

Boysen-Hogrefe, Jens et al.

Book Part — Published Version

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Boysen-Hogrefe, Jens et al. (2010) : Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009, ISBN 3-89456-310-9, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, pp. 3-38

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/32955>

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.

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

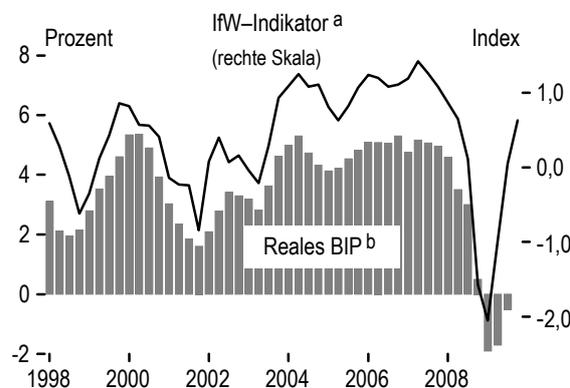
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovert, Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van Roye und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

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

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

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2009

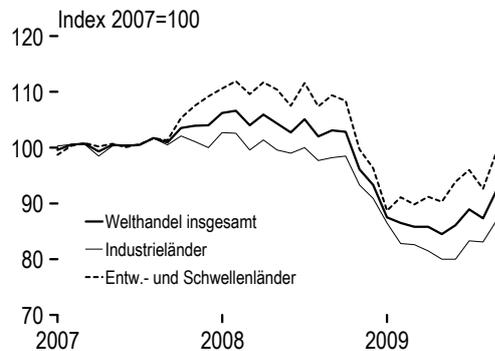


^aAuf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr; 3. Quartal 2009 teilweise geschätzt.

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

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

Abbildung 2:
Realer Welthandel 2007–2009



Quelle: CPB (2009).

Weltwirtschaftliche Belebung ausgehend von den Schwellenländern

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

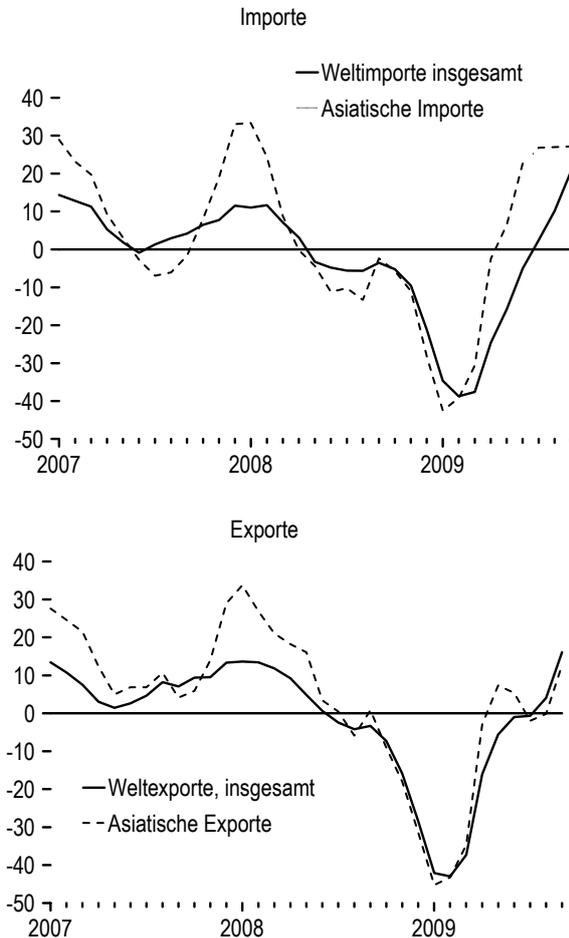
Übertragung über den Welthandel, der in einem bis dahin noch nicht verzeichneten Tempo zurückging.

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

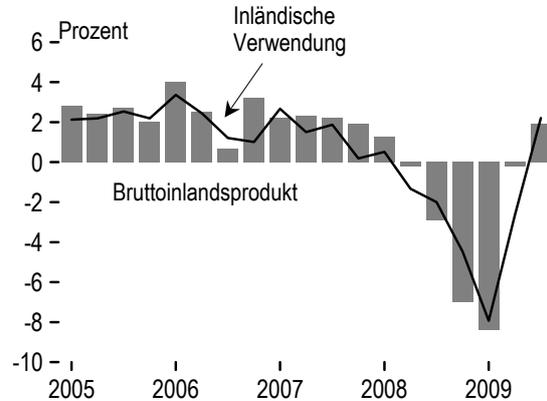
Abbildung 3:
Entwicklung des Handelsvolumens: Importe^a und Exporte^b
2007–2009



^aWarenhandel; gleitender 3 Monatsdurchschnitt. — ^bVeränderung gegenüber dem vorherigen Dreimonatszeitraum auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: CPB (2009).

Abbildung 4:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2005–2009^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2009a); eigene Berechnungen.

Krisensymptome an den Finanzmärkten haben sich zurückgebildet

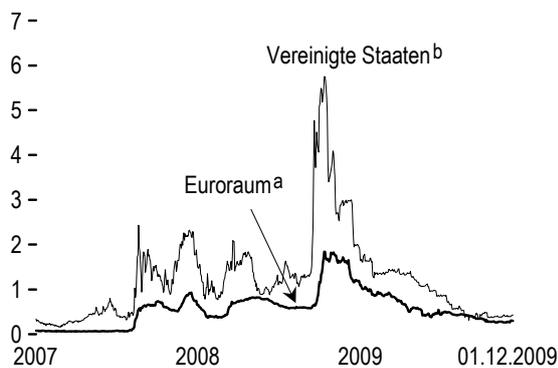
Im Herbst 2008 griffen die Regierungen mit massiven Stützungsmaßnahmen in das wirtschaftliche Geschehen ein, um zu verhindern, dass die Probleme im US-Immobilienmarkt und der dadurch ausgelöste Zusammenbruch einzelner Banken einen Kollaps des Weltfinanzsystems bewirkten. Die Notenbanken führten dem Geschäftsbankensystem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

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

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

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

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



^aBerechnet als Differenz zwischen Euribor und Eurepo. — ^bBerechnet als Differenz zwischen 3-monatigem Interbankenzins und Staatsanleihen mit 3-monatiger Laufzeit.

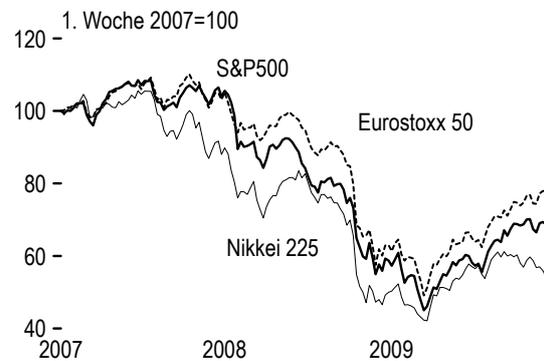
Quelle: EZB (2009a); Eurepo (2009); Federal Reserve Bank of St. Louis (2009).

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

² Für eine Übersicht siehe Ahrens (2009).

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

Abbildung 6:
Aktienkurse in großen Industrieländern 2007–2009^a



^aLetzter Wert: 11. Dezember 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Geld- und Finanzpolitik vor dem Problem des Ausstiegs

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

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

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

schleunigung der Expansion der Geldmenge in breiterer Abgrenzung oder des Kreditvolumens gekommen. Im Gegenteil, die Kreditvergabe ist sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum weiterhin rückläufig. Das Vorliegen einer Kreditklemme im Sinne einer Verknappung des Kreditangebots über das Maß hinaus, das durch die Zunahme der Risiken infolge der Rezession gerechtfertigt wäre, kann daraus zwar nicht unmittelbar abgeleitet werden. Denn derzeit sind private Haushalte und Unternehmen vielfach um eine Verringerung ihrer Schulden bemüht, es wäre also nicht überraschend, wenn auch die Kreditnachfrage sinkt.³ Mit Festigung des Aufschwungs dürfte sich jedoch auch der Kreditmultiplikator wieder erhöhen, so dass ein Zurückfahren der quantitativen Lockerung notwendig wäre, um das Entstehen von Inflationserwartungen oder unangemessenen Preissteigerungen von Vermögenstiteln zu verhindern. Viele der von den Zentralbanken getroffenen Maßnahmen sind ohnehin temporärer Natur⁴ oder sie sind so konstruiert, dass sie unattraktiv werden, wenn sich die Situation an den Finanzmärkten verbessert. Gleichwohl ist ein Zurückfahren der Liquiditätsprogramme tendenziell mit einem Anstieg der Geldmarktzinsen verbunden.⁵ Es wird – so unsere Annahme – so dosiert werden, dass die Finanzmärkte nicht erneut in Turbulenzen geraten, sind doch die Banken in unterschiedlichem Maße auf direkte Liquiditätszuführung durch die Notenbank angewiesen. Bei den Program-

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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

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

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

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

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

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2009–2011

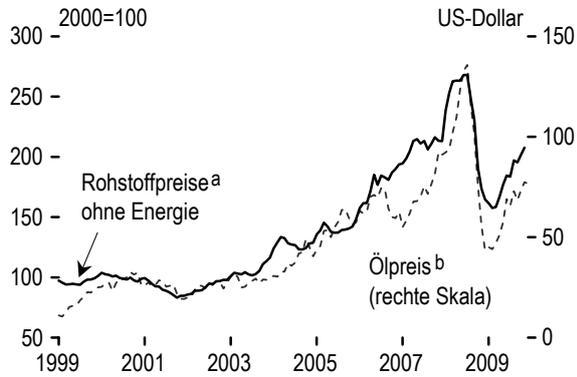
	2009				2010				2011			
	I	II	III	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,5	0,5
Japan (Tagesgeldzins)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroland (Leitzins ^b)	1,50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

^aPrognose. — ^bHauptrefinanzierungssatz.

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

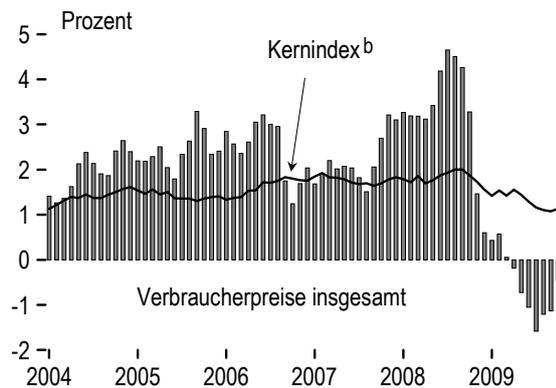
Abbildung 7:
Rohstoffpreise 1999–2009^a



^aHWWI-Index auf Dollarbasis. — ^bSpotpreis Sorte Brent, London; letzter Wert: 10.12.2009.

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

Abbildung 8:
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2009^a



^aInflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2008. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

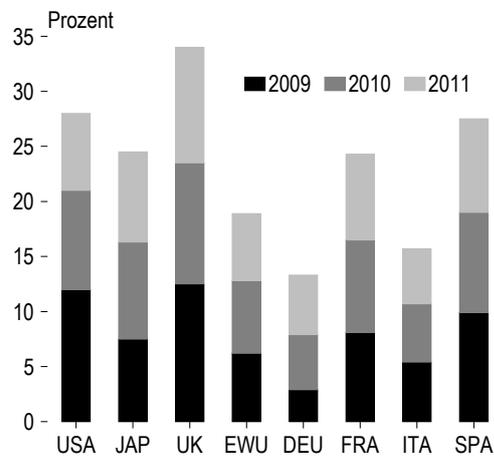
Quelle: OECD (2009a); eigene Berechnungen.

regungen in zukünftigen wirtschaftlichen Krisen stark einschränken würde.⁶ Hinzu kommt die

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

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

Abbildung 9:
Kumulierte Budgetdefizite in großen Industrieländern 2009–2011^a



^aGesamtstaatliches Budgetdefizit in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

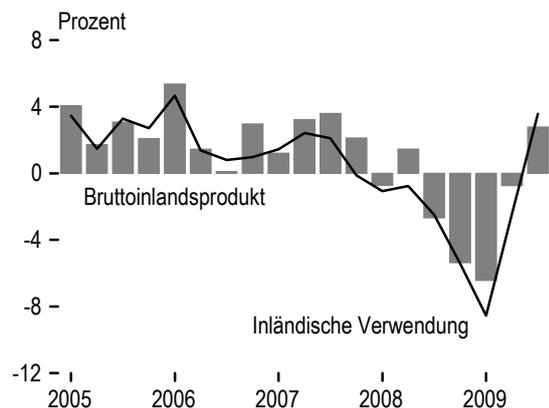
Quelle: Eigene Berechnungen und Prognosen.

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

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

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

Abbildung 10:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2005–2009^a



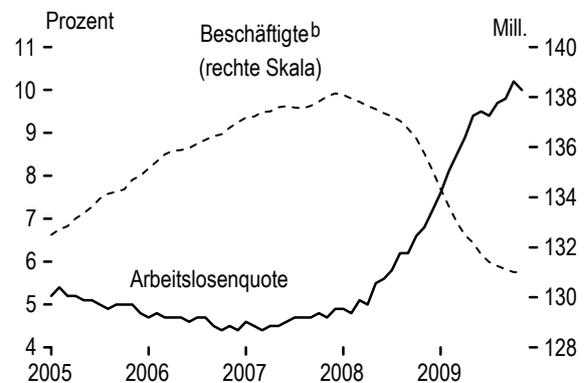
^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2009).

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

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

Abbildung 11:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2005–2009^a



^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2009a).

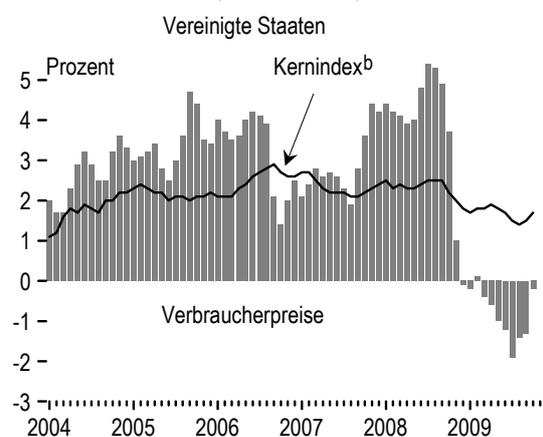
Die Finanzmärkte in den Vereinigten Staaten haben sich im Laufe des Jahres 2009 weiter stabilisiert. Darauf deuten eine Reihe von sin-

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

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

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

Abbildung 12:
Verbraucherpreisanstieg in den Vereinigten Staaten 2004–2009^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor (2009b).

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

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

Kasten 1:

Zur Expansionsschwelle des Einkaufsmanagerindex in den Vereinigten Staaten

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

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

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

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

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

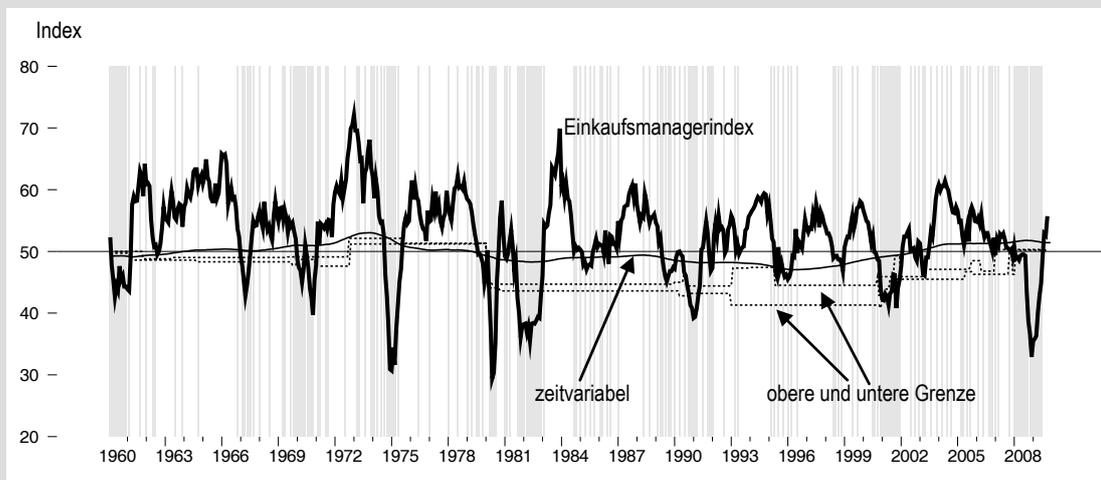
Die Ergebnisse für die Industrieproduktion zeigen, dass sich der nach der zweiten Methode berechnete Schwellenwert tatsächlich im Bereich von 50 bewegt. Im Zeitablauf ist nur eine geringe Variabilität zu erkennen (Abbildung K1-1). Die zeitvariable Expansionsschwelle liegt seit 2004 etwas über 50, während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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung K1-1

Zeitvariable Grenzwerte für den Einkaufsmanagerindex in Bezug auf die Industrieproduktionⁱ 1960–2008



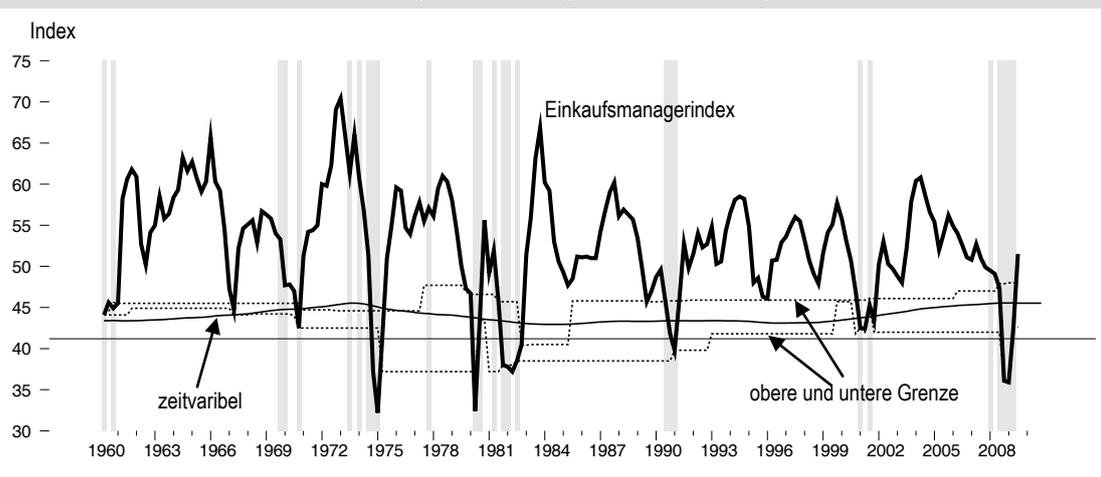
ⁱNegative Zuwachsraten der Industrieproduktion im Vergleich zum Vormonat sind grau unterlegt.

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

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

Abbildung K1-2:

Zeitvariable Grenzwerte für den Einkaufsmanagerindex in Bezug auf das Bruttoinlandsproduktⁱ 1960–2008



ⁱNegative Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorquartal sind grau unterlegt.

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle K1-1:

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

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

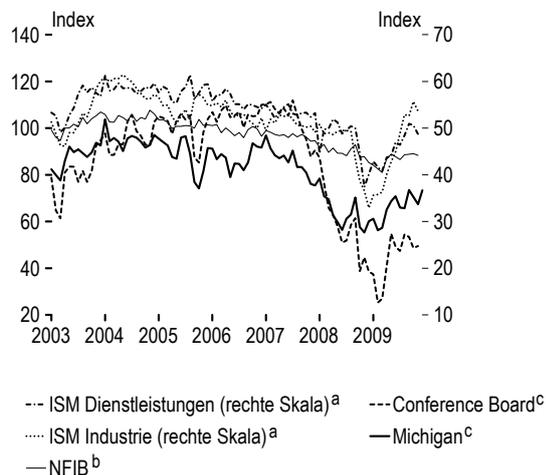
ⁱAuf Basis von 598 Beobachtungen. — ⁱⁱAuf Basis von 199 Beobachtungen. — ⁱⁱⁱBerechnet auf Basis des nichtparametrischen Verfahrens unter der Annahme, dass der Grenzwert nicht im Zeitablauf variieren darf. Für die Industrieproduktion beträgt die obere Grenze 48,9 und die Untergrenze 47,6. Für das Bruttoinlandsprodukt beträgt die obere Grenze 45,4 und die untere Grenze 45,3.

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

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

Abbildung 13:

Frühindikatoren in den Vereinigten Staaten 2003–2009



^aUnternehmensvertrauen. — ^bUnternehmensvertrauen kleine und mittlere Unternehmen. — ^cKonsumentenvertrauen.

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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Kasten 2:

Die Rolle des Lagerzyklus für Aufschwünge in den Vereinigten Staaten

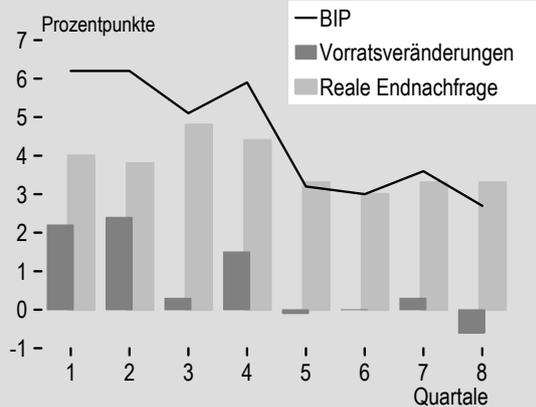
In den Vereinigten Staaten fallen Erholungsphasen innerhalb des ersten Jahres nach einer Rezession häufig besonders kräftig aus. Beaudry und Koop (1993) zeigen, dass Produktionsrückgängen in der Regel ein kräftiger Aufschwung folgt, durch den die Rückgänge rasch wieder ausgeglichen werden. Obwohl die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

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

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

Abbildung K2-1:

Lagerzyklus und reale Endnachfrage im Anschluss an Rezessionen in den Vereinigten Staatenⁱ

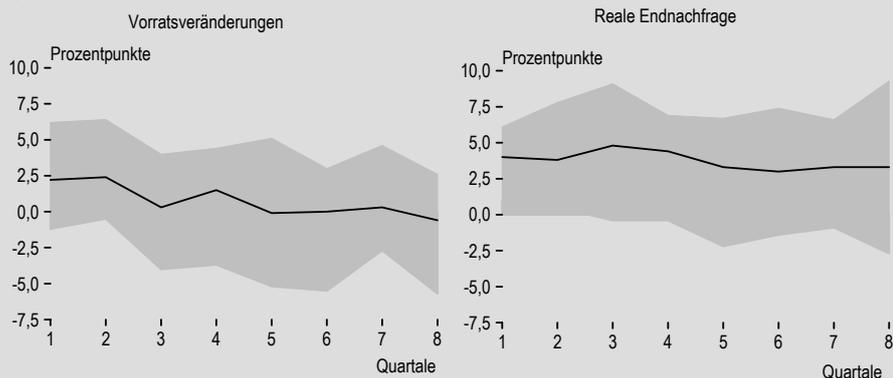


ⁱWachstumsbeiträge, durchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 9 Rezessionen. Quartal 1 ist das erste Quartal einer Erholungsphase.

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

Abbildung K2-2:

Bandbreite der Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen und realen Endnachfrage nach Rezessionen in den Vereinigten Staatenⁱ



ⁱWachstumsbeiträge über die vergangenen 9 Rezessionen, Konfidenzintervalle decken die gesamte realisierte Bandbreite ab. Quartal 1 ist das erste Quartal einer Erholungsphase.

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

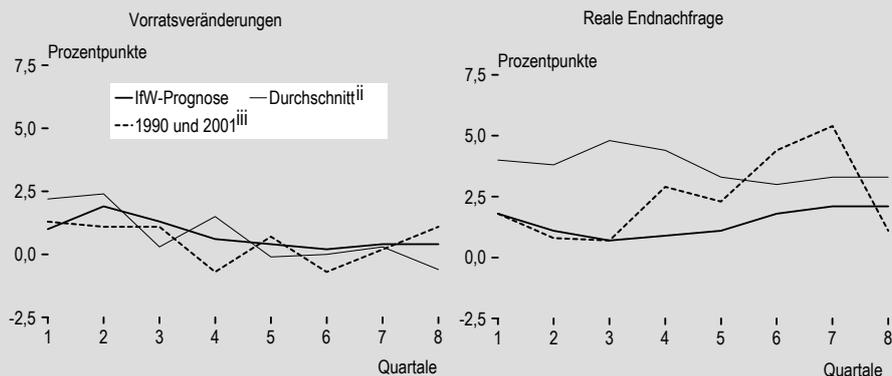
Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

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

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

Abbildung K2-3:

Vorratsveränderungen und reale Endnachfrage in den Vereinigten Staatenⁱ



ⁱWachstumsbeiträge. — ⁱⁱDurchschnittliche Entwicklung während der vergangenen 9 Rezessionen. — ⁱⁱⁱDurchschnittliche Entwicklung während der jüngsten zwei Rezessionen von 1990 und 2001.

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

^aEin solcher Zusammenhang lässt sich auch für Deutschland nachweisen, vgl. dazu Boss et al. (2009: Kasten 1). — ^bAuch disaggregiert betrachtet weist keine einzelne Komponente der übrigen Verwendungsseite eine vergleichbare Dynamik auf. — ^cVgl. dazu Reinhart und Rogoff (2008), Claessens et al. (2008) sowie Dovern und Janssen (2008).

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

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

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

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

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

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

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

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

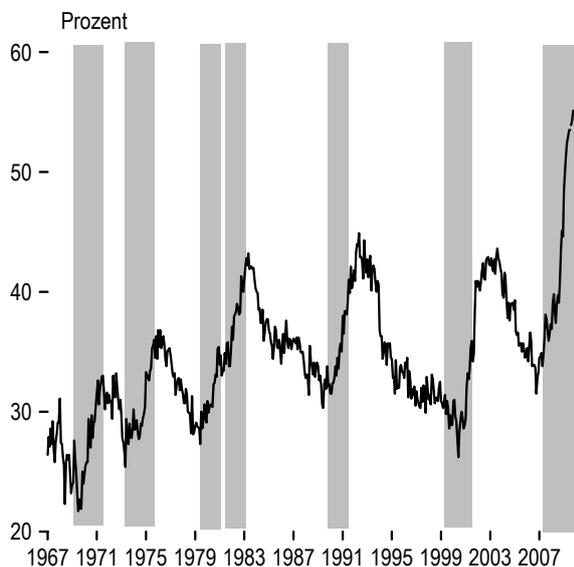
	2008	2009 ^a	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	0,4	-2,5	2,0	2,2
Inlandsnachfrage ^b	-0,7	-3,4	1,7	2,0
Privater Verbrauch	-0,2	-0,6	1,0	1,4
Staatsnachfrage	3,1	2,1	1,9	1,6
Anlageinvestitionen	-5,1	-18,6	-1,4	0,7
Ausrüstungen und Software	-2,6	-17,4	2,5	4,9
Gewerbliche Bauten	10,3	-19,3	-10,7	-1,4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

^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

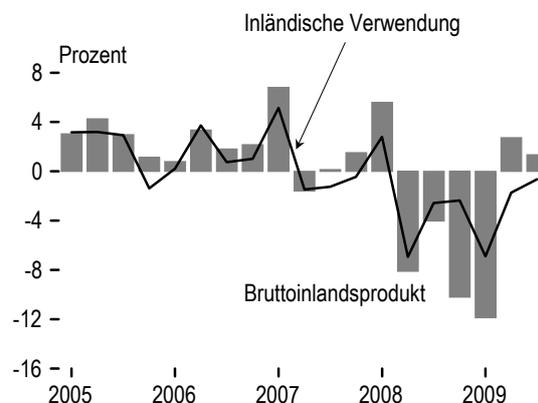
Abbildung 14:
Anteil der Arbeitslosen mit dauerhaftem Arbeitsplatzverlust in den Vereinigten Staaten 1967–2009^a



^aDer Anteil der Arbeitslosen in den Vereinigten Staaten, die ihren Arbeitsplatzverlust als dauerhaft bezeichnen.

Quelle: US Department of Labor (2009a).

Abbildung 15:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2005–2009^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

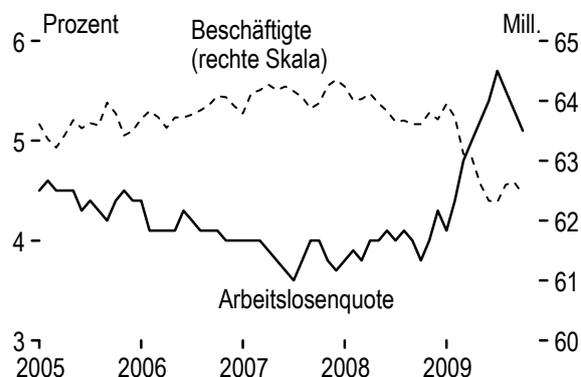
Quelle: Cabinet Office (2009).

Fragile Erholung in Japan

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

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

Abbildung 16:
Arbeitsmarkt in Japan 2005–2009^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: OECD (2009a).

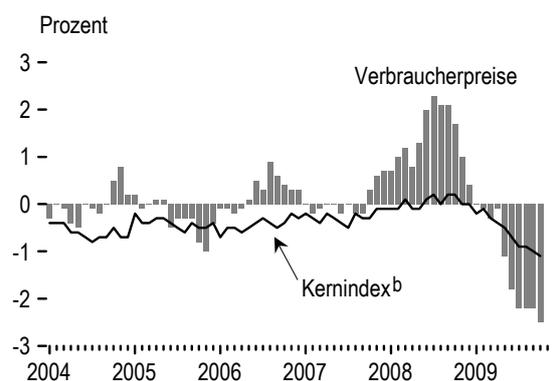
einem Gutteil an Beschäftigungssubventionen, vergleichbar der in Deutschland bestehenden Kurzarbeiterregelung, die von der Regierung als Reaktion auf die Wirtschaftskrise im Rahmen der Konjunkturprogramme beschlossen worden war. Insgesamt sind vier Pakete zur Stimulierung der Konjunktur in einem Umfang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

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

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

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

Abbildung 17:
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2004–2009^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Statistics Bureau of Japan (2009).

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

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

Tabelle 3:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2008–2011

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

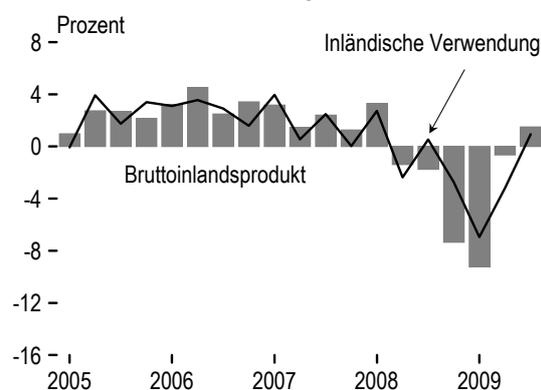
^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Keine durchgreifende Erholung im Euroraum

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

Abbildung 18:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2005–2009^a

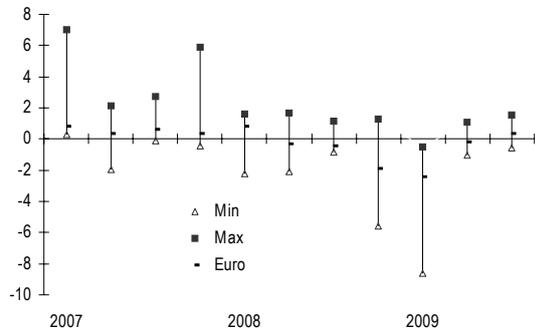


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2009).

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung 19:
Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts in den Ländern des Euroraums 2007–2009^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorquartal. Durchschnitt sowie Minimum und Maximum der Länderergebnisse.

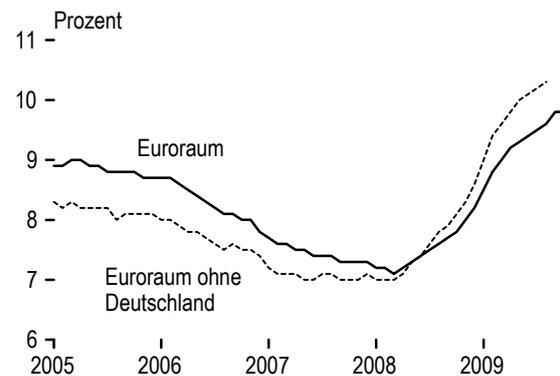
Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

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

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

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

Abbildung 20:
Arbeitslosenquote im Euroraum 2005–2009^a

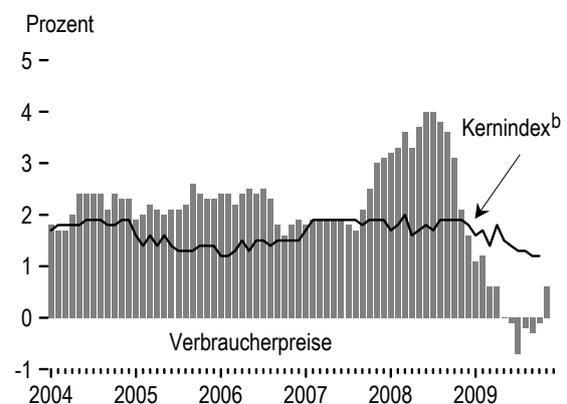


^aSaisonbereinigt.

Quelle: EZB (2009a); eigene Berechnungen.

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

Abbildung 21:
Verbraucherpreisanstieg im Euroraum 2004–2009^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Eurostat (2009).

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

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

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

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

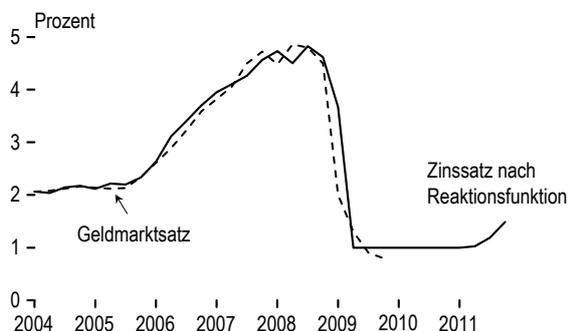
⁹ Bis Herbst 2008 hat sie ohne das Gesamtvolumen zu ändern das Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Refinanzierungsoperationen geändert, um den Banken mittelfristige Liquiditätssicherheit zu bieten. Nach der Zuspitzung der Krise im Herbst 2008 stellte sie das Bieterverfahren für Refinanzierungsoperationen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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung 22:
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2011^a



^aPrognose ab dem 4. Quartal 2010 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB.

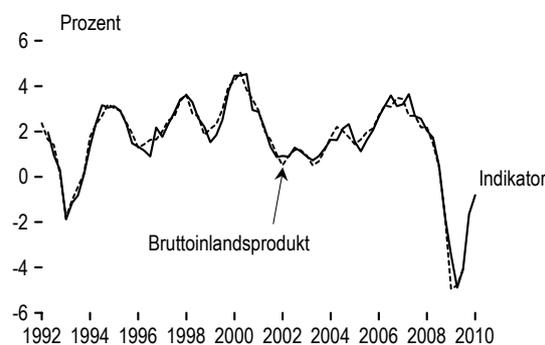
Quelle: EZB (2009a); eigene Berechnungen.

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

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

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

Abbildung 23:
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2010^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

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

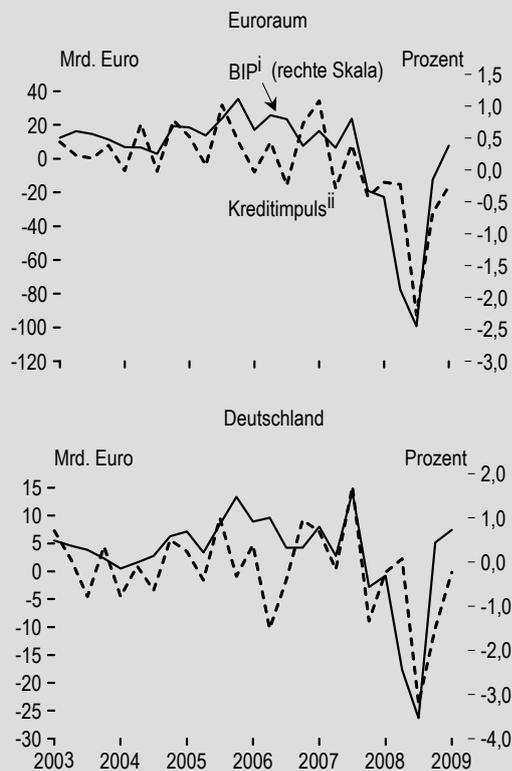
Kasten 3:

Kreditimpuls in ausgewählten Ländern Europas

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

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

Abbildung K3-1:
Kreditimpuls und Bruttoinlandsprodukt 2003–2009



ⁱVorquartalsvergleich. — ⁱⁱSaisonbereinigt.

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle K3-1:

Kreditimpuls in ausgewählten Ländern Europas relativ zum Kreditvolumen 2008–2009

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

ⁱKorrelation zwischen saisonbereinigtem Kreditimpuls und Vorquartalsvergleich des Bruttoinlandsprodukts.

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

^aFrühere Datenstände sind für den Euroraum nicht verfügbar.

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

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

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

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2008–2011

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

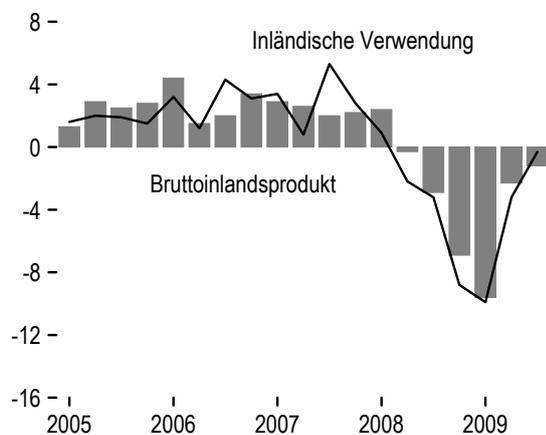
^aPrognose. — ^bReal, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cPrivater Sektor. — ^dVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — ^eHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Nur schwache Erholung im Vereinigten Königreich

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

Abbildung 24:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2005–2009^a



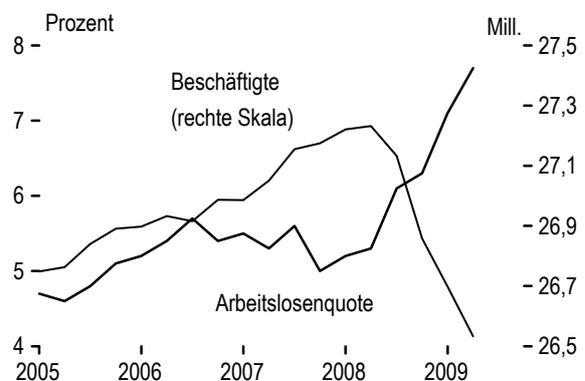
^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2009).

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

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

Abbildung 25:
Arbeitsmarkt im Vereinigten Königreich 2005–2009^a



^aSaisonbereinigt.

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

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

¹² Vgl. dazu auch Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009b: 81).

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

Auch die Finanzpolitik ist seit Ausbruch der Krise extrem expansiv. Unter anderem aufgrund der Stützungsmaßnahmen für den Bankensektor dürfte das Budgetdefizit im laufenden Jahr 12 1/2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichen, nach 5 Prozent im vergangenen Jahr. Im Prognosezeitraum wird die Fiskalpolitik aufgrund von Konsolidierungsmaßnahmen dämpfend auf die Konjunktur wirken. Zwar dürften die Ausgaben für Transferleistungen aufgrund der weiter steigenden Arbeitslosigkeit noch bis Mitte 2011 zunehmen, es sind aber einige restriktive Maßnahmen bereits beschlossen. So wird zum Anfang des kommenden Jahres der Umsatzsteuersatz, der zur Stimulierung der Konjunktur vorübergehend von 17,5 auf 15 Prozent gesenkt worden war, wieder auf das alte Niveau erhöht.

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

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

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

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

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

^aPrognose. — ^bReal; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — ^dHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

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

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

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

Differenziertes Bild in den Beitrittsländern zur EU

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

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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle 6:

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

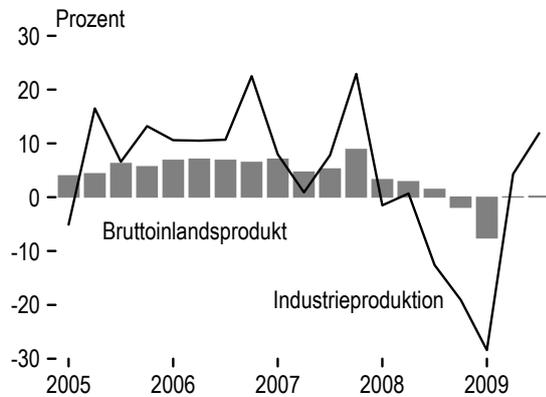
	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2009 ^e	2010 ^e	2011 ^e	2009 ^e	2010 ^e	2011 ^e	2009 ^e	2010 ^e	2011 ^e
Deutschland	19,9	-5,0	1,2	2,0	0,2	0,7	1,3	7,9	8,9	8,9
Frankreich	15,6	-2,3	1,1	1,7	0,0	0,7	1,2	9,2	10,2	10,0
Italien	12,5	-4,8	0,5	1,0	0,7	1,2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

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2008 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — ^ePrognose. — ^fSeit 2004.

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

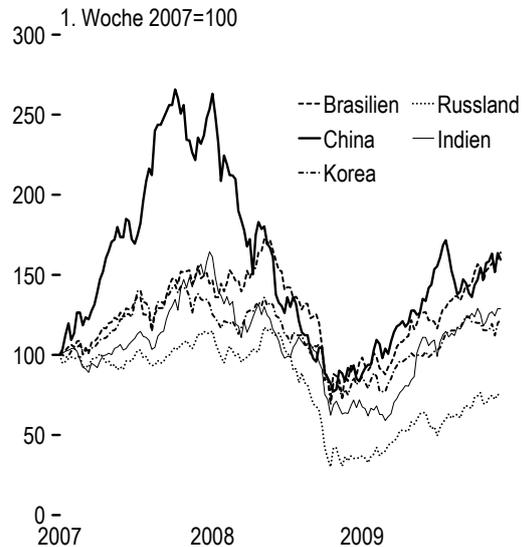
Abbildung 26:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2005–2009^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

Abbildung 27:
Aktienkurse in ausgewählten Schwellenländern 2007–2009^a



^aLetzter Wert: 11. Dezember 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Kräftige Expansion in den Schwellenländern

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

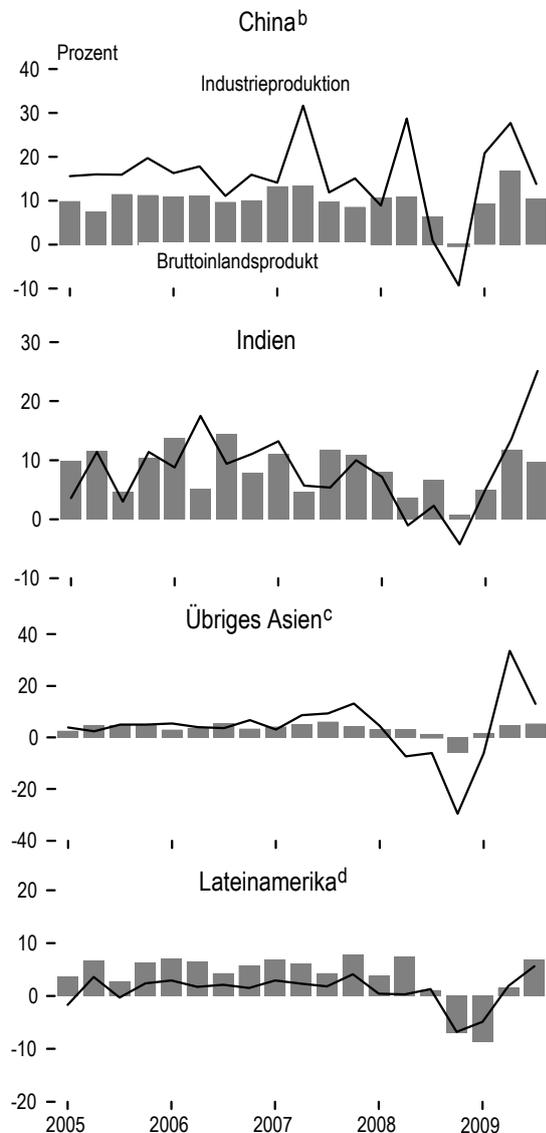
Im Herbst 2008 waren die Schwellenländer in den Sog der scharfen Rezessionen in den Industrieländern geraten und mussten massive Produktionseinbußen hinnehmen. Insbesondere der beispiellose Einbruch des Welthandels traf die aufstrebenden Volkswirtschaften hart. Die Aktienkurse fielen dramatisch (Abbildung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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Abbildung 28:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den
Schwellenländern 2005–2009^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bQuartalswerte basierend auf Abeyasinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik. — ^cGewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Philippinen und Hongkong. — ^d3. Quartal teilweise geschätzt.

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

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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle 7:

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

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

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dAufgeführte Länder.

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

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

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

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

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

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

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

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

Ausblick: Gespaltene Weltkonjunktur

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

¹⁶ Die Regierung versucht unter anderem mit Zinssubventionen und staatlichen Garantien die Kreditvergabe anzukurbeln.

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

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

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

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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

Tabelle 8:

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

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

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2008 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cWest- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — ^ePrognose.

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

Tabelle 9:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2008–2011

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

^aGewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 nach Kaufkraftparität. — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dOhne China und Japan.

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

Risiken

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

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

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

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

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

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

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

Literatur

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

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

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

Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik

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