

Boysen-Hogrefe, Jens et al.

**Book Part — Published Version**

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Boysen-Hogrefe, Jens et al. (2010) : Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2010, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, pp. 3-25

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/45600>

**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.*

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

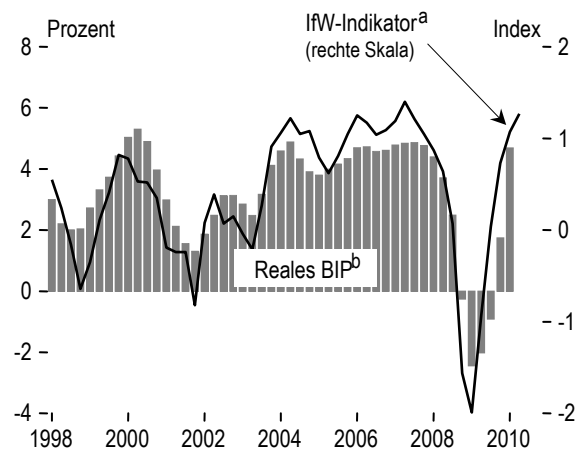
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovert, Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van Roye und Joachim Scheide

### Zusammenfassung:

Die Weltwirtschaft hat sich rascher erholt als erwartet. Vor allem die Konjunktur in den Entwicklungs- und Schwellenländern hat im Winterhalbjahr 2009/2010 eine hohe Dynamik entfaltet, aber auch in den Industrieländern nahm die Produktion überraschend deutlich zu. Allerdings deutet sich an, dass die Konjunktur in den Schwellenländern im weiteren Verlauf an Schwung verliert. Gleichzeitig hat die Vertrauenskrise im Euroraum gezeigt, dass erhebliche Risiken für die Erholung in den Industrieländern bestehen. Daher haben wir zwar unsere Prognose für den Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2010 deutlich von 3,7 Prozent in unserer Prognose vom März auf 4,4 Prozent erhöht. Für 2011 erwarten wir aber nach wie vor einen nur moderaten Zuwachs der Weltproduktion von 3,7 Prozent (Märzprognose: 3,6 Prozent). Dabei bleibt die Arbeitslosigkeit in den Industrieländern insgesamt hoch, und die Inflation verharrt auf niedrigem Niveau.

Die Weltkonjunktur hat sich rascher erholt als erwartet, die Risiken für den Aufschwung haben aber in den vergangenen Wochen zugenommen. Nach einem kräftigen Zuwachs im vierten Quartal 2009 legte das globale reale Bruttoinlandsprodukt auch in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres deutlich zu; gemessen auf der Basis von Kaufkraftparitäten dürfte es im ersten Quartal 2010 um rund 4,5 Prozent höher gelegen haben als ein Jahr zuvor, als der Tiefpunkt der Produktion im Verlauf der globalen Rezession erreicht worden war (Abbildung 1).

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2010



<sup>a</sup>Auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr; 1. Quartal 2010 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2010a); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Auch für das zweite Quartal ist mit einem kräftigen Anstieg der Weltproduktion zu rechnen; darauf deutet der auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern berechnete IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität hin. Die deutliche Zunahme der Produktion folgt freilich einem in der Nachkriegsgeschichte beispiellosen konjunkturellen Einbruch, so dass die Weltproduktion wohl nach wie vor in erheblichem Maße unterausgelastet ist.<sup>1</sup> Dennoch

<sup>1</sup>Aussagen zum Niveau des Produktionspotentials sind gegenwärtig allerdings mit besonders großer Unsicherheit behaftet. Die mittelfristigen Auswirkungen der Finanzkrise dürften es vermindert haben, das

scheint die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft durch die negativen Nachwirkungen der weltweiten Finanzkrise, die in einer Reihe von großen Ländern mit Immobilienkrisen einherging, weniger gedämpft worden zu sein, als dies die Erfahrungen mit früheren Banken- und Immobilienkrisen nahelegen und als von uns wie auch vielen anderen Prognostikern – etwa dem IWF oder der OECD – noch vor wenigen Monaten erwartet worden war.<sup>2</sup>

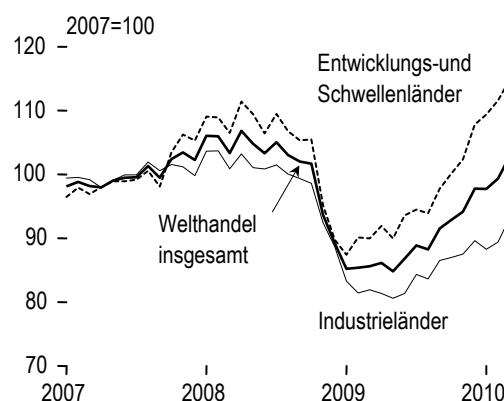
Die Erholung der weltwirtschaftlichen Aktivität spiegelt sich besonders im Welthandel, der seit dem dritten Quartal sehr kräftig expandierte und sein Vorjahresniveau im März um 20 Prozent überstieg. Hier zeigt sich deutlich, dass der konjunkturelle Aufschwung der Weltwirtschaft in erster Linie von den Entwicklungs- und Schwellenländern getragen wird. Während dort der drastische Rückgang des Handels in der akuten Phase der Finanzkrise bereits Ende des vergangenen Jahres wettgemacht war und die Vorkrisenhöchststände inzwischen deutlich überschritten werden, verläuft die Erholung des Handels der Industrieländer eher schleppend, und zu seinem Niveau vom Sommer 2008 fehlten dort zuletzt immer noch rund 10 Prozent (Abbildung 2).

In jüngster Zeit haben sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen aber etwas eingetrübt. Hierzu trug zum einen die Vertrauenskrise im Euroraum bei, in deren Folge sich die Volatilität an den Finanzmärkten deutlich erhöht hat und es zu einem Rückzug vieler Investoren aus Vermögensanlagen mit höheren Risiken gekommen ist. In der Folge sind die Aktienkurse zeitweise kräftig gesunken, der Euro verlor erheblich an Außenwert, und die Rohstoffpreise gaben

Ausmaß der negativen Effekte bleibt aber ungewiss. Für die Industrieländer schätzt die OECD (2010b: 238–239) auf der Basis eines Produktionsfunktionsansatzes, dass das Potentialniveau auf längere Frist um 3 Prozent gemindert wird. Für eine Analyse der Auswirkungen des Produktionseinbruchs auf die Schätzung der Trendwachstumsrate der Weltproduktion vgl. Gern et al. (2009: 38–40).

<sup>2</sup> Zu den Auswirkungen von Banken- und Immobilienkrisen auf das Profil von Rezessionen und nachfolgender Erholung siehe beispielsweise Boysen-Hogrefe et al. (2010a), Claessen et al. (2008) und IMF (2009).

Abbildung 2:  
Realer Welthandel 2007–2010



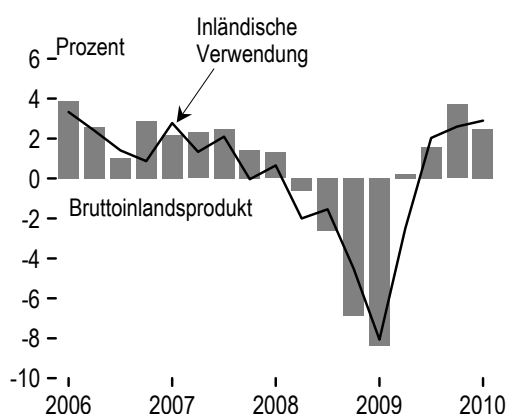
Quelle: CPB (2010); eigene Berechnungen.

spürbar nach. Hintergrund sind zunehmende Zweifel an der mittelfristigen Tragbarkeit der Staatsschulden. Diese haben sich bislang auf einzelne, zumeist kleinere europäische Staaten konzentriert, könnten sich angesichts der in den meisten großen Industrieländern ebenfalls rasch steigenden Schuldenstände aber auch auf diese Länder ausweiten. Zum anderen leiteten die Regierungen in wichtigen Schwellenländern, insbesondere in China, Indien und Brasilien, eine Straffung der Wirtschaftspolitik ein, um einer konjunkturellen Überhitzung und dem Entstehen von Vermögenspreisblasen entgegenzuwirken. Weil diese Länder derzeit ein wichtiger Motor des weltwirtschaftlichen Aufschwungs sind, strahlt die mit diesem Politikwechsel einhergehende Unsicherheit über die Fortdauer der hohen konjunkturellen Dynamik auf die übrige Welt aus. Zusätzlich wird die Finanzpolitik in nahezu allen Ländern gleichzeitig und zum Teil deutlich gestrafft, so dass eine merklich verringerte Dynamik der Weltkonjunktur zu erwarten ist. Allerdings dürfte die Weltproduktion deutlich aufwärts gerichtet bleiben, wenn es der Wirtschaftspolitik gelingt, die Irritationen an den Finanzmärkten zu begrenzen und eine harte Landung in den Schwellenländern zu verhindern. Die Risiken für einen konjunkturellen Rückschlag sind mit der Vertrauenskrise im Euroraum aber deutlich gestiegen.

## Erholung in den Industrieländern nach wie vor auf schwachem Fundament

Der Produktionsanstieg in den Industrieländern hat sich im ersten Quartal 2010 im Vergleich zum Vorquartal zwar etwas verlangsamt; so nahm das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern nur noch mit 2,5 Prozent zu, nach 3,7 Prozent im vierten Quartal 2009 (Abbildung 3). Die konjunkturelle Erholung gewann aber an Breite, und die gesamtwirtschaftliche Produktion wurde nun auch in Italien und Spanien ausgeweitet, jenen größeren europäischen Ländern, in denen sie gegen Jahresende 2009 noch geschrumpft war. Allerdings ist der Konjunkturaufschwung nicht zuletzt auf den Umschwung bei den Lagerdispositionen der Unternehmen und auf eine in den meisten Ländern immer noch expansiv wirkende Finanzpolitik zurückzuführen, also auf Faktoren, die in den kommenden Monaten ihre stimulierende Wirkung allmählich verlieren oder – wie im Fall der Finanzpolitik – sogar restriktiv wirken werden. Gebremst durch eine schleppende Beschäftigungsausweitung und in vielen Bereichen im-

Abbildung 3:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2006–2010<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. 1. Quartal 2010 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2010a); eigene Berechnungen.

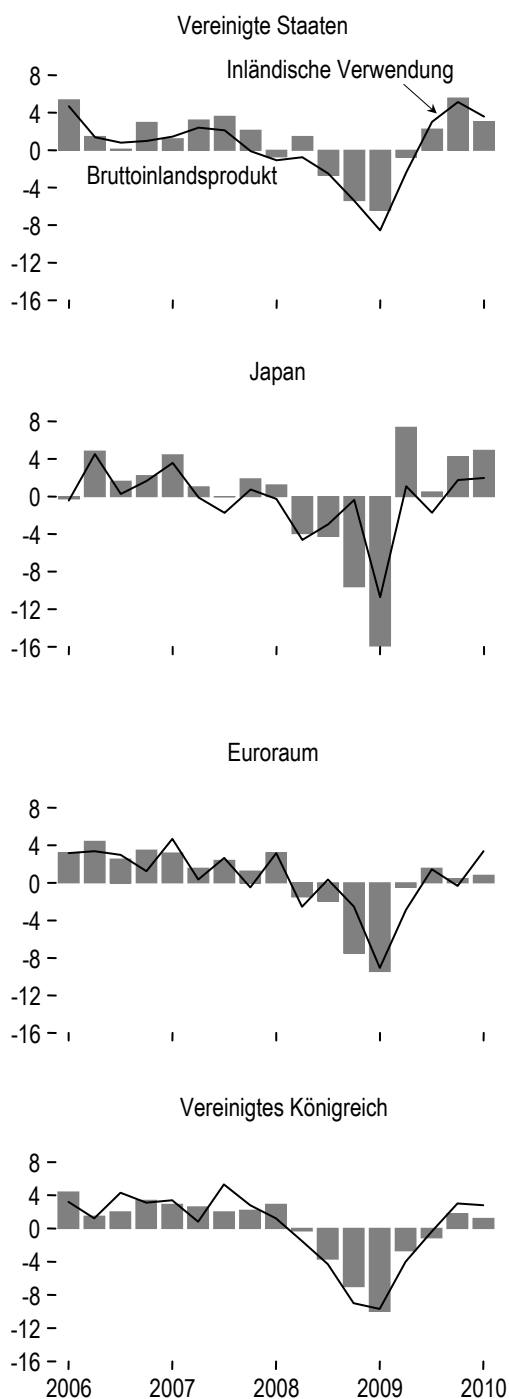
mer noch stark unterausgelastete Kapazitäten erscheint die zugrundeliegende Dynamik der privaten Endnachfrage nach wie vor wenig robust.

Dies gilt auch für die *Vereinigten Staaten*, wo sich die konjunkturelle Erholung im ersten Quartal 2010 zwar fortgesetzt hat (Abbildung 4), jedoch mehr als die Hälfte des Zuwachses der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Höhe von 3 Prozent (laufende Jahresrate) auf die Vorratsveränderungen zurückging. Kräftig legten außerdem der private Konsum mit 3,5 Prozent und die Investitionen in Ausrüstungen und Software (12,7 Prozent) zu. Hingegen dämpften sinkende Staatsausgaben und vor allem der Bausektor die Erholung. Neben dem Wirtschaftsbau, der wie in den Quartalen zuvor kräftig schrumpfte, ging auch der Wohnungsbau wieder zurück, der zuvor zwei Quartale in Folge gestiegen war – ein Anzeichen dafür, dass im Immobiliensektor weiterhin beträchtliche Hemmnisse bestehen. Da die Importe im Zuge der Konsumausweitung stärker zunahmen als die Exporte, lieferte auch der Außenhandel einen negativen Wachstumsbeitrag; das Defizit in der US-Handelsbilanz, das sich im Zuge der Rezession deutlich verringert hatte, nahm zuletzt wieder spürbar zu. Bedenklich stimmt, dass die Konjunkturerholung bislang noch nicht zu einer spürbaren Zunahme der Beschäftigung geführt hat. Zwar ist diese seit Januar aufwärts gerichtet, doch insgesamt nur moderat. Der Zuwachs von 431 000 zusätzlich geschaffenen Stellen im Mai ist nahezu vollständig auf kurzfristige Beschäftigung im Rahmen der derzeit laufenden Volkszählung zurückzuführen. Die Arbeitslosenquote hat sich noch nicht merklich verringert und liegt nach wie vor knapp unter 10 Prozent.

In *Japan* legte die gesamtwirtschaftliche Produktion zu Jahresbeginn mit einer Rate von 4,9 Prozent sehr kräftig zu. Maßgeblich waren wiederum die Exporte, die um 30 Prozent und damit erheblich schneller als die Importe ausgeweitet wurden. Nach wie vor profitiert die japanische Wirtschaft besonders von der hohen Dynamik der Nachfrage in den benachbarten asiatischen Ländern. Darüber hinaus legten die privaten Konsumausgaben nun zum zweiten Mal

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Abbildung 4:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen  
Industrielländern 2006–2010<sup>a</sup>



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

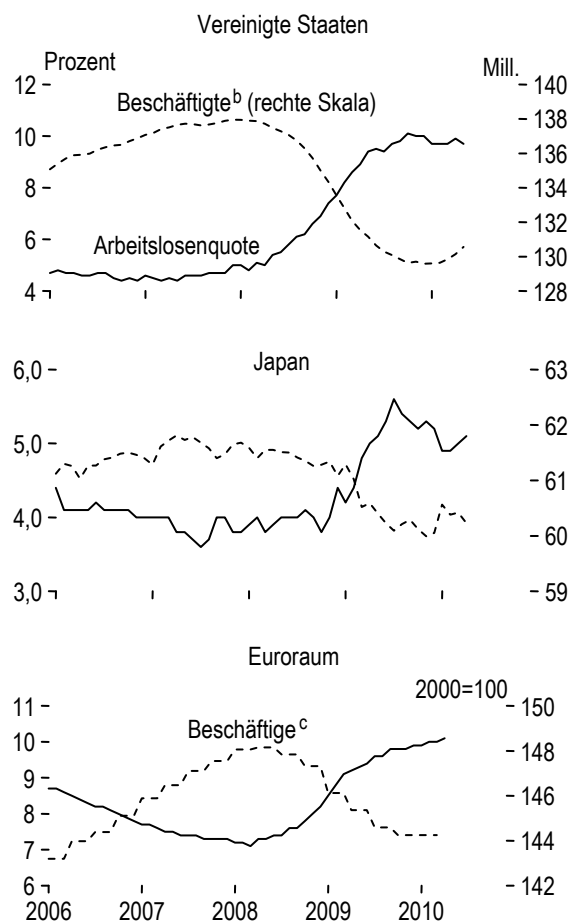
Quelle: US Department of Commerce (2010); Cabinet Office (2010); Eurostat (2010); Office for National Statistics (2010).

in Folge merklich zu, nachdem sie zuvor längere Zeit geschrumpft waren. Die privaten Anlageinvestitionen stiegen ebenfalls, wenngleich die Investitionskonjunktur nach wie vor mäßig ist. Neben den durch den Exportboom aufgehellten wirtschaftlichen Perspektiven wurde die private Endnachfrage durch staatliche Programme stimuliert. Hingegen gingen von der Staatsnachfrage kaum Impulse auf die gesamtwirtschaftliche Produktion aus. Während die staatlichen Konsumausgaben merklich zunahmen, wurde die Politik der Rückführung der öffentlichen Investitionen unvermindert fortgesetzt. Am Arbeitsmarkt hat sich der Aufschwung bislang noch nicht deutlich bemerkbar gemacht. Die Zahl der Beschäftigten steigt nur zögerlich, die Arbeitslosenquote ist nur leicht gesunken und verharrt auf dem für Japan hohen Niveau von 5 Prozent (Abbildung 5). Ein Grund für die zögerliche Reaktion am Arbeitsmarkt ist die Tatsache, dass in der Rezession Entlassungen durch staatliche Zuschüsse – vergleichbar der deutschen Kurzarbeiterregelung – entgegengewirkt wurde, so dass in vielen Betrieben noch eine gewisse Unterbeschäftigung herrscht, die abgebaut wird, bevor zusätzliche Beschäftigte eingestellt werden.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum nahm im ersten Quartal des Jahres 2010 abermals nur leicht – um annualisiert 0,8 Prozent – zu. Dass es überhaupt zu einer Expansion kam, geht auf die Lagerinvestitionen zurück, deren Wachstumsbeitrag bei 3,5 Prozentpunkten lag und damit die Schwäche der anderen Komponenten mehr als ausglich. Besonders stark war dieser Einfluss in Deutschland, aber auch im übrigen Euroraum war der Wachstumsbeitrag des Lagers mit rund 2 Prozentpunkten erheblich. Der private Konsum sank – wohl unter dem Einfluss des Auslaufens von Abwrackprämien in verschiedenen Ländern – leicht, während die Bruttoanlageinvestitionen auch infolge des strengen Winters deutlich zurückgefahren wurden. Spürbar negativ war ferner der Wachstumsbeitrag des Außenhandels. Die Exporte legten zwar deutlich zu, doch fiel der Anstieg der Importe erheblich kräftiger aus. Die konjunkturelle Dynamik war in den größeren Ländern des Euroraums relativ einheitlich.

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Abbildung 5:  
Arbeitsmarkt in ausgewählten Ländern 2006–2010<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Vereinigte Staaten: Abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft. — <sup>c</sup>Euroraum: Quartalswerte.

Quelle: EZB (2010); US Department of Labor (2010a); OECD (2010a); Eurostat (2010).

Lediglich in Italien expandierte die Produktion mit gut 2 Prozent merklich stärker. Unter den kleineren Ländern war der Produktionszuwachs in Portugal mit mehr als 4 Prozent besonders kräftig, während das Bruttoinlandsprodukt in Griechenland infolge der Vertrauenskrise und der einsetzenden Sparanstrengungen um über 3 Prozent sank. Der Arbeitsmarkt im Euroraum ist weiterhin von den Folgen der Großen Rezession geprägt. Die Arbeitslosenquote ist im April auf 10,1 Prozent gestiegen. Dabei zeigt sich eine besonders große Heterogenität zwischen den Mitgliedsländern. Während in Deutschland und in den Niederlanden die Quote jüngst sogar ge-

sunken ist, ist die Arbeitslosigkeit in den vergangenen Monaten vor allem in Italien, in Spanien und in Portugal gestiegen.

Die wirtschaftliche Erholung im *Vereinigten Königreich* hat sich im ersten Quartal 2010 fortgesetzt, wenngleich die Zuwachsrate mit annualisiert 1,2 Prozent niedriger ausfiel als im vierten Quartal des vergangenen Jahres. Impulse kamen vor allem von den Anlageinvestitionen, die nach dem Einbruch im vergangenen Jahr mit einer Rate von 6,3 Prozent expandierten. Insgesamt nahm die Binnennachfrage bei leicht steigendem Staatsverbrauch und einem leichten Rückgang der privaten Konsumausgaben um 2,6 Prozent zu. Der Außenbeitrag war hingegen trotz der vorangegangenen starken Abwertung des Pfund Sterling deutlich negativ, weil die Ausfuhren bei kräftig steigenden Importen annähernd stagnierten (Kasten 1). Die Arbeitslosenquote in der international standardisierten Abgrenzung nahm im Winter weiter zu – Zahlen liegen nur bis zum Februar vor –, doch deutet die seit geraumer Zeit rückläufige Zahl der Antragsteller auf Arbeitslosenunterstützung darauf hin, dass die Arbeitslosigkeit mit knapp 8 Prozent ihren zyklischen Höhepunkt erreicht hat.

Die *neuen Mitgliedsländer der EU* sind nach wie vor durch ausgeprägte Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung gekennzeichnet, wenngleich die gesamtwirtschaftliche Produktion in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres nahezu überall wieder expandierte. Verantwortlich hierfür war neben einer Zunahme der Exporte – nicht zuletzt im Zuge einer fortschreitenden Erholung der Automobilproduktion – auch ein Anziehen der Binnennachfrage, das sich etwa in einer deutlichen Zunahme der Einzelhandelsumsätze zeigte. Zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit, die im Zuge der Krise stark gestiegen ist, kam es bislang freilich noch nicht. Besonders günstig ist die konjunkturelle Lage nach wie vor in Polen, wo es im Zuge der Krise nicht zu einem nennenswerten Produktionsrückgang kam und die Rahmenbedingungen vonseiten der Geld- und Finanzpolitik besonders günstig sind. In anderen Ländern, etwa in Ungarn oder in Rumänien, könnte sich die kon-

**Kasten 1 :**

Zur jüngsten Exportperformance des Vereinigten Königreiches

Die Tatsache, dass das Vereinigte Königreich im vergangenen Jahr von allen großen Industrieländern am längsten in der Rezession war, obwohl das Pfund von Anfang 2007 bis zum dritten Quartal 2009 real effektiv um beinahe 25 Prozent abgewertet hatte, hat die Frage aufgeworfen, warum der Außenhandel nicht einen deutlich positiveren Beitrag zur Konjunktorentwicklung geliefert hat.

Angesichts der relativ schlechten Performance der Exporte wurde argumentiert, dass die starke Konzentration auf den Dienstleistungssektor dazu geführt hat, dass die Wirtschaft des Vereinigten Königreiches nicht mehr in der Lage ist weltweite Nachfrage nach innovativen Produkten zu bedienen – egal zu welchem Preis. Hinzu käme in der derzeitigen Situation der Nachteil, dass Finanzdienstleistungen wenig gefragt sind. Im Folgenden soll anhand einer Schätzgleichung festgestellt werden, ob die Entwicklung der realen Exporte der vergangenen Quartale bei gegebenen Einflussfaktoren tatsächlich schwach war.

Dazu wird die folgende Gleichung auf Basis vierteljährlicher Daten über den Zeitraum 1975Q2 bis 2007Q1 geschätzt:  $\Delta e_t = \beta_0 + \alpha_0 \Delta y_t + \alpha_1 \Delta y_{t-1} + \gamma_0 \Delta rewk_t + \delta_1 \Delta e_{t-1} + \delta_3 \Delta e_{t-3} + \varepsilon_t$ . Dabei bezeichnet  $\Delta e_t$  die Veränderung der realen Ausfuhren,  $\Delta y_t$  steht für die Veränderung der Weltproduktion (auf Basis der Anteile der Länder an den Exporten des Vereinigten Königreiches),  $\Delta rewk_t$  ist die Veränderung des realen effektiven Wechselkurses (auf Basis der Lohnstückkosten) und  $\varepsilon_t$  ist ein normalverteilter Störterm mit Varianz  $\sigma^2$ . Die Schätzergebnisse zeigen, dass ein Anstieg der Weltnachfrage um 1 Prozent die Exporte direkt um 1,2 Prozent erhöht und dass eine Aufwertung um 1 Prozent die Exporte direkt um 0,1 Prozent reduziert (Tabelle K 1-1). Langfristig ergeben sich Effekte von gut 2 Prozent, bzw. -0,1 Prozent (Abbildung K 1-1);<sup>a</sup> während die Elastizität im Bezug auf die Weltproduktion ähnlich zu empirischen Ergebnissen für andere Länder ist, ist die langfristige Reaktion auf Wechselkursänderungen im internationalen Vergleich sehr klein.

Tabelle-K 1-1:

Schätzergebnisse<sup>1</sup>

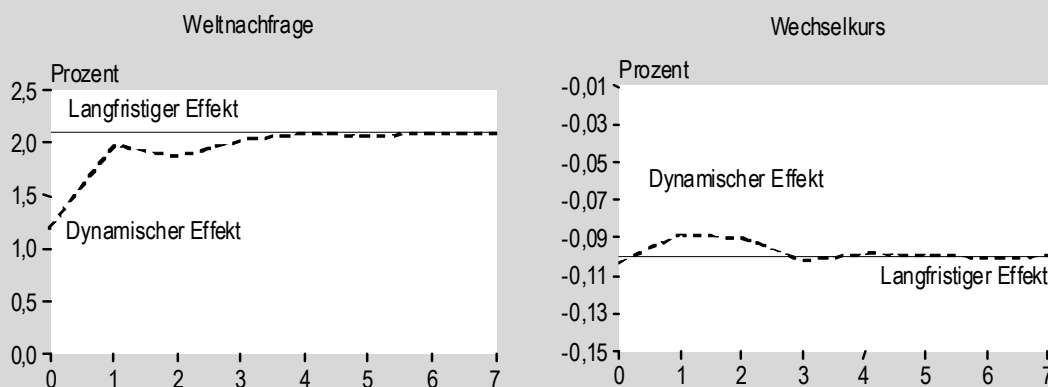
	Koeffizient	t-Wert
$\beta_0$	-0,005	-1,10
$\alpha_0$	1,201	2,37
$\alpha_1$	0,946	1,84
$\gamma_0$	-0,103	-2,38
$\delta_1$	-0,141	-2,17
$\delta_3$	0,115	1,72
$\sigma$	0,020	-

<sup>1</sup>Um für Ausreißer zu kontrollieren, wurden zusätzlich zu den hier angegebenen Regressoren auch Impulsdummyvariablen für 1979Q1, 1979Q2, 2006Q1 und 2006Q3 berücksichtigt.

Quelle: Office for National Statistics (2010); eigene Schätzungen.

Abbildung K 1-1:

Dynamische Effekte der Einflussfaktoren auf die Exporte<sup>1</sup>



<sup>1</sup>In Prozent; nach einer Veränderung der Einflussfaktoren um 1 Prozent. Dynamische Effekte sind kumuliert.

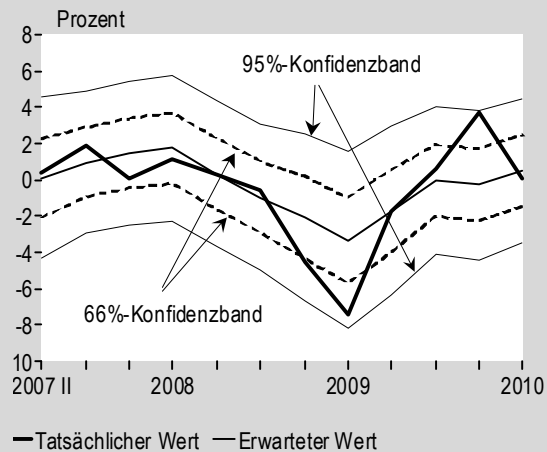
Quelle: Office for National Statistics (2010); eigene Schätzungen und Berechnungen.

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Anhand dieser Schätzgleichung wird der zu erwartende Verlauf der Exporte für den Zeitraum 2007Q2 bis 2010Q1 zusammen mit Konfidenzbändern berechnet.<sup>b</sup> Es zeigt sich, dass allein der Einbruch der Exporte im Winterhalbjahr 2008/2009 stärker war, als es die Einflussfaktoren zusammen mit dem historischen Muster nahegelegt hätten (Abbildung K 1-2).<sup>c</sup> Hingegen verlief die Erholung der Exporte in der zweiten Jahreshälfte 2009 deutlich stärker als durch das Modell vorhergesagt; so legten die Exporte im dritten Quartal des vergangenen Jahres um gut 0,5 Prozentpunkte stärker zu und im vierten sogar um knapp 4 Prozentpunkte. Im internationalen Vergleich sind beide Phänomene keine Besonderheit und können wohl unter anderem mit den erschwerten Finanzierungsbedingungen für Handelsunternehmungen während des Hochpunkts der Finanzkrise und den Aufholprozessen nach der Weltrezession erklärt werden. Alles in allem sprechen die Ergebnisse dafür, dass die Entwicklung der Exporte in jüngster Vergangenheit im historischen Vergleich nicht ungewöhnlich war. Es zeigt sich aber, dass die Preiselastizität der Exporte im internationalen Vergleich niedrig ist und somit von der hohen Abwertung nur geringe Impulse auf die Exporte ausgingen.<sup>d</sup>

<sup>a</sup>Die Parameter der Gleichung sind nach dem Text von Andrews und Ploberger (1994) im Zeitablauf stabil. — <sup>b</sup>Die Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses wurde für 2009Q4 und 2010Q1 anhand der Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses fortgeschrieben. — <sup>c</sup>Allerdings liegt diese Abweichung nur außerhalb des 66-Prozent-Konfidenzbandes; nicht aber außerhalb jenes mit 95 Prozent Konfidenzniveau. — <sup>d</sup>Üblicherweise liegt der langfristige Effekt bei  $-0,5$  bis  $-1$  Prozent.

Abbildung K 1-2:  
Anpassungsgüte der Schätzgleichung für die Veränderung der realen Exporte 2007–2010



Quelle: Office for National Statistics (2010); eigene Schätzungen und Berechnungen.

junkturrelle Aufhellung zu Beginn dieses Jahres hingegen als Strohfeder erweisen, werden doch die Abgaben spürbar erhöht und die öffentlichen Ausgaben erheblich gekürzt, um den Staatshaushalt zu konsolidieren.

### Weiterhin geringe Inflation

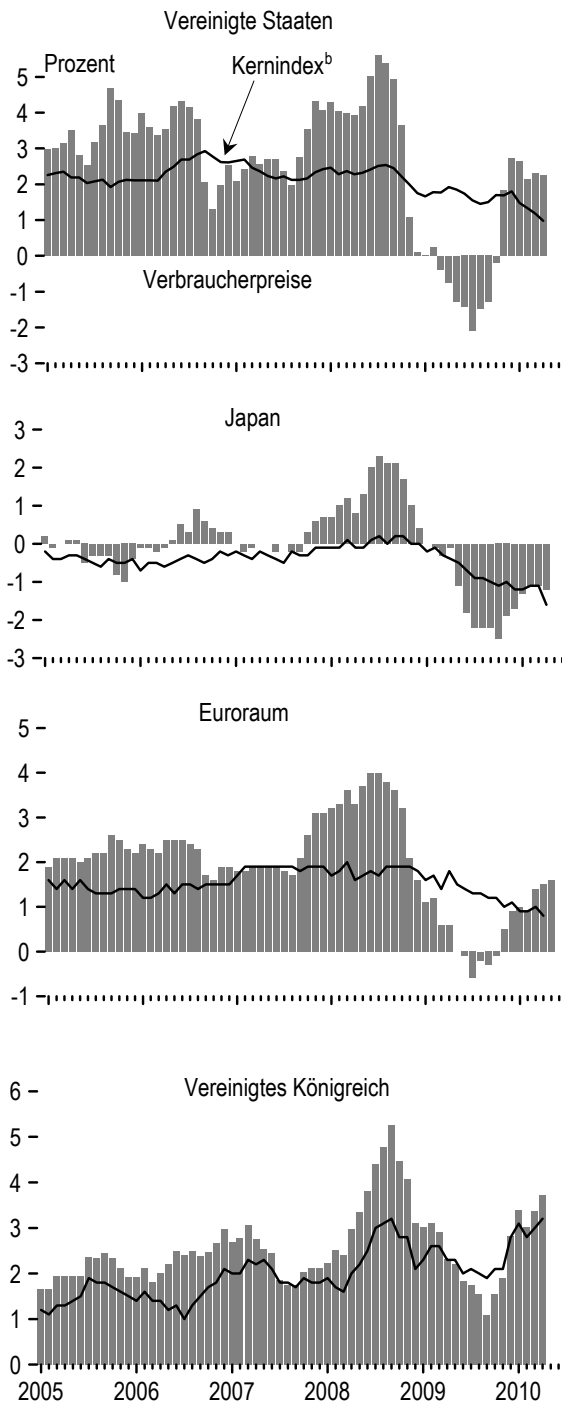
Der Preisauftrieb hat sich in den vergangenen Monaten weltweit wieder verstärkt, nachdem im Verlauf des vergangenen Jahres in vielen Ländern extrem niedrige Inflationsraten – zeitweilig sogar rückläufige Verbraucherpreise – zu verzeichnen gewesen waren. Allerdings ist die Tendenz zu höheren Inflationsraten zum überwiegenden Teil der Erholung der Rohstoffpreise geschuldet. Die Kernrate der Inflation, berechnet ohne Energie- und Nahrungsmittel-

preise, hat zum Teil sogar weiter abgenommen. Dies gilt vor allem für die Industrieländer, wo eine hohe Arbeitslosigkeit bis zuletzt die Lohnzuwächse gedämpft hat und die Preiserhöhungsspielräume angesichts nach wie vor niedriger Kapazitätsauslastung gering sind. So ging die Kernrate in den Vereinigten Staaten zuletzt auf 0,9 Prozent zurück, den niedrigsten Wert seit 1966 (Abbildung 6). Im Euroraum ist sie zuletzt ebenfalls – auf 0,7 Prozent im April – gesunken. Eine Ausnahme in diesem Bild ist das Vereinigte Königreich, wo die Kernrate zwischen September 2009 und Mai 2010 – bedingt durch die starke Abwertung und eine Mehrwertsteuererhöhung – von gut 1 Prozent auf über 3,5 Prozent gestiegen ist. Eine spürbar verstärkte Inflationsdynamik war in den vergangenen Monaten zudem in einer Reihe von Schwellenländern, so besonders in Indien und in China, zu verzeichnen.



## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Abbildung 6:  
Verbraucherpreisanstieg in großen Industrieländern 2005–2010<sup>a</sup>

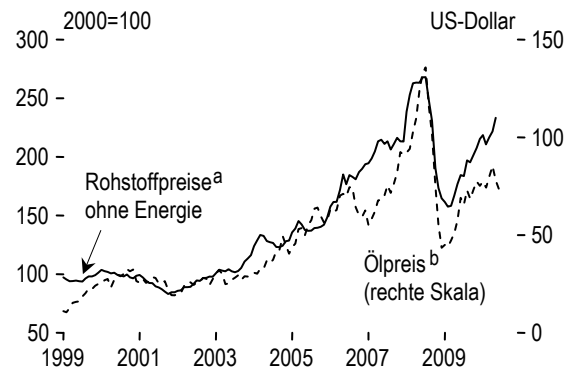


<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor (2010b); Eurostat (2010); Office for National Statistics (2010); Statistics Bureau of Japan (2010).

Der Anstieg der Rohstoffpreise war im Winterhalbjahr 2009/2010 weiterhin recht kräftig. Die Preise für einzelne Industrierohstoffe, etwa die für Eisenerz, aber auch die für verschiedene Nichteisenmetalle, näherten sich bereits den historischen Höchstständen von 2007/2008 oder haben diese sogar überschritten. Im Zuge der Finanzmarkturbulenzen der vergangenen Wochen sind allerdings die Preise für börsennotierte Industrierohstoffe sowie für Öl wieder merklich gesunken (Abbildung 7). Neben den höheren Konjunkturrisiken und einer insgesamt geringeren Risikoneigung von Finanzinvestoren wirkte der steigende Wert des Dollar dämpfend, in dem die meisten Rohstoffe fakturiert werden. Für den Prognosezeitraum unterstellen wir einen konstanten Ölpreis von 75 US-Dollar je Barrel sowie Preise für Industrierohstoffe, die angesichts einer auf kurze Sicht voraussichtlich angespannten Marktsituation in realer Rechnung leicht zulegen.

Abbildung 7:  
Rohstoffpreise 1999–2010



<sup>a</sup>HWWI-Index auf Dollarbasis. — <sup>b</sup>Spotpreis Sorte Brent pro Fass, London; letzter Wert: 10.06.2010.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2010).

Bei diesen Annahmen werden die preissteigernden Einflüsse vonseiten der Rohstoffpreise allmählich auslaufen. Gleichzeitig dürfte die Lohnentwicklung durch die hohe Arbeitslosigkeit weiter stark gedämpft werden. Daher wird der Verbraucherpreisauftrieb in den Industrieländern im Prognosezeitraum in der Grundtendenz niedrig bleiben.

## Finanzpolitik: Einstieg in die Konsolidierung

---

Die Möglichkeiten der Finanzpolitik zur Konjunkturstimulierung sind bei zum Teil zweistelligen Defizitquoten und rasch steigenden Schuldenständen offenbar in den meisten Ländern ausgereizt, und ein baldiger und überzeugender Einstieg in eine fiskalische Konsolidierung erscheint vielen Regierungen – auch unter dem Druck der Finanzmärkte – als notwendig. So hat vor allem eine Reihe europäischer Länder inzwischen eine erhebliche finanzpolitische Straffung eingeleitet oder für das kommende Jahr angekündigt. In den Vereinigten Staaten und in Japan wird für 2011 ebenfalls eine Rückführung der strukturellen Budgetdefizite angestrebt; allerdings stehen die Pläne in hohem Maße unter dem Vorbehalt einer fortgesetzten Konjunkturerholung.

Wenn sich viele Länder gleichzeitig zu einer deutlichen Straffung der Finanzpolitik entschließen, besteht ein potentielles Problem darin, dass sich die negativen Nachfrageschocks gegenseitig verstärken können, zumal der Ausweg versperrt ist, durch eine Abwertung den Rückgang der Binnennachfrage über zunehmende Exporte auszugleichen. Simulationen mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM (NIESR 2010) zeigen allerdings, dass die konjunkturellen Auswirkungen einer beträchtlichen fiskalischen Straffung – gerechnet wurde mit Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen in der Größenordnung von insgesamt knapp 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts – auf die Produktion zwar empfindlich sind. Sie verstärken sich aber nicht notwendigerweise gegenseitig, wenn eine solche Politik gleichzeitig in den meisten Industrieländern verfolgt wird (Kasten 2). Voraussetzung ist allerdings, dass die Geldpolitik vorausschauend und in ausreichendem Maße lockert, um den kontraktiven Wirkungen der Fiskalpolitik entgegenzuwirken. Angesichts des gegenwärtigen extrem niedrigen Niveaus der Notenbankzinsen und der Schwierigkeit im Umfeld sehr niedriger Kerninflation die Realzinsen deutlich unter null zu drücken, besteht allerdings das Risiko, dass

ein angemessener zusätzlicher geldpolitischer Stimulus nicht gegeben werden kann. Eine Schlussfolgerung daraus könnte sein, die fiskalische Konsolidierung dort, wo die Finanzmärkte keine drastischen Maßnahmen erzwingen, zunächst in moderatem Tempo zu beginnen. Außerdem sollte geprüft werden, welche nicht-konventionellen Maßnahmen der Geldpolitik geeignet sein könnten, die Konjunktur weiter zu stimulieren, wenn zusätzliche Impulse durch niedrigere Notenbankzinsen nicht mehr gegeben werden können.

Ein solch ausgeprägter Konsolidierungskurs, wie in dem Szenario simuliert ist für den Prognosezeitraum freilich nur für wenige Länder zu erwarten. Im Jahr 2010 gehen von der Finanzpolitik in den großen Industrieländern insgesamt sogar noch Anregungen aus. In den Vereinigten Staaten, in Japan, aber auch in einer Reihe von europäischen Ländern, nicht zuletzt in Deutschland, waren die während der Finanzkrise beschlossenen Konjunkturprogramme so ausgestaltet worden, dass sie auch noch im laufenden Jahr Impulse geben. Allerdings lassen die anregenden Wirkungen im Verlauf des Jahres in der Regel nach; in den Vereinigten Staaten wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage von dem Auslaufen der zur Konjunkturstimulierung beschlossenen Maßnahmen bereits im zweiten Halbjahr 2010 gedämpft (Dovern et al. 2010a: 18–20). In einigen europäischen Ländern ist die Finanzpolitik zwar bereits im laufenden Jahr restriktiv ausgerichtet, und dies zum Teil sogar sehr ausgeprägt, um das Vertrauen der Finanzmärkte zurückzugewinnen und die Kreditwürdigkeit bei den Finanzinvestoren zu stärken. Im Euroraum insgesamt ist die Ausrichtung der Finanzpolitik aber leicht expansiv, und das gesamtstaatliche Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nimmt nochmals leicht zu (Abbildung 8).

Für 2011 ist damit zu rechnen, dass die Finanzpolitik in den Industrieländern überall auf einen restriktiven Kurs einschwenkt, der allerdings alles in allem moderat ausfallen dürfte. Zwar werden Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen in einzelnen Ländern drastisch sein (zu diesen Ländern zählen neben Griechenland, Portugal und Spanien auch Ungarn

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

### Kasten 2 :

Zu den konjunkturellen Wirkungen einer gleichzeitigen fiskalischen Restriktion in den Industrieländern

Vor dem Hintergrund stark angeschwollener Budgetdefizite und rasch steigender Staatsverschuldung wird in den meisten Industrieländern eine baldige fiskalische Konsolidierung angestrebt. In einigen Ländern sind bereits drastische Sparprogramme beschlossen worden, vor allem dort, wo die Finanzmärkte bereits ein hohes Risiko dafür sehen, dass die Staatsschuld ohne einschneidende Korrekturen in der Finanzpolitik auf mittlere Sicht nicht mehr bedient werden kann (oder wird). Für die übrigen Länder ist dies auf der einen Seite ein Signal dafür, rechtzeitig mit einer Konsolidierung der Staatshaushalte zu beginnen, bevor auch für sie die Risikoprämien auf die Staatsschuld deutlich ansteigen. Auf der anderen Seite wird die Gefahr gesehen, dass eine gleichzeitige fiskalische Restriktion in allen Industrieländern die Konjunktur stark dämpfen und möglicherweise sogar eine neuerliche Rezession auslösen würde, weil sich die negativen Nachfrageschocks gegenseitig verstärken und die teilweise Kompensation eines restriktiven finanzpolitischen Impulses in einem Land durch die anregenden Wirkungen einer Abwertung der heimischen Währung fortfallen würden. Im Resultat würde die Rückführung der Defizite erheblich erschwert und weitaus geringer ausfallen als gedacht.

Um dieses Argument zu prüfen, haben wir mithilfe des makroökonomischen Weltmodells NiGEM eine ausgeprägt restriktive Finanzpolitik sowohl für den Fall simuliert, dass sie in einem Land isoliert durchgeführt wird, als auch für den Fall, dass sie gleichzeitig in allen großen Industrieländern (Vereinigte Staaten, Japan, Euroraum und Vereinigtes Königreich) umgesetzt wird. Unterstellt wurde jeweils ein Maßnahmenpaket bestehend aus einer dauerhaften Kürzung der konsumtiven Staatsausgaben um 5 Prozent und der staatlichen Transfers um ebenfalls 5 Prozent sowie einer Anhebung der indirekten Steuern um 2 Prozentpunkte im Vergleich zur Basislösung. Insgesamt belaufen sich die Maßnahmen in den einzelnen Ländern auf eine Größenordnung von knapp 2,5 Prozent bis reichlich 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die Modellsimulation wurde sowohl unter der Annahme durchgeführt, dass die Wirtschaftssubjekte ihre Entscheidungen auf der Basis der in der Vergangenheit beobachteten Entwicklungen treffen (adaptive Erwartungen), als auch unter der Annahme zukunftsgerichteter modellkonsistenter (rationaler) Erwartungen, wobei die tatsächlichen Reaktionen realistischlicherweise wohl zwischen diesen beiden Extremen liegen dürften.

Die Ergebnisse (Tabelle K 2-1) zeigen zunächst, dass die dämpfenden Wirkungen einer solch ausgeprägt restriktiven Finanzpolitik in der kurzen Frist erheblich sind, auch wenn sie in einem Land isoliert durchgeführt wird. Dabei sind die Wirkungen deutlich stärker bei adaptiver Erwartungsbildung als in einer Welt mit rationalen Erwartungen, in der die Akteure die Wirkungen der geänderten Finanzpolitik auf Aktivität und Inflation so wie Staatsverschuldung und zukünftige Steuerbelastung antizipieren und ihre Ausgabeentscheidungen entsprechen ausgestalten. Bezüglich der Frage, ob die dämpfende Wirkung auf die Produktion in einem Land bei international gleichzeitiger Restriktion stärker gedämpft wird als bei einer isolierten Sparpolitik, zeigt sich überraschenderweise, dass dies nicht notwendigerweise der Fall ist. Bei rationalen Erwartungen ergibt sich für den weltweiten Schock sogar regelmäßig ein geringerer Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zur Basislösung bereits im ersten Jahr. Maßgeblich hierfür ist, dass die Geldpolitik bei weltweit restriktiver Finanzpolitik wesentlich rascher und stärker gelockert wird. Besonders deutlich wird der Mechanismus am Beispiel eines kleinen Landes innerhalb des Euroraums wie etwa Griechenland. Wird die Finanzpolitik hier deutlich gestrafft, so wirkt sich dies nur unwesentlich auf die Entwicklung der Produktion und damit die Inflationsaussichten im Euroraum insgesamt aus, und die Europäische Zentralbank (EZB) wird nur geringfügig reagieren. Verfolgen hingegen alle Länder des Euroraums eine ausgeprägt restriktive Finanzpolitik, so ändern sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen für die Geldpolitik spürbar, und die Notenbank wird entsprechend deutlich ihre Zinsen senken. Je stärker die Erwartungsbildung zukunftsgerichtet ist, umso rascher und ausgeprägter wird dies der Fall sein.

Bei den von uns durchgeführten Simulationen ergibt sich eine Senkung der Notenbankzinsen in den vier betrachteten Währungsräumen gegenüber der Basislösung, die in der Spitze nach etwa vier Jahren in den Vereinigten Staaten 1,5 Prozentpunkte und im Euroraum reichlich 1 Prozentpunkt erreicht.<sup>a</sup> Im gegenwärtigen Umfeld extrem niedriger Notenbankzinsen ist es allerdings durchaus nicht sicher, dass der zinspolitische Spielraum vorhanden ist, der notwendig wäre, um den restriktiven Wirkungen einer konzertierten stark restriktiven Finanzpolitik in ausreichendem Maße entgegenzuwirken. Die Nullzinsgrenze greift in den Simulationen beispielsweise bereits im Fall von Japan, wo die Zinssenkung im Vergleich zur Basislösung geringer und zögerlicher ausfällt als in den anderen Währungsräumen.

<sup>a</sup>Im ersten Jahr reagieren die Notenbanken im Modell allerdings auf den durch die Anhebung der indirekten Steuern bewirkten Preisanstieg zunächst mit einer Zinsanhebung. Würde die Geldpolitik darauf verzichten, wären die negativen konjunkturellen Effekte entsprechend etwas geringer.

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Tabelle K 2-1:

Auswirkungen einer fiskalischen Restriktion auf das Niveau des Bruttoinlandsprodukts ausgewählter Industrieländer im Fall eines isolierten Vorgehens sowie im Fall einer konzertierten Restriktion<sup>i</sup>

		2011		2012		2013		2014		nachrichtlich: finanzpolitischer Impuls <sup>ii</sup>
		Rationale Erwar- tungen	Adaptive Erwar- tungen	Rationale Erwar- tungen	Adaptive Erwar- tungen	Rationale Erwar- tungen	Adaptive Erwar- tungen	Rationale Erwar- tungen	Adaptive Erwar- tungen	
Vereinigte Staaten	Singulärer Schock	-1,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,1	-1,4	-0,7	-1,3	
	Weltweiter Schock	-1,1	-2,2	-1,2	-2,2	-0,5	-1,1	-0,1	-0,9	-3,1
Euroraum	Singulärer Schock	-0,7	-1,3	-0,7	-1,5	-0,6	-1,4	-0,4	-1,2	
	Weltweiter Schock	-0,7	-1,6	-0,6	-1,8	-0,4	-1,6	-0,1	-1,3	-2,8
Deutschland	Singulärer Schock	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,7	-0,8	-0,6	-0,8	
	Weltweiter Schock	-0,6	-1,5	-0,5	-1,5	-0,2	-1,2	0,0	-0,9	-3,2
Frankreich	Singulärer Schock	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,1	-1,3	
	Weltweiter Schock	-0,9	-1,7	-0,8	-1,8	-0,5	-1,6	-0,3	-1,3	-2,6
Italien	Singulärer Schock	-0,9	-0,9	-1,2	-1,2	-1,4	-1,5	-1,3	-1,6	
	Weltweiter Schock	-0,5	-1,3	-0,7	-2,0	-0,6	-2,1	-0,4	-1,9	-2,9
Spanien	Singulärer Schock	-1,1	-0,9	-1,4	-1,2	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	
	Weltweiter Schock	-0,3	-1,4	-0,5	-2,1	-0,4	-2,2	0,1	-1,6	-2,6
Griechenland	Singulärer Schock	-1,2	-1,0	-1,1	-0,8	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	
	Weltweiter Schock	-1,4	-2,6	-1,3	-3,4	-0,9	-3,7	-0,3	-3,6	-2,3
Japan	Singulärer Schock	-2,0	-2,1	-1,9	-2,9	-1,4	-3,1	-0,9	-3,0	
	Weltweiter Schock	-1,4	-2,6	-1,3	-3,4	-0,9	-3,7	-0,3	-3,6	-2,5
Vereinigtes Königreich	Singulärer Schock	-0,8	-1,2	-0,7	-1,1	-0,5	-1,0	-0,4	-0,9	
	Weltweiter Schock	-1,1	-1,9	-0,9	-1,5	-0,5	-1,0	-0,3	-0,7	-2,4

<sup>i</sup>Abweichungen von der Basislösung in Prozent. Mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM wurde die Umsetzung eines finanzpolitischen Konsolidierungspakets im Jahr 2011 simuliert. Im Einzelnen werden die staatlichen Konsumausgaben sowie die Transfers um jeweils 5 Prozent gekürzt und der Satz indirekter Steuern um 2 Prozentpunkte angehoben. Simuliert wurde zum einen der Fall, dass das Paket lediglich im betrachteten Land umgesetzt wird, zum anderen der Fall, dass eine solche Politik gleichzeitig in allen Ländern des Euroraums, in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Vereinigten Königreich verfolgt wird. Die Lösung des Modells erfolgte sowohl unter der Voraussetzung zukunftsgerichteter (rationaler) Erwartungen als auch unter der Annahme adaptiver Erwartungen. — <sup>ii</sup>In Prozent des BIP.

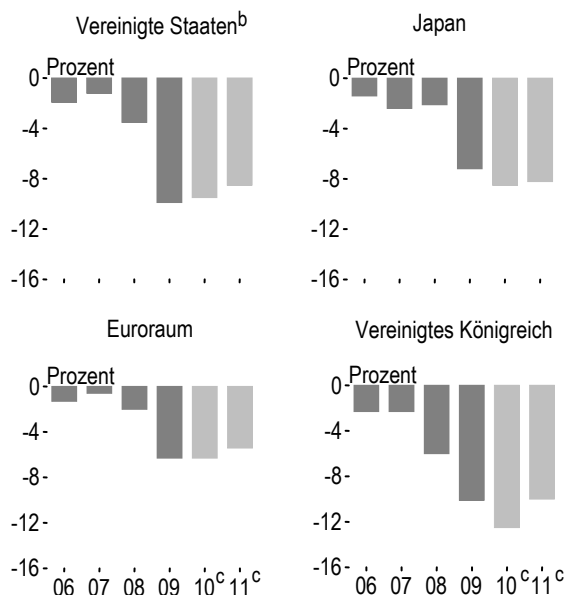
Quelle: Eigene Berechnungen.

und Rumänien), in den großen Ländern dürfte der Einstieg in die Haushaltskonsolidierung auch mit Rücksicht auf die Konjunktur aber moderat ausfallen.

In den *Vereinigten Staaten* ist für das kommende Jahr zwar ein spürbar restriktiver Kurs angelegt, da zur Konjunkturstimulierung beschlossene Ausgabenprogrammen und Steuer-senkungen zeitlich befristet sind; angesichts der hohen Arbeitslosigkeit und der Sorge der Regierung, die konjunkturelle Erholung könne zu stark gedämpft werden, dürfte das Auslaufen der Konjunkturprogramme aber zeitlich gestreckt werden. Wir erwarten, dass das konjunkturbereinigte Budgetdefizit im kommenden Jahr nur etwa 0,5 Prozentpunkte sinkt. Das Haushaltsdefizit des Bundes wird voraussichtlich reichlich 8 Prozent sehr hoch bleiben.

Auch für *Japan* zeichnet sich trotz der dramatischen Lage der öffentlichen Haushalte, die durch ein Defizit in der Größenordnung von 8 Prozent und den mit etwa 200 Prozent mit Abstand höchsten Bruttoschuldenstand unter den Industrieländern gekennzeichnet ist, keine ausgeprägt restriktive Finanzpolitik im Jahr 2011 ab. Ende Juni soll zwar ein Konzept für eine mittelfristige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte vorgelegt werden, und der neue Premierminister Kan hat angedeutet, dass mit einer Anhebung der Mehrwertsteuer zu rechnen ist. Wir erwarten aber für das kommende Jahr noch wenig substanzielle Maßnahmen auf diesem Weg.

Abbildung 8:  
Budgetsaldo des Staates in großen Industrieländern 2006–2011<sup>a</sup>



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

Quelle: OECD (2010b); Eurostat (2010); eigene Prognose.

Im *Euroraum* steht die wirtschaftspolitische Diskussion zwar überall im Zeichen fiskalischer Restriktion, doch unterscheidet sich das Ausmaß der finanzpolitischen Konsolidierung im Prognosezeitraum von Land zu Land sehr stark. Neben den drastischen Maßnahmen in den von der Vertrauenskrise an den Finanzmärkten besonders betroffenen Ländern (Griechenland, Portugal, Spanien)<sup>3</sup> hat eine Reihe von Ländern Sparmaßnahmen angekündigt, mit denen aber lediglich in Italien das strukturelle Defizit merklich schneller reduziert wird, als es im Stabilitäts- und Wachstumspakt für den Fall eines nicht annähernd ausgeglichenen Haushalts regelmäßig vorgesehen ist (0,5 Prozentpunkte pro Jahr). Die französische Regierung beabsichtigt offenbar sogar, den Beginn einer spürbaren Konsolidierung auf das Jahr 2012 zu verschieben. Insgesamt rechnen wir bei dieser Politik und einer nur sehr mäßigen wirtschaftlichen

<sup>3</sup> Die irische Regierung hat bereits in den Jahren 2009 und 2010 einen ausgeprägten Konsolidierungskurs verfolgt, so dass eine weitere massive Rückführung des strukturellen Budgetdefizits für 2011 nicht zu erwarten ist.

Expansion damit, dass das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum im kommenden Jahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 0,8 Prozentpunkte, auf dann 5,5 Prozent, sinkt.

Im *Vereinigten Königreich* wirkt die Finanzpolitik vor allem durch die Wiederanhebung der Mehrwertsteuer von 15 auf 17,5 Prozent bereits im Jahr 2010 konjunkturdämpfend. Weitere Maßnahmen, um das Haushaltsdefizit zu reduzieren, sind angekündigt. Dabei wird der Schwerpunkt der neuen Regierungskoalition wohl stärker auf der Ausgabenseite liegen als in den Planungen der alten Regierung. Einzelheiten werden zwar erst Ende Juni aus dem Nachtragshaushalt ersichtlich sein. Erste zusätzliche Sparmaßnahmen im Umfang von 6 Mrd. Pfund (0,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) wurden aber bereits beschlossen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem Rückgang der Defizitquote von 12,5 Prozent auf 10 Prozent.

## Geldpolitik zwischen Konjunkturstimulierung und Stabilitätsziel

Die Geldpolitik hat weltweit mit extrem niedrigen Zinsen und massiven Interventionen an den Finanzmärkten die Kernschmelze des Weltfinanzsystems verhindert und die Basis für eine konjunkturelle Erholung gelegt. Sie steht nun vor der Herausforderung, rechtzeitig zu einer normalen Politikausrichtung zurückzufinden, um so das Vertrauen in den Willen und die Fähigkeit der Zentralbanken, auf mittlere Sicht Preisniveaustabilität zu gewährleisten, nicht zu gefährden. Sowohl die Federal Reserve Bank of St. Louis (Fed) als auch die EZB haben bereits damit begonnen, zur Stützung des Finanzsystems getroffene Maßnahmen zu beenden. Die EZB hat zwar vor kurzem im Rahmen der konzertierten Aktion zur Stabilisierung der Finanzmärkte ein neues Instrument eingesetzt und Staatsanleihen von unter Vertrauensverlust leidenden Mitgliedsstaaten gekauft. Die unmittelbare liquiditätspolitische Wirkung dieses Schritts ist in Anbetracht der begrenzten Volumina und

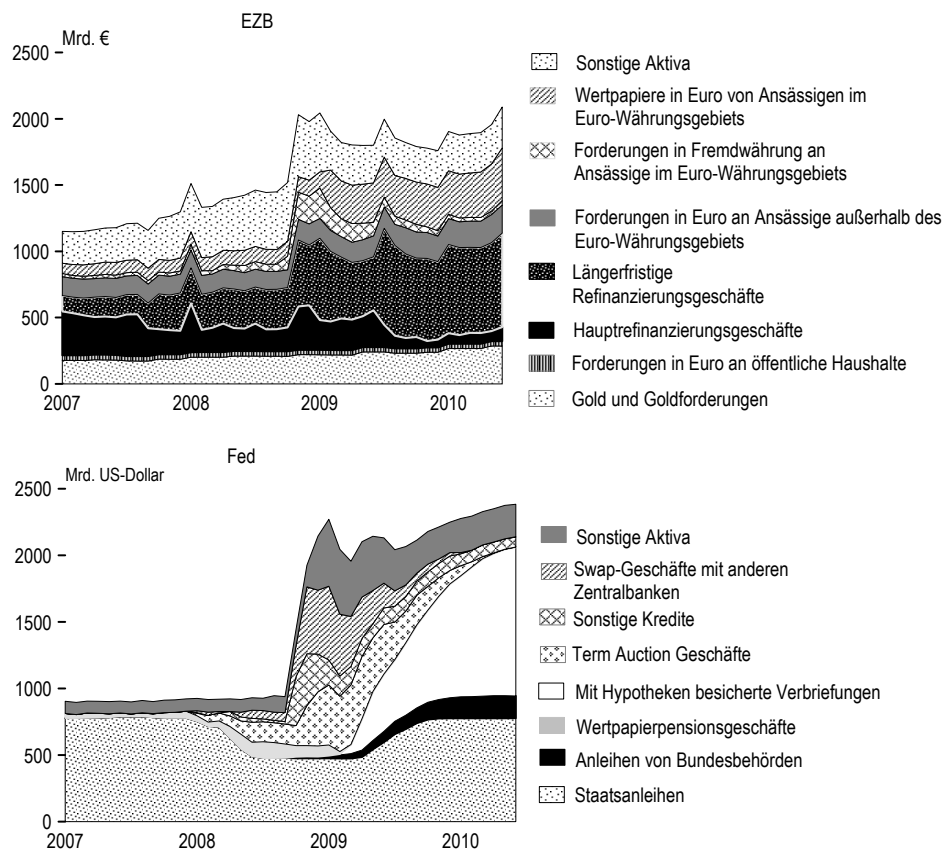
## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

der Sterilisierung der dadurch geschaffenen Liquidität jedoch gering. Es besteht gleichwohl das Risiko, dass diese Regelung einen Präzedenzfall geschaffen hat, der geeignet ist, das Vertrauen der Anleger in die Stabilitätsorientierung der EZB nachhaltig zu erschüttern (Kasten 3).

Es ist überdies zu berücksichtigen, dass die EZB bei der Verlängerung und Umstrukturierung ihrer Bilanz deutlich konservativer vorgegangen ist als die Fed. So wurde ein Großteil

der zusätzlichen Zentralbankliquidität über Refinanzierungsgeschäfte bereitgestellt, und die Veränderungen der Bilanzzusammensetzung ergaben sich vornehmlich durch eine Substituierung von kurzfristigen Refinanzierungsgeschäften durch längerfristige. Demgegenüber hält die Fed mittlerweile einen großen Anteil von risikoreichen Wertpapieren in ihrer Bilanz, insbesondere ein hohes Volumen an mit Hypotheken besicherten Verbriefungen (Abbildung 9).

Abbildung 9:  
Aktiva der EZB und der Fed 2007–2010



Quelle: EZB (2010); Federal Reserve (2010); eigene Berechnungen.

Die Devisenmärkte waren in den vergangenen Monaten durch erhebliche Wechselkursbewegungen, insbesondere den starken Kursverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar, geprägt. Die monetären Rahmenbedingungen haben sich dadurch für den Euroraum spürbar

verbessert. Hingegen war die Veränderungen des realen effektiven Wechselkurses für die Vereinigten Staaten recht gering, da der Dollar gleichzeitig mit der Aufwertung gegenüber dem Euro gegenüber anderen Währungen – vor allem Währungen von Schwellenländern und

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

### Kasten 3 :

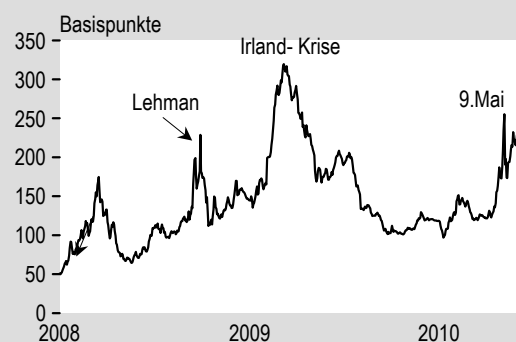
#### Zur Reaktion der EZB: Finanzmarktstabilität als Ziel

Am 9. Mai 2010 hat die EZB ein Aufkaufprogramm für Staatsanleihen von Ländern des Euroraums beschlossen, das über die bis dahin üblichen Käufe zur Marktpflege hinausgeht. Nicht zuletzt weil die EZB noch wenige Wochen vorher einen solchen Schritt kategorisch ausgeschlossen hatte, wird ihre Glaubwürdigkeit nun vielfach in Zweifel gezogen. Das gleichzeitige Handeln mit dem Europäischen Rat wird von verschiedenen Kommentatoren sogar als Anzeichen für einen Verlust der Unabhängigkeit der EZB gewertet. Sie steht im Verdacht, auf Weisung der Politik Staatsanleihen zur Abfederung der angespannten finanzpolitischen Lage zu erwerben. Auch wird mit Sorge betrachtet, dass der Aufkauf von Staatsanleihen für sich genommen die Geldmenge erhöht. Jedoch ist der Umfang der Geschäfte mit Staatsanleihen im Verhältnis zur Bilanzsumme der EZB gering. Vor allem aber hat die EZB Maßnahmen ergriffen, eine Ausweitung der Geldmenge zu verhindern.

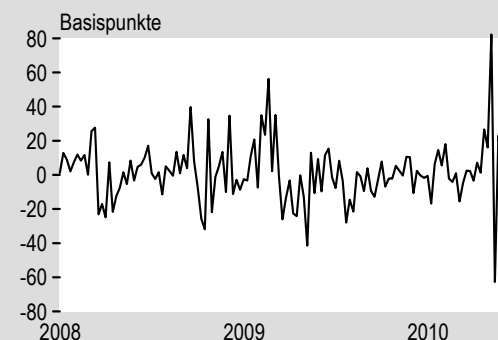
Ferner gibt es abgesehen vom gemeinsamen Vorgehen von Rat und EZB am 9. Mai 2010 keine Anzeichen, dass die EZB tatsächlich ihre Unabhängigkeit eingebüßt hat. Vielmehr ist der Schritt zum Kauf von Staatsanleihen mit den Zielen der EZB vereinbar. Letztere umfassen nicht nur die Geldwertstabilität, sondern auch die Finanzmarktstabilität, welche in den Tagen vor dem 9. Mai in Gefahr war. Nicht nur die Preise von Anleihen der Länder der Peripherie fielen kräftig, auch Börsenkurse und Anleihen von Banken und Unternehmen waren auf Talfahrt. Selbst in den Wochen vor und nach der Insolvenz von Lehman gab es keine Woche, in der die Risikoeinschätzung für europäische Banken so stark gestiegen war, wie in der Woche vor dem 9. Mai (Abbildung K 3-1). Die Möglichkeit, dass es zu einem Zusammenbruch des europäischen Finanzmarkts in der folgenden Woche gekommen wäre, war also durchaus gegeben. Im Fokus stand und steht dabei die Eigenkapitalausstattung der Banken. Ein Zusammenbruch des Marktes für Staatsanleihen von Ländern der Peripherie hätte die Solvenz mehrerer bedeutender Banken gefährdet, weil diese große Bestände solcher Anleihen besitzen, und zu unkalkulierbaren Kettenreaktionen am Finanzmarkt führen können. Durch den Aufkauf von Staatsanleihen sowie durch das Rettungspaket des Europäischen Rats ist es vorläufig gelungen eine solche Entwicklung abzuwenden.

Abbildung K 3-1:

CDS-Prämien im Europäischen Bankensektor 2008–2010<sup>i</sup>



Wöchentliche Differenzen der CDS-Prämien im europäischen Bankensektor 2008–2010



<sup>i</sup>Index ausgewählter Banken.

Quelle: Thomson Reuters Financial Datastream.

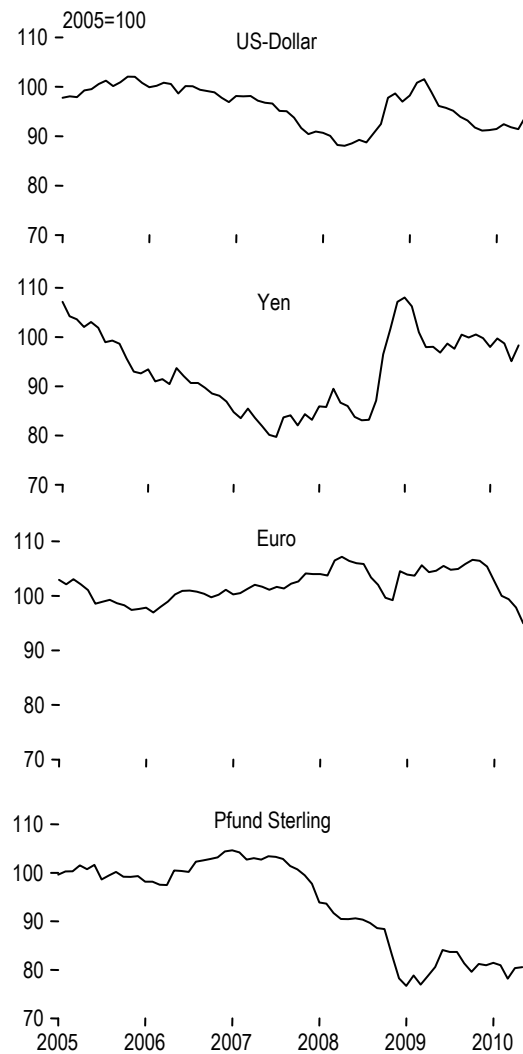
Das Aufkaufprogramm der EZB für Staatsanleihen zielt nicht auf die Milderung einer finanzpolitischen Malaise und auch nicht auf die Stimulierung der Konjunktur, sondern auf die Sicherung der Finanzmarktstabilität und kann somit gerechtfertigt werden. Die EZB hat sich aber dadurch in eine unnötig schwierige Situation gebracht, dass das Finanzmarktstabilitätsziel nur unzureichend kommuniziert wurde. Angesichts der Kommentare, die den Aufkauf von Staatsanleihen als Ende der politischen Unabhängigkeit der EZB interpretieren, ist die EZB in der Pflicht, ihre Ziele offen zu legen. Insbesondere sollte sie nun bemüht sein, Zweifel an der Aufrechterhaltung des Geldwertstabilitätsziels zu zerstreuen.

Rohstoff produzierenden Industrieländern – abwertete. Auch der reale effektive Wechselkurs

des britischen Pfundes blieb in den vergangenen Monaten weitgehend stabil (Abbildung 10).

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Abbildung 10:  
Realer effektiver Wechselkurs in ausgesuchten Ländern 2005–2010



Quelle: OECD (2010a).

Die finanzpolitischen Konsolidierungsbemühungen, die für dieses und vor allem das nächste Jahr absehbar sind, dämpfen für sich genommen die Konjunktur spürbar und wirken auf mittlere Sicht preisdämpfend. Die Geldpolitik kann (und sollte) in diesem Umfeld bis auf Weiteres ihre expansive Ausrichtung beibehalten. Wir rechnen für den Prognosezeitraum nicht mit einem nennenswerten Anziehen der geldpolitischen Zügel. So dürfte der Hauptrefinanzierungssatz der EZB erst gegen Ende des Jahres 2011 leicht angehoben werden. In Japan

gibt es bei voraussichtlich bis weit in das kommende Jahr hinein anhaltender Deflation auf der Verbraucherpreisebene ohnehin keine Veranlassung für eine Zinsanhebung. Für die Vereinigten Staaten halten wir ein Szenario für wahrscheinlich, bei dem die Fed ihren Leitzins ab Mitte 2011 in kleinen Schritten allmählich erhöht (Tabelle 1). Etwas komplizierter ist die Lage der Bank von England, die sich einer Inflationsrate gegenüber sieht, die gegenwärtig deutlich über Ziel liegt. Es besteht das Risiko, dass sich die Bank von England gezwungen sehen könnte, im Prognosezeitraum den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik merklich zurückzuführen; bereits jetzt weitet sie ihre Maßnahmen zur quantitativen Lockerung nicht weiter aus. Aber auch in diesem Fall wird die Geldpolitik in den Industrieländern insgesamt auch im kommenden Jahr noch sehr expansiv ausgerichtet sein.

In den Schwellenländern, aber auch in einigen Industrieländern, wie etwa Australien, Norwegen und Kanada, stellt sich die Situation deutlich anders dar. Hier sind durch die Finanzkrise kaum Probleme im Bankensektor entstanden, denen es entgegenzuwirken gilt. Auch sind durch die Schuldenkrise in Europa bislang kaum Belastungen entstanden. In einigen Ländern haben sich in der Folge sogar die Kapitalimporte weiter belebt, so dass die Währungen gegenüber dem Euro weiter aufwerteten. So erhebt Brasilien seit Oktober 2009 eine zweiprozentige Finanztransaktionssteuer auf ausländische Investitionen und Rentenfonds, um einer weiteren Aufwertung des Real durch den Kapitalzufluss entgegen zu wirken. Die Kreditvergabe ist häufig sehr expansiv, und stark steigende Preise für Immobilien und andere Vermögenswerte signalisieren Gefahren für die Stabilität. Vielerorts hat durch die gestiegene Kapazitätsauslastung auch der Verbraucherpreisauftrieb schon zugenommen. In der Folge ist in einer Reihe von Ländern (Indien, Malaysia, Brasilien, Peru) bereits ein Kurs der geldpolitischen Straffung eingeleitet worden, der sich in den kommenden Monaten noch akzentuieren dürfte.



## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Tabelle 1:  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2009–2011

	2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate <sup>b</sup> )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	1,0
Japan (Tagesgeldzins)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroland (Leitzins <sup>c</sup> )	1,50	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,30
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,31	1,40	1,46	1,46	1,36	1,27	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Yen/US-Dollar	93,7	97,3	93,6	89,7	91,0	92,9	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	45,0	59,1	68,4	75,0	76,7	78,1	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	146,7	162,0	188,1	206,3	218,0	250,3	243,8	246,2	247,7	249,6	252,0	254,8

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Seit Dezember 2008 Bandbreite von 0 bis 0,25 Prozent. — <sup>c</sup>Hauptrefinanzierungssatz.

Quelle: HWWI (2010); IMF (2010); Federal Reserve Bank of St. Louis (2010); EZB (2010); eigene Prognosen.

### Ausblick: Konjunkturelle Expansion verlangsamt sich

Gegenwärtig deuten die Frühindikatoren zu- meist noch darauf hin, dass die Expansion der Produktion kräftig bleibt (Abbildung 11). Im Frühjahrsquartal dürfte die Weltwirtschaft nochmals deutlich zugelegt haben. Für das zweite Halbjahr 2010 und besonders für das Jahr 2011 erwarten wir allerdings eine spürbare Abschwächung der weltwirtschaftlichen Dynamik, die vor allem daraus resultieren dürfte, dass die wirtschaftspolitischen Impulse, die den Aufschwung in Gang gebracht haben, geringer werden. In einzelnen Ländern, nicht zuletzt in einigen großen Schwellenländern, haben die Frühindikatoren bereits deutlich nachgegeben. Fraglich ist vor allem, wie deutlich die kon- junkturelle Verlangsamung angesichts restriktiver Einflüsse der Finanzpolitik und einer all- mählichen Straffung der Geldpolitik – in den Industrieländern zunächst vor allem durch den Entzug der quantitativen Stimulierungsmaß- nahmen – ausfallen wird.

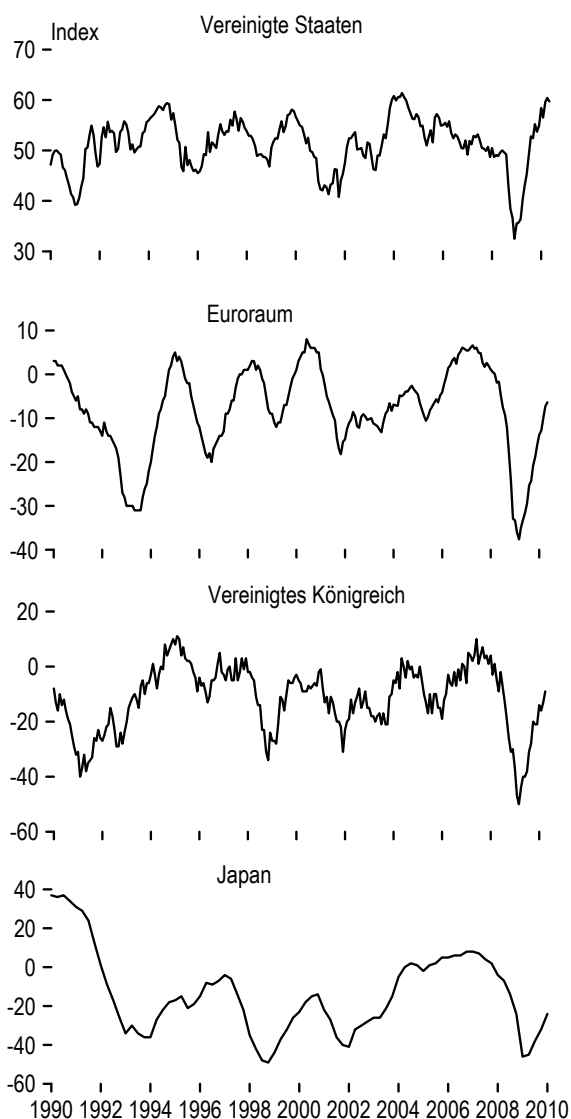
In den *Vereinigten Staaten* wird sich das Tempo der konjunkturellen Expansion nach der Jahresmitte wohl deutlich abschwächen. Maß- geblich hierfür ist zum einen, dass die Erholung

in den vergangenen drei Quartalen hauptsäch- lich durch die in Erholungsphasen typischer- weise positiven Beiträge des Lagerzyklus sowie durch die stimulierenden Wirkungen des Kon- junkturprogramms getragen wurde. Diese bei- den stützenden Faktoren werden im Prognose- zeitraum aber wohl weitestgehend entfallen. Im Vergleich zu Erholungsphasen nach früheren Rezessionen war der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen bisher sogar größer, ob- wohl der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts insgesamt für eine Erholungsphase vergleichs- weise schwach war (Abbildung 12).<sup>4</sup> Dagegen expandierte die reale Endnachfrage mit einer laufenden Jahresrate von im Durchschnitt 1,5 Prozent wesentlich langsamer als üblich. Zwar fällt die Erholung gegenwärtig etwas stärker aus als nach den beiden vergangenen Rezessionen der Jahre 1990 und 2001. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass diese Rezessionen bei weitem nicht so tief waren. Die Schwäche der realen Endnachfrage ist vor allem darauf zu- rückzuführen, dass es vor Beginn der Rezession, beispielweise in Folge des Immobilienbooms,

<sup>4</sup> Für eine ausführliche Analyse der Erholungsphasen im Anschluss an Rezessionen in den Vereinigten Staaten vgl. Kasten 2 in Boysen-Hogrefe et al. (2010b: 12).

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Abbildung 11:  
Geschäftsklima in großen Industrieländern 1990–2010

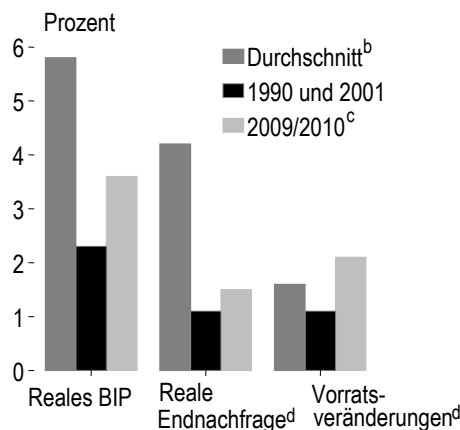


Quelle: The Institute for Supply Management (2010); Cabinet Office (2010); OECD (2010a); Europäische Kommission (2010).

zu Übertreibungen gekommen ist, die nun korrigiert werden.<sup>5</sup> Dem Fortfall der Impulse vom Lagerzyklus steht nach unserer Einschätzung allenfalls eine leichte Beschleunigung der Ausweitung der realen Endnachfrage gegenüber. Der private Konsum wird voraussichtlich nur in

<sup>5</sup> Die Hypothese, dass die Erholungsphase nach Rezessionen, die mit Immobilien- und Finanzkrisen einhergehen, systematisch wesentlich schwächer ausfallen als solche, die nicht mit solchen Krisen einhergehen, wird von Boysen-Hogrefe et al. (2010a) für Industrieländer gestützt.

Abbildung 12:  
Durchschnittliche Entwicklung des BIPs, der Endnachfrage und der Vorratsveränderungen in den ersten drei Quartalen einer Erholung in den Vereinigten Staaten<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Laufende Jahresrate. — <sup>b</sup>Durchschnittliche Entwicklung im Anschluss an die vergangenen 9 Rezessionen. — <sup>c</sup>Unter der Annahme, dass die Erholung im 3. Quartal 2009 begonnen hat. — <sup>d</sup>Lundberg-Komponente.

Quelle: US Department of Commerce (2010); eigene Berechnungen.

moderatem Tempo expandieren, da zwar die Arbeitseinkommen infolge zunehmender Beschäftigung steigen, gleichzeitig aber die Transferzahlungen des Staates, die einen Großteil der Einkommensverluste während der Rezession ausgeglichen haben, wohl spürbar zurückgefahren werden. Zudem dürfte die Konsumneigung durch die nach wie vor hohe Verschuldung der privaten Haushalte gedämpft werden.<sup>6</sup> Alles in allem erwarten wir eine Verlangsamung des Produktionsanstiegs von 3,0 Prozent in diesem Jahr auf 2,4 Prozent im Jahr 2011 (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einem Rückgang der Inflationsrate von 1,7 Prozent im laufenden Jahr auf 1,3 Prozent im Jahr 2011. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahr 2010 im Durchschnitt 9,7 Prozent betragen und 2011 auf 9,1 Prozent zurückgehen.

<sup>6</sup> Seit Anfang 2008 ist der Schuldenstand der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen zwar um rund 10 Prozentpunkte auf nun 125,9 Prozent zurückgegangen. Der absolute Rückgang der Verbindlichkeiten um 4,1 Prozent kann aber weitgehend durch den Umfang der Kreditausfälle erklärt werden; von einer verbreiteten Rückführung der Verschuldung bei den privaten Haushalten kann somit wohl nicht gesprochen werden.

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Tabelle 2:

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

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2009	2010 <sup>e</sup>	2011 <sup>e</sup>	2009	2010 <sup>e</sup>	2011 <sup>e</sup>	2009	2010 <sup>e</sup>	2011 <sup>e</sup>
Europäische Union	43,3	-4,2	1,3	1,3	0,8	1,8	1,4	9,0	9,8	9,6
Schweiz	1,3	-1,7	1,2	2,0	-0,5	1,0	0,8	4,4	4,7	4,4
Norwegen	1,0	-1,5	1,8	2,5	2,2	2,7	2,5	3,2	3,2	3,3
Vereinigte Staaten	37,5	-2,4	3,0	2,4	-0,3	1,7	1,3	9,3	9,7	9,1
Japan	13,3	-5,2	3,2	1,8	-1,4	-0,7	-0,4	5,1	4,8	4,5
Kanada	3,5	-2,6	3,3	2,9	0,3	2,0	1,8	8,3	8,0	7,4
Länder insgesamt	100,0	-3,5	2,3	1,8	0,1	1,4	1,2	8,4	8,8	8,6

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2009 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>EU und Norwegen: Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2008. — <sup>e</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2010); OECD (2010a); Statistics Canada (2010a, 2010b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Die Konjunktur in *Japan* bleibt zwar voraussichtlich aufwärts gerichtet, doch dürfte das Expansionstempo spürbar nachlassen. Ausschlaggebend sind geringere Impulse vonseiten der Exporte, zum einen infolge einer verlangsamten Ausweitung der Nachfrage in den asiatischen Schwellenländern, zum anderen als Folge der realen Aufwertung gegenüber wichtigen Konkurrenten. Diese dürften nicht durch eine kräftige Belebung der Binnennachfrage kompensiert werden. Zwar ist zu erwarten, dass die Investitionen der Unternehmen im Prognosezeitraum an Fahrt gewinnen, auch weil die negativen Wirkungen der Deflation mit schwächer werdenden Preisrückgängen nachlassen. Doch wird das Auslaufen von Kaufanreizen für private Haushalte im Verein mit einer weiter stockenden Beschäftigungszunahme zu einer zeitweiligen Schwäche des privaten Konsums führen. Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2011 mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,8 Prozent, nach 3,2 Prozent in diesem Jahr.

Im *Euroraum* wird die derzeit zu beobachtende konjunkturelle Belebung vom Aufschwung der Weltwirtschaft getragen. Hinzu kommen Nachholeffekte im Bausektor nach den witterungsbedingten Ausfällen im Winterhalbjahr. In der zweiten Jahreshälfte wird sich der Produktionsanstieg allerdings wieder abschwächen, und insbesondere im kommenden Jahr

werden die europaweiten Konsolidierungsmaßnahmen bremsend wirken, so dass dann nur noch mit einem moderaten Produktionszuwachs zu rechnen ist. Insbesondere in den Ländern der Peripherie werden sich wohl die Konsequenzen der Vertrauenskrise, die zu zum Teil drastischen Sparanstrengungen der öffentlichen Haushalte geführt hat, bemerkbar machen. Neben den Konsolidierungsmaßnahmen werden sich auch die jüngsten Finanzmarkturbulenzen negativ auf die Konjunktur auswirken (Kasten 4). Die gestiegenen Umlaufrenditen der Staatsanleihen haben auf die Anleihen von Unternehmen und Banken ausgestrahlt und die Finanzierungsbedingungen zumindest in den Ländern der Peripherie zeitweise deutlich verschlechtert. Infolge der finanzpolitischen Kontraktion dürfte es außer in Griechenland auch in Spanien und Portugal im Verlauf des Prognosezeitraums zu nochmaligen spürbaren Produktionsrückgängen kommen. Insgesamt erwarten wir für die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum einen Anstieg von rund 1 Prozent sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr (Tabelle 3). Dabei besteht das Risiko, dass sich die Lage an den Finanzmärkten erneut dramatisch zuspitzt. Wir halten dies zwar für wenig wahrscheinlich, doch kann eine solche Entwicklung angesichts der derzeit hohen Nervosität im Finanzsektor auch nicht ausgeschlossen werden.

### Kasten 4 :

#### Zu den konjunkturellen Folgen der Vertrauenskrise im Euroraum

Von vielen Kommentatoren wird die Entwicklung des Außenwerts des Euros wie eine Art Fieberkurve der jüngsten Krise verfolgt. Dabei sind die Wechselkursstürbulenzen weder der Kern der Vertrauenskrise, noch werden diese einen größeren negativen Einfluss auf die Konjunktur im Euroraum haben. Zwar ist durch die Abwertung des Euro die Kaufkraft gegenüber dem Ausland gesunken und Vorleistungsgüter von dort haben sich verteuert, doch zugleich ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums in der Krise gestiegen. Auch ist zu bedenken, dass der Euro immer noch deutlich höher bewertet wird als in den ersten Jahren nach seiner Einführung und dass er derzeit gegenüber dem Dollar lediglich in etwa die Kaufkraftparität erreicht hat. Insgesamt dürfte von der Entwicklung des Außenwerts des Euro alleine sogar ein positiver Impuls auf die Konjunktur im Euroraum ausgehen. Für die übrige Welt bedeutet die erhöhte Wechselkursvolatilität und der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Produzenten im Euroraum hingegen eine Belastung für die Konjunktur.

Der Kern der Vertrauenskrise ist die Krise an den Anleihemärkten einiger Staaten des Euroraums, die inzwischen auf Anleihen von Banken und Unternehmen ausgestrahlt hat. Ende April und Anfang Mai haben die Anleihen Griechenlands und in der Folge auch die anderer Länder wie Portugal und Spanien erheblich an Wert verloren. Erst die Implementierung eines umfangreichen Rettungspakets konnte den rasanten Kursverfall stoppen. Um die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik wieder herzustellen, haben mehrere Länder stärkere Sparmaßnahmen beschlossen, als in ihrer bisherigen Finanzplanung vorgesehen war. Der resultierende Nachfrageausfall wird die Konjunktur im Euroraum belasten. Angesichts des Ausmaßes der Sparmaßnahmen ist damit zu rechnen, dass es in Portugal, Spanien und – besonders ausgeprägt – in Griechenland im Prognosezeitraum zu einem Rückfall in die Rezession kommt. Für den Euroraum insgesamt halten sich die negativen finanzpolitischen Impulse aber in Grenzen, und die konjunkturelle Erholung wird wohl lediglich gedämpft werden.<sup>a</sup> Von daher dürfte auch die wirtschaftliche Expansion in der übrigen Welt nicht erheblich beeinträchtigt werden.

Die Vertrauenskrise hat neben der Frage nach den konjunkturellen Auswirkungen von Konsolidierungsmaßnahmen noch weitere Dimensionen. Die Krise der Staatsfinanzen hat die Kurse von Aktien und Anleihen von Unternehmen und Banken nicht nur im Euroraum erheblich unter Druck gesetzt. Es bestehen Zweifel, ob die Eigenkapitalausstattung der Banken angesichts des großen Umfangs an Staatsanleihen, die diese halten, ausreicht, um notwendige Wertberichtigungen aufzufangen. Infolge der hohen internationalen Verflechtung im Finanzsektor haben diese Sorgen auch auf die Situation an den Geldmärkten außerhalb des Euroraums ausgestrahlt und insbesondere in den Vereinigten Staaten die Sorge vor einer neuerlichen Abnahme der Kreditverfügbarkeit geschürt.

Die Anspannung an den Finanzmärkten ist trotz des beschlossenen Rettungsprogramms nach wie vor hoch, auch weil die derzeitige Vertrauenskrise viele Banken, insbesondere die spanischen Sparkassen, in einer schwachen Situation trifft. Angesichts dieser Anspannung konnten Unternehmen in letzter Zeit kaum Anleihen zu annehmbaren Konditionen am Markt platzieren. Insbesondere in den Euroraumländern der Peripherie haben sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in den vergangenen Wochen offenbar extrem verschlechtert, was die rezessiven Tendenzen dort verstärken wird. Wir gehen für die Prognose davon aus, dass sich die Lage an den Finanzmärkten in den kommenden Monaten allmählich wieder beruhigen wird. Insbesondere nehmen wir an, dass es keine nachhaltige Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen in den Kernländern des Euroraums oder in den Vereinigten Staaten geben wird. Zu einer Entspannung der Situation dürfte beitragen, dass die Notenbanken angesichts der Verspannungen an den Finanzmärkten und den damit verbundenen konjunkturellen Risiken von einer baldigen Anhebung der Leitzinsen absehen dürften.

<sup>a</sup>Die direkten Auswirkungen auf die deutschen Exporte werden in Kasten 1 in Boss et al. (2010) erläutert.

Die wirtschaftliche Erholung im *Vereinigten Königreich* dürfte sich zunächst fortsetzen. Die meisten Konjunkturindikatoren sprechen dafür, dass sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal deutlich beschleunigt hat. Auf der anderen Seite weisen einige Faktoren darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Erholung zum Jahresende wohl wieder abschwächen wird. Die Kombination von weniger expansiver Geldpolitik und deutlicher fiskalischer Restriktion dürfte zu einer Dämpfung der Konjunktur zum Jahreswechsel 2010/2011 füh-

ren. Insgesamt wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im laufenden Jahr voraussichtlich um 1,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr zulegen und im kommenden Jahr um 1,5 Prozent, wobei die Dynamik im Verlauf stärker abnimmt, als es die jahresdurchschnittlichen Zuwachsraten suggerieren. Die Arbeitslosenquote wird sich wahrscheinlich auf hohem Niveau stabilisieren. Dies wird auch dazu führen, dass der Lohnauftrieb im Prognosezeitraum schwach bleibt. In der Folge dürften die Lebenshaltungskosten, nachdem die Preisschübe durch die Umsatz

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

Tabelle 3:

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

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2009	2010 <sup>e</sup>	2011 <sup>e</sup>	2009	2010 <sup>e</sup>	2011 <sup>e</sup>	2009	2010 <sup>e</sup>	2011 <sup>e</sup>
Deutschland	20,4	-4,9	2,1	1,2	0,2	1,3	1,5	7,5	7,2	6,5
Frankreich	16,2	-2,6	1,6	1,2	0,1	1,7	1,4	9,5	10,2	10,0
Italien	12,9	-5,0	0,9	0,8	0,8	1,4	1,0	7,8	9,0	8,9
Spanien	8,9	-3,6	-0,6	0,3	-0,2	1,0	0,2	18,0	19,9	20,4
Niederlande	4,8	-4,0	1,5	1,6	1,0	0,9	1,2	3,4	4,0	3,7
Belgien	2,9	-3,0	1,4	1,5	0,0	2,0	1,4	7,9	8,3	8,2
Österreich	2,3	-3,6	1,5	1,5	0,4	1,7	1,7	4,8	4,9	4,7
Griechenland	2,0	-2,0	-5,0	-2,5	1,3	4,0	-0,5	9,5	11,8	13,4
Finnland	1,4	-7,8	2,1	1,7	1,6	1,3	1,9	8,2	8,6	8,3
Portugal	1,4	-2,7	1,2	0,3	-0,9	0,8	0,6	9,6	11,1	11,8
Irland	1,4	-7,1	-1,0	2,8	-1,7	-1,5	1,6	11,9	13,2	12,3
Slowakei	0,5	-4,7	3,5	2,2	0,9	0,6	2,4	12,0	13,9	12,8
Luxemburg	0,3	-3,4	2,5	1,9	0,0	2,7	2,0	5,4	5,8	5,3
Slowenien	0,3	-7,8	1,6	2,4	0,9	2,2	2,5	5,9	6,2	6,0
Zypern	0,1	-1,7	-0,7	0,9	0,2	2,1	1,1	5,3	7,1	7,0
Malta	0,0	-1,9	1,0	2,2	1,8	0,7	2,6	6,9	7,0	6,9
Vereinigtes Königreich	13,3	-4,9	1,6	1,5	2,2	3,5	2,1	7,7	7,8	8,0
Schweden	2,5	-5,1	2,6	2,5	1,9	1,2	1,8	8,3	8,9	8,7
Polen	2,6	1,8	3,5	3,7	4,0	2,6	3,0	8,2	9,6	8,9
Dänemark	1,9	-4,9	1,5	1,8	1,1	2,2	1,8	6,0	7,2	6,9
Tschechien	1,2	-4,1	2,2	2,5	1,0	1,2	2,1	6,7	7,8	7,2
Rumänien	0,8	-6,3	-0,7	0,5	4,0	5,1	4,2	10,0	11,3	11,2
Ungarn	1,1	-7,1	-1,5	3,0	5,6	4,3	3,5	6,9	8,4	8,7
Bulgarien	0,3	-5,0	-0,5	3,5	2,5	2,4	2,0	6,8	9,0	8,7
Litauen	0,2	-14,8	-2,0	3,5	4,2	-0,5	-0,4	13,7	17,0	15,0
Estland	0,1	-14,1	0,5	4,5	0,2	1,0	1,5	13,8	18,6	17,5
Lettland	0,1	-18,0	-3,5	4,0	3,3	-2,8	-2,0	17,1	22,5	21,0
Europäische Union	100,0	-4,2	1,3	1,3	0,8	1,8	1,4	9,0	9,8	9,6
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	92,7	-4,2	1,2	1,1	0,6	1,7	1,3	9,0	9,7	9,6
Beitrittsländer <sup>f</sup>	7,3	-3,5	1,5	2,8	3,2	2,5	2,7	8,7	10,4	9,9
Euroraum	76,1	-4,1	1,1	1,0	0,3	1,4	1,2	9,4	10,2	10,0
Euroraum ohne Deutschland	55,6	-3,8	0,8	0,9	0,3	1,4	1,0	10,1	11,2	11,3

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2009 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2008. — <sup>e</sup>Prognose. — <sup>f</sup>Seit 2004.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

steuererhöhung und die Abwertung des Pfund Sterlings zum Jahresende abgeklungen sein werden, wieder deutlich schwächer steigen. Wir rechnen damit, dass die Inflationsrate 3,5 Prozent im Jahr 2010 und 2,1 Prozent im kommenden Jahr betragen wird.

In den *neuen Mitgliedsländern* der EU dürfte sich an dem Bild einer ausgeprägten konjunkturellen Differenzierung wenig ändern. Während für Polen und die Tschechische Republik mit einer anhaltenden Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion gerechnet werden kann,

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

ist für Ungarn, Rumänien sowie Bulgarien mit einem Rückschlag zu rechnen, dessen Stärke zum einen davon abhängt, wie die Finanzmärkte auf die Konsolidierungsmaßnahmen der Regierungen reagieren, zum anderen aber auch davon, inwieweit die internationalen und insbesondere die europäischen Instanzen mit zusätzlichen Strukturhilfen die wirtschaftliche Entwicklung stützen.

In den *Schwel­len­län­dern* dürfte sich die derzeit sehr hohe konjunkturelle Dynamik infolge einer Straffung der Wirtschaftspolitik, aber auch als Resultat der geringeren Expansion der Nachfrage in den Industrieländern im Prognosezeitraum verringern. Eine drastische Abschwächung der Konjunktur erwarten wir jedoch nicht, auch wenn insbesondere für China das Risiko besteht, dass die von der Regierung angestrebte Bekämpfung des Immobilienpreisooms nur zu erheblichen realwirtschaftlichen Kosten möglich ist. In einer Reihe von Ländern, nicht zuletzt in Russland, wird die wirtschaftliche Aktivität dadurch angeregt, dass sich die Terms of Trade durch den Anstieg der Rohstoffpreise wieder deutlich verbessert haben. Darüber hinaus bleibt der Spielraum für die Finanzpolitik hoch, da die meisten Länder über niedrige Verschuldungsquoten verfügen und die Budgetdefizite in diesem Jahr vielfach nicht

sehr groß sind. Die Vertrauenskrisen in den Peripherieländern des Euroraums greifen offenbar nicht auf die Schwellenländer über. So sind etwa die Kosten für Kreditausfallversicherungen vieler lateinamerikanischer Länder niedriger als die für die Länder des Euroraums. Dies deutet auf eine günstigere Risikoeinschätzung der Märkte hin, die vor allem auf soliden Staatsfinanzen und anderen günstigen makroökonomischen Fundamentaldaten beruht.

Insgesamt erwarten wir einen Anstieg der Weltproduktion, der sich in diesem Jahr infolge der hohen Dynamik bis zur Jahresmitte mit 4,4 Prozent auf eine Rate beläuft, die ähnlich hoch ist wie in den Boomjahren vor der Rezession (Tabelle 4). Im kommenden Jahr dürfte sich die Zuwachsr­ate des realen Bruttoinlandsprodukts jedoch auf 3,7 Prozent verringern, eine Rate, bei der die Auslastung der globalen Kapazitäten nicht mehr zunehmen dürfte. Die Arbeitslosenquote in den Industrieländern wird vorerst nur wenig sinken. Vor diesem Hintergrund wird die Inflation voraussichtlich gering bleiben. Ein gewichtiges Risiko liegt allerdings darin, dass das Vertrauen in die Fähigkeit der wichtigsten Notenbanken, Geldwertstabilität auf Dauer sicherzustellen, angesichts der Dimension der zur Stützung des Finanzsektors in das System gegebenen Liquidität verloren geht.

Tabelle 4:  
Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2008–2011

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>			
		2008	2009	2010 <sup>c</sup>	2011 <sup>c</sup>	2008	2009	2010 <sup>c</sup>	2011 <sup>c</sup>
Weltwirtschaft	100	3,0	-1,0	4,4	3,7	5,8	3,1	4,1	3,5
darunter:									
Industrieländer	55,1	0,5	-3,6	2,2	1,8	3,7	0,1	1,4	1,2
China	10,9	9,0	8,6	10,7	8,8	5,9	-0,7	5,5	3,5
Lateinamerika	7,4	4,2	-2,1	5,0	3,3	8,1	6,5	6,2	6,3
Ostasien <sup>d</sup>	6,8	3,0	0,0	5,8	4,4	6,0	1,8	2,5	2,9
Indien	4,6	6,3	5,7	8,4	7,8	8,4	10,9	8,2	5,9
Russland	3,2	5,6	-7,9	4,4	4,3	14,1	11,7	8,1	8,8
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		2,8	-11,5	12,0	8,0	.	.	.	.

<sup>a</sup>Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 nach Kaufkraftparität. — <sup>b</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Prognose. — <sup>d</sup>Ohne China und Japan.

Quelle: IMF (2010); OECD (2010a); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Literatur

---

- Andrews, D.W.K., und W. Ploberger (1994). Optimal Tests When a Nuisance Parameter is Present Only Under the Alternative. *Econometrica* (62 (6): 1383–1414.
- Boss, A., J. Dovern, D. Groll, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2010). Moderate Erholung in Deutschland – Arbeitsmarkt in erstaunlich guter Verfassung. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 478. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J, N. Jannsen und C.-P. Meier (2010a). The Ugly and the Bad: Banking and Housing Crisis Strangle Output Permanently, Ordinary Recessions Do Not. Kieler Arbeitspapiere 1586. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010b). Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 470/471, Kiel.
- Cabinet Office (2010). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (8. Juni 2010) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- 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.
- CPB (The Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) (2010). World Trade Monitor. März. Via Internet (8. Juni 2010) <<http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>>
- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010). Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), In *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2010*. Kieler Diskussionsbeiträge 476/477, Kiel.
- Europäische Kommission (2010). Business and Consumer Surveys. Via Internet (15. Juni 2010) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/db\\_indicators8650\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm)>.
- Eurostat (2010). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2010). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (Fed) (2010). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2009). Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462, Kiel.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut eGmbH) (2010). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2009). From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? *World Economic Outlook*. April. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2010). *International Financial Statistics*. Mai. Washington, D.C.
- NIESR (National Institut for Economic and Social Research (2010). The NiGEM Model. Via Internet (15. Juni 2010) <http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem2.pdf>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2010a). *Main Economic Indicators*. Mai. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2010b). *Economic Outlook*. Mai. Paris.
- Office for National Statistics (2010). Economy. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.

## Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser

- The Institute for Supply Management (ISM) (2010). Manufacturing ISM Report On Business. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.ism.ws/ISMReport/MfgROB.cfm?navItemNumber=12942>>.
- Statistics Bureau of Japan (2010). Consumer Price Index. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>>.
- Statistics Canada (2010a). Canadian Economic Observer. Via Internet (15. Juni 2010) <[http://can-sim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP\\_Action=Sub&SP\\_ID=1803&SP\\_Mode=2](http://can-sim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP_Action=Sub&SP_ID=1803&SP_Mode=2)>.
- Statistics Canada (2010b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.statcan.gc.ca/nea-cen/index-eng.htm>>.
- US Department of Commerce (2010). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2010a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2010b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (15. Juni 2010) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.