,5	-2,6	-0,8
Staatsverbrauch	1,7	3,4	2,4	2,1
Anlageinvestitionen	7,2	-4,4	-14,0	-4,5
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,2	-0,3	0,0	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-0,7	-0,1	0,8	0,8
Exporte	-4,2	0,5	-6,7	0,8
Importe	-1,6	0,7	-8,7	-1,4
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	2,3	3,6	2,2	1,0
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	5,3	5,7	7,7	9,1
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	-4,2	-2,2	-1,5	-1,2
Budgetsaldo <sup>f</sup>	-3,0	-5,1	-9,8	-7,5

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

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

In den neuen Mitgliedsländern der EU geht die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr ebenfalls zurück, wenn auch insgesamt nicht so stark wie in Westeuropa. Allerdings ist die Situation differenziert (Tabelle 11). Wäh-

rend in einigen Ländern das Bruttoinlandsprodukt nur leicht sinkt, wie in Tschechien oder in Polen, oder sogar noch etwas zunimmt wie in der Slowakei, befinden sich Ungarn und vor allem die baltischen Staaten in einer schweren Krise, die voraussichtlich über den Prognosehorizont hinaus anhalten wird. Diese Länder haben in den vergangenen Jahren ein nicht nachhaltiges Konsum- und Investitionsniveau gehabt, das nun, wo die Finanzierung durch Zuflüsse von ausländischem Kapital nicht mehr zustande kommt, reduziert werden muss. Eine solche schmerzhaft Anpassung ist gegenwärtig zwar in Bulgarien und Rumänien noch nicht erkennbar; es besteht aber für diese Länder angesichts der riesigen Leistungsbilanzdefizite ein großes Risiko, dass es auch hier zu einer harten Landung kommt.

#### *Gedämpfte Expansion in den Schwellenländern*

Angesichts der vorerst weiterhin schwachen Nachfrage in den Industrieländern ist auch in den Schwellenländern in den kommenden Monaten keine deutliche Belebung der Konjunktur zu erwarten, zumal der Einbruch bei den Exporten die Absatz- und Ertrags Erwartungen der Unternehmen sowie die Einkommen der privaten Haushalte und damit die Binnennachfrage drückt. Vor allem die kleineren Volkswirtschaften in Asien, die in besonders hohem Maße vom Außenhandel abhängig sind, werden ohne deutliche Impulse vonseiten der Exporte wohl keine nennenswerte Erholung der gesamtwirtschaftlichen Produktion erreichen. Mit einer solchen Entwicklung ist wohl allenfalls für den Verlauf des Jahres 2010 zu rechnen; im Jahr 2009 wird das reale Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe mit einer Rate von 2,7 Prozent zurückgehen (Tabelle 12) und damit ähnlich stark wie das der Gruppe der Industrieländer. Aber auch die Wirtschaft in den großen asiatischen Ländern China und Indien sowie in Lateinamerika und in Russland wird auf absehbare Zeit wohl nicht an die hohen Wachstumsraten der vergangenen Jahre anknüpfen können.

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 11:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2008, 2009 und 2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>
Deutschland	19,7	1,3	-3,7	-0,1	2,6	0,7	0,9	7,2	8,0	9,5
Frankreich	15,3	0,7	-2,9	-0,2	3,2	0,8	1,1	7,7	9,3	9,8
Italien	12,4	-0,9	-3,4	-0,1	3,5	1,0	1,2	6,8	9,0	9,5
Spanien	8,5	1,2	-3,2	-0,6	4,1	0,5	1,0	11,3	16,5	17,6
Niederlande	4,6	2,0	-3,1	0,3	2,2	1,1	1,4	2,8	4,6	5,2
Belgien	2,7	1,3	-3,2	0,2	4,5	0,7	1,3	7,1	8,3	8,7
Griechenland	2,2	3,2	-2,0	-0,3	4,2	1,6	2,6	8,0	9,3	9,8
Österreich	1,8	1,6	-3,5	-0,4	3,2	0,8	1,2	3,8	5,5	6,4
Irland	1,5	-1,6	-6,5	-1,2	3,1	0,6	1,0	6,5	9,8	10,6
Finnland	1,4	0,9	-2,9	0,1	3,9	1,2	1,8	6,4	8,1	8,6
Portugal	1,3	0,2	-3,9	0,1	2,7	0,6	1,3	7,7	9,7	10,1
Slowakei	0,4	6,5	0,9	1,4	3,9	2,0	2,3	9,6	10,8	11,2
Luxemburg	0,3	1,0	-2,5	0,0	4,1	0,2	1,0	4,4	5,8	6,5
Slowenien	0,3	4,0	-0,1	0,6	5,5	0,8	2,6	4,5	5,8	6,3
Zypern	0,1	3,7	0,9	1,5	4,4	1,7	2,2	3,8	4,6	5,1
Malta	0,0	2,4	0,3	1,4	4,7	1,5	2,1	5,8	6,6	7,1
Vereinigtes Königreich	16,6	0,7	-2,7	-0,1	3,6	2,2	1,0	5,7	7,7	9,1
Schweden	2,7	-0,2	-2,8	0,5	3,3	0,3	1,0	6,2	7,6	7,8
Polen	2,5	5,0	-0,8	2,0	4,2	2,8	2,5	7,1	8,2	8,9
Dänemark	1,8	-1,3	-2,4	0,0	3,6	2,0	1,6	3,3	4,9	5,3
Tschechien	1,0	4,0	-1,1	1,8	6,3	2,5	2,1	4,4	5,3	5,8
Ungarn	0,8	0,6	-4,0	-1,2	6,0	4,0	2,2	7,9	9,1	9,7
Rumänien	1,0	7,5	1,5	4,0	7,9	5,8	5,0	5,8	6,2	6,5
Litauen	0,2	3,1	-3,0	1,4	11,1	7,5	5,5	5,7	8,8	9,1
Bulgarien	0,2	4,8	-1,0	-2,5	12,0	7,5	6,0	5,6	7,5	8,5
Lettland	0,2	-2,8	-8,0	-2,5	15,3	6,5	3,5	7,3	11,5	12,5
Estland	0,1	-3,5	-6,0	-0,5	10,6	5,4	2,5	5,5	10,1	10,7
Europäische Union	100,0	0,9	-3,0	0,0	3,5	1,2	1,3	7,3	9,3	10,2
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	92,9	0,6	-3,2	-0,1	3,3	1,1	1,1	7,5	9,6	10,6
Beitrittsländer <sup>f</sup>	7,1	4,2	-1,1	1,4	6,2	3,6	3,0	6,5	7,7	8,3
Euroraum	72,7	0,7	-3,3	-0,2	3,2	0,8	1,2	7,3	9,3	10,2
Euroraum ohne Deutschland	53,1	0,6	-3,1	-0,2	3,4	0,8	1,2	7,3	9,7	10,4

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

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

In China dürfte mit einem Zuwachs von 5,6 Prozent in diesem Jahr der geringste Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts seit 1989 verzeichnet werden. Neben den Exporten schwächt sich vor allem die Zuwachsrate bei den Investitionen ab, und dies trotz einer deutlichen Ausweitung

der öffentlichen Investitionen. Massive Überkapazitäten im industriellen Sektor vermindern die Investitionsneigung, zudem hat die starke Korrektur der Aktienkurse die Finanzierungsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen verringert. Wir erwarten, dass auch im kom-

## Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 12:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2007–2010

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>			
		2007	2008	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>	2007	2008	2009 <sup>c</sup>	2010 <sup>c</sup>
Südkorea	5,7	5,0	2,6	-4,5	1,5	2,5	4,7	0,2	0,7
Indonesien	4,0	6,3	6,0	1,8	4,5	6,3	10,3	6,5	6,6
Taiwan	3,2	5,7	1,5	-5,4	2,8	1,8	3,8	1,1	-0,5
Thailand	2,4	4,9	2,6	-2,1	2,2	2,2	5,5	-1,2	1,1
Philippinen	1,4	7,2	4,5	0,5	3,8	2,8	9,3	3,8	2,9
Malaysia	1,6	6,3	4,6	-2,2	3,2	2,0	5,4	-0,5	2,1
Hongkong	1,4	6,4	2,5	-3,5	0,5	2,0	4,3	1,1	2,2
Singapur	1,0	7,7	1,1	-6,5	3,5	2,1	6,5	0,8	1,2
Insgesamt <sup>d</sup>	20,7	5,8	3,3	-2,7	2,7	3,0	6,2	1,7	2,1
China	33,1	11,9	9,0	5,6	6,5	4,8	5,5	0,2	-0,5
Indien	14,0	9,0	6,2	4,2	5,5	6,4	10,1	4,4	4,0
Asien insgesamt <sup>d</sup>	67,7	9,4	6,7	2,8	5,1	4,6	6,7	1,5	1,2
Brasilien	8,6	5,4	5,5	-1,7	3,1	3,6	5,8	5,5	4,5
Mexiko	6,3	3,2	1,8	-1,5	1,1	4,0	5,1	4,5	3,4
Argentinien	2,4	8,5	6,4	-2,1	-0,5	8,8	11,4	10,3	8,7
Kolumbien	1,5	6,8	3,9	-0,5	2,8	5,5	7,1	5,5	4,6
Chile	1,1	5,1	4,5	0,5	2,1	4,4	8,9	6,0	4,1
Peru	1,0	9,0	9,1	2,4	4,5	1,8	5,7	5,0	3,5
Venezuela	1,6	8,4	3,5	-3,5	-4,0	18,7	31,5	35,0	32,1
Lateinamerika insgesamt <sup>d</sup>	22,6	5,6	4,4	-1,4	1,6	5,4	8,2	7,8	6,5
Russland	9,7	8,1	6,8	-3,0	-1,0	9,0	14,1	15,2	9,4
Insgesamt <sup>d</sup>	100,0	8,4	6,2	1,3	3,7	5,2	7,7	4,3	3,2

<sup>a</sup>Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Aufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2008, 2009a); OECD (2008); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

menden Jahr die Investitionstätigkeit noch gedrückt bleiben wird. Der private Konsum dürfte hingegen noch relativ kräftig expandieren. Zwar geht die Zunahme der Arbeitseinkommen aufgrund sinkender Beschäftigung und langsamerer Lohnzuwächse zurück, doch ist die Inflation stark gesunken und was für sich genommen die Kaufkraft der privaten Haushalte fördert.

In Indien setzt sich die wirtschaftliche Expansion in diesem Jahr zunächst in sehr mäßigem Tempo fort. Die dämpfenden Wirkungen, die von der Finanzmarktkrise und der Rezession im Ausland ausgehen, bleiben in den kommenden Monaten voraussichtlich bestehen. Dem können eine gelockerte Geldpolitik sowie eine expansive Finanzpolitik nur begrenzt ent-

gegen wirken. Für 2010 erwarten wir eine leichte Beschleunigung der wirtschaftlichen Dynamik und einen Anstieg der Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts von 4,2 auf 5,5 Prozent.

In Lateinamerika wird sich der Konjunkturunbruch im ersten Halbjahr 2009 fortsetzen. Die Länder haben der weltweiten Konjunkturkrise wenig entgegen zu setzen. Zwar sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen in der Region in der Regel günstiger als in der Vergangenheit: Es existieren Budgetüberschüsse, hohe Währungsreserven und ein stabileres Bankensystem. Doch ein derartig kräftiger Einbruch der Auslandsnachfrage in Verbindung mit dem drastischen Rückgang der Terms

of Trade als Folge gesunkener Rohstoffpreise kann wohl nicht kompensiert werden. Auch haben sich die Risikoauflagen auf Anleihen dieser Länder im Zuge der allgemeinen Neubewertung der Risiken deutlich ausgeweitet, und die Abwertung der heimischen Währungen gegenüber dem Dollar hat die Belastung für die Bedienung von auf Dollar lautende Anleihen und Kredite erhöht. Binnenwirtschaftlich dürfte eine strengere Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte, die in den vergangenen Jahren mit für das Erstarken des Konsums verantwortlich waren, die wirtschaftliche Dynamik dämpfen. Insgesamt erwarten wir für Lateinamerika einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Jahr 2009 um 1,4 Prozent und eine leichte Erholung Verlauf des Jahres 2010.

Noch deutlich ungünstiger schätzen wir die Perspektiven für die russische Wirtschaft ein, die durch die Weltwirtschaftskrise in mehrfacher Hinsicht negativ betroffen ist. Zum einen leiden die russischen Exporte unter einer sinkenden Nachfrage. Vor allem aber haben sich die Exporterlöse durch niedrigere Rohstoffpreise massiv vermindert. Auf absehbare Zeit dürfte nun wohl mit einem niedrigeren Rohstoffpreinsniveau gerechnet werden. Vor diesem Hintergrund stellen sich inzwischen wohl zahlreiche Investitionsprojekte als übermäßig optimistisch dar. Die Korrektur bei den Investitionen in diesem Jahr wird drastisch ausfallen. Wir erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt Russlands 2009 um 3 Prozent zurückgeht, nachdem im vergangenen Jahr noch ein Zuwachs von 6,8 Prozent verzeichnet worden ist. Auch 2010 ist noch mit einer rückläufigen Produktion zu rechnen.

## Folgen der Weltwirtschaftskrise für die Einschätzung des mittelfristigen Wachstumstrends

---

Der schwere konjunkturelle Einbruch folgt einer längeren Phase sehr kräftiger weltwirtschaftlicher Expansion. Zwischen 2003 und 2007 stieg die Weltproduktion mit Raten von nahezu 5 Prozent jährlich. Das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft lag deutlich oberhalb des zuvor verzeichneten Trends von etwa  $3\frac{3}{4}$  Prozent. Es stellte sich die Frage, ob es sich bei dieser wirtschaftlichen Expansion um einen ausgeprägten Boom handelte oder ob sich das Potentialwachstum der Weltwirtschaft deutlich erhöht hatte. Eine Reihe von Faktoren konnte für die These eines beschleunigten Potentialwachstums ins Feld geführt werden (Gern et al. 2007). So ging der kräftige Aufschwung lange Zeit nicht mit einer nennenswerten Erhöhung der Inflation einher; die Integration Chinas in die Weltwirtschaft hatte mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation an Schwung gewonnen; in einer Reihe von Industrieländern waren Arbeitsmarktreformen durchgeführt worden, die zusätzliches Arbeitskräftepotential mobilisiert hatten; die Realzinsen waren historisch niedrig und begünstigten die Sachkapitalbildung. Eine Schätzung durch die Ermittlung des Wachstumstrends mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters<sup>14</sup> bestätigte diese Diagnose: Das Trendwachstum war demnach seit Ende der 1990er Jahre auf 4,3 Prozent gestiegen.

Die Schätzung des Potentialwachstums unterliegt freilich einer großen Unsicherheit. Diese ist zum einen in Unterschieden bezüglich des zugrunde gelegten Potentialkonzepts begründet.<sup>15</sup> Zumeist wird davon ausgegangen, dass sich das Produktionspotential im Zeitablauf relativ gleichmäßig entwickelt. Unter der zusätzlichen Annahme, dass makroökonomische Mechanismen dafür sorgen, dass eine Über- oder

---

<sup>14</sup> Dieser Wert ergibt sich bei einem Glättungsparameter von  $\lambda = 100$ .

<sup>15</sup> Für eine Diskussion unterschiedlicher Potentialkonzepte und der Implikationen für die empirische Wirtschaftsforschung vgl. Boss et al. (2004: 4–7).

Unterauslastung der Wirtschaft nicht über einen sehr langen Zeitraum bestehen bleibt, lässt sich das Produktionspotential dadurch schätzen, dass die tatsächliche Produktion stark geglättet wird, beispielsweise einen univariaten statistischen Filter wie den von uns verwendeten Hodrick-Prescott-Filter mit einem relativ hohen Glättungsfaktor. Allerdings wird bei diesem Vorgehen das Produktionspotential am aktuellen Rand stark zu dem letzten Wert der tatsächlichen Produktion hingezogen (sog. Endpunktproblem). Dem kann dadurch begegnet werden, dass der Zeitreihe Prognosewerte hinzugefügt werden, was freilich der Schätzung eine Prognoseunsicherheit hinzufügt. Konzeptuell unterschiedlich ist die Sicht des Produktionspotentials in der Tradition der Real Business Cycle Theorie (Kydland und Prescott 1982) als ein stochastischer Prozess. Dies führt zu einem unsteten Verlauf des Produktionspotentials, der insbesondere durch Produktivitätsschocks getrieben wird (Hall 2005).

Im Folgenden wollen wir untersuchen, wie sich die Einschätzung des globalen Wachstumspotentials angesichts der Evidenz der aktuellen tiefen Weltrezession verändert. Wir verwenden dabei wiederum den Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsfaktor  $\lambda=100$ , d.h. es wird implizit von der Vorstellung eines glatten Verlaufs des Produktionspotentials ausgegangen. Um das Endpunktproblem beim HP-Filter zu verringern, werden der Reihe mit historischen Daten zum einen Prognosen für die konjunkturelle Entwicklung für das laufende und das kommende Jahr hinzugefügt. Darüber hinaus werden noch Prognosen für vier weitere Jahre berücksichtigt, die mittels eines autoregressiven Modells erzeugt werden. Mithilfe eines Bootstrap-Verfahrens werden über eine Punktprognose hinaus Konfidenzbänder für das Potentialwachstum berechnet.

Führt man diese Berechnungen auf der Basis des Datenstandes im Frühjahr 2008 durch, d. h. unter Verwendung der damaligen Prognose für das weltwirtschaftliche Wachstum von jeweils 4 Prozent in den Jahren 2008 und 2009, so ergibt sich ein Mittelwert für die Potentialrate im Jahr 2008 von 4,4 Prozent. Legt man die 95-Prozent-Konfidenzbänder zugrunde, so

liegt das geschätzte Potentialwachstum zwischen 4 und 4,7 Prozent. Berechnungen auf der Basis des gegenwärtigen Datenstandes, also unter Berücksichtigung der aktuellen Schätzung für die Zuwachsrate der Weltproduktion im Jahr 2008 (3,3 Prozent) sowie die hier vorgelegte Prognose für die Entwicklung in den Jahren 2009 und 2010 (-0,8 bzw. 2,1 Prozent), ergeben ein dramatisch unterschiedliches Bild: Die Wachstumsrate des Produktionspotentials wird nunmehr nur noch auf 3,3 Prozent taxiert, bei einem Konfidenzintervall von 3,0 bis 3,5 Prozent (Abbildung 26). Damit liegt die aktuelle Schätzung des Trendwachstums selbst unter Annahme eines äußerst günstigen Verlaufs der Produktion in den Jahren nach 2010 nicht mehr im Konfidenzintervall der Trendschätzung von vor einem Jahr. Zwar hat auch eine Abwärtsrevision der IMF-Daten für den Anstieg der Weltindustrieproduktion zwischen Herbst 2007 und Herbst 2008<sup>16</sup> im Zusammenhang mit einer Neuberechnung der Kaufkraftparitätengewichte zu der niedrigeren Schätzung des Potentialwachstums beigetragen, doch ist dieser Faktor von eher geringer Bedeutung. Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich nämlich auch, wenn statt des Trends der Weltproduktion der Trend des Welthandels mit unterschiedlichem Datenstand geschätzt wird, der kaum Revisionen unterlag: Während vor einem Jahr noch eine trendmäßige Beschleunigung des Welthandels ermittelt worden wäre, ergibt sich unter Berücksichtigung des derzeitigen tiefen Einbruchs beim Welthandel nunmehr ein eher abwärts gerichteter Wachstumstrend.

Diese Ergebnisse implizieren, dass das Wachstum des weltweiten Produktionspotentials in den vergangenen Jahren wesentlich geringer war als gemeinhin vermutet. Daraus müsste man folgern, dass die Weltwirtschaft in den Jahren 2007 und 2008 durch eine enorm hohe Überauslastung der Kapazitäten gekennzeichnet war. Als ein Indiz für eine solche Diagnose könnte der dramatische Anstieg der Rohstoffpreise in diesen Jahren gewertet werden. Diese Schlussfolgerung ist zwar nicht zwangs-

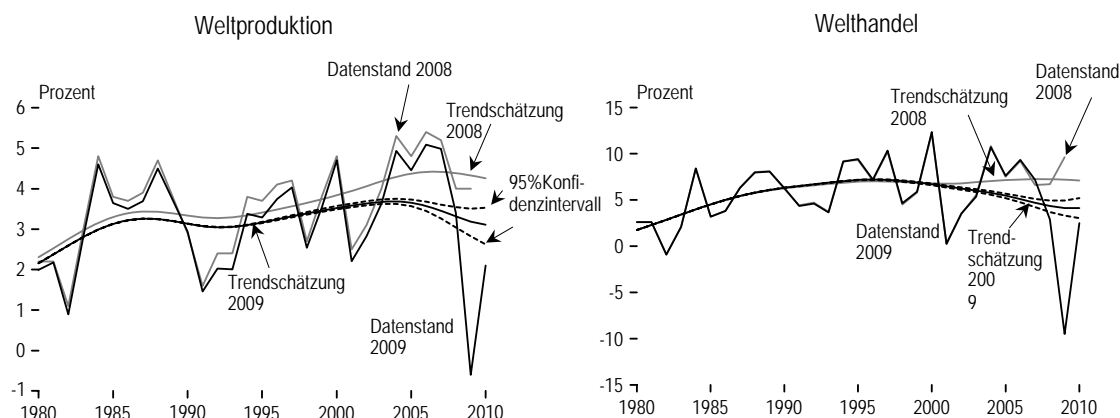
<sup>16</sup> Die Daten stammen jeweils aus der Herbstausgabe der IMF World Economic Outlook Database.

läufig, wenn man davon ausgeht, dass sich das Produktionspotential unter bestimmten Bedingungen sprunghaft verändern kann, die durch den HP-Filter vorgenommene Glättung des Potentialwachstums die Realität in bestimmten Zeiten also nicht adäquat widerspiegelt. Gegenwärtig könnte so ein Zeitpunkt sein, da sich

die finanziellen Rahmenbedingungen für die Weltwirtschaft im Zuge der Finanzkrise grundlegend geändert haben. Nach unserem Urteil dürfte aber im Prognosezeitraum jedoch in jedem Fall eine erhebliche negative Produktionslücke entstehen.

Abbildung 26:

Trend-schätzungen für das Wachstum der Weltproduktion und des Welthandels bei unterschiedlichem Datenstand<sup>a</sup> 1980–2014



<sup>a</sup>Schätzungen mithilfe eines HP(100)-Filters unter Verwendung der jeweils aktuellen Konjunkturprognose des IfW und von Werten für die Jahre 2011 bis 2014, die mit einem Bootstrap-Verfahren erzeugt wurden.

Quelle: IMF (2008); eigene Berechnungen.

## Literatur

- Abeyasinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (5. September 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabey/gdpdata.xls>>.
- Asian Development Bank (2009). Global Financial Turmoil and Emerging Market Economics: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth. Via Internet (9. März 2009) <<http://www.adb.org/Media/Articles/2009/12818-global-financial-crisis/Major-Contagion-and-a-shocking-loss-of-wealth.pdf>>.
- Bernanke, B.S. (2009) Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet. Speech at the National Press Club Luncheon. Via Internet (18. Februar 2009) <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090218a.htm>>.
- Bernstein, J., und C. Romer (2009). The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan. Via Internet (4. März 2009) <[http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074\\_l3m6btite.pdf](http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074_l3m6btite.pdf)>.

- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye, B. Sander und J. Scheide (2008). Weltkonjunktur auf Talfahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 459/460. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, B. van Roye und J. Scheide (2009). Konjunkturreinbruch im Euroraum. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- Boss, A., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2004). Mehr Wachstum in Europa durch eine Koordination makroökonomischer Politik? Kieler Studien 330. Tübingen.
- Boss, A., J. Boysen-Hogrefe, J. Dovern, K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2009). Weltwirtschaft in der Krise: Szenarien für das Wachstum in Deutschland und Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik. Kieler Diskussionsbeiträge. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. In Vorbereitung.
- Cabinet Office (2009). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Cogan, J.F., T. Cwik, J.B. Taylor und V. Wieland (2009). New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers. Via Internet (5. März 2009) <<http://www.stanford.edu/~johntayl/CCTW%20Mar%202.pdf>>.
- Conference Board (2009). Global Business Cycle Indicators. Via Internet (3. März 2009) <[http://www.conference-board.org/economics/bci/pressRelease\\_output.cfm?cid=1](http://www.conference-board.org/economics/bci/pressRelease_output.cfm?cid=1)>.
- Congressional Budget Office (2009a). H.R. 1, American Recovery and Reinvestment Act of 2009. Via Internet (19. Februar 2009) <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9989/hr1conference.pdf>>.
- Congressional Budget Office (2009b). The State of the Economy and Issues in Developing an Effective Policy Response. Via Internet (2. März 2009) <[http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9967/01-27-StateofEconomy\\_Testimony.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9967/01-27-StateofEconomy_Testimony.pdf)>.
- Den Haan, W.J., S.W. Sumner und G.M. Yamashiro (2007). Bank Loan Portfolio and the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Monetary Economics* 54: 904–924.
- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2008). Weltwirtschaft im Abschwung. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Economist Intelligence Unit (2008). Country Report China. Dezember.
- Economist (2009). The Whiff of Contagion. 28. Februar–6. März: 26–28.
- Europäische Kommission (2008). *European Economy* (5). Autumn Forecast. Brüssel.
- Europäische Kommission (2009). Business and Consumer Surveys. Via Internet (4. März 2009) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/db\\_indicators8650\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm)>.
- European Economic Advisory Group (2009). The EEAG Report on the European Economy 2009. Via Internet (9. März 2009) <<http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/B-politik/70eeagreport>>.
- Eurostat (2009). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2009a). Tracking the Recession. Via Internet (23. Februar 2009) <<http://research.stlouisfed.org/recession/>>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2009b). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (2009). Statistics: Releases and Historical Data. Via Internet (2. März 2009) <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>>.
- Gern, K.-J., F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2007). Robuste weltwirtschaftliche Expansion. Kieler Diskussionsbeiträge 439/440. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.



- Hall, R.E. (2005). Separating the Business Cycle from Other Economic Fluctuations. Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City. Economic Symposium 2005. Via Internet (10. März 2009) <<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/PDF/Hall2005.pdf>>.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut eGmbH) (2009). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.hwwi.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2008). *World Economic Outlook*. September. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2009a). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- IMF (2009b). *Global Financial Stability Report*. Update. Januar. (4. März 2009). <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2009/01/pdf/0109.pdf>>.
- The Institute for Supply Management (2009). ISM Manufacturing Report on Business. Via Internet (9. März 2009) <<http://www.ism.ws/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=13339&navItemNumber=12958>>.
- Kydland, F.E., und E.C. Prescott (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuation, *Econometrica* 50 (6): 1345–1370.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2008). *Economic Outlook*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2009). *Main Economic Indicators*. März. Paris.
- Office for National Statistics (2009). Economy. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Statistics Bureau of Japan (2009). Consumer Price Index. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>>.
- Statistics Canada (2009a). Canadian Economic Observer. Via Internet (4. März 2009) <[http://can-sim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP\\_Action=Sub&SP\\_ID=1803&SP\\_Mode=2](http://can-sim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP_Action=Sub&SP_ID=1803&SP_Mode=2)>.
- Statistics Canada (2009b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.statcan.gc.ca/nea-cen/index-eng.htm>>.
- Trichet, J.-C. (2009) Introductory Statement Including Questions and Answers. Via Internet (5. März 2009) <http://www.ecb.eu/press/pressconf/2009/html/iso90305.en.html>.
- US Budget Watch (2009). Stimulus Watch: Government Response to the Financial & Economic Crisis. Via Internet (2. März 2009) <<http://www.usbudgetwatch.org/stimulus>>.
- US Department of Commerce (2009). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2009a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2009b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (4. März 2009) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of the Treasury (2009). Monthly Treasury Statement. Via Internet (4. März 2009) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.