

Schwarzmüller, Tim et al.

Working Paper

Weltkonjunktur im Herbst 2011

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 494/495

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Schwarzmüller, Tim et al. (2011) : Weltkonjunktur im Herbst 2011, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 494/495, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/52520>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

Kieler **Diskussionsbeiträge**



Weltkonjunktur im Herbst 2011

Nr. 494/495 | Oktober 2011

Institut für Weltwirtschaft Kiel

Web: www.ifw-kiel.de

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft
24100 Kiel

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

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: harmen.lehment@ifw-kiel.de

ISSN 0455-0420

ISBN 3-89456-326-5

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2011.

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

Inhalt

Weltkonjunktur stockt 3

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

Kasten 1: Zu den Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten	9
Kasten 2: Zu den starken Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer	16
Kasten 3: Zu den Auswirkungen der gestiegenen Unsicherheit auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten	30

Der Euroraum rutscht in die Rezession 38

Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Björn van Roye, Joachim Scheide und Tim Schwarzmüller

Kasten 1: Zur Geldmenge M1 als Rezessionsindikator	40
Kasten 2: Zur Haushaltsbelastung durch Risikoaufschläge auf spanische und italienische Staatsanleihen	48

Weltkonjunktur stockt

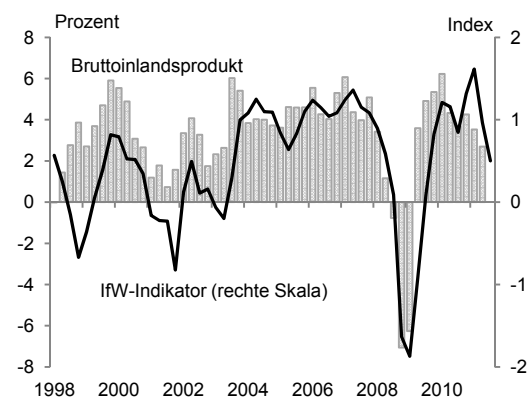
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van Roye und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Die Aussichten für die Weltkonjunktur haben sich im Sommer 2011 weiter eingetrübt. Ein Rückfall in eine Rezession ist zwar für die Weltwirtschaft insgesamt derzeit wenig wahrscheinlich. Für die fortgeschritten Volkswirtschaften rechnen wir allerdings infolge der erhöhten Unsicherheit, fortschreitender Konsolidierungsprozesse im privaten Sektor und der inzwischen eng begrenzten Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik zur Stimulierung der Konjunktur damit, dass die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung in den kommenden Quartalen sinkt. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in dieser Ländergruppe in diesem und im nächsten Jahr nur noch 1,6 bzw. 1,5 Prozent betragen. Die Inflation wird sich dabei deutlich verringern, die Arbeitslosigkeit hoch bleiben. Für die Weltproduktion insgesamt haben wir die Prognose ebenfalls deutlich von 4,5 Prozent im Juni auf aktuell 3,8 Prozent reduziert. Für 2012 erwarten wir eine weitere Abschwächung der Zuwachsrate des globalen Bruttoinlandsprodukts auf nur noch 3,5 Prozent (Juni-Prognose: 4,1 Prozent).

Das Tempo der weltwirtschaftlichen Expansion hat sich im ersten Halbjahr 2011 erheblich verlangsamt. Nachdem das globale Bruttoinlandsprodukt im Verlauf des vergangenen Jahres um 4,6 Prozent ausgeweitet worden war, legte es in den ersten sechs Monaten dieses Jahres nur noch um 3,1 Prozent zu. Im zweiten Quartal betrug die laufende Jahresrate sogar lediglich 2,7 Prozent (Abbildung 1). Zu einem Teil ist die Abschwächung auf die Auswirkungen der Naturkatastrophe in Japan zurückzuführen. Die Stimmungsindikatoren haben sich jedoch bis zuletzt weiter abgeschwächt, was darauf hindeutet, dass die Weltproduktion auch im dritten Quartal dieses Jahres nur verhalten zugenommen hat.

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2011



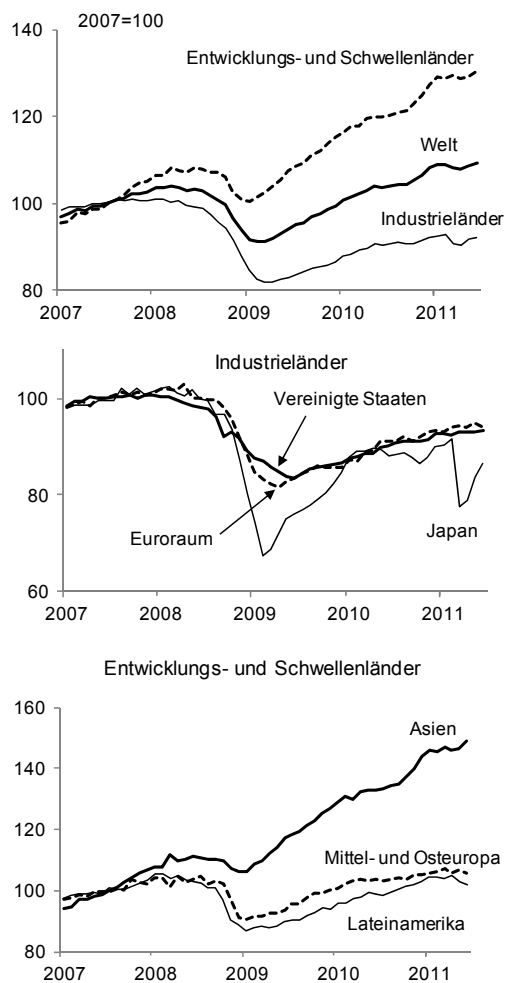
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; 2. Quartal 2011 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Die Industrieproduktion war von den Auswirkungen des Erdbebens und des nachfolgenden Tsunamis in Japan besonders betroffen. Nicht nur brach sie dort wegen der Schäden an Betriebsstätten und ausgeprägter Stromknappheit massiv ein, auch in der übrigen Welt kam es infolge von unterbrochenen Lieferketten zu Produktionsausfällen. Der resultierende Rückgang japanischer Exporte, die zu einem beträchtlichen Teil aus Komponenten und Vorprodukten bestehen, behinderte wiederum die

Produktion in anderen Ländern. Dies ist wohl ein Grund für den Rückgang der Industrieproduktion, zu dem es im Frühjahr etwa in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich kam; auch die Schwäche von Produktion und Außenhandel im asiatischen Raum dürfte darin eine Ursache haben. Mit der Normalisierung der Erzeugung in Japan erhöhte sich auch die weltweite Industrieproduktion im Verlauf des zweiten Quartals wieder. Zuletzt überstieg sie ihr Niveau vom Jahresbeginn aber lediglich in den asiatischen Schwellenländern deutlich (Abbildung 2).

Abbildung 2:
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2007–2011

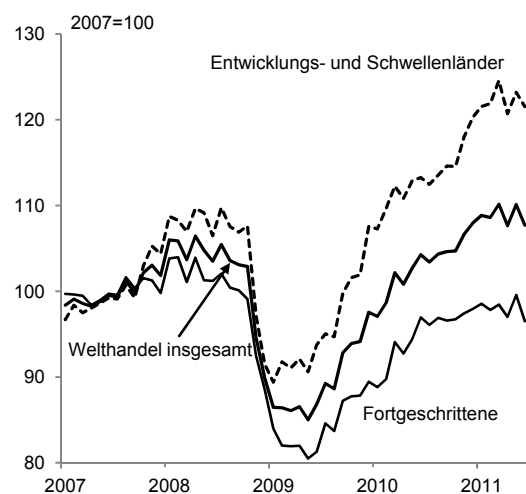


Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, *World Trade Monitor*; eigene Berechnungen.

Die Verlangsamung der Weltkonjunktur ging einher mit einer ausgesprochen schleppenden Entwicklung des Welthandels, der seit Beginn des Jahres in der Tendenz nicht mehr gestiegen ist (Abbildung 3). Dabei hat sich auch in den Entwicklungs- und Schwellenländern, wo der Außenhandel bis Anfang 2011 noch sehr stark zugelegt hatte, im Verlauf des Jahres keine Zunahme mehr ergeben.

Abbildung 3:
Welthandel 2007–2011



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, *World Trade Monitor*; eigene Berechnungen.

Déjà-vu?

In den Sommermonaten haben sich die wirtschaftlichen Aussichten deutlich verschlechtert. Konjunkturindikatoren, die auf eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion in den Vereinigten Staaten und in Europa hindeuten, trafen zusammen mit der Unfähigkeit der Politik, einen überzeugenden Ausweg aus der Staatsschuldenproblematik zu finden. Vor diesem Hintergrund kam es in den vergangenen Wochen zu erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten. Starke Rückgänge der Aktienkurse gingen einher mit einer Zunahme der Spannungen an den Geldmärkten, wo das Ver-

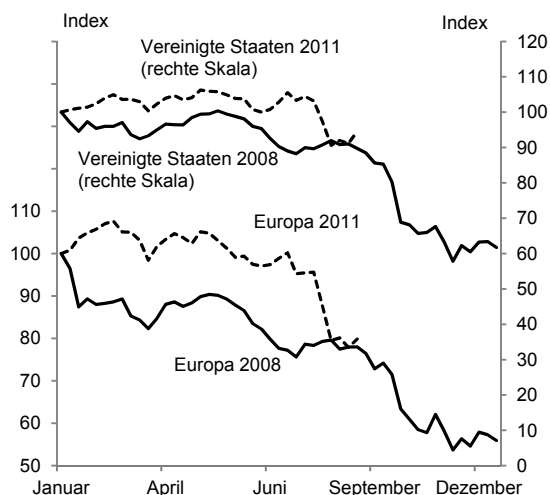
trauen der Banken untereinander offenbar wieder deutlich gesunken ist. Die Zinsdifferenz zwischen unbesicherten und besicherten Interbankkrediten hat insbesondere im Euroraum deutlich zugenommen und ist dort auf ein Niveau gestiegen, wie es zuletzt im Frühjahr 2009 verzeichnet wurde, und die Überschussreservehaltung der Banken hat stark zugenommen. An den Devisenmärkten veränderte sich der Wechselkurs zwischen US-Dollar und Euro zwar nur wenig, andere Währungen gerieten aber zum Teil unter erheblichen Aufwertungsdruck. Besonders stark war die Nachfrage nach Schweizer Franken, woraufhin die Schweizer Nationalbank am 6. September bekannt gab, dass sie bis auf weiteres einen Mindestkurs von 1,20 zum Euro anstreben und mit unbegrenzten Interventionen verteidigen wird.

Die Entwicklung an den Finanzmärkten zeigt gewisse Parallelen zum Jahr 2008, als es schließlich zu einem dramatischen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität kam (Abbildung 4). Allerdings gibt es auch erhebliche Unterschiede. So sind die Auswirkungen dysfunktionaler Interbankenmärkte nicht so gravierend

wie im Jahr 2008, da die großen Notenbanken unbegrenzt Liquidität gegen einen deutlich erweiterten Kreis von Sicherheiten zur Verfügung stellen und die Liquiditätsversorgung zum Zwecke realwirtschaftlicher Transaktionen somit nicht gefährdet ist. Ein ausgeprägter Rückgang der Bereitschaft zur Kreditvergabe ist bislang nicht zu verzeichnen. Die Stimmung bei den Unternehmen hat sich zwar im Verlauf dieses Jahres erheblich verschlechtert, das Niveau der Stimmungsindikatoren ist aber immer noch deutlich höher als im August 2008 und lässt im Allgemeinen noch nicht auf eine Rezession schließen (Abbildung 5). Um einen Absturz der Stimmungsindikatoren wie im Herbst 2008 zu bewirken, bedarf es wohl noch eines massiven, der Lehman-Pleite vergleichbaren Schocks.

Gegenwärtig erscheint es uns daher nicht wahrscheinlich, dass es in nächster Zeit zu einer ähnlich dramatischen Abwärtsspirale in der Weltwirtschaft kommt wie vor drei Jahren. Es ist aber zu erwarten, dass die Wirtschaft im Prognosezeitraum – und wahrscheinlich auch noch einige Zeit danach – in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur eine geringe Dynamik entfaltet. Dies entspricht den Erfahrungen, die in der Vergangenheit mit dem Konjunkturverlauf nach Rezessionen gemacht wurden, die mit Banken- oder Immobilienkrisen einhergingen (Jannsen und Scheide 2010). Sie sind typischerweise durch eine sehr große und persistente Abweichung des Bruttoinlandsprodukts von seinem auf der Basis der Jahre vor der Rezession geschätzten Trendniveau gekennzeichnet, während der Verlust an Produktion im Gefolge von „normalen“ Rezessionen vergleichsweise gering ist (Abbildung 6, Panel A). Mit der neuerlichen konjunkturellen Stockung in den Vereinigten Staaten ist zunehmend offenbar geworden, dass hier – ähnlich wie im Euroraum und im Vereinigten Königreich – die mittelfristigen Erwartungen für Produktion und Beschäftigung gemessen an früheren Erwartungen deutlich abgesenkt werden müssen. Tatsächlich hat sich die Produktion in den Vereinigten Staaten im bisherigen Verlauf der Erholung ihrem Trendpfad von vor der Krise nicht nachhaltig angenähert (Abbildung 6, Panel B). Die neuerliche konjunkturelle Verlang-

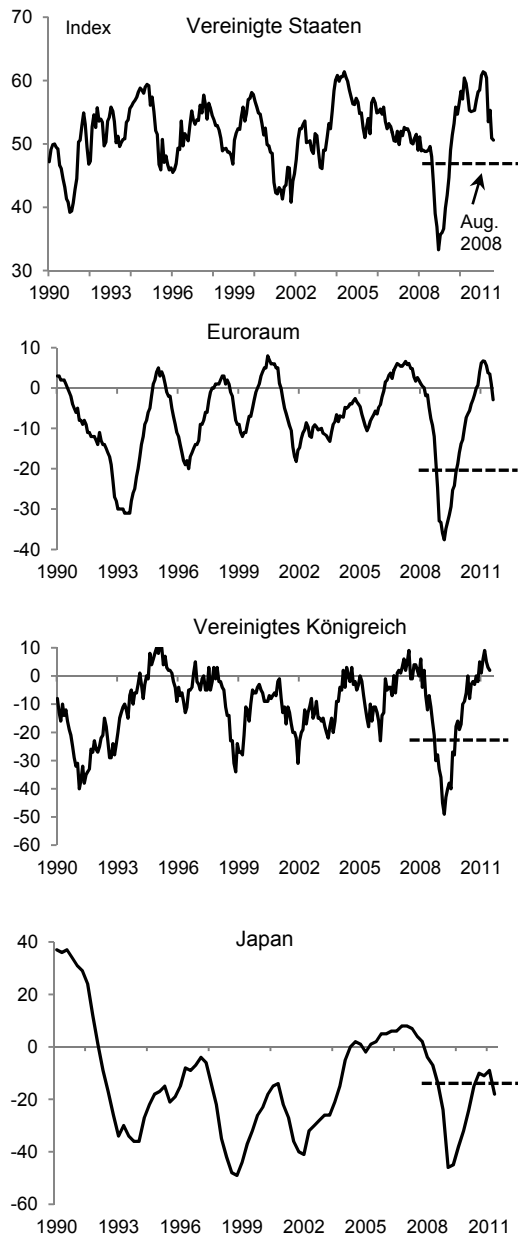
Abbildung 4:
Aktienkurs in den Vereinigten Staaten und in Europa 2008 und 2011



Wöchentliche Daten. Der Aktienindex in der ersten Woche des jeweiligen Jahres wurde gleich 100 gesetzt. Aktienindex für die Vereinigten Staaten: Standard & Poor's 500; Aktienkursindex für Europa: Euro Stoxx 50.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung 5:
Geschäftsklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2011



Quelle: The Institute for Supply Management, Manufacturing ISM Report on Business; Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*; OECD, *Main Economic Indicators*; Europäische Kommission, *Business and Consumer Surveys*.

samung machte deutlich, dass die massive finanzpolitische Expansion der Jahre 2009 und 2010 die wirtschaftliche Dynamik nicht dauerhaft beleben konnte. Angesichts der Schulden-

krise im Euroraum und der Diskussion um die Schuldenobergrenze in den Vereinigten Staaten wurde zunehmend klar, dass in naher Zukunft mit einer Haushaltskonsolidierung begonnen werden muss, welche die Konjunktur kurzfristig zusätzlich belasten könnte. Denn bei einem dauerhaft niedrigeren Niveau von Produktion und Einkommen müssen über kurz oder lang die Planungen für Ausgaben und Einnahmen des Staates entsprechend angepasst werden. All dies hat wohl dazu beigetragen, dass die wirtschaftliche Unsicherheit gestiegen ist und die Aktienkurse stark gefallen sind.

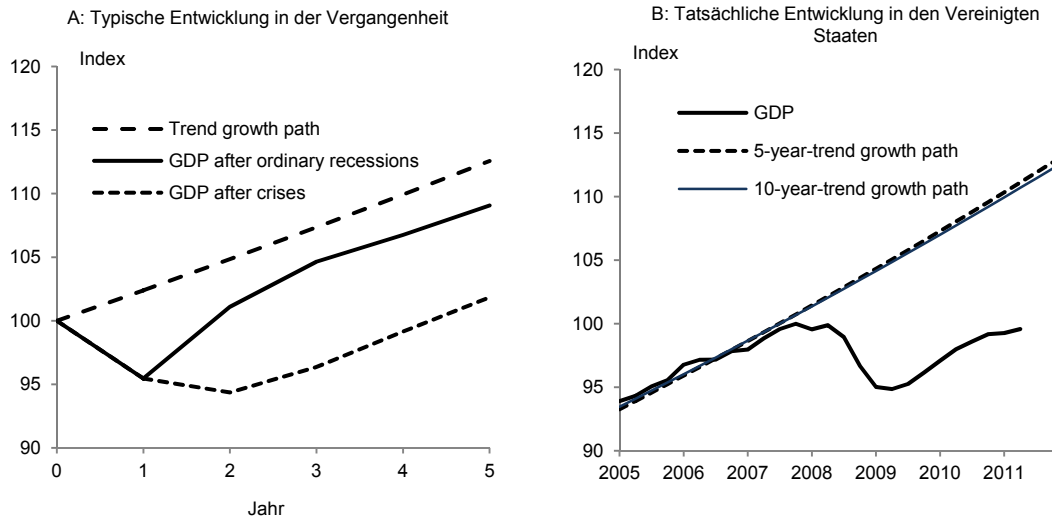
Verschiedentlich wird vorgeschlagen, dem Absinken des Wachstumspfad durch noch stärkere finanzpolitische Stimuli und weitere geldpolitische Expansion entgegenzuwirken. Die Erfahrung etwa in Japan zeigt jedoch, dass der Versuch, die nach Verschuldungsexzessen im privaten Sektor notwendige strukturelle Anpassungen des Niveaus der Nachfrage durch staatliche Defizitauseitung zu bekämpfen, nicht zu einer nachhaltigen Beschleunigung des Wachstums, sondern lediglich zu einer massiven Ausweitung der Staatsverschuldung führt. Andere Länder (beispielsweise Finnland oder Schweden) haben hingegen in vergleichbarer Situation kurzfristig einen schweren Einbruch der Produktion und eine – zum Teil durch Abwertung verstärkte – Absenkung des Lebensstandards der Bevölkerung hingenommen, der nach einigen Jahren jedoch von einem dynamischen Aufschwung abgelöst wurde, in dessen Verlauf der Trendpfad von vor der Krise schließlich sogar wieder erreicht wurde.

Fortgeschrittene Volkswirtschaften im Abschwung

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Erholung von der Großen Rezession im ersten Halbjahr 2011 zum Stillstand gekommen. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im bisherigen Verlauf des Jahres nur noch mit einer Rate von rund 1 Prozent (Abbildung 7). Bei diesem gerin-

Abbildung 6:

Produktionsentwicklung nach Rezessionen mit und ohne Immobilienkrise und aktueller Verlauf in den Vereinigten Staaten



Jahresdaten, preisbereinigt; Bruttoinlandsprodukt als Index (Jahr 0=100); Erholung gemäß empirischer Impuls-Antwort-Funktion nach einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 5 Prozent im Jahr 1; auf Basis der Ergebnisse in Boysen-Hogrefe et al. (2010).

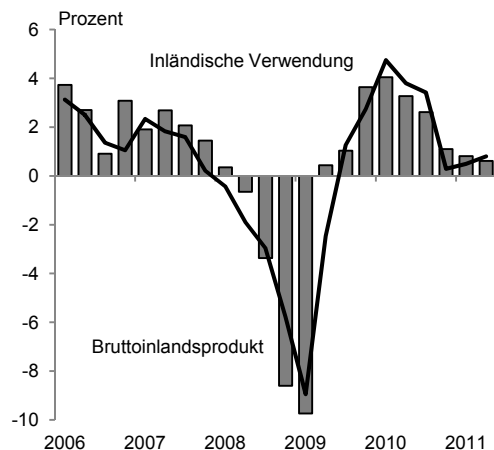
Quelle: Jannsen und Scheide (2010); eigene Berechnungen.

Quartalsdaten, preis- und saisonbereinigt; Bruttoinlandsprodukt: viertes Quartal 2007=100; Wachstumstrends wurde anhand eines log-linearen Trends in den 5 bzw. 10 Jahren vor Beginn der Krise im vierten Quartal 2007 geschätzt.

Quelle: Jannsen und Scheide (2010); eigene Berechnungen.

Abbildung 7:

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2006–2011



Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich; 2. Quartal 2011 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

ßen Wirtschaftsräumen im ersten Quartal noch sehr uneinheitlich entwickelt hatte, war die konjunkturelle Dynamik im zweiten Quartal überall gering.

Maßgeblich für die Verlangsamung waren einmal die Auswirkungen der Katastrophe in Japan, die aber im Wesentlichen temporärer Natur sind und im weiteren Verlauf dieses Jahres überwunden werden dürften. Gedämpft wurde die Konjunktur zudem durch den kräftigen Ölpreisanstieg. Der Preis für ein Fass der Sorte Brent hatte sich von 76 Dollar im dritten Quartal 2010 auf rund 115 Dollar im zweiten Quartal 2011 erhöht. Zusammen mit drastisch höheren Nahrungsmittelpreisen führte dies zu einem beträchtlichen Anstieg der Verbraucherpreise, der den privaten Haushalten Kaufkraft entzog und den privaten Konsum spürbar belastete. Das Ausmaß der dämpfenden Wirkungen eines Ölpreisanstiegs auf die Konjunktur ist umstritten,¹ auch weil es Gründe gibt anzuneh-

gen Expansionstempo hat sich die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wieder verringert. Während sich die Produktion in den gro-

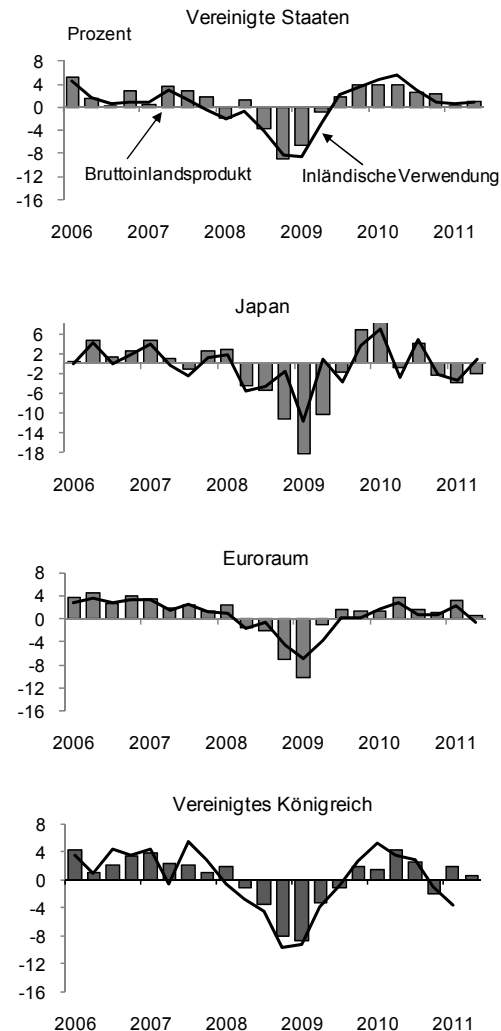
¹ So dürften sie sich unterscheiden je nachdem, ob sie das Resultat einer starken Nachfrage im Zuge einer kräftigen Weltkonjunktur – wie im Herbst 2010 – oder Ergebnis einer Verknappung des Angebots – wie im Winter 2011 infolge der politischen Ereignisse

men, dass die Wirkungen von Veränderungen nichtlinear sind. Schätzungen für die Vereinigten Staaten zeigen, dass die dämpfenden Effekte eines Ölpreisschubs unter bestimmten Annahmen beträchtlich sind und auch länger wirken (Kasten 1). Vor allem aber hat sich wohl bei Unternehmen und Haushalten mehr und mehr die Erkenntnis durchgesetzt, dass der nach den Kreditexzessen im privaten Sektor notwendige Konsolidierungsprozess noch geraume Zeit anhalten wird, und dass die Wirtschaftspolitik in diesem Umfeld nicht in der Lage ist, die Wirtschaft nachhaltig zu stimulieren. Schließlich verlor mit der wirtschaftspolitisch gewollten Abbremsung der Binnen-nachfrage in wichtigen Schwellenländern ein Hauptmotor der weltwirtschaftlichen Erholung an Schwung.

In den *Vereinigten Staaten* hat sich die Konjunktur in der ersten Jahreshälfte merklich abgekühlt. Im zweiten Quartal expandierte das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Rate von 1 Prozent (Abbildung 8), nachdem es bereits im ersten Quartal kaum zugenommen hatte. Für die geringe Expansion im zweiten Quartal war insbesondere der private Konsum verantwortlich, der nahezu stagnierte. Zur schwachen Entwicklung beigetragen haben dürften neben dem Kaufkraftentzug durch den Anstieg der Ölpreise auch Lieferschwierigkeiten der Automobilhändler, nachdem im Gefolge der Naturkatastrophe in Japan Lieferketten gerade im Bereich der Automobilbranche in Mitleiden-schaft gezogen worden waren. Die Anlage-investitionen wurden dagegen im Vergleich zum ersten Quartal deutlich beschleunigt aus-geweitet. Sie legten um rund 9 Prozent zu, wo-bei der Wirtschaftsbau mit einer Rate von mehr als 15 Prozent besonders kräftig expandierte, nachdem er im Vorquartal in einer ähnlichen Größenordnung zurückgegangen war. Von den Ausfuhren kamen kaum noch Impulse für die Konjunktur. Sie stiegen im zweiten Quartal le-diglich mit einer laufenden Jahresrate von 3,1

im arabischen Raum – sind (Boysen-Hogrefe et al. 2011a).

Abbildung 8:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen
fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office for National Statistics, *Economy*.

Prozent. Da auch die Importe wesentlich lang-samer ausgeweitet wurden, blieb der Außen-beitrag nahezu unverändert. Von den Staats-ausgaben gingen erneut restriktive Effekte aus, auch wenn sie deutlich weniger dämpften als im Vorquartal, in dem die Militärausgaben auf-grund von Sondereffekten außerordentlich stark zurückgingen. Die Lage am Arbeitsmarkt

Kasten 1:

Zu den Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten

Die Ölpreise haben sich gegen Ende des vergangenen Jahres und insbesondere zu Beginn des laufenden Jahres stark erhöht. Seit dem Frühjahr dieses Jahres sind die Ölpreise nicht mehr gestiegen, zuletzt waren sie sogar deutlich rückläufig. Es stellt sich die Frage, wie stark die Konjunktur in den Vereinigten Staaten vom Anstieg der Ölpreise gedämpft wurde und in welchem Ausmaß sie vom Ölpreiserückgang profitieren kann.

In einer Vielzahl von empirischen Untersuchungen ist belegt worden, dass der Ölpreis einen bedeutenden Einfluss auf die Konjunktur hat. Für die Vereinigten Staaten ist der Einfluss Untersuchungen zu Folge im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften relativ stark, auch wenn er im Zeitablauf offenbar etwas abgenommen hat (Blanchard und Gali 2008). Die Schätzung mit einem einfachen vektorautoregressiven Modell, das die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts und des Ölpreises (WTI) beinhaltet, ergibt, dass die negativen Auswirkungen auf das Bruttoinlandsprodukt in der Regel zwischen dem zweiten und dem vierten Quartal nach einem Anstieg des Ölpreises am stärksten sind (Abbildung K1-1).^a

Das Modell unterstellt einen linearen Wirkungszusammenhang zwischen Ölpreis und Konjunktur. Dies erscheint für bestimmte Wirkungen auch plausibel. Dämpft beispielsweise der Kaufkraftverlust, den die privaten Haushalte durch einen Ölpreisanstieg erleiden, die Konjunktur, so sollte ein Ölpreiserückgang die Konjunktur entsprechend stimulieren. Allerdings erscheint es aus theoretischer Sicht naheliegend, dass Ölpreisanstiege auch nicht lineare Auswirkungen auf die Konjunktur haben. So könnten sich beispielsweise Unternehmen, die Öl als Produktionsfaktor nutzen, veranlasst werden, ihre Produktionsweise umzustellen. In diesem Fall hätte ein Ölpreisanstieg dämpfende Effekte auf die Konjunktur, ein Ölpreiserückgang aber keine stimulierenden Auswirkungen. Mehrere empirische Untersuchungen haben Evidenz für solch nicht lineare Effekte von Ölpreisanstiegen gefunden. Hamilton (2011) modelliert nicht lineare Effekte anhand einer Variablen oil_t^{max} , die den Wert null annimmt, wenn der Ölpreis höher ist als im Jahr zuvor und der Differenz zwischen dem aktuellen Stand und dem 1-Jahres-Hoch entspricht, wenn er niedriger ist:

$$(1) \quad oil_t^{max} = \text{Max}\{0, oil_t - \max\{oil_{t-1}, \dots, oil_{t-4}\}\}$$

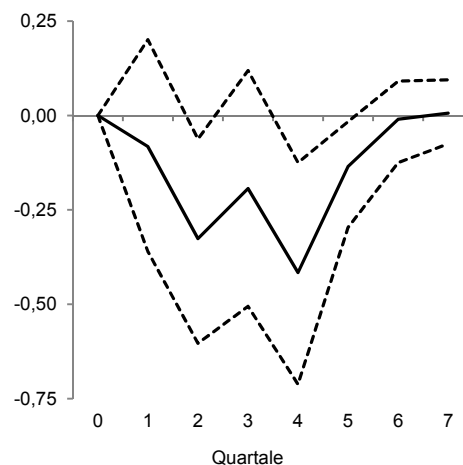
Verwendet man diese Variable in einer linearen Regression zur Bestimmung des Einflusses des Ölpreises auf die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts, ergibt sich:

$$(2) \quad \Delta y_t = \dots - \underset{(1,1)}{0,03 oil_{t-1}^{max}} - \underset{(2,4)}{0,06 oil_{t-2}^{max}} - \underset{(1,2)}{0,03 oil_{t-3}^{max}} - \underset{(2,1)}{0,06 oil_{t-4}^{max}}.$$

(*t*-Werte in Klammern; Parameterwerte für die Konstante und die Verzögerungen der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts nicht aufgeführt)

Abbildung K1-1:

Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf das Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten



Jahresrate, 90-Prozent-Konfidenzintervall.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

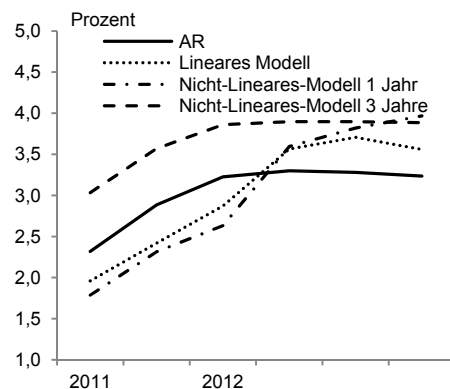
Ähnlich wie im linearen Modell ergeben sich im zweiten und im vierten Quartal die stärksten negativen Effekte eines Ölpreisanstiegs. Die negativen Effekte werden gegenüber einem vergleichbaren linearen Modell jedoch deutlich größer geschätzt. Allerdings ist nicht eindeutig, wie wirksam diese nicht linearen Effekte in der derzeitigen Situation sind. Zum einen ist es in der Literatur grundsätzlich umstritten, ob nicht lineare Effekte tatsächlich eine signifikante Bedeutung für die Konjunktur haben (Kilian und Vigfusson 2011). Zum anderen waren im Sommer 2008 bereits höhere Ölpreise zu beobachten als zuletzt. Viele Anpassungen, die zu nicht linearen Effekten von Ölpreisanstiegen führen, könnten bereits schon damals erfolgt sein und deshalb in der aktuellen Situation nicht mehr wirksam werden. In der Tat zeigt Hamilton (2011), dass ein nicht lineares Modell auf Basis eines Vergleichszeitraums von 3 Jahren eine höhere Modellgüte aufweist als ein Modell mit einer Variablen, die auf einem Vergleichszeitraum von einem Jahr beruht. Diesem Modell zufolge wäre derzeit nicht mehr mit negativen Auswirkungen des Ölpreisanstiegs zu rechnen.

Angesichts der Modellunsicherheit empfiehlt es sich, mehrere Modelle zu betrachten, um zu einer Einschätzung zu gelangen, wie sich die Ölpreisanstiege der ersten Monate des Jahres auf die Konjunktur in den kommenden Quartalen in den Vereinigten Staaten auswirkt, da es kein eindeutig „bestes“ Modell dafür gibt. Deshalb erstellen wir jeweils eine Prognose auf Basis der bisher vorgestellten Modelle. Dazu nehmen wir an, dass der Ölpreis im dritten Quartal 2011 um 5 Prozent zurückgeht und danach unverändert bleibt. Als Vergleichsmaßstab schätzen wir ein autoregressives Modell mit vier Verzögerungen, in dem Öl nicht vorkommt.

Gemäß dem nicht linearen Modell mit einem Vergleichszeitraum von einem Jahr („nicht lineares Modell 1 Jahr“) und gemäß dem linearen Modell wird die Konjunktur durch den Ölpreisanstieg in den kommenden Monaten im Vergleich zur Prognose des autoregressiven Modells (AR-Modell) noch spürbar gedämpft (Abbildung K1-2). Die negative Wirkung hält bis zum ersten Quartal des kommenden Jahres an, bevor die dämpfenden Effekte des Ölpreisanstiegs auslaufen bzw. sich die positiven Effekte des zuletzt zu beobachtenden leichten Rückgangs des Ölpreises bemerkbar machen. Für das nicht lineare Modell mit einem Vergleichszeitraum von 3 Jahren („nicht lineares Modell 3 Jahre“) ergeben sich definitionsgemäß keine negativen Auswirkungen des jüngsten Ölpreisanstiegs.

^aIn das Modell werden jeweils vier Verzögerungen der beiden Variablen aufgenommen. Der Schätzzeitraum beträgt 1957 bis zum zweiten Quartal 2011. Statistische Tests zeigen weder einen Strukturbruch noch Autokorrelation in den Störgrößen an. Schätzt man das Modell von 1957 bis 1983 so ergibt sich zwischen dem zweiten und dem vierten Quartal ein etwa doppelt so großer negativer Effekt. — ^bFür eine Übersicht vgl. Hamilton (2011). — ^cDie Modellprognose liegt oberhalb der Prognose des autoregressiven Modells, da das Modell die negativen Auswirkungen von Ölpreisanstiegen berücksichtigt, und deshalb in Phasen, in denen keine für das Modell relevanten Ölpreisanstiege zu verzeichnen sind, die durchschnittliche Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts höher prognostiziert wird.

Abbildung K1-2:
Modellprognosen unter Berücksichtigung des Ölpreises



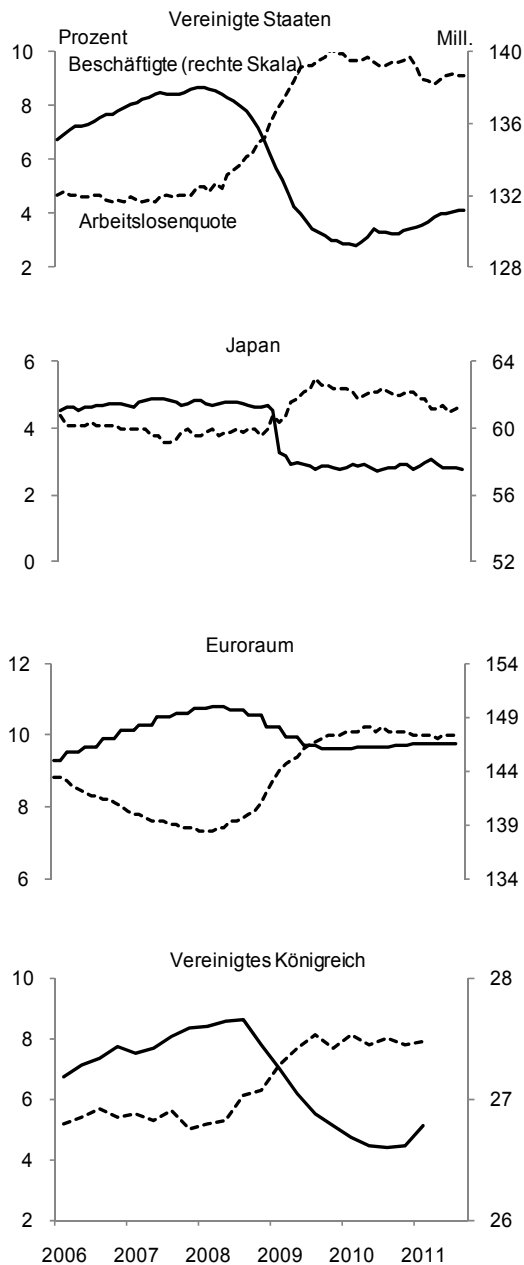
Quartalsdaten, Jahresrate.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; Thomson Financial Datasteam; eigene Berechnungen.

hat sich vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur wieder verschlechtert. Hatte die Zahl der Beschäftigten zwischen Februar und April noch um mehr als 200 000 pro Monat

zugelegt, so stieg sie danach deutlich langsamer. Im August stagnierte die Beschäftigung sogar (Abbildung 9). Die Arbeitslosenquote verharrte bei über 9 Prozent, obwohl die Parti-

Abbildung 9:
Arbeitsmarkt in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



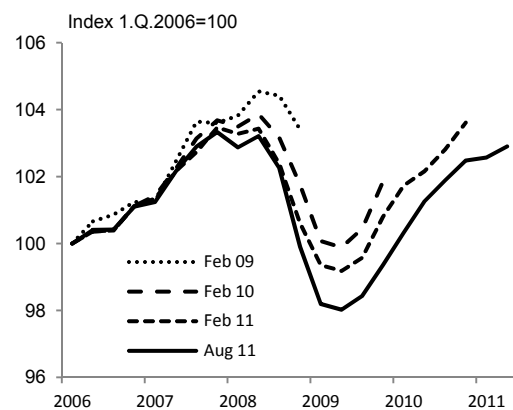
Monatsdaten; saisonbereinigt; Vereinigtes Königreich und Beschäftigung im Euroraum: Quartalsdaten; Vereinigte Staaten: abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: EZB, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; US Department of Labor, *Employment Situation*; OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office of National Statistics, *Economy*.

zipationsrate ausgehend von ihrem ohnehin niedrigen Stand in der Tendenz sogar noch weiter zurückging.²

Mit den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal wurde eine Revision der bisherigen Berechnungen seit 2003 bekannt gegeben. Am aktuellen Rand wurden die Zuwachsraten für das erste Quartal 2011 und das vierte Quartal 2010 deutlich abwärts revidiert, so dass die konjunkturelle Grundtendenz im Winterhalbjahr merklich schwächer war als zunächst gemeldet. Wie schon bei den Revisionen zuvor wurde das Niveau des Bruttoinlandsprodukts sowohl für den Hochpunkt vor der Rezession als auch für den Tiefpunkt der Rezession abwärts revidiert (Abbildung 10). Da die Revision für den Tiefpunkt der Rezession größer ausfiel, ergibt sich insgesamt ein stärkerer Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität im Verlauf der Rezession als zuvor ausgewiesen. Das Bruttoinlandsprodukt hat gemäß dem neuen Datenstand sein Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht, während dies gemäß der vorherigen Angaben schon im vierten Quartal 2010 der Fall gewesen war.

Abbildung 10:
Revisionen des Bruttoinlandsprodukts in den Vereinigten Staaten 2006–2011



Quartalsdaten. Stand zum jeweiligen Zeitpunkt gemäß VGR.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*.

² Zum Rückgang der Partizipationsrate vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2011a: 10–11).

In *Japan* ging das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal abermals zurück, nachdem es bereits in den beiden Vorquartalen rückläufig gewesen war. Maßgeblich waren die Auswirkungen des Erdbebens am 11. März, in deren Folge es insbesondere zu einem Einbruch der Industrieproduktion kam. Sie unterschritt trotz einer kräftigen Erholung im Mai und Juni im Durchschnitt des Quartals ihr Vorquartalsniveau nochmals. Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts fiel mit einer laufenden Jahresrate von 1,3 Prozent allerdings geringer aus als vielfach erwartet. Die inländische Verwendung stieg sogar leicht, wofür allerdings ausschließlich ein zunehmender Staatskonsum sowie die Entwicklung beim Lager verantwortlich waren. Sowohl der private Konsum als auch die privaten Anlageinvestitionen gingen zurück. Sehr kräftig – mit einer laufenden Jahresrate von über 20 Prozent – sanken die Exporte, wobei neben den Lieferschwierigkeiten infolge von Produktionsausfällen und Transportproblemen die hohe Bewertung des Yen zusätzlich dämpfend wirkte. Der Rückgang der Beschäftigung im Gefolge des Erdbebens ist ebenfalls erst zu einem Teil wieder wettgemacht worden. Die Arbeitslosenquote ging im Zuge eines Rückgangs des Arbeitsangebots gleichwohl in der Tendenz leicht zurück.

Im *Euroraum* kam die wirtschaftliche Expansion im zweiten Quartal nahezu zum Erliegen, nachdem im ersten Quartal noch ein recht kräftiger Zuwachs verzeichnet worden war.³ Maßgeblich für die Verlangsamung war die geringere Zunahme der Produktion in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden, wo die Konjunktur zu Beginn des Jahres noch eine hohe Dynamik aufgewiesen hatte. In Spanien und Italien blieb die wirtschaftliche Dynamik gering, in den Krisenländern Griechenland und Portugal stagnierte die Produktion nach den vorläufigen Meldungen. Kräftig zugenommen hat das Bruttoinlandsprodukt zuletzt nur noch in Österreich sowie Estland und der Slowakei. Der private Konsum stieg nicht mehr, wobei

neben dem inflationsbedingten Kaufkraftentzug eine Rolle gespielt haben dürfte, dass sich die Einkommenserwartungen vor dem Hintergrund der hartnäckig hohen Arbeitslosigkeit und der in vielen Ländern zu erwartenden Maßnahmen zur Konsolidierung der Staatshaushalte wieder eingetrübt haben. Die Investitionen verloren spürbar an Schwung, blieben aber angesichts niedriger Zinsen und steigender Gewinne insgesamt aufwärtsgerichtet.

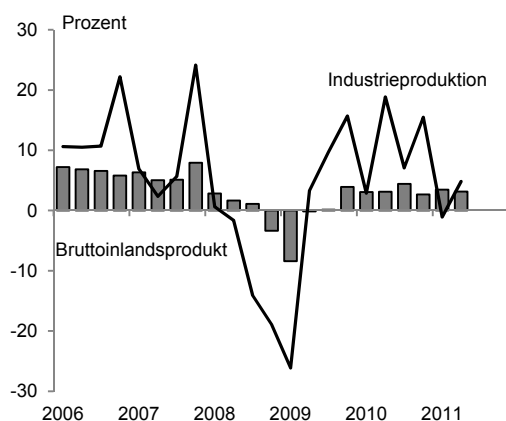
Im *Vereinigten Königreich* hat die Konjunktur nach wie vor nicht richtig Tritt gefasst. Im zweiten Quartal verlangsamte sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts auf eine laufende Jahresrate von 0,7 Prozent, nach 1,6 Prozent im Vorquartal. Deutlich zurück ging sogar die Industrieproduktion, wozu freilich auch ein zusätzlicher öffentlicher Feiertag (Hochzeit im Königshaus) sowie vorübergehende Probleme mit den Lieferketten im Zusammenhang mit dem Erdbeben in Japan beigetragen haben. Die Nachfrage wird dadurch belastet, dass die Realeinkommen fortgesetzt sinken, zuletzt angesichts des erhöhten Preisauftriebs sogar in beschleunigtem Tempo. Auch die Exporte neigten trotz der immer noch niedrigen Bewertung des Pfund im zweiten Quartal deutlich zur Schwäche; der reale Außenbeitrag dürfte sich im zweiten Quartal wieder etwas verringert haben; im gesamten ersten Halbjahr lieferte der Außenhandel aufgrund der zu Jahresbeginn stark gesunkenen Importe allerdings einen positiven Expansionsbeitrag. Die Zahl der Beschäftigten hat zwar seit Mitte des vergangenen Jahres leicht zugenommen, gleichzeitig ist aber das Arbeitsangebot gestiegen, so dass die Arbeitslosenquote bis zuletzt auf hohem Niveau verharrte.

In den *übrigen Ländern der Europäischen Union* entwickelte sich die Konjunktur vergleichsweise günstig, obwohl sich hier die Stimmung in der Wirtschaft zum Teil stark eingetrübt hat. Sowohl in Schweden als auch in Polen setzte sich die kräftige Expansion der Produktion im zweiten Quartal mit einer Rate von rund 4 Prozent fort. In Dänemark legte das Bruttoinlandsprodukt ähnlich kräftig zu, hier allerdings nachdem es im Winterhalbjahr zuvor leicht geschrumpft war. Getragen wurde die

³ Eine ausführliche Diskussion der konjunkturellen Lage und Aussichten im Euroraum findet sich in Boysen-Hogrefe et al. (2011b).

Expansion vor allem von starken Zuwächsen bei den Investitionen, während der private Konsum insgesamt nur moderat expandierte. In einigen der neuen Mitgliedsländer der Europäischen Union – etwa in Bulgarien, Rumänien, Ungarn oder Zypern – wird die Binnennachfrage dadurch gedämpft, dass im privaten Sektor und zum Teil auch im Staatshaushalt Konsolidierungsprozesse voranschreiten. Während die Industrieproduktion in den Beitrittsländern insgesamt kaum noch stieg, legte das Bruttoinlandsprodukt jedoch vor allem infolge der anhaltend kräftigen gesamtwirtschaftlichen Expansion in Polen in nur wenig verlangsamtem Tempo zu (Abbildung 11). Die Arbeitslosigkeit ist in den meisten Ländern allenfalls leicht gesunken; Ausnahmen sind die baltischen Staaten, wo sie im Zuge einer kräftigen Erholung von allerdings sehr hohem Niveau bis zuletzt rasch zurückging.

Abbildung 11:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2006–2011



Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Willkommene konjunkturelle Abkühlung in den Schwellenländern

In den Schwellenländern hat sich die Konjunktur im Verlauf des ersten Halbjahres etwas abgekühlt. Dies ist zum einen Reflex der verlangsamten Nachfrageexpansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, zum anderen aber Resultat einer Wirtschaftspolitik, die darum bemüht ist, eine Überhitzung der heimischen Wirtschaft zu verhindern. Denn vielfach ist im Zuge eines kräftigen Aufschwungs die Inflation spürbar gestiegen. In der Folge erhöhten die Zentralbanken vielerorts ihre Zinsen deutlich und waren bestrebt, die monetäre Expansion auch mit anderen Maßnahmen, etwa der Erhöhung der Mindestreservesätze oder einer direkten Einschränkung der Kreditvergabe, zu verringern.

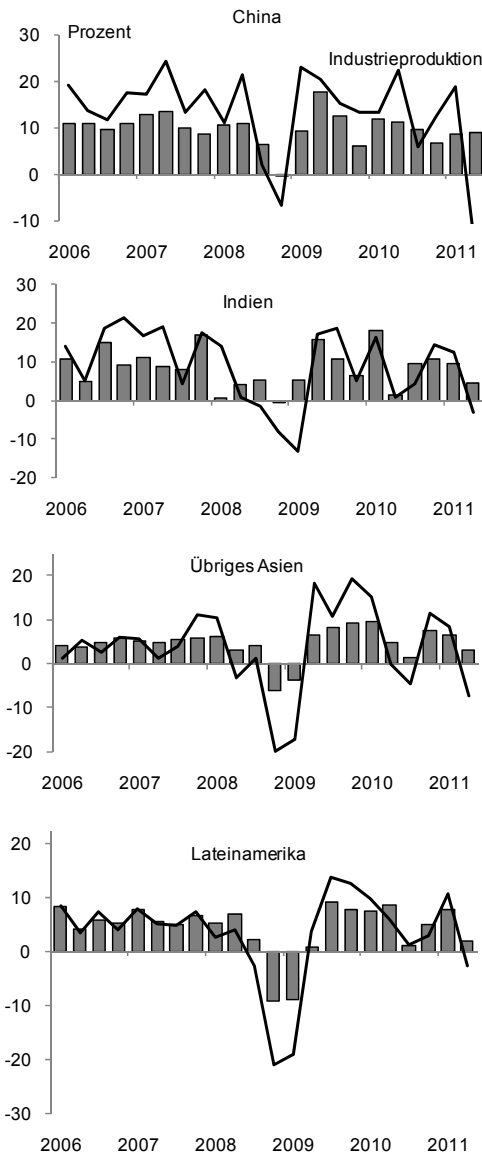
In China hat sich die Konjunktur im ersten Halbjahr zwar leicht abgeschwächt, die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm aber nach wie vor deutlich zu. So stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von 9,5 Prozent, nach reichlich 10 Prozent im Halbjahr zuvor (Abbildung 12).⁴ Die Dynamik im Außenhandel hat sich in den vergangenen Monaten stark abgeschwächt. So sind die nominalen Warenexporte seit Anfang des Jahres kaum noch gestiegen; die Importe sanken sogar deutlich, so dass sich der Handelsbilanzüberschuss wieder ausweitete (Abbildung 13). Dabei spielte nicht zuletzt der starke Rückgang des Handels mit Japan in Folge der Naturkatastrophe eine Rolle. Konjunkturlokomotive waren nach wie vor die Investitionen. Aber auch der private Konsum trug maßgeblich zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts bei. Infolge der starken Binnennachfrage, kräftig anziehender Immobilienpreise in den Ballungsgebieten, höherer

⁴ Seit dem ersten Quartal 2011 veröffentlicht das chinesische Statistikamt Zahlen über das saisonbereinigte reale Bruttoinlandsprodukt auf Quartalsbasis. Die von uns geschätzte Zeitreihe des realen Bruttoinlandsprodukts für die Vergangenheit wird mit diesen Zahlen fortgeschrieben.

Weltkonjunktur stockt

Abbildung 12:

Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Schwellenländern 2006–2011



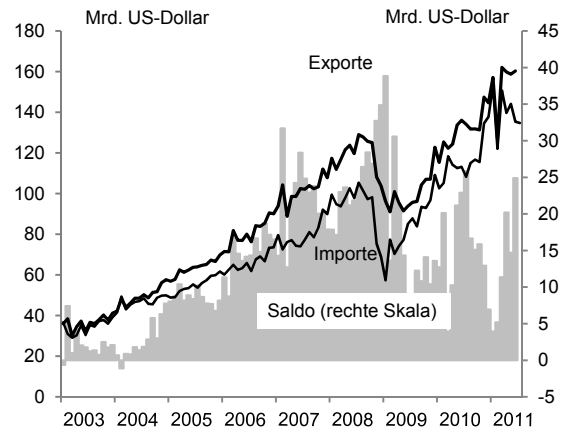
Quartalsdaten: preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; Daten für China basierend auf Abeyasinghe (2008); fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik; übriges Asien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; 2. Quartal 2011 teilweise geschätzt.

Quelle: Abeyasinghe (2008); IMF, *International Financial Statistics*; nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

Löhne sowie gestiegener Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise hat die Inflationsrate in China zugenommen. Sie lag im Juli bei 6,5 Prozent, dies ist der höchste Stand seit drei Jahren. Auch die Kerninflation beschleunigte sich zuletzt.

Abbildung 13:

Außenhandel Chinas 2003–2011



Monatsdaten, saisonbereinigt, nominal.

Quelle: General Administration of Customs via Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

In *Indien* war die konjunkturelle Dynamik im ersten Halbjahr dieses Jahres unverändert kräftig. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg in den ersten beiden Quartalen des Jahres jeweils mit Zuwachsraten von über 7 ½ Prozent. Ausschlaggebend für die starke Ausweitung der Produktion war abermals die hohe Dynamik im Dienstleistungssektor. Bei den Nachfragekomponenten expandierten insbesondere der private Konsum und die Investitionen kräftig. Die dynamische Inlandsnachfrage fachte auch die Inflation weiter an, was zur vordringlichen wirtschaftspolitischen Herausforderung geworden ist. Dabei ist der Preisauftrieb breit angelegt. Im Juli legten die Großhandelspreise um 9,2 Prozent und die Verbraucherpreise um 8,4 Prozent zu. Dies dürfte neben dem merklichen Anstieg der Nahrungsmittelpreise auch einem hohen Lohndruck bei hochqualifiziertem Personal vor dem Hintergrund des akuten Fachkräftemangels in einigen Sektoren geschuldet sein. Die indische Notenbank reagierte mit zahlreichen Maßnahmen, um den Preisauftrieb zu dämpfen. Sie erhöhte den Repozatz im Verlauf des ersten Halbjahres um insgesamt 150 Basispunkte auf nunmehr 8 Prozent und hob mehrfach den Mindestreservesatz an. Zudem wurden unkonventionelle Maßnahmen ergriffen, um der kräftigen Kreditausweitung entgegenzuwirken, die

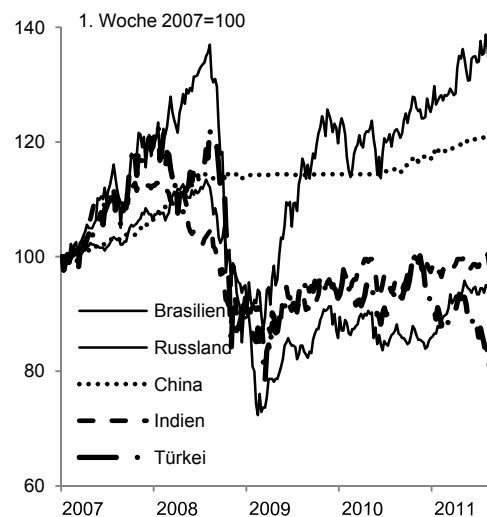
nicht zuletzt Folge massiver Kapitalimporte sein dürfte (Kasten 2).

In den *übrigen ostasiatischen Ländern* hat sich die Konjunktur im Verlauf des ersten Halbjahres merklich abgekühlt. In Thailand, Hongkong und Malaysia ging die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal sogar zurück. Dämpfend wirkte insbesondere die Entwicklung der Exporte; so ging die Ausfuhr in Malaysia und den Philippinen im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 4 Prozent zurück. Neben einer schwachen Nachfrage aus den Industrieländern machte sich hier wohl bemerkbar, dass die Lieferketten in der Industrie als Folge der Probleme mit der Produktion in Japan gestört waren. Der private Konsum und die Investitionstätigkeit expandierten hingegen weiter dynamisch. So zogen auch die Inflationsraten aufgrund der robusten Inlandsnachfrage und steigender Importpreise, insbesondere von Produkten aus China und Indien, weiter an. Zudem verstärkten merkliche Preissteigerungen von Immobilien den Preisaufrtrieb in der Region.

In *Lateinamerika* zeigte sich die konjunkturelle Entwicklung im ersten Halbjahr recht robust. Zum einen profitiert die Region von den anhaltend hohen Rohstoffpreisen, durch die sich die Erträge der Unternehmen merklich erhöhen. Zum anderen sind die makroökonomischen Fundamentaldaten nach wie vor äußerst günstig. In Brasilien setzte sich die von der dynamischen Binnennachfrage getriebene Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion fort, wenn auch in verlangsamttem Tempo. Vor allem die Konsum- und Investitionsnachfrage expandierte nach wie vor sehr kräftig. Ein wesentlicher Grund für die robuste Inlandsnachfrage dürfte die starke Aufwertung des Real gewesen sein – sie beläuft sich seit Januar 2009 auf 36 Prozent gegenüber dem US-Dollar (Abbildung 14) –, durch die die brasilianischen Konsumenten an Kaufkraft gewannen. In der Folge weitete sich auch das Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Halbjahr etwas aus. Im Zuge der starken Inlandsnachfrage ist auch ein Anstieg der Inflationsrate, die insbesondere im Dienstleistungssektor in die Höhe geschneilt ist. Dämpfend gewirkt haben dürfte die Aufwertung

der Währung auf die Industrieproduktion, die für die brasilianische Wirtschaft besonders wichtig ist; sie stagniert nicht zuletzt infolge des Verlustes an preislicher Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produktionsunternehmen seit über einem Jahr. Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Mexiko hat sich im Verlauf des ersten Halbjahres beschleunigt. Die Abschwächung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten machte sich hier kaum bemerkbar. Maßgeblich für die konjunkturelle Dynamik war abermals die Inlandsnachfrage. In Argentinien zeichnet sich indes eine spürbare Abschwächung der Konjunktur ab. Nach dem außerordentlich starken ersten Quartal 2011 hat sich das konjunkturelle Expansionstempo im zweiten Quartal spürbar verlangsamt. Infolge der anhaltenden realen Aufwertung des Peso schwächte sich der Anstieg der Exporte zunehmend ab. Der Leistungsbilanzsaldo war im ersten Halbjahr erstmals seit 2001 negativ.

Abbildung 14:
Wechselkurse in großen Schwellenländern 2007–2011



Wöchentliche Daten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Die wirtschaftliche Expansion in *Russland* setzte sich im ersten Halbjahr 2011 in moderatem Tempo fort. Das Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich trotz erheblicher fiskalischer Impulse und der hohen Rohstoffpreise, die zu kräftig gestiegenen Exporterlösen führten, nur mit

Kasten 2:

Zu den starken Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer

Im Verlauf der vergangenen Jahre sind die Nettokapitalimporte der Schwellenländer stark gestiegen. Dabei sind die Zuflüsse sowohl struktureller als auch zyklischer Natur. Strukturell haben sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen mit inzwischen zumeist solide Staatsfinanzen, hohen Währungsreserven und gestiegener geldpolitischer Glaubwürdigkeit sowohl im historischen Vergleich als auch relativ zu vielen Industrieländern deutlich verbessert. Konjunkturell hat sich die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Schwellenländern deutlich schneller und kräftiger von der Großen Rezession erholt als die in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Im Vergleich zu früheren Phasen hoher Kapitalimporte in die Schwellenländer sind die Zuflüsse zwar nicht außerordentlich hoch, sie legten jedoch außergewöhnlich rasch zu. Es ist zu vermuten, dass auch die globale Liquiditätsschwemme und die anhaltend niedrigen Zinsen in den Industrieländern maßgeblich zum Kapitalimport in die Schwellenländer beigetragen haben. Der massive Kapitalzufluss hat die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen deutlich gesenkt hat und somit zu niedrigeren Finanzierungskosten geführt. Zudem haben die Währungen vieler Schwellenländer Länder im Anschluss der Finanzkrise stark aufgewertet. Der brasilianische Real beispielsweise wertete seit Januar 2009 gegenüber dem US-Dollar um mehr als 30 Prozent auf. Dies alles hat zu großen Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik geführt.

Während viele Schwellenländer konventionelle makroökonomische Instrumente, wie Zinserhöhungen und Interventionen am Devisenmarkt einsetzten, um die Kapitalimporte zu bremsen, wurden mancherorts auch unkonventionelle Maßnahmen (sogenannte *capital flow management measures*) eingesetzt. Diese Maßnahmen sind verschieden motiviert. So bestehen Sorgen über ein Überhitzen der heimischen Wirtschaft, über eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit durch nominale Aufwertung der Währung, um die Finanzmarktstabilität oder um die Sterilisierungskosten von Kapitalbildung durch Devisen.

Alles in allem lassen sich fünf Hauptziele der unkonventionellen Maßnahmen erkennen: die Entschärfung von Komplikationen bei Zentralbankoperationen, die beim Ankauf von Zentralbanksicherheiten ausländischer Investoren auftreten,^a die Limitierung von Zuflüssen in die lokalen Anleihemärkte, die Senkung der Anfälligkeit des heimischen lokalen Bankensystems und der Realwirtschaft, die Reduzierung der Anfälligkeit von in Fremdwährung laufenden Krediten des Privatsektors und das Verhindern von spekulativen Währungsattacken, die maßgeblich für eine steigende Wechselkursvolatilität sein können.

Um diese Ziele zu erreichen, haben die Länder unterschiedliche Instrumente angewandt. So wurden in Indien Restriktionen für die Aufnahme von Krediten aus dem Ausland eingeführt, in Indonesien und Taiwan wurden die Mindestreservesätze für Fremdwährung und ausländische Konten erhöht, in Korea und Thailand wurde eine Kapitalertragssteuer auf den Besitz von Staatsanleihen für ausländische Investoren eingeführt wurde, um den Kapitalzufluss in den lokalen Anleihemarkt zu drosseln. In Brasilien, wo die heimische Währung seit der Finanzkrise am stärksten aufwertete, wurden bisher die weitgehendsten Maßnahmen ergriffen. So wird seit Oktober 2009 eine zweiprozentige Steuer auf ausländische Portfolioinvestitionen (Imposto de Operações Financeiras) erhoben, um Carry Trades einzudämmen. Zudem wurden Mindestreserveanforderungen für Dollar-Leerverkaufspositionen am Geldmarkt eingeführt, um Spekulationen auf einen steigenden Real zu unterbinden. Eine Studie (Pradhan et al. 2011) zeigt jedoch, dass die ergriffenen Maßnahmen den Kapitalzufluss nicht entscheidend reduziert haben. So hat sich der Anstieg der Kapitalimporte zwar leicht verlangsamt, sie sind jedoch noch immer aufwärts gerichtet. Solange die Unsicherheit über die Einkommenswartungen und die konjunkturelle Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften anhält, rechnen wir damit, dass die Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer weiter zunehmen.

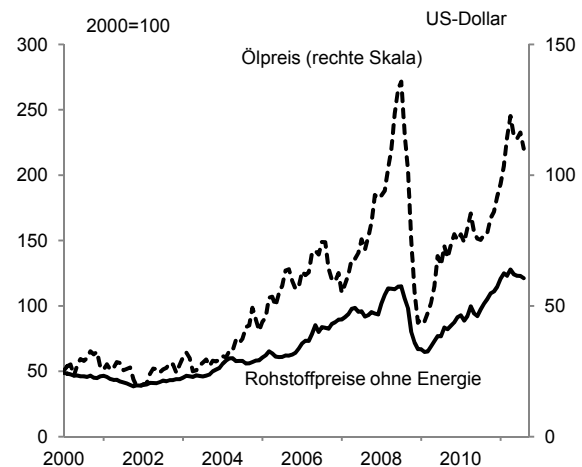
^aIn vielen Schwellenländern geben die Zentralbanken eigene handelbare Wertpapiere aus, um den Ankauf von Währungsreserven zu sterilisieren. Sollten jedoch ausländische Investoren diese meist kurzläufigen Wertpapiere erwerben, könnten diese Sterilisierungsoperationen den Kapitalzufluss noch verstärken.

einer laufenden Jahresrate von etwa 2 Prozent. Dämpfend wirkte die Inflation, die nicht zuletzt infolge eines Anstiegs der Nahrungsmittelpreise binnen Jahresfrist von knapp 6 Prozent auf 9,6 Prozent (Mai) gestiegen war, bevor sie zuletzt wieder etwas zurückging (Juli: 9,0 Prozent). Vor allem aber sind die Unternehmen bemüht, ihre Bilanzen zu konsolidieren, und die Banken sind angesichts eines hohen Volumens an notleidenden Krediten zurückhaltend bei der Kreditvergabe. Vor diesem Hintergrund kam der kurze Aufschwung bei den Investitionen, der sich im vergangenen Jahr vollzogen hatte, bereits wieder zum Erliegen. Haupttriebkraft der Expansion war zuletzt der private Konsum, der trotz inflationsbedingt geringerer Realeinkommenszuwächse kräftig zulegte. Seit geraumer Zeit expandieren die Importe erheblich schneller als die Exporte, die zuletzt kaum noch zunahmen. Ein Hauptgrund für diese Entwicklung ist die starke reale Aufwertung des Rubel, die sich seit Anfang des Jahres 2009 auf nahezu 40 Prozent beläuft.

Verbraucherpreisanstieg lässt nach

Die Inflationsrisiken haben sich in den vergangenen Monaten wieder verringert. Zwar liegen die Inflationsraten in den meisten Ländern noch auf dem erhöhten Niveau, das sie im Zuge des Anstiegs der Rohstoffpreise, zum Teil auch infolge zunehmender Kapazitätsauslastung, erreicht hatten. Zuletzt ist der Ölpreis allerdings wieder etwas gesunken, und auch die Preise für Industrierohstoffe haben im Gefolge der konjunkturellen Verlangsamung der Weltwirtschaft nachgegeben (Abbildung 15). Wir erwarten, dass im Prognosezeitraum von den Rohstoffpreisen keine weiteren inflationären Impulse ausgehen; für den Ölpreis nehmen wir an, dass er ab dem vierten Quartal konstant bei 115 Dollar je Barrel liegt, für die Industrierohstoffe rechnen wir mit einem weiteren Rückgang der Preise im kommenden Jahr (Tabelle 1).

Abbildung 15:
Rohstoffpreise 2000–2011



Monatsdaten; Rohstoffpreise: HWWI-Index auf US-Dollarbasis; Ölpreis: Spotpreis Sorte Brent.

Quelle: International Petroleum Exchange via Thomson Financial Datastream; HWWI, Rohstoffpreisindex.

Bei diesen Annahmen wird sich die laufende Inflationsrate in den kommenden Monaten zusehends der Kernrate (Inflationsrate gemessen ohne Preise für Energie und Nahrungsmittel) annähern. Diese war in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zuletzt zwar etwas höher als am Tiefpunkt nach der Finanzkrise, doch mit 1,4 Prozent immer noch recht niedrig (Abbildung 16), vor allem wenn man berücksichtigt, dass ein Teil des Preisanstiegs auf Einmaleffekten infolge von Steuer- und Abgabenerhöhungen beruht. Dies ist insbesondere im Vereinigten Königreich der Fall, wo Anfang des kommenden Jahres die Inflationsrate infolge des Basiseffekts der Mehrwertsteuererhöhung deutlich sinken wird. In Japan ist das Preisniveau durch steuerliche Maßnahmen – vor allem eine kräftige Tabaksteueranhebung – ebenfalls einmalig erhöht worden. Auch im Euroraum tragen Steuererhöhungen einen bedeutenden Teil zur Inflationsrate bei. In jüngster Zeit verharrten die Inflationsraten zumeist auf dem erhöhten Niveau (Abbildung 17). Im zweiten Halbjahr dürften die Inflationsraten allmählich und Anfang nächsten Jahres, wenn das hohe Niveau der Rohölpreise in die Vergleichsbasis eingeht, voraussichtlich sogar rasch zurückgehen. Infolge der Konjunkturschwäche, die wir

Weltkonjunktur stockt

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2010–2012

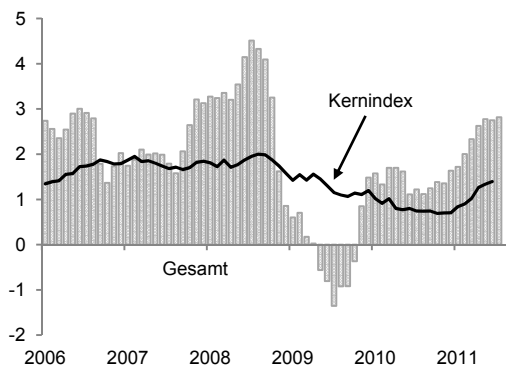
	2010				2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroraum	1,5	1,1	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,30	1,36	1,43	1,36	1,37	1,44	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42
Yen/US-Dollar	90,7	92,0	85,9	82,6	82,0	81,7	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	76,7	78,1	76,5	87,2	105,7	117,5	114,6	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	91,1	97,7	101,7	109,4	118,5	121,6	118,0	115,6	112,2	108,2	107,7	109,8

Leitzins: Vereinigte Staaten: Fed Funds Rate, seit Dezember 2008 Bandbreite von 0 bis 0,25 Prozent; Japan: Tagesgeldzins; Euroraum: Hauptrefinanzierungssatz.

Quelle: HWWI, Rohstoffpreisindex; IMF, *International Financial Statistics*; Federal Reserve; EZB, *Monatsbericht*; ab 2011 II: Prognose des IfW.

Abbildung 16:

Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2009; Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

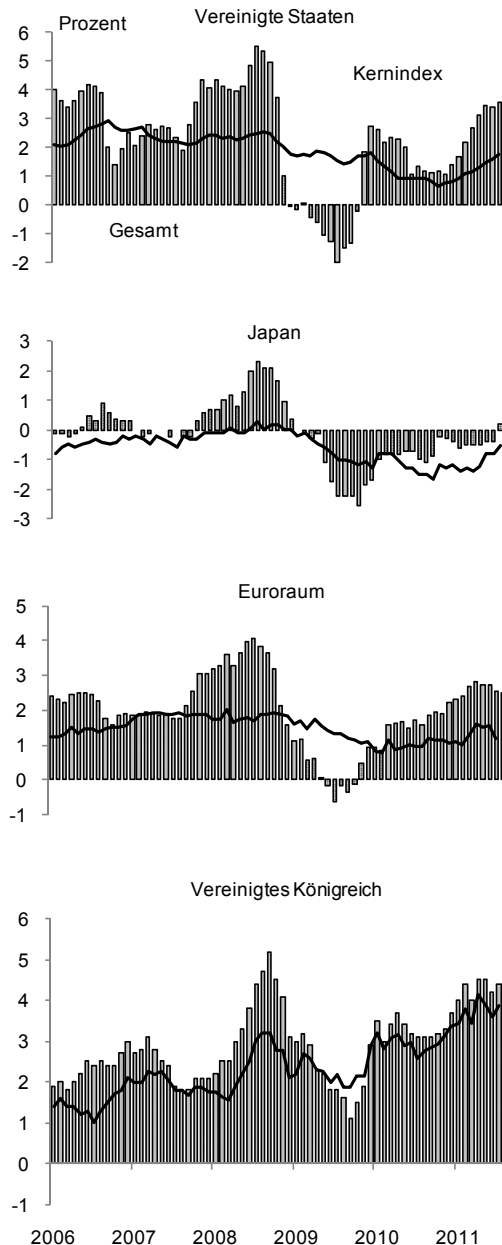
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

für den Prognosezeitraum erwarten, dürfte sich auch die Kerninflation in der Grundtendenz wieder abschwächen. Im Fall eines ausgeprägten Rückgangs der Rohstoffpreise könnten sogar erneut Deflationsgefahren in den Fokus der Wirtschaftspolitik rücken.

Die Deflationssorgen, die zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts – nach dem Platzen der

Internetblase an den Aktienmärkten – verbreitet waren, lagen zu einem Teil in der Sorge begründet, dass die Globalisierung der Weltwirtschaft, insbesondere die Integration Chinas mit seinem enormen Arbeitskräftereservoir, einen ausgeprägten Druck auf die Preise für Industriewaren ausüben würde (vgl. z.B. Roach 2002; World Bank 2002). Gleichzeitig hat der Druck auf das Preisniveau vonseiten der Importpreise es den Notenbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erlaubt, eine vergleichsweise expansive Geldpolitik zu fahren und ein höheres Niveau an binnenwirtschaftlichem Preisauftrieb zuzulassen, ohne dass die Verbraucherpreisinflation insgesamt inakzeptabel gestiegen wäre. Gegenwärtig wird hingegen befürchtet, dass die Zeiten dieses Imports an Preisstabilität auf der Basis eines weitgehend elastischen Angebots an Fertigwaren aus China vorbei sein könnten. Hintergrund ist der hohe Verbraucherpreisanstieg, der gegenwärtig dort zu verzeichnen ist. Die Inflationsrate lag im Juli bei 6,5 Prozent, dem höchsten Stand seit drei Jahren (Abbildung 18). Zwar sind zu einem Teil Sonderfaktoren, beispielsweise stark erhöhte Preise für Nahrungsmittel, insbesondere für Schweinefleisch, verantwortlich. Aber es gibt auch Anzeichen, dass eine inzwischen stärker begrenzte Angebotskapazität der chinesischen

Abbildung 17:
Verbraucherpreise in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



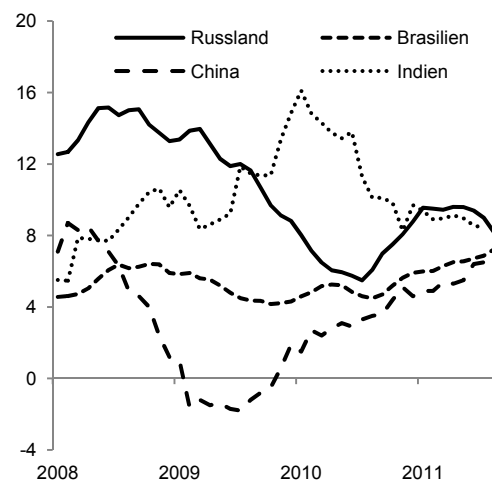
Monatswerte. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor, *Consumer Price Index*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office for National Statistics, *Economy*; Statistics Bureau of Japan, *Consumer Price Index*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*.

Wirtschaft zu dem Preisauftrieb beiträgt. So stiegen im Zuge der starken Binnennachfrage und kräftig steigender Immobilienpreise auch

die Löhne deutlich rascher. In der Folge beschleunigte sich der Anstieg der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe bis Ende 2010 auf rund 8 Prozent (EZB 2011: 13). Hinzu kommt, dass der Renminbi gegenüber dem Dollar seit geraumer Zeit wieder nominal aufwertet, wodurch sich die Dollar-Preise für Importe aus China tendenziell erhöhen.

Abbildung 18:
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2011



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: State Statistical Office.; IBG; National Bureau of China; Labour Bureau of China.

Frühere empirische Untersuchungen haben zumeist einen nur geringen Einfluss der Globalisierung auf die Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gefunden.⁵ Allerdings hat sich die Bedeutung des Handels mit China inzwischen erheblich erhöht (Tabelle 2). Gemessen am Bruttoinlandsprodukt wurden in

⁵ Vgl. etwa Kamin et al. (2004) und Feyzioglu und Willard (2008). Pain et al. (2006) finden hingegen deutliche Effekte, die allerdings in unterschiedliche Richtungen wirken: Auf der einen Seite wirkt die Globalisierung inflationsdämpfend, da das Ausnutzen von Lohnkostendifferenzen niedrigere Importpreise für Fertigwaren zulässt. Auf der anderen Seite führt aber das starke Wachstum in den Entwicklungs- und Schwellenländern, das mit diesem Prozess verbunden ist, zu höheren Rohstoffpreisen, die für sich genommen den Preisauftrieb in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften steigern. Meist dominierte demnach der deflationäre Effekt.

Tabelle 2:

Importe ausgewählter fortgeschrittener Volkswirtschaften aus China in Prozent des Bruttoinlandsprodukts 2000–2010

	2000	2005	2010
Vereinigte Staaten	0,84	1,61	2,07
Japan	0,98	2,33	2,34
EU 27	0,63	1,27	2,35
Deutschland	0,75	1,59	3,30
Frankreich	0,61	1,17	1,85
Italien	0,49	0,89	2,00
Vereinigtes Königreich	0,42	1,01	1,63
OECD insgesamt	0,75	1,57	2,02

OECD insgesamt: 2010 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD Foreign Trade Statistics Database; OECD Economic Indicators Statistics Database; United Nations Commodity Trade Statistics Database.

den großen fortgeschritten Volkswirtschaften 2010 zwischen 1,6 Prozent (Vereinigtes Königreich) und 3,3 Prozent (Deutschland) aus China importiert. In einer Simulation mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM haben wir die Auswirkungen eines angebotsbedingten Inflationsanstiegs in China auf die übrige Welt analysiert. Dazu wurde angenommen, dass die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität in China um einen Prozentpunkt pro Jahr geringer ist als im Basisszenario. Die niedrigeren Produktionskapazitäten haben einen signifikanten Anstieg der Inflationsrate in China zur Folge (Abbildung 19). Sie steigt sukzessive an; in fünf Jahren liegt sie um mehr als einen Prozentpunkt und in zehn Jahren um 1 ½ Prozentpunkte über dem im Basisszenario. In der Folge zieht auch der Importpreisanstieg in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften an. Auf den erhöhten Inflationsdruck reagieren die Notenbanken mit Zinserhöhungen. Gleichwohl ist die Inflationsrate nach zehn Jahren um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte höher als im Basisszenario. Infolge des Kapazitätsschocks reduziert sich das reale Bruttoinlandsprodukt in China im betrachteten Zeitraum um 5 Prozent gegenüber der Basislösung. Dies führt auch zu einer niedrigeren Importnachfrage Chinas, wodurch die gesamtwirtschaftliche Produktion der fortgeschrittenen Volkswirtschaften gedämpft wird. Alles in allem liegt das Produktionsniveau nach zehn Jahren in den Vereinigten Staaten um etwas mehr als 1 Prozent niedriger liegt als im Ba-

sissszenario. In Japan und im Euroraum ist der Rückgang mit 0,7 Prozent bzw. 0,3 Prozent deutlich geringer.

Geldpolitik bleibt expansiv

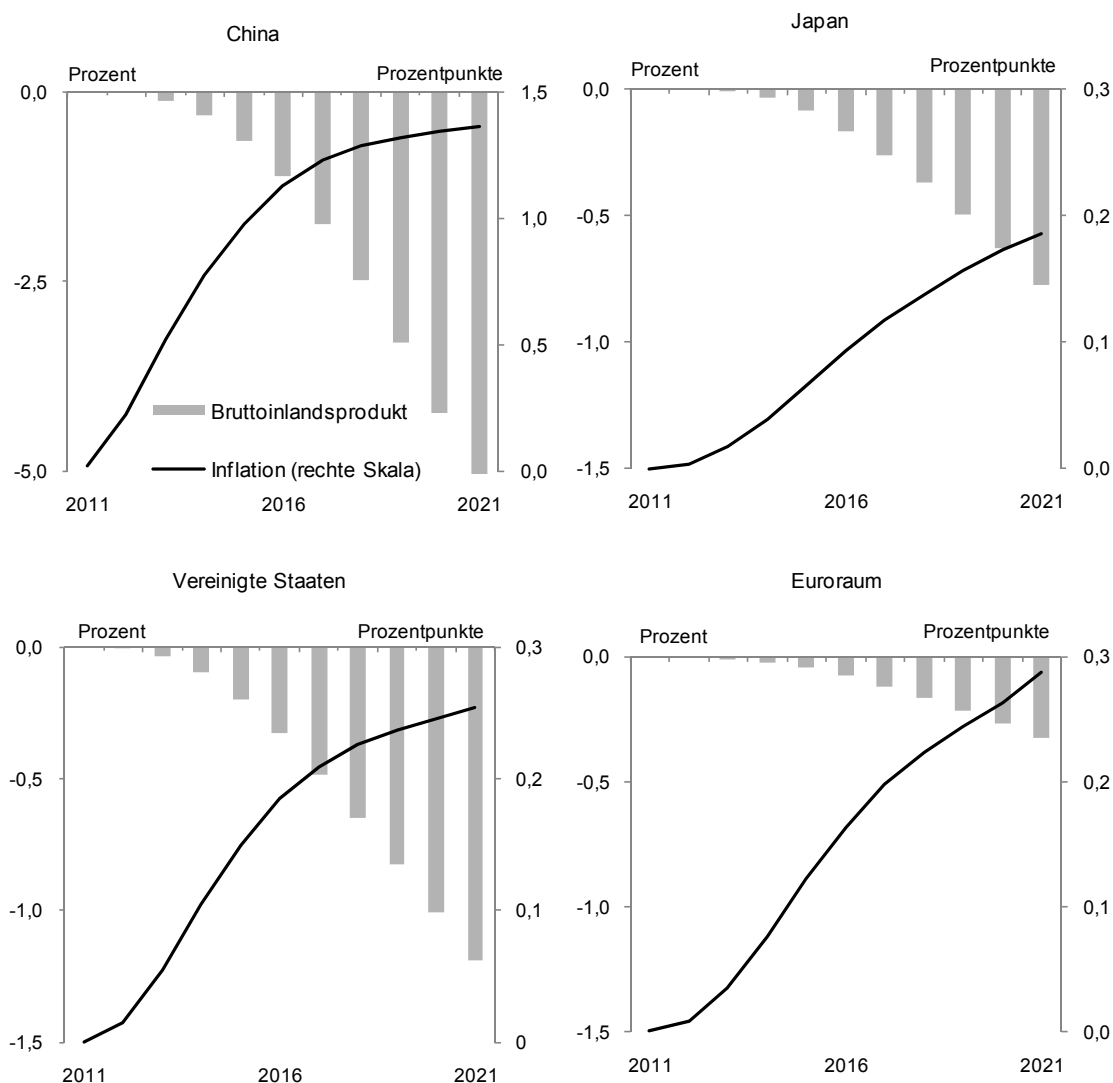
Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nach wie vor stark expansiv ausgerichtet. Die Geldmarktzinsen sind seit geraumer Zeit im historischen Vergleich extrem niedrig; dies gilt auch für den Euroraum, wo die EZB den Hauptrefinanzierungssatz im Frühjahr etwas angehoben hat (Abbildung 20). Weiterhin wird den Banken unlimitiert Liquidität bereitgestellt. Die neuerliche Konjunkturschwäche stellt in dieser Situation eine besondere Herausforderung für die Notenbanken dar, denn ihre Möglichkeiten, der Konjunktur zusätzliche Impulse zu geben, sind gering. Denkbar ist vor allem eine nochmalige Ausweitung der Käufe von Wertpapieren am Kapitalmarkt, um die Kurse langfristiger Papiere zu steigern und damit das Zinsniveau am langen Ende zu drücken sowie die Preise anderer Vermögenswerte (insbesondere von Aktien) positiv zu beeinflussen. Angesichts der Turbulenzen an den Finanzmärkten wird das Augenmerk der Notenbanken zudem verstärkt darauf liegen, die Stabilität des Finanzsektors zu gewährleisten. In den Schwellenländern besteht dagegen für Geldpolitik erheblicher Spielraum für Zinssenkungen. Dieser dürfte allerdings in den meisten Ländern im Prognosezeitraum allenfalls vorsichtig genutzt werden, da die Inflationsdynamik meist noch unerwünscht hoch ist.

In den *Vereinigten Staaten* legt die Fed weiterhin die durch das Auslaufen von verbrieften Hypothekenkrediten frei werdenden Mittel in Staatsanleihen an und verhindert somit ein Schrumpfen der monetären Basis. Auf die Verlangsamung der Konjunktur hat sie mit der Ankündigung reagiert, den Leitzins bis Mitte des Jahres 2013 auf dem derzeitigen Niveau im Intervall von 0–0,25 Prozent zu belassen. Diese Maßnahme hatte zum Ziel, die Kapitalmarktzinsen für Anleihen mit mittlerer und längerer

Weltkonjunktur stockt

Abbildung 19:

Auswirkung einer Kapazitätsverknappung in China auf Produktion und Inflationsrate in ausgewählten Volkswirtschaften 2011–2021



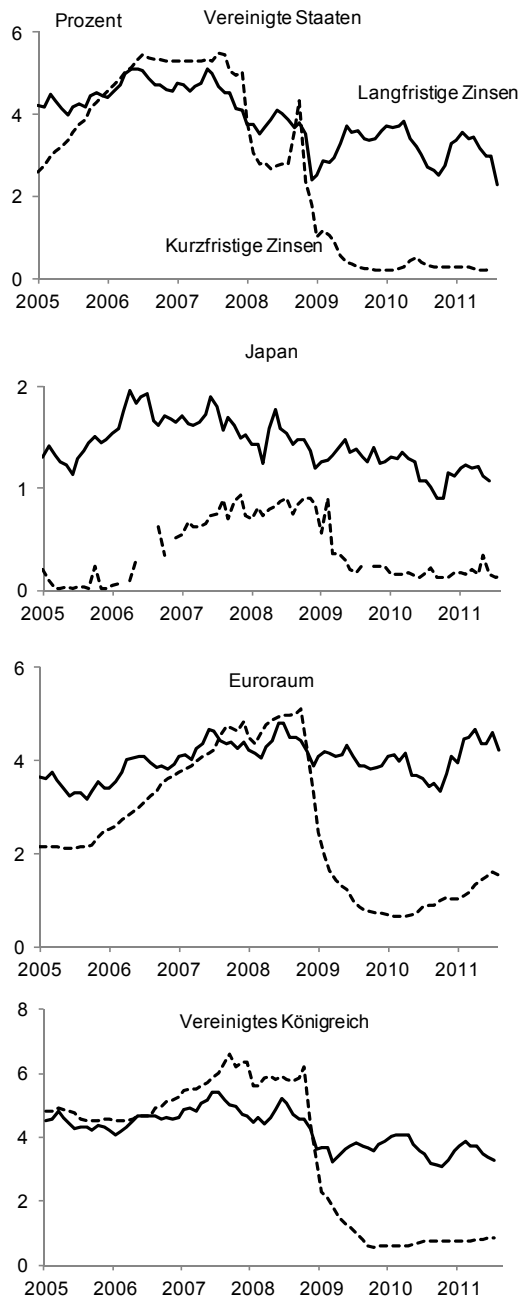
Jahresdaten; Simulation der Auswirkung eines dauerhaft um 1 Prozentpunkt geringeren Produktivitätsanstiegs in China. Bruttoinlandsprodukt: Prozentuale Abweichung gegenüber dem Basisszenario; Inflation: Abweichung der jährlichen Inflationsrate gegenüber dem Basisszenario.

Quelle: NiGEM Database; eigene Simulation mit NiGEM.

Laufzeit zu reduzieren. Erhebliche Wirkungen gingen davon freilich nicht aus, da ohnehin nur noch wenige Marktteilnehmer mit einem Zinsanstieg vor diesem Zeitpunkt rechneten. Allerdings hat es sich die Fed dadurch erschwert, im Falle eines Anziehens der Inflation mit einer Erhöhung des Leitzinses zu reagieren. Insgesamt scheinen Möglichkeiten der Geldpolitik zur Stimulierung der Konjunktur in den Verei-

nigten Staaten weitgehend ausgeschöpft. Zwar sind zusätzliche Maßnahmen mit dem Ziel der Lockerung möglich, beispielsweise die Umschichtung ihres Portfolios von kurzfristigen hin zu längerfristigen Staatsanleihen, um so die langfristigen Kapitalmarktzinsen weiter zu drücken. Allerdings dürften sich dadurch keine nennenswert Effekte für die Konjunktur oder Inflation ergeben, zumal die Kapitalmarktzinsen

Abbildung 20:
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen
fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2005–2011



Monatsdaten.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*.

auch am langen Ende ohnehin schon historisch niedrig sind. Eine weitere quantitative Lockerung dürfte die Fed wohl nur durchführen,

wenn sich nachhaltige Deflationstendenzen ergeben sollten. Darauf deutete zuletzt jedoch wenig hin. So lag die Kernrate der Inflation im Juli bei 1,8 Prozent. Der von der Fed besonders beobachtete Kernindex der privaten Konsumausgaben stieg im Vorjahresvergleich zwar lediglich um 1,3 Prozent, allerdings waren beide Preisindizes zuletzt wieder aufwärtsgerichtet und liegen angesichts der schwachen Konjunktur und der hohen Arbeitslosigkeit auf recht hohem Niveau. Auch wenn die Fed eine erneute quantitative Lockerung beschließen sollte, gehen wir nicht davon aus, dass es dadurch zu einer nennenswerten Stimulierung für die Konjunktur kommen würde. Zwar dürfte sich dies kurzfristig günstig auf die Wertpapierkurse auswirken, auch dürften die Exporte von der dann zu erwartenden Abwertung des Dollars profitieren. Gleichzeitig würden sich allerdings auch die Importe verteuern. Hinzu kommt, dass einiges darauf hindeutet, dass die zweite quantitative Lockerung zu einem Anstieg der Rohstoffpreise beigetragen hat und so den privaten Haushalten zusätzlich Kaufkraft entzogen wurde. Sollte eine neue Runde der quantitativen Lockerung zu einem deutlichen Anziehen der Rohstoffpreise führen, könnten sich summa summarum sogar negative Impulse für die Konjunktur ergeben.

In *Japan* ist die Notenbank weiterhin bemüht, die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen und die Wirtschaft zu reflationieren. Der Leitzins wird über den gesamten Prognosezeitraum bei null belassen werden. Das im vergangenen Herbst zur Konjunkturstimulierung beschlossene Programm zum Ankauf von Wertpapieren ist Anfang August nochmals ausgeweitet worden; es beläuft sich nun auf reichlich 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die Wirkungen der expansiven Geldpolitik der Notenbank werden allerdings dadurch konterkariert, dass der Yen gegenüber Dollar und Euro aufgewertet hat und sich die monetären Rahmenbedingungen von dieser Seite verschlechtert haben.

Im *Euroraum* stemmte sich die Geldpolitik zuletzt mit verschiedenen Maßnahmen gegen den Anstieg der Zinsen für Staatsanleihen einiger Länder, in deren Folge nicht zuletzt Bilanz-

probleme im Bankensektor drohen. So kaufte die EZB zuletzt wieder in beträchtlichem Umfang Staatsanleihen von Ländern, deren Anleiherenditen unter starkem Aufwärtsdruck standen (vor allem Italien und Spanien). Den Leitzins hatte sie zwar Anfang Juli nochmals auf nun 1,5 Prozent erhöht, gleichzeitig stellte sie jedoch weiterhin unbegrenzt Zentralbankgeld – auch gegen Sicherheiten minderer Qualität – zur Verfügung und bot erneut ein sechsmonatiges Refinanzierungsgeschäft an, um zu signalisieren, dass eine Verknappung der Liquiditätsversorgung damit nicht eingeleitet werden sollte. Angesichts der schwachen Konjunktur wird die EZB ihre Zinsen vorerst nicht weiter erhöhen.

Im *Vereinigten Königreich* ist eine monetäre Straffung in weite Ferne gerückt. Die schwache konjunkturelle Expansion dürfte die Bank von England dazu bewegen, den Leitzins auf dem derzeitigen Niveau bei 0,5 Prozent zu belassen, zumal sich die Inflation, die derzeit bei 4,4 Prozent liegt, bis zum Ende des kommenden Jahres der Zielmarke von 2 Prozent stark annähern wird. Für den Fall, dass die Konjunktur sich noch weiter abschwächen sollte, wird ein neuerliches Programm zum Aufkauf von Wertpapieren diskutiert, wenngleich der mögliche Nutzen angesichts der bereits extrem niedrigen langfristigen Zinsen und einer aus strukturellen Gründen geringen Kreditnachfrage – Haushalte und Unternehmen sind bemüht, ihren vor der Finanzkrise stark gestiegenen Verschuldungsgrad zu reduzieren – wohl gering ist.

Die Geldpolitik in den *Schwellenländern* war bislang vor allem bemüht, die gestiegene Inflation zu bekämpfen. Hierzu wurden in nahezu allen aufstrebenden Volkswirtschaften die geldpolitischen Zügel gestrafft. Die indische Zentralbank versucht schon seit geraumer Zeit mit Erhöhungen des Reposatzes, des Mindestreservesatzes sowie verschiedenen anderen Maßnahmen, die Inflationsrate in das Zielband von 4,5 bis 5,5 Prozent zu bringen. Inzwischen haben vermehrt auch andere Zentralbanken auf einen deutlich verstärkten Verbraucherpreisanstieg reagiert. In China hat die Zentralbank neben Zins- und Mindestreservesatzerhöhungen auch die Kreditvergabe per Dekret einge-

schränkt. In der Folge hat sich der Anstieg der Geldmenge etwas abgeschwächt. Zudem lässt die chinesische Notenbank zunehmend eine nominale Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar zu. Auch in Lateinamerika ist die Wirtschaftspolitik vornehmlich mit einem Anstieg der Inflation konfrontiert. Die Zentralbanken ergriffen neben Leitzinserhöhungen in den vergangenen Monaten auch unkonventionelle Maßnahmen, um den Verbraucherpreisanstieg zu dämpfen. Im Fall einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur haben die Schwellenländer – anders als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften – reichlich Möglichkeiten, die Wirtschaft über traditionelle geldpolitische Instrumente anzuregen. Lockerungsschritte dürften allerdings zumeist noch auf sich warten lassen, denn gegenwärtig stehen noch die Preisstabilität im Vordergrund. In Brasilien hat allerdings die Stärke des Real, welche die Aktivität in der Industrie stark belastet, die Zentralbank veranlasst, den Reposatz im August trotz hoher Inflationsraten überraschend zu senken.

Finanzpolitik im Konsolidierungszwang

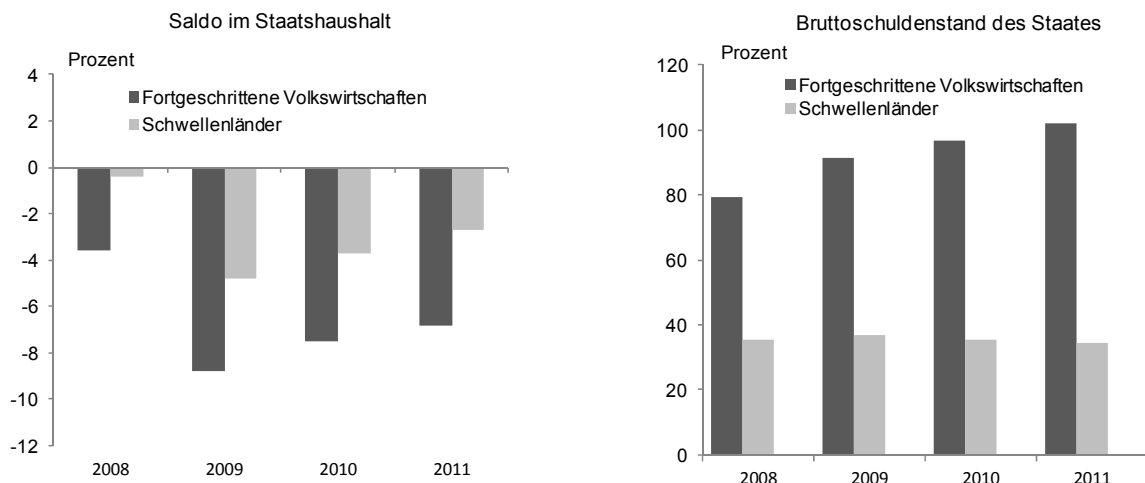
Die Lage der öffentlichen Haushalte unterscheidet sich stark zwischen den Ländergruppen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den Schwellenländern. Während der fiskalische Spielraum in den Schwellenländern insgesamt beträchtlich ist angesichts moderater Haushaltsdefizite und einer Staatsverschuldung, die relativ gering ist und in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurückgeht, hat die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre Möglichkeiten zur Konjunkturstimulierung im Versuch, die Folgen der Finanzkrise abzufedern, weitgehend aufgebraucht. Das Budgetdefizit in der Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, das sich im Zuge der Finanzkrise auf fast 9 Prozent erhöht hatte, ist mit voraussichtlich knapp 7 Prozent in diesem Jahr immer noch extrem hoch

(Abbildung 21). Konjunkturbedingte Einnahmeausfälle, Impulsprogramme zur Anregung der wirtschaftlichen Aktivität sowie die Kosten der Rettungspakete für den Finanzsektor haben den Bruttoschuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von knapp 80 Prozent im Jahr 2008 auf voraussichtlich 102 Prozent in diesem Jahr anschwellen lassen. In einzelnen Ländern – vor allem im Euroraum – haben die Finanzmärkte bereits das Vertrauen in die längerfristige Tragbarkeit der Schuldenlast verloren oder eine solche Entwicklung droht, so dass Maßnahmen zur Reduzierung des strukturellen Defizits ohne Rücksicht auf die konjunkturelle

Entwicklung erforderlich sind. In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die Zinsen auf Staatsanleihen zwar nach wie vor niedrig, zum Teil allerdings wohl dank erheblicher Käufe seitens der Zentralbanken. Ein überzeugendes Konzept zur Herstellung einer nachhaltigen fiskalischen Situation auf die mittlere Sicht liegt bisher lediglich im Vereinigten Königreich vor, wo mit der Umsetzung des Konsolidierungsprogramms bereits begonnen wurde. Für die Vereinigten Staaten und für Japan steht dies noch aus. Umfangreiche Konjunkturprogramme im Fall einer Rezession sind vor diesem Hintergrund nicht zu erwarten.

Abbildung 21:

Budgetsaldo und Bruttoschuldenstand des Staates in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den Schwellenländern 2008–2011



Haushaltssaldo und Schuldenstand in Prozent des Bruttoinlandsprodukts; 2011: Prognose.

Quelle: IMF, Fiscal Monitor Update, Juni 2011.

In den *Vereinigten Staaten* war die Finanzpolitik überschattet von den Verhandlungen um die Erhöhung der Schuldenobergrenze. Buchstäblich in letzter Minute einigten sich beide Parteien auf eine Anhebung der Schuldenobergrenze von 14,3 Bill. Dollar (rund 95 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) auf bis zu 16,7 Bill. Dollar (110 Prozent), die in drei Schritten erfolgen soll. Im Falle einer Nichtanhebung hätte der Bund seine Ausgaben nur noch aus den laufenden Einnahmen tätigen können, so dass es umgehend zu drastischen Kürzungen

gekommen wäre.⁶ Zusammen mit der Einigung über die Anhebung der Schuldenobergrenze wurde die Reduzierung des Budgetdefizits um insgesamt bis zu 2,4 Bill. Dollar über die nächsten zehn Jahre vereinbart. Der Großteil der Defizitreduktion soll in der zweiten Hälfte dieses Zeitraums erfolgen, hingegen soll das Defizit im laufenden Jahr noch nicht zurückgeführt werden und das Sparvolumen im kommenden Jahr mit rund 20 Mrd. Dollar sehr

⁶ Die laufenden Einnahmen decken in den Vereinigten Staaten derzeit rund 65 Prozent der Ausgaben.

gering sein. Rund 1 Bill. Dollar sollen bei den diskretionären öffentlichen Ausgaben eingespart werden, davon rund 40 Prozent im Verteidigungsetat. Über weitere Maßnahmen zur Reduzierung des Budgetdefizits – die auch aus einer Erhöhung der Staatseinnahmen bestehen können – mit einem Volumen von insgesamt 1,5 Bill. Dollar soll bis Ende des Jahres eine überparteiliche Kommission beraten. Können sich die Parteien nicht auf einen Kompromiss einigen, kommt es automatisch zu Kürzungen in Höhe von 1,2 Bill. Dollar, wobei die eine Hälfte auf den Verteidigungsetat entfallen und die andere Hälfte bei anderen diskretionären Ausgaben vorgenommen werden soll. Sozialausgaben wären in diesem Fall nicht betroffen. Darüber hinaus würde die Schuldenobergrenze lediglich auf 16,4 Bill. Dollar angehoben werden. In ihrer derzeitigen Form sind die Beschlüsse nicht geeignet, eine mittelfristige Perspektive zu bieten, wie der Staatshaushalt auf eine nachhaltige Grundlage gestellt werden kann, da ein Großteil der Einsparungen erst in ferner Zukunft erfolgen soll und in der Zwischenzeit durch entgegengesetzte politische Entscheidungen konterkariert werden kann.

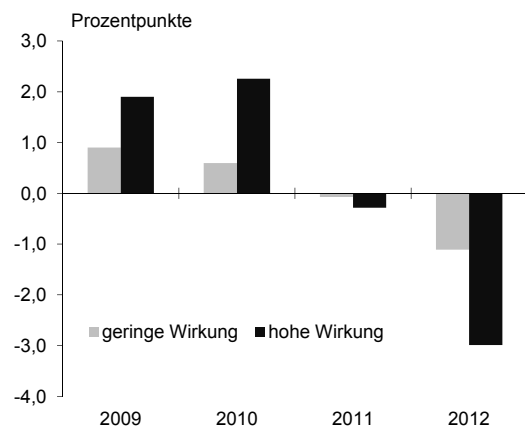
Kurz nach der Einigung über die Anhebung der Schuldenobergrenze verloren die Vereinigten Staaten erstmals bei einer der drei großen Ratingagenturen die höchste Bonitätsstufe. Standard & Poor's senkte ihre Bonitätseinschätzung um eine Stufe, wohl vor allem aufgrund der heftigen politischen Auseinandersetzung zwischen den Parteien im Verlauf der Verhandlungen. Die Herabstufung der Bonität hatte jedoch keinen breit angelegten Vertrauensverlust in amerikanische Staatsanleihen zur Folge. Zum einen senkten die beiden anderen großen Ratingagenturen ihre Bonitätsnote nicht und zum anderen scheint ein Zahlungsausfall der Vereinigten Staaten nach wie vor schwer vorstellbar, so dass amerikanische Staatsanleihen weiterhin als „sicherer Hafen“ gefragt waren.

Auch wenn die mit der Anhebung der Schuldenobergrenze vereinbarten Sparmaßnahmen erst ab dem Jahr 2013 greifen werden, sind von finanzpolitischer Seite erhebliche restriktive Wirkungen im Prognosezeitraum angelegt. So

wirkt das Auslaufen des im Jahr 2009 beschlossenen Konjunkturprogramms bereits seit einigen Quartalen für sich genommen restriktiv. Die dämpfenden Effekte für das laufende Jahr wurden durch ein zweites Konjunkturpaket, das gegen Ende des vergangenen Jahres verabschiedet wurde, wohl in etwa aufgefangen. Es enthält unter anderem die Absenkung der Sozialversicherungsabgaben um 2 Prozentpunkte und die Verlängerung des ausgedehnten Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung jeweils befristet auf das laufende Jahr (Abbildung 22).⁷

Abbildung 22:

Geschätzte Wirkung der Konjunkturprogramme des Jahres 2009 und 2011 auf die Zuwachsrate des BIP in den Vereinigten Staaten 2009–2012



Jahresdaten. Aus dem Konjunkturprogramm des Jahres 2011 wurden die Absenkung der Sozialversicherungsabgaben um 2 Prozentpunkte sowie die Verlängerung des ausgedehnten Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung berücksichtigt.

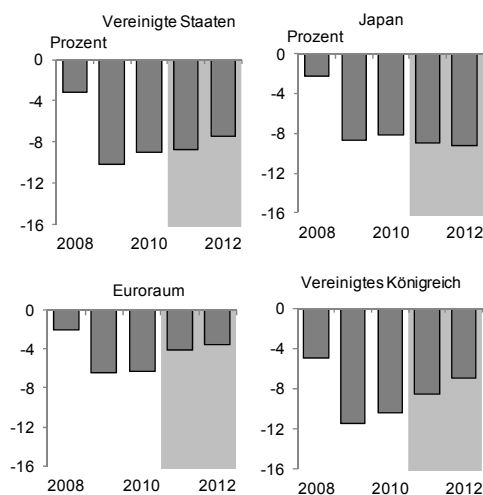
Quelle: CBO (2011); eigene Berechnungen.

Mit dem Auslaufen der beiden letztgenannten Maßnahmen wirkt die Finanzpolitik im Jahr 2012 nun umso stärker restriktiv. Je nachdem wie hoch man die Multiplikatorwirkung der Maßnahmen unterstellt, führt der finanzpolitische Impuls zu einer Minderung der Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts zwischen 1 und

⁷ Weitere im Rahmen des Pakets beschlossene Maßnahmen, wie die Verlängerung der in den Jahren 2001 und 2003 beschlossenen Steuersenkungen, werden im Folgenden nicht berücksichtigt, da sie ohnehin erwartet worden waren und ihre Laufzeit zwei Jahre beträgt, so dass sie für das Jahr 2012 keine nennenswerte Wirkung haben dürften.

3 Prozentpunkten. Derzeit ist schwer abschätzbar, ob die Maßnahmen tatsächlich auslaufen oder sich die beiden Parteien auf eine Verlängerung bzw. auf andere Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur verständigen werden. Angesichts der heftigen politischen Auseinandersetzung um die Anhebung der Schuldenobergrenze und der Tatsache, dass im kommenden Jahr Präsidentschaftswahlen anstehen, gehen wir für unsere Prognose davon aus, dass sich die beiden Parteien weder auf eine Verlängerung noch auf andere Maßnahmen verständigen werden. Da die Multiplikatorwirkung der Maßnahmen unserer Einschätzung nach eher am unteren Ende der vom Congressional Budget Office ermittelten Bandbreite liegt, rechnen wir für das kommende Jahr einem restriktiven Impuls von etwas über 1 Prozentpunkt, der vor allem zu Beginn des Jahres die Konjunktur bremsen dürfte. Das Budgetdefizit wird sich im laufenden Jahr wohl auf 9 Prozent und im kommenden Jahr auf 7,4 Prozent belaufen (Abbildung 23).

Abbildung 23:
Budgetsalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften
2008–2012



Jahresdaten; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Vereinigte Staaten: Bund.

Quelle: OECD, Economic Outlook; Eurostat; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

In *Japan* haben sich durch das Erdbeben zusätzliche Belastungen für den Staatshaushalt ergeben. Unmittelbar nach der Katastrophe wurde ein Sofortprogramm in Höhe von 0,8

Prozent des Bruttoinlandsprodukts zur Finanzierung von Aufräumarbeiten und Nothilfen beschlossen. Ein weiterer Nachtragshaushalt, mit dem der Wiederaufbau vorangetrieben werden soll, ist eines der dringendsten Vorhaben der neuen Regierung. Im Gespräch ist ein beträchtliches Volumen von 2 bis 4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Der neue Premierminister Noda will allerdings die Konsolidierung des Staatshaushalts, der bei einem Defizit von 8 Prozent im vergangenen Jahr und voraussichtlich knapp 9 Prozent in diesem Jahr und einer Schuldenstandsquote von annähernd 230 Prozent in desolatem Zustand ist, vorantreiben. Daher erscheint es wahrscheinlich, dass der Nachtragshaushalt ein an den Erwartungen gemessen eher geringes Volumen haben wird und zu erheblichen Teilen durch Umwidmung anderer Mittel oder Verkäufe von Staatsvermögen finanziert werden wird. Welche weiteren Schritte die neue Regierung gehen wird, um der ausufernden Staatsverschuldung zu begegnen, etwa eine seit vielen Jahren diskutierte Anhebung der im internationalen Vergleich mit 5 Prozent extrem niedrigen Mehrwertsteuer, eine Reform der Körperschaftsteuer oder Einschnitte bei den Sozialleistungen, ist gegenwärtig völlig unklar. Für die Prognose ist diesbezüglich keine Veränderung der Gesetzeslage unterstellt.

Im *Euroraum* sinkt das strukturelle Defizit im Staatshaushalt in diesem Jahr aufgrund des Auslaufens von Konjunkturprogrammen und infolge von zum Teil drastischen Sparpaketen kräftig. Im kommenden Jahr wird diese Politik fortgesetzt werden. Zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen wurden unter dem Eindruck des Anstiegs der Renditen auf italienische und spanische Staatsanleihen zuletzt insbesondere in Italien und in Frankreich beschlossen. Die Krisenländer Griechenland, Portugal und Irland kommen mit ihren Bemühungen um eine Reduzierung der Haushaltsdefizite nur langsam voran und müssen im kommenden Jahr eine weitere kräftig konsolidieren. Das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum dürfte sich 2011 auf 4,1 Prozent belaufen und trotz der schwachen Konjunktur 2012 auf 3,6 Prozent sinken.

Im *Vereinigten Königreich* hat die Regierung angekündigt, ungeachtet der unerwartet schwachen Konjunktur an ihrer im vergangenen Jahr eingeleiteten stark restriktiven Finanzpolitik festzuhalten. Das Konzept sieht vor, im Fiskaljahr 2015/16 einen strukturell ausgeglichenen Haushalt aufzuweisen. Im laufenden Jahr dürfte es gelingen, das Budgetdefizit von 10,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 8,9 Prozent zu senken. Es ist angesichts erheblicher Widerstände allerdings fraglich, ob die für das kommende Jahr vorgesehenen Ausgabenkürzungen in Gänze umgesetzt werden. Zudem spricht vieles dafür, dass die im Konsolidierungsplan unterstellte Rate für das Wirtschaftswachstum (jahresdurchschnittlich 2,5 Prozent) deutlich unterschritten wird und von daher mit geringer als veranschlagten Einnahmen zu rechnen ist. Gleichwohl rechnen wir für das kommende Jahr mit einem weiteren Rückgang des Defizits auf eine Größenordnung von 8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Ausblick: Erhebliche Abkühlung der Weltkonjunktur

Die Aussichten für die Weltkonjunktur haben sich zuletzt weiter eingetrübt. Im August kam es zu einem Kursrutsch an den Weltbörsen, der neben enttäuschten Erwartungen an die Wirtschaftspolitik wohl nicht zuletzt die gestiegenen konjunkturellen Risiken reflektiert. Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich weiter verschlechtert. Ein Rückfall in eine Rezession ist aber gleichwohl für die Weltwirtschaft insgesamt⁸ derzeit wenig wahrscheinlich. Zum einen ist die Expansion der Wirtschaft in den Schwellenländern inzwischen offenbar nicht mehr in überwiegendem Maße von der Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirt-

schaften abzuhängen, sondern scheint selbst ein wesentlicher Motor der Weltwirtschaft geworden zu sein. Zum anderen hat die Wirtschaftspolitik in den meisten Schwellenländern insbesondere in der Geldpolitik, vielfach aber auch in der Finanzpolitik, ausreichend Möglichkeiten, kurzfristig deutliche Impulse zu geben, sollte sich die Konjunktur unerwünscht stark abschwächen, und sie dürfte diese im Zweifel auch nutzen.

Für die fortgeschritten Volkswirtschaften insgesamt rechnen wir angesichts der nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen zwar nicht mit einer ausgeprägten Rezession, aber die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird in den kommenden Quartalen sinken. Die wirtschaftliche Expansion wird infolge der erhöhten Unsicherheit bis weit in das kommende Jahr hinein schwach sein, im Euroraum dürfte das Bruttoinlandsprodukt sogar zurückgehen. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in den von uns prognostizierten Ländern in diesem und im nächsten Jahr 1,4 bzw. 1,3 Prozent betragen, nach 2,8 Prozent im Jahr 2010 (Tabelle 3). Die Inflation wird sich dabei deutlich verringern, die Arbeitslosigkeit bleibt hoch. Vor dem Hintergrund dass die Mittel der Wirtschaftspolitik zur Konjunkturstimulierung weitgehend angereizt sind, ist von dieser Seite nicht mit zusätzlichen Anregungen zu rechnen. Die Geldpolitik ist bereits extrem expansiv ausgerichtet; ihre Wirksamkeit ist angesichts der fortbestehenden Konsolidierungserfordernisse bei Unternehmen und Haushalten gering. Die Staatshaushalte sind in vielen Ländern in einer Situation, die es notwendig macht, die Finanzpolitik auf einen nachhaltigen Kurs zu bringen. Versuche, der Konjunkturschwäche mit Ausgabenprogrammen oder Steuersenkungen zu begegnen, könnten sich als kontraproduktiv erweisen, wenn das Vertrauen in die Solvenz des Staates dadurch ernsthaft beschädigt würde.

Die Weltproduktion insgesamt dürfte in diesem Jahr mit einer Rate von voraussichtlich 3,8 Prozent deutlich langsamer zunehmen als im vergangenen Jahr (Tabelle 4). Für 2012 erwarten wir eine weitere Abschwächung der Zuwachsrate des globalen Bruttoinlandsprodukts

⁸ Üblicherweise wird eine rezessive Entwicklung der Weltwirtschaft diagnostiziert, wenn die Expansionsrate des globalen Bruttoinlandsprodukt (gewichtet gemäß Kaufkraftparitäten) über einen Zeitraum von vier Quartalen um mehr als einen Prozentpunkt unter dem mittelfristigen Trendwert von $3\frac{3}{4}$ Prozent liegt.

Weltkonjunktur stockt

Tabelle 3:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise, und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Ländern 2010–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Europäische Union	40,4	1,9	1,6	0,8	2,1	2,7	1,6	9,7	9,7	9,9
Schweiz	0,9	2,6	1,7	1,2	0,6	0,7	0,3	4,4	4,2	4,0
Norwegen	0,7	0,3	1,4	1,2	2,3	1,9	2,1	3,5	3,7	3,7
Südkorea	3,9	6,2	4,0	3,5	2,9	4,5	3,7	3,7	3,5	3,7
Vereinigte Staaten	39,0	3,0	1,6	1,7	1,6	3,2	2,6	9,6	9,1	8,7
Japan	11,5	4,0	−0,4	1,5	−0,6	0,4	−0,4	5,1	4,7	4,8
Kanada	3,6	3,2	2,0	1,8	1,8	2,7	1,8	8,0	7,5	7,3
Aufgeführte Länder	100,0	2,8	1,4	1,3	1,6	2,7	1,8	8,6	8,4	8,3

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Europäische Union und Norwegen: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2010.

Quelle: Eurostat, VGR; OECD, *Main Economic Indicators*; IMF *World Economic Outlook Database*; Statistics Canada, *Canadian Economic Accounts*; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Tabelle 4:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2009–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Weltwirtschaft	100	−0,4	5,1	3,8	3,5	3,2	4,6	5,6	4,5
darunter									
Fortgeschrittene Länder	52,4	−3,8	3,1	1,6	1,5	0,3	0,3	1,7	2,8
China	13,6	8,6	10,3	9,0	8,0	−0,7	4,0	5,7	5,0
Lateinamerika	7,7	−2,0	6,0	4,2	4,0	6,3	6,4	7,1	6,3
Ostasiatische Schwellenländer	3,2	1,2	6,9	5,0	5,0	2,4	3,9	4,5	3,7
Indien	5,4	5,7	10,4	8,5	7,5	10,9	12,0	9,5	9,0
Russland	3,0	−7,9	3,5	4,0	3,8	11,7	6,9	8,7	7,3
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		−11,3	12,5	6,5	5,0				

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Fortgeschrittene Länder: Die Werte stimmen nicht mit denen in Tabelle 3 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwandt wird.

Quelle: IMF; *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; 2010: teilweise geschätzt; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

auf nur noch 3,5 Prozent. Der Welthandel wird im Prognosezeitraum nur schwach expandieren. Aufgrund des kräftigen Anstiegs am Ende des vergangenen Jahres ergibt sich für das Jahr 2011 im Jahresdurchschnitt ein Anstieg um 6,5 Prozent. Für nächstes Jahr rechnen wir nur mit einem Zuwachs von 5 Prozent.

Die Prognose im Einzelnen

Die konjunkturelle Erholung in den *Vereinigten Staaten* ist nach wie vor schwach. Einer stärkeren Erholung stehen unter anderem die nach wie vor hohe Verschuldung der privaten Haushalte entgegen, die neben der hohen Arbeitslosigkeit und der schwachen Lohnentwicklung

den privaten Konsum dämpft, sowie die anhaltende Depression am Immobilienmarkt. Hinzu kommt, dass im Verlauf des Jahres temporäre Faktoren den ohnehin schwachen Aufschwung zusätzlich gedämpft haben bzw. dämpfen werden. So sind im Gefolge des Erdbebens in Japan Lieferketten in die Vereinigten Staaten unterbrochen worden. Die vorliegenden Daten für den Juli deuten darauf hin, dass diese Beeinträchtigung nun vorüber ist und besonders für das dritte Quartal mit Nachholeffekten, gerade im Bereich der Automobilproduktion gerechnet werden kann. Auch hat in der ersten Jahreshälfte der Anstieg der Ölpreise, der bereits Mitte des vergangenen Jahres begann und sich mit dem Einsetzen der politischen Ereignisse in Nordafrika spürbar beschleunigte, die Konjunktur merklich gedämpft. Seit dem Frühjahr sind die Preise für Rohöl zwar wieder etwas zurückgegangen, so dass die Belastungen für die Konjunktur von dieser Seite her auslaufen dürften. Allerdings deutet einiges darauf hin, dass diese Belastungen nur langsam auslaufen und somit nicht zu einer spürbaren Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik in der zweiten Jahreshälfte führen werden.

Die Unsicherheit unter den Unternehmen und den privaten Haushalten über die weitere wirtschaftliche Entwicklung ist vor dem Hintergrund der politischen Auseinandersetzung um die Anhebung der Schuldenobergrenze und der Schuldenkrise im Euroraum zuletzt deutlich gestiegen. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass ein starker Anstieg der Unsicherheit dazu führen kann, dass Unternehmen und private Haushalte Investitionen zunächst einmal zurückstellen und es in der Folge zu einem abrupten Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität kommt. Wir erwarten zwar nicht, dass der jüngst zu beobachtende Anstieg der Unsicherheit zu einem ähnlich dramatischen Einbruch führt, wie er während der Finanzkrise zu beobachten war. Gleichwohl rechnen wir damit, dass er die Konjunktur in den kommenden Monaten dämpfen wird (Kasten 3). Darauf deuten auch einige Stimmungsindikatoren hin, die für den August mitunter deutlich zurückgegangen sind, nachdem die Industrieproduktion und die Auftragsbeinhaltungen noch auf einen schwungvollen

Start in das dritte Quartal hingedeutet hatten. In diesem Zusammenhang dürfte auch der mit dem Anstieg der Unsicherheit zu verzeichnende kräftige Rückgang der Wertpapierkurse in den kommenden Monaten die Konjunktur dämpfen. Schließlich gehen von der Finanzpolitik deutlich restriktive Effekte auf die Konjunktur aus. Diese dürften besonders zu Beginn des kommenden Jahres wirken, wenn – wie von uns unterstellt – die gegen Ende des vergangenen Jahres beschlossenen und auf ein Jahr befristeten Maßnahmen nicht verlängert werden. Selbst, wenn sie verlängert werden sollten, würden von der Finanzpolitik restriktive Wirkungen ausgehen.

Alles in allem rechnen wir für die kommenden Monate aufgrund der temporären dämpfenden Faktoren mit einer sehr schwachen Konjunktur. Im dritten Quartal dürfte es jedoch zunächst zu einer leichten Beschleunigung kommen, nicht zuletzt weil die Beeinträchtigungen bei der Produktion und für den Handel in Folge der Naturkatastrophe in Japan auslaufen. Darauf deutet auch der schwungvolle Start der Produktion und des privaten Konsums in das dritte Quartal hin. Im Winterhalbjahr dürfte sich die Konjunktur jedoch wieder merklich abschwächen, da dann die Auswirkungen der gestiegenen Verunsicherung voll zum Tragen kommen werden und die restriktiven Wirkungen der Finanzpolitik am größten sein werden. Im Verlauf des kommenden Jahres, wenn die temporär dämpfenden Faktoren an Bedeutung verlieren, dürfte die Konjunktur wieder anziehen, ohne dabei jedoch eine große Dynamik zu entfalten.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Vereinigten Staaten erneut in eine Rezession abgleiten ist in den vergangenen Monaten spürbar gestiegen. Gleichwohl rechnen wir nicht damit, dass dieser Fall eintritt. So spricht vieles dafür, dass die privaten Einkommen trotz der schwachen Entwicklung am Arbeitsmarkt weiter aufwärtsgerichtet bleiben werden. Die Einkommen werden nicht zuletzt durch den Abbau der Verschuldung und durch die günstigen Refinanzierungsbedingungen entlastet, wodurch die Aufwendungen für Zins- und Tilgungszahlungen in Relation zum Einkommen kontinuierlich abnehmen. Zudem werden die Realeinkommen

Kasten 3:

Zu den Auswirkungen der gestiegenen Unsicherheit auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten

Vor dem Hintergrund der langwierigen politischen Auseinandersetzung über die Anhebung der Schuldenobergrenze, der schwelenden Schuldenkrise im Euroraum und schlechter als erwartet ausgefallenen Konjunkturindikatoren ist die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten offenbar spürbar gestiegen. Die Verunsicherung kann einen erheblichen Belastungsfaktor für die Konjunktur darstellen. So hat beispielsweise die sprunghaft gestiegene Unsicherheit zu Beginn der Finanzkrise wohl dazu beigetragen, dass zahlreiche Unternehmen und private Haushalte Investitionen zunächst zurückgestellt haben und es so zu einem regelrechten Einbruch bei den privaten Investitionen kam. Einige Beobachter befürchten, dass der im August zu beobachtende Anstieg der Unsicherheit in den Vereinigten Staaten erneut eine Rezession auslösen könnte (Bloom 2011). Im Folgenden soll mithilfe eines VAR-Modells untersucht werden, wie sich dieser Anstieg auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten auswirken wird.

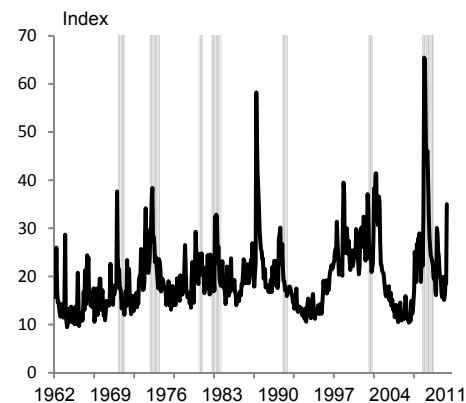
Die Unsicherheit von Wirtschaftssubjekten ist nicht beobachtbar und muss deshalb geschätzt werden. Ein häufig verwendetes Maß ist die Volatilität an den Wertpapiermärkten.^a Bloom (2009) hat gezeigt, dass ein Anstieg der Volatilität des S&P 500 in den folgenden sechs Monaten zu einem rapiden Rückgang der Produktion führt, gefolgt von einem starken Anstieg, der seinen Hochpunkt etwa ein Jahr nach dem Anstieg der Unsicherheit erreicht. Langfristig ergeben sich keine Veränderungen für das Produktionsniveau. Um die Auswirkungen der aktuell gestiegenen Unsicherheit auf die Konjunktur zu untersuchen, schätzen wir ein vektorautoregressives Modell, in dem wir die Finanzmarktvolatilität als Unsicherheitsmaß verwenden. Die Finanzmarktvolatilität steigt für gewöhnlich im Verlauf von Rezessionen, hat aber auch schon Ausschläge in Expansionsphasen verzeichnet (Abbildung K3-1). Während der Finanzkrise erreichte sie einen Höchststand; in den vergangenen Monaten zog sie wieder spürbar an.

Das vektorautoregressive Modell, das wir in Anlehnung an Bloom (2009) schätzen, enthält 8 Variablen: den S&P 500 Wertpapierindex, das Unsicherheitsmaß, die Federal Funds Rate, Löhne, Verbraucherpreise, die durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit, die Zahl der Beschäftigten und das Bruttoinlandsprodukt. Wir weichen von Bloom (2009) ab, indem wir statt der Produktion im verarbeitenden Gewerbe das Bruttoinlandsprodukt verwenden, da wir an den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines Anstiegs der Unsicherheit interessiert sind. Ferner verwenden wir für die Arbeitsmarktdaten Angaben, welche die Entwicklung im gesamten privatwirtschaftlichen Sektor widerspiegeln und nicht nur im verarbeitenden Gewerbe. Schließlich schätzen wir das Modell mit Ausnahme des Unsicherheitsmaßes und der Federal Funds Rate in ersten Differenzen und nicht in Abweichung vom Trend. Als Schätzzeitraum verwenden wir 1962 bis 2011.^b

Zunächst untersuchen wir die Auswirkungen eines Unsicherheitsschocks, der so identifiziert wird, dass er mit Ausnahme des S&P 500 alle anderen Variablen kontemporär beeinflussen kann, diese ihn aber nicht. Im ersten Quartal nach einem Schock (in Höhe einer Standardabweichung) geht die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts zurück (Abbildung K3-2). In den folgenden Quartalen ist sie höher als sie ohne den Schock wäre; die Auswirkungen laufen nach rund zwei Jahren aus. Die Konfidenzintervalle zeigen, dass die Auswirkungen eines Schocks mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Gemäß dem 66-Prozent-Konfidenzintervall laufen die signifikanten Effekte im fünften Quartal nach dem Schock aus, gemäß des 90-Prozent-Konfidenzintervalls sind allenfalls die Auswirkungen in den ersten beiden Quartalen nach dem Schock statistisch signifikant von Null verschieden. Alles in allem deuten die Ergebnisse darauf hin, dass ein Unsicherheitsschock zu einem kurzfristigen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität führt, gefolgt von einem leichten Anstieg.

Abbildung K3-1:

Finanzmarktunsicherheit in den Vereinigten Staaten 1962–2011



Monatsdaten. Rezessionen grau hinterlegt. Chicago Board Option Exchange S&P 100 Volatilitätsindex. (VXO); Werte vor 1986 berechnet auf Basis der monatlichen Standardabweichung des S&P 500 gemäß Bloom (2009).

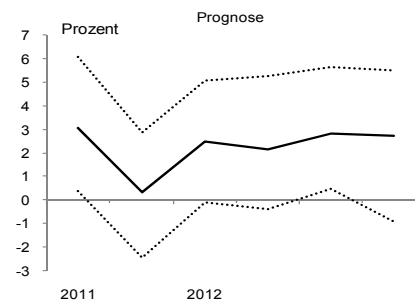
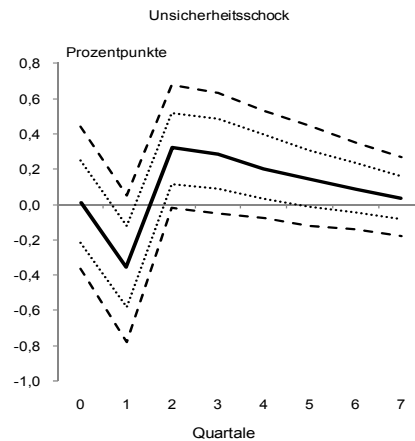
Quelle: Thomson Financial Datastream; Bloom (2009).

Um abzuschätzen, welchen Einfluss der Anstieg der Unsicherheit im August dieses Jahres auf die Konjunktur im weiteren Verlauf dieses und im nächsten Jahr hat, erstellen wir eine Prognose für die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts auf Basis des geschätzten Modells. Zwar ist das Modell eher für Simulationen geeignet als für Prognosen, dennoch kann die Modellprognose Aufschluss darüber geben, welches Profil die Auswirkungen des Anstiegs der Unsicherheit auf die Konjunktur hat. Für die Prognose unterstellen wir, dass die Unsicherheit im September auf dem im August erreichten Niveau bleibt.^c Die Prognose deutet darauf hin, dass der Anstieg der Unsicherheit im vierten Quartal seine stärksten negativen Auswirkungen auf die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts hat. Anders als in der Simulation kommt es in der Prognose nicht zu stärkeren Anstieg in den Folgequartalen.

^aAllerdings ist die Verwendung der Aktienkursvolatilität als Proxy für Unsicherheit umstritten, da sie auch andere Einflussfaktoren wie z.B. eine Veränderung in der Risikowahrnehmung oder Spekulationsmotive abbildet. Alternativ werden auch Unsicherheitsmaße auf Basis von Unternehmensbefragungen oder auf Basis von Befragungen von Prognostikern vorgeschlagen. — ^bDa die Untersuchung für das Bruttoinlandsprodukt erfolgt, verwenden wir Quartalsdaten statt Monatsdaten. — ^cFür den Quartalsdurchschnitt ergibt sich dann ein Wert von 35 für den in Abbildung K3-1 beschriebenen Volatilitätsindex. Die Auswirkungen eines Unsicherheitsschocks in Abbildung K3-2 beziehen sich auf einen Anstieg des Volatilitätsindex um rund 4 Punkte.

Abbildung K3-2:

Finanzmarktunsicherheit in den Vereinigten Staaten 1962–2011



Quartalsdaten. Jahresrate. 90-Prozent- und 66-Prozent-Konfidenzintervall.

Quelle: Thomson Financial Datastream; Bloom (2009); eigene Berechnungen.

zunehmend durch Auslaufen der Belastungen des Ölpreisanstiegs gestützt. Folglich wird der private Konsum, der mehr als 70 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmacht, wohl – wenn auch nur verhalten – steigen. Auch dürften die privaten Investitionen deutlich aufwärtsgerichtet bleiben. Bei den Investitionen in Ausrüstungen und Software wird die gute Ertragslage der Unternehmen weiter anregend wirken, auch wenn sich die Absatz- und Ertragserwartungen zuletzt etwas eingetrübt haben dürften. Im Bereich des Wirtschaftsbaus und des privaten Wohnungsbaus dürfte der Anpassungsprozess zum größten Teil abgeschlossen sein, so dass es hier zu keinen größeren dämpfenden Effekten mehr kommen wird.

Vor diesem Hintergrund dürfte das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 1,6 Prozent zunehmen (Tabelle 5). Dazu beigetragen, dass unsere Prognose für das Gesamtjahr nun deutlich geringer ausfällt als zuvor, hat auch die umfassende Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Auch für das kommende Jahr haben wir unsere Prognose, mit einem Anstieg von 1,7 Prozent, deutlich nach unten revidiert, vor allem weil aufgrund der belastenden temporären Faktoren die Konjunktur im Winterhalbjahr wohl deutlich gebremst werden dürfte. Bei dieser schwachen Konjunktur dürfte die Arbeitslosenquote kaum zurückgehen. Für das laufende Jahr wird sie im Durchschnitt wohl bei 9,1 Prozent und im Jahr 2012 bei 8,7 Prozent liegen. Die Inflation dürfte im laufen-

den Jahr 3,2 Prozent betragen und im kommenden Jahr auf 2,6 Prozent zurückgehen.

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	-3,5	3,0	1,6	1,7
Inlandsnachfrage	-4,4	3,4	1,5	1,6
Privater Verbrauch	-1,9	2,0	2,1	1,6
Staatsnachfrage	1,7	0,7	-2,0	-0,7
Anlageinvestitionen	-18,8	2,6	5,7	6,2
Ausrüstungen und Software	-16,0	14,6	9,4	7,1
Gewerbliche Bauten	-21,2	-13,8	2,4	4,7
Wohnungsbau	-22,3	-4,3	-1,6	5,2
Vorratsveränderungen	-0,6	1,7	-0,2	-0,1
Außenbeitrag	1,1	-0,5	0,1	0,1
Exporte	-9,4	11,3	6,7	6,4
Importe	-13,6	12,5	5,1	4,7
Verbraucherpreise	-0,3	1,6	3,2	2,6
Arbeitslosenquote	9,3	9,6	9,1	8,7
Leistungsbilanzsaldo	-2,7	-3,2	-3,0	-2,7
Budgetsaldo (Bund)	-10,2	-9,0	-8,7	-7,4

Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. — Arbeitslosenquote: in Prozent der Erwerbspersonen. — Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo: in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — Budgetsaldo: Fiskaljahr.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; US Department of Labor, *Employment Situation and Consumer Price Index*; US Department of the Treasury, *Monthly Treasury Statement*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

In Japan dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Halbjahr 2011 deutlich zulegen. Besonders im dritten Quartal wird sich die Erholung vom temporären Einbruch im Gefolge des Erdbebens in einer recht kräftigen Zunahme des Bruttoinlandsprodukts niederschlagen. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums wird die wirtschaftliche Expansion aber wohl wieder schwach ausfallen. Der private Konsum steigt angesichts einer anhaltend schwachen Lohnentwicklung und zunehmender Sorgen um eine bevorstehende Steuererhöhung voraussichtlich nur wenig. Die Aussichten für den Export sind durch die verhaltene Konjunktur im Ausland und die Aufwertung des Yen getrübt. Vor diesem Hintergrund wird die Dynamik bei den Investitionen trotz der Impulse durch den Wiederaufbau moderat sein.

Alles in allem rechnen wir damit, dass das Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr um 1,5 Prozent zulegt, nach einem Rückgang um 0,6 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 6). Die Verbraucherpreise werden in diesem Jahr voraussichtlich ihr Vorjahresniveau leicht übersteigen. Bedingt ist dies aber durch temporäre Faktoren (Tabaksteuererhöhung, Energie- und Nahrungsmittelpreisanstieg sowie Angebotsengpässe im Gefolge der Naturkatastrophe), nach deren Fortfall sich die nach wie vor herrschende deflationäre Grundtendenz wieder durchsetzen wird. Die Arbeitslosigkeit wird sich bei dieser konjunkturellen Entwicklung allenfalls geringfügig verringern.

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	-6,3	4,0	-0,4	1,5
Inlandsnachfrage	-4,4	2,0	0,1	1,6
Privater Verbrauch	-1,9	1,8	-0,4	0,9
Staatskonsum	3,0	2,2	2,1	1,1
Anlageinvestitionen	-12,2	0,0	0,7	3,7
Unternehmensinvestitionen	-16,7	2,1	0,9	2,9
Wohnungsbau	-14,0	-6,3	1,7	0,4
Öffentliche Investitionen	10,4	-3,4	-0,5	9,1
Lagerinvestitionen	-1,3	0,6	0,1	0,1
Außenbeitrag	-1,5	2,5	-1,0	-0,3
Exporte	-23,9	23,9	-0,1	3,1
Importe	-15,3	9,8	5,5	5,0
Verbraucherpreise	-1,4	-0,6	0,4	-0,4
Arbeitslosenquote	5,1	5,1	4,7	4,8
Leistungsbilanzsaldo	2,8	3,6	2,0	2,8
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-8,7	-8,1	-8,9	-9,2

Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. — Arbeitslosenquote: in Relation zu den Erwerbspersonen. — Finanzierungssaldo: in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Cabinet Office, *National Accounts*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Der Euroraum dürfte im zweiten Halbjahr 2011 in eine Rezession rutschen. Die starken restriktiven Impulse von der Finanzpolitik und eine wachsende Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise dürften bei den Konsumenten Kaufzurückhaltung auslösen und die

Unternehmen mit der Umsetzung von Investitionsvorhaben zögern lassen. Zudem ist angesichts der nur noch geringen Dynamik der weltwirtschaftlichen Expansion mit nachlassenden Impulsen von der Auslandsnachfrage zu rechnen. Für das Jahr 2011 ist daher nur noch mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um 1,4 Prozent zu rechnen. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich die wirtschaftliche Aktivität zwar wieder beleben, der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion bleibt aber voraussichtlich angesichts weiterhin dämpfender Wirkungen der Finanzpolitik schwach. Im Jahresdurchschnitt dürfte sich der Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion auf 0,6 Prozent belaufen (Tabelle 7). Die Inflation wird sich merklich verringern und von 2,3 Prozent im laufenden Jahr auf 1,2 Prozent im Jahr 2012 sinken. Die Arbeitslosenquote wird infolge der konjunkturellen Schwäche zunehmen und im kommenden Jahr bei 10,6 Prozent liegen.

Tabelle 7:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	-4,2	1,8	1,4	0,6
Inlandsnachfrage	-3,5	1,0	0,8	0,5
Privater Verbrauch	-1,2	0,8	0,4	0,3
Staatsverbrauch	2,4	0,6	0,4	0,3
Anlageinvestitionen	-11,8	-0,8	2,3	1,7
Vorratsveränderungen	-0,7	0,6	0,1	0,0
Außenbeitrag	-0,7	0,7	0,6	0,1
Exporte	-13,1	11,1	6,4	3,6
Importe	-11,9	9,5	5,3	3,5
Verbraucherpreise	0,3	1,6	2,3	1,2
Arbeitslosenquote	9,6	10,1	10,1	10,6
Leistungsbilanzsaldo	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3
Budgetsaldo	-6,4	-6,3	-4,1	-3,7

Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. — Verbraucherpreise: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: in Relation zu den Erwerbspersonen. — Budgetsaldo: In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, VGR; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

In den übrigen Ländern der Europäischen Union wirken ebenfalls die Finanzpolitik und die erhöhte Unsicherheit dämpfend. Die Länder Mittel- und Osteuropas, deren Konjunktur stark von der Entwicklung des Handels mit dem Euroraum abhängt, leiden erheblich unter der dortigen Nachfrageschwäche. So dürfte der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den Beitrittsländern der Europäischen Union im kommenden Jahr wohl nur noch bei 2,5 Prozent liegen, nach voraussichtlich 2,9 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 8). Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Vereinigten Königreich wird angesichts einer nur schwach steigenden Auslandsnachfrage, der ausgeprägten Sparpolitik der Regierung und des fortbestehenden Konsolidierungsbedarfs bei den privaten Haushalten im Prognosezeitraum nur schwach – um 1,1 Prozent in diesem und 0,8 Prozent im nächsten Jahr – zunehmen.

Auch für die Schwellenländer rechnen wir insgesamt mit einer spürbaren Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik im zweiten Halbjahr dieses Jahres. Zum einen wird die konjunkturelle Dynamik der aufstrebenden Volkswirtschaften infolge der Verflechtung durch den Handel mit Waren und Rohstoffen und die Integration über die Finanzmärkte von der schwachen Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gedämpft, zum anderen dürften die wirtschaftspolitisch bremsenden Maßnahmen zunehmend sichtbar werden. Aufgrund äußerst solider makroökonomischen Fundamentaldaten, wie hohen Währungsreserven, finanzpolitischer Solidität mit der Möglichkeit, bei einem Nachfrageeinbruch diskretionär zu intervenieren, sowie einer geringen Auslandsverschuldung erwarten wir jedoch keine starke Verlangsamung der Konjunktur.

Für China deuten die Indikatoren auf eine weiterhin kräftige Dynamik hin, auch wenn sie nicht mehr so stark ausfallen dürfte wie im vergangenen Jahr. Wir rechnen nunmehr mit Zuwachsraten von unter 10 Prozent. Der Frühindikator der OECD ist zuletzt etwas gesunken und auch die Einkaufsmanagerindizes waren zuletzt rückläufig. Die im aktuellen 5-Jahresplan vorgesehene Lenkung der Struktur der Ex-

Weltkonjunktur stockt

Tabelle 8:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2010–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Deutschland	20,4	3,7	2,8	0,8	1,1	2,3	1,9	7,1	6,3	6,1
Frankreich	15,8	1,5	1,3	0,8	1,7	1,9	0,9	9,8	9,9	10,6
Italien	12,7	1,3	0,6	0,1	1,6	2,2	0,8	8,4	8,1	8,6
Spanien	8,7	-0,1	0,5	0,3	2,1	2,6	0,6	20,1	21,2	22,0
Niederlande	4,8	1,7	1,6	0,8	0,9	2,2	1,1	4,5	4,3	4,8
Belgien	2,9	2,2	2,1	0,7	2,3	2,8	0,4	8,3	7,5	8,0
Österreich	2,3	2,1	3,3	1,4	1,7	2,9	1,0	4,4	3,9	3,8
Griechenland	1,9	-4,4	-5,5	-2,0	4,7	3,8	2,2	12,5	16,5	19,0
Finnland	1,5	3,6	2,5	1,0	1,7	3,2	1,2	8,4	8,0	8,2
Portugal	1,4	1,3	-1,6	-1,2	1,4	3,7	1,9	11,0	12,4	12,6
Irland	1,3	-0,4	0,3	1,0	-1,6	1,0	0,3	13,7	14,4	14,9
Slowakei	0,5	4,0	3,0	1,9	0,7	3,8	1,2	14,4	13,5	13,5
Luxemburg	0,3	3,5	2,8	1,7	2,8	3,8	1,5	4,5	4,5	4,7
Slowenien	0,1	1,4	0,8	1,0	2,1	2,6	1,0	7,3	8,3	8,4
Estland	0,1	3,1	4,0	2,3	2,7	4,2	3,8	16,9	12,8	12,0
Zypern	0,1	1,0	0,9	1,3	2,6	3,3	0,8	6,3	7,4	7,9
Malta	0,0	3,1	2,0	1,5	2,0	2,6	1,5	6,9	6,3	6,5
Vereinigtes Königreich	13,9	1,3	1,1	0,8	3,3	4,2	2,8	7,8	7,8	8,0
Polen	2,9	3,8	3,7	3,3	2,7	4,0	3,1	9,7	9,4	9,4
Schweden	2,8	5,5	4,0	2,1	1,9	2,9	2,0	8,4	7,5	7,3
Dänemark	1,9	2,1	1,5	0,9	2,2	2,8	2,0	7,4	7,2	6,9
Tschechien	1,2	2,3	2,4	1,7	1,2	2,0	1,8	7,3	6,5	6,2
Rumänien	1,0	-1,3	1,4	1,3	6,1	6,9	4,8	7,3	7,3	7,5
Ungarn	0,8	1,2	2,3	1,5	4,7	3,7	3,0	11,2	10,0	9,7
Bulgarien	0,3	0,2	1,5	1,5	3,0	3,5	3,0	10,2	11,4	11,9
Litauen	0,2	1,3	5,3	3,8	1,2	4,3	2,8	17,8	15,4	13,7
Lettland	0,1	-0,3	4,5	4,1	-1,2	4,1	2,4	18,7	15,7	14,8
Europäische Union	100,0	1,9	1,6	0,8	2,1	2,7	1,6	9,7	9,7	9,9
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	92,6	1,9	1,4	0,6	1,8	2,6	1,5	9,6	9,6	10,0
Beitrittsländer	7,4	2,2	2,9	2,4	2,9	4,0	2,9	10,6	9,9	9,7
Euroraum	74,8	1,8	1,4	0,6	1,6	2,3	1,2	10,1	10,1	10,6
Euroraum ohne Deutschland	54,4	1,1	0,9	0,5	1,7	2,4	0,9	11,2	11,5	12,2

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2010. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2010. — Beitrittsländer seit 2004.

Quelle: Eurostat (2011); 2010 bis 2012: Prognose des IfW.

pansion hin zur Binnennachfrage dürfte im Prognosezeitraum fortgesetzt werden. Zu diesem Zweck sind erstmals Leitlinien für die Entwicklung der Löhne beschlossen worden, die mindestens so stark wie das reale Bruttoinlandsprodukt steigen sollen. Das Ziel für das Wirtschaftswachstum ist von 8 auf 7 Prozent ge-

senkt worden. Für 2011 rechnen wir mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 9 Prozent; im nächsten Jahr dürfte er mit 8,5 Prozent etwas geringer sein (Tabelle 9).

Für Indien erwarten wir für dieses Jahr eine weiterhin dynamische wirtschaftliche Entwicklung. Darauf deutet das Unternehmensver-

Weltkonjunktur stockt

Tabelle 9:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2009–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Indonesien	4,1	4,5	6,1	6,5	5,5	4,8	5,1	6,0	5,0
Thailand	2,3	–2,3	7,8	3,0	4,5	–0,9	3,3	4,0	3,0
Philippinen	1,4	0,9	7,3	5,0	5,0	3,3	3,8	3,5	3,0
Malaysia	1,6	–1,7	7,2	4,0	4,5	0,6	1,6	2,5	2,0
Insgesamt	9,4	1,2	6,9	5,0	5,0	2,4	3,9	4,5	3,7
China	39,8	8,6	10,3	9,0	8,0	–0,7	4,0	5,7	5,0
Indien	15,8	5,7	10,4	8,5	7,5	10,9	12,0	9,5	9,0
Asien insgesamt	65,0	6,8	9,8	8,3	7,4	2,6	5,9	6,5	5,8
Brasilien	8,6	–0,2	7,5	5,5	5,5	5,1	4,9	5,5	4,5
Mexiko	6,1	–6,6	5,7	3,5	3,0	5,3	4,1	4,0	4,5
Argentinien	2,5	0,9	7,0	4,0	3,5	6,3	10,1	9,0	7,0
Kolumbien	1,7	0,3	3,8	3,5	3,0	4,2	2,2	3,0	3,0
Chile	1,0	–1,4	5,4	4,5	4,0	0,4	0,9	1,6	2,0
Peru	1,1	0,9	8,0	6,5	6,5	3,0	1,4	2,5	2,5
Venezuela	1,4	–3,1	–1,8	–2,0	–1,0	28,6	33,0	40,0	35,0
Lateinamerika insgesamt	22,4	–2,0	6,0	4,2	4,0	6,3	6,4	7,1	6,3
Russland	8,8	–7,9	3,5	4,0	3,8	11,7	6,9	8,7	7,3
Türkei	3,8	–4,7	7,5	4,5	2,5	6,3	8,9	6,3	7,5
Insgesamt	100,0	3,3	8,1	6,7	6,1	4,1	5,9	6,5	5,8

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 nach Kaufkraftparitäten. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; nationale Statistiken; eigene Berechnungen; 2010: teilweise geschätzt; 2011 bis 2012: Prognose des IfW.

trauen hin, das zuletzt deutlich anzog und nur knapp unter dem Niveau von vor der Finanzkrise lag. Auch der Einkaufsmanagerindex blieb mit 58 Punkten auf sehr hohem Niveau. Im Jahr 2012 dürften sowohl von der Finanz- als auch der Geldpolitik dämpfende Effekte ausgehen. So dürfte die Regierung Maßnahmen ergreifen, das strukturelle Defizit zu senken, und die Zentralbank wird wohl weiter intervenieren, um dem starken Preisauftrieb Herr zu werden. Für das Jahr 2011 rechnen wir mit einer Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts von 8,5 Prozent. Im Jahr 2012 dürften es 7,5 Prozent sein.

Für den *übrigen ostasiatischen Raum* rechnen wir mit einer etwas verlangsamten Ausweitung der Produktion in diesem und im nächsten Jahr die hauptsächlich auf eine geringere Auslandsnachfrage in den Industrielän-

dern zurückgeht. Die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung in der Region bleibt aber aufgrund der starken und weiter zunehmenden Verflechtung mit den kräftig expandierenden Märkten in China und einer robusten Binnen- nachfrage hoch. Für 2011 und 2012 erwarten wir Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts von 5 Prozent.

Im Prognosezeitraum erwarten wir für *Lateinamerika* eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik, ausgelöst durch die auf eine Eindämmung der Inflation gerichtete Geldpolitik und dadurch, dass sich die Nachfrage nach Rohstoffen infolge der konjunkturellen Schwächephase in den Industrieländern abschwächt und die Rohstoffpreise etwas fallen. Aufgrund der soliden makroökonomischen Fundamentaldaten bleibt die Konjunktur in der Region jedoch aufwärtsgerichtet. So dürfte die

gesamtwirtschaftliche Produktion in Brasilien weiter kräftig zulegen. Vor allem die Inlandsnachfrage wird weiter dynamisch zunehmen.

Die wirtschaftliche Expansion in *Russland* dürfte kurzfristig durch eine Reihe von fiskalischen Maßnahmen im Zusammenhang mit den anstehenden Wahlen angeregt werden. So sollen die Renten und andere Sozialleistungen kräftig erhöht werden. Auch ist eine Absenkung der Sozialversicherungsbeiträge für die Unternehmen vorgesehen. Einem ähnlich kräftigen Aufschwung wie vor der Finanzkrise stehen allerdings ein nach wie vor angeschlagener Finanzsektor, eine auch bedingt durch institutionelle Ungewissheit verhaltene Investitionsneigung sowie die Aufwertung des Rubel entgegen. Wir erwarten für das kommende Jahr einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,8 Prozent, nach 4 Prozent in diesem Jahr. Die Inflation dürfte sich mit wieder niedrigeren Nahrungsmittelpreisen im Prognosezeitraum merklich verringern. Risiken bestehen insbesondere in der Entwicklung des Ölpreises. Deutlich niedrigere als die derzeit herrschenden Preise würden den Staat zu einer Sparpolitik zwingen, denn bereits unter den gegenwärtigen Bedingungen wird das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts im Prognosezeitraum deutlich verfehlt werden.

Risiken

Unserer Konjunkturprognose liegt die Annahme zugrunde, dass die Turbulenzen an den Finanzmärkten sich nicht nochmals erheblich verstärken. Ein weiterer ausgeprägter Rückgang der Aktienkurse könnte über Vermögenseffekte und eine Verschlechterung der Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten die Nachfrage

zusätzlich belasten. Auch unterstellen wir, dass die Banken nicht durch neuerliche Abschreibungen auf Wertpapiere zu drastischen Konsolidierungsmaßnahmen gezwungen sein werden, welche die Verfügbarkeit von Krediten verringern und die Nachfrage nach Investitionsgütern und langlebigen Konsumgütern einbrechen lassen könnte. Ganz allgemein ist die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der derzeitigen Situation geringer Dynamik und hoher Ungewissheit anfällig für negative Schocks, beispielsweise eine weitere Zuspitzung der Staatsschuldenkrise oder einen deutlichen Ölpreisanstieg, die zu einer deutlich schwächeren Nachfrageentwicklung und in der Folge zu einer ausgeprägten Rezession führen können. Dies gilt umso mehr, als die Wirtschaftspolitik dem kaum mit massiven Impulsen entgegenwirken könnte.

Auf der anderen Seite besteht auch die Möglichkeit, dass die gegenwärtige konjunkturelle Flaute bald vorübergeht und die anschließende Erholung mehr Dynamik entfaltet als unterstellt. Dies könnte etwa dann der Fall sein, wenn es der Politik gelingt, die Finanzmärkte davon zu überzeugen, dass die Schuldenproblematik gelöst werden kann. In der Folge könnte sich eine ausgeprägte Erholung an den Aktienmärkten einstellen, welche den Optimismus bei Investoren und Konsumenten weiter verstärkt. Vor allem in den Vereinigten Staaten könnte ein neuerliches Konjunkturprogramm die wirtschaftliche Aktivität kurzfristig stärker steigen lassen als von uns prognostiziert; die Probleme auf mittlere Sicht würden dadurch aber eher vergrößert. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften könnte auch ein stark fallender Ölpreis spürbare Impulse geben und zu einer besseren konjunkturellen Entwicklung beitragen als von uns prognostiziert.

Literatur

- Abeyasinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (9. September 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabe/gdpdata.xls>>.
- Bloom, N. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica* 77 (3): 623–685.
- Bloom, N. (2011). The Uncertainty Shock From the Debt Disaster Will Cause a Double-Dip Recession. Via Internet (24. August 2011) <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6846>>.
- Blanchard, O.J., und J. Gali (2008). The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s? In J. Gali und M.J. Gertler (Hrsg.), *International Dimensions of Monetary Policy*. University Chicago Press.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2011a). Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 488/489. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, B. van Roye, J. Scheide und Tim Schwarzmüller (2011b). Der Euroraum rutscht in die Rezession (Hrsg.), Weltkonjunktur im Herbst 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 494/495. IfW, Kiel.
- Congressional Budget Office (CBO) (2011). Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from April 2011 Through June 2011. Washington, D.C.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2011). *Monatsbericht*. Juli. Frankfurt am Main.
- Feyzioglu, N.T., und L.B. Willard (2008). Does China Have Inflationary Effects on the USA and Japan? *China & World Economy* 16 (1): 1–16.
- Hamilton, J.D. (2011). Nonlinearities and the Macroeconomic Effects of Oil Prices. Mimeo. Via Internet (25. August 2011) <http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/oil_nonlinear_macro_dyn.pdf>.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010). Growth Patterns after the Crisis: This Time is not different. Kiel Policy Brief 22. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Kamin, S.B., M. Marazzi und J.W. Schindler (2004). Is China “Exporting Deflation”? International Finance Discussion Papers 791. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Kilian, L., und R.J. Vigfusson (2011). Nonlinearities in the Oil Price-Output Relationship. International Finance Discussion Papers 1013. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Pain, N., I. Coske und M. Sollie (2006). Globalisation and Inflation in the OECD Economies. OECD Economics Department Working Papers 524. Paris.
- Pradhan, M., R. Balakrishnan, R. Baqir, G. Heenan, S. Nowak, C. Oner und S. Panth (2011). Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets. IMF Staff Discussion Note, Asia and Pacific Department, Washington D.C.
- Roach, S. (2002). The China Factor. Morgan Stanley Global Economic Forum. 14. Oktober, New York, N.Y.
- World Bank (2002). China is Becoming the World’s Manufacturing Powerhouse. *Transition Newsletter*. Washington, D.C.

Der Euroraum rutscht in die Rezession

*Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll,
Björn van Roye, Joachim Scheide und
Tim Schwarzmüller*

Zusammenfassung:

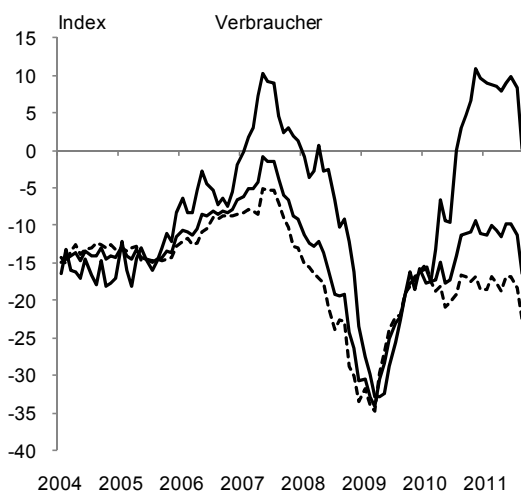
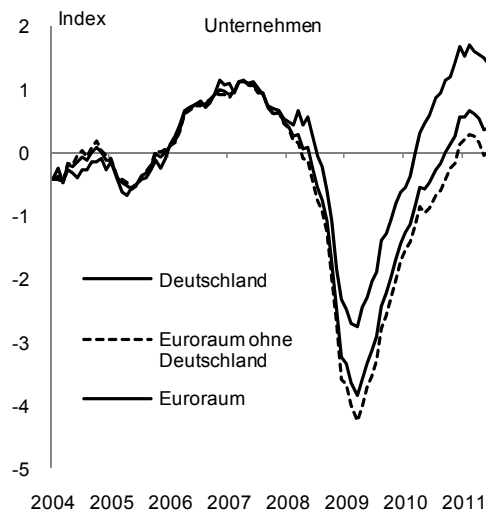
Die Konjunktur im Euroraum hat sich jüngst merklich abgekühlt. Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Produktion im zweiten Halbjahr 2011 sinkt. Die durch die mit der Schuldenkrise einhergehenden Finanzmarkt-turbulenzen sowie die intensivierten Konsolidierungsmaßnahmen dürften die Wirtschaft im Euroraum in eine Rezession bringen. Im Verlauf des Jahres 2012 wird die Produktion angesichts der expansiven Geldpolitik und zunehmender Auslandsnachfrage wohl wieder deutlich anziehen. Die Rezession dürfte die Schuldenkrise tendenziell verschärfen, da sie die Zweifel an der Schuldentragfähigkeit einzelner Mitgliedsländer verstärken dürfte. Wir gehen aber nicht davon aus, dass es zu einem unkontrollierten Zahlungsausfall eines Mitgliedslandes oder zum Zusammenbruch größerer Bankhäuser kommt. Sollte eines dieser Risiken eintreten, dürfte die Rezession spürbar tiefer werden.

Die Konjunktur im Euroraum hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres stark abgeschwächt. Im zweiten Quartal nahm das Bruttoinlandsprodukt nur noch geringfügig zu. Eine Vielzahl von Indikatoren deutet darauf hin, dass sich die konjunkturelle Dynamik im Verlauf des zweiten Halbjahres weiter verlangsamt und es zu einer Rezession kommt. Sowohl bei Unternehmen als auch den Konsumenten trübte sich die Stimmung erheblich ein, wobei die Zuversicht der Unternehmen und der privaten Haushalte in Deutschland immer noch unverändert stark über dem Niveau des übrigen Euroraums liegt (Abbildung 1). Daneben deutet auch der EUROFRAME-Indikator auf einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität hin (Abbildung 2). Die Industrieproduktion ging im Juni zurück und auch die Auftragseingänge nahmen im selben Monat ab. Außerdem ist angesichts des Einbruchs der Aktienkurse und der Spannungen an den Aktienmärkten die Unsicherheit an den Finanzmärkten – gemessen an dem von uns berechneten Finanzmarktstressindikator – auf einem sehr hohen Niveau. Schließlich deutet der Rückgang der realen Geldmenge – die sich in der Vergangenheit als aussagekräftiger Frühindikator erwiesen hat – auf einen Rückgang der Wirtschaftsleistung hin (Kasten 1).

Im zweiten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 0,6 Prozent zu, nachdem es im Vorquartal mit einer Rate von 3,4 Prozent expandiert hatte (Abbildung 3). Ein Grund für diese Abschwächung war auch die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland. So lag der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum ohne Deutschland mit einer Rate von 0,7 Prozent geringfügig höher als mit Deutschland. Auch in den anderen großen Ländern des Euroraums verlief die Konjunktur schleppend. Das Bruttoinlandsprodukt in Italien expandierte im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 1,0 Prozent. In Spanien betrug der Anstieg nur 0,6 Prozent, und in Frankreich stagnierte die Wirtschaftsleistung sogar. Dagegen blieb die

Der Euroraum rutscht in die Rezession

Abbildung 1:
Stimmungsindikatoren 2004–2011



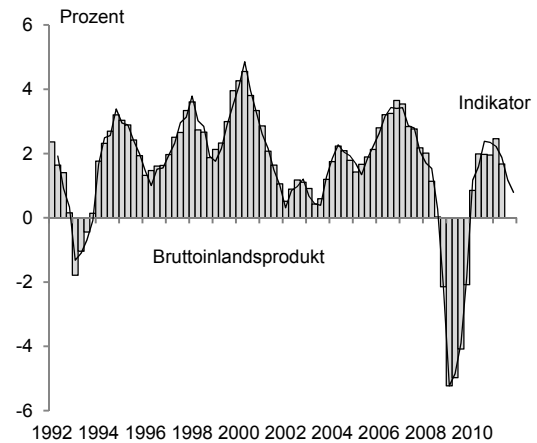
Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Europäische Kommission, *Business and Consumer Survey*; eigene Berechnungen.

Konjunktur in einigen der kleineren Länder noch kräftig. So beschleunigte sich der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Österreich und in Finnland.

Der private Konsum ging im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 0,9 Prozent zurück (Abbildung 4). Im Wesentlichen ist dies auf den schwachen Konsum in Deutschland und Frankreich zurückzuführen.

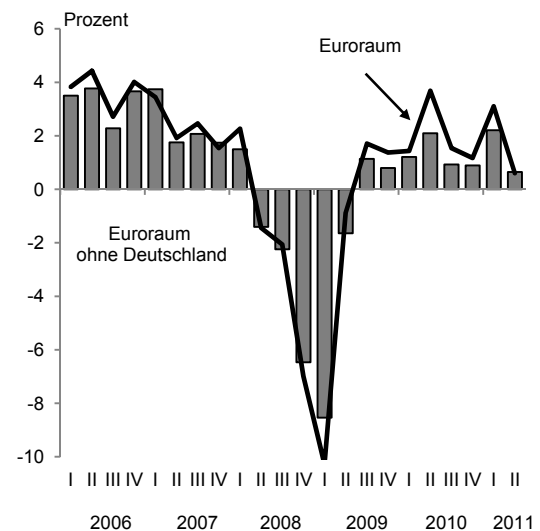
Abbildung 2:
EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2011



Quartalsdaten; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EUROFRAME.

Abbildung 3:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2006–2011



Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

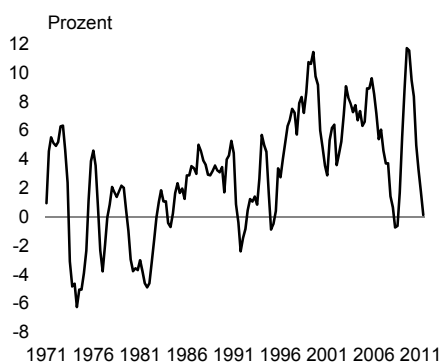
Kasten 1:

Zur Geldmenge M1 als Rezessionsindikator

Im Jahr 2008 deutete der Rückgang der realen Geldmenge M1 auf eine Rezession im Euroraum hin (Dovern et al. 2008). Seit mehreren Monaten nimmt der Anstieg der Geldmenge M1 im Vorjahresvergleich stark ab. Im zweiten Quartal stagnierte die reale Geldmenge. Im Folgenden soll die Frage erörtert werden, ob die Schwäche von M1 erneut auf eine Rezession hindeutet. Dazu verwenden wir die Rezessionsdatierung des Center of Economic Policy Research (CEPR). Die Geldmenge M1 wird aus Daten der OECD und der EZB für einen Zeitraum ab 1970 zusammengesetzt und um einen Ausreißer (Q2 2005) bereinigt. Schließlich wird die Geldmenge mit dem BIP-Deflator, der aus dem AreaWideModel-Datensatz der EZB und Daten von Eurostat zusammengesetzt wurde, bereinigt, um die reale Geldmenge zu erhalten. Die resultierende Zeitreihe besitzt augenscheinlich in der ersten Hälfte des Schätzzeitraums, in der ausgeprägte Rückgänge zu beobachten waren, andere Charakteristika als in der zweiten, in der im Mittel deutlich höhere Anstiege zu verzeichnen waren (Abbildung K1-1). Die Folgen der Instabilität der Zeitreihe für die Verwendung als Rezessionsindikator und die Konsequenzen für die aktuelle Prognose werden hier analysiert.

In der ersten Modellspezifikation (S1) werden der einfach-verzögerte Vorjahresvergleich sowie der vierfach-verzögerte Vorjahresvergleich der realen Geldmenge als Regressoren in einem Logit-Modell verwendet. Die ersten beiden Rezessionen in der Stichprobe werden vom Modell gut erfasst. Die Wahrscheinlichkeiten für die Rezession in den neunziger Jahren sowie die Große Rezession sind aber deutlich unter 50 Prozent (Abbildung K1-2). Der im Vergleich zu den Rückgängen der siebziger und achtziger Jahre moderate Rückgang der realen Geldmenge im Jahr 2008 wird in diesem Modell nicht als Hinweis auf eine Rezession gewertet. Um die strukturellen Veränderungen der realen Geldnachfrage zu berücksichtigen, unterstellen wir, dass diese seit der Euroeinführung beschleunigt zunimmt und setzen einen Dummy, der ab dem ersten Quartal 1999 den Wert eins annimmt. Das Modell mit Dummy (S2) weist der Rezession in den neunziger Jahren nur eine geringe Wahrscheinlichkeit zu, schlägt aber deutlich bei der Großen Rezession an und weist in der Prognose für Q3 2011 mit über 70 Prozent Wahrscheinlichkeit auf eine Rezession hin. Schließlich modifizieren wir die erste Spezifikation mit einem linearen Trend (S3). Das Modell zeigt zwar fehlerhafterweise eine Rezession Mitte der neunziger Jahre mit knapp 60 Prozent Wahrscheinlichkeit an, trifft dafür aber alle tatsächlichen Rezessionen sehr genau. Die korrespondierende Prognose für Q3 2011 weist mit über 90 Prozent Wahrscheinlichkeit auf eine Rezession hin.

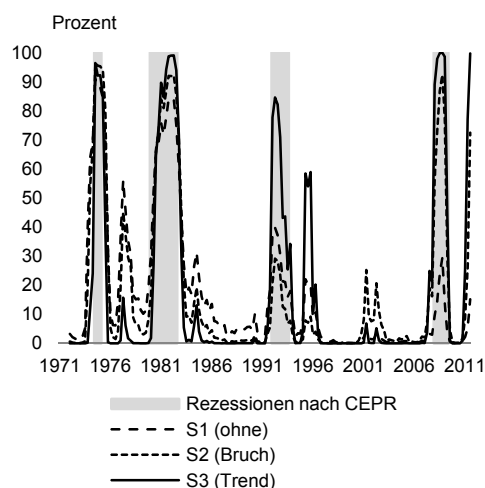
Abbildung K1-1:
Reale Geldmenge M1 1971–2011



Vorjahresvergleich.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat; *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EZB, *Monatsberichte*; eigenen Berechnungen.

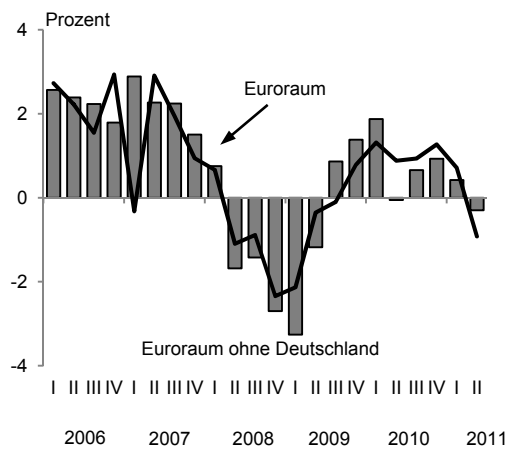
Abbildung K2-2:
Rezessionswahrscheinlichkeit 1972–2011



Quelle: Eigene Berechnungen und Prognosen des IfW.

Der Euroraum rutscht in die Rezession

Abbildung 4:
Privater Konsum 2006–2011



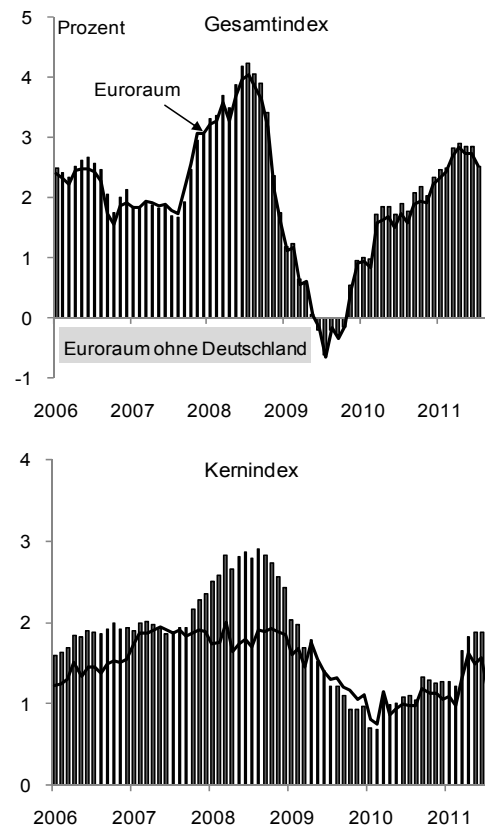
Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Die Inflation hat sich in den vergangenen Monaten leicht verringert; im Juli lag sie bei 2,5 Prozent und damit unter dem bisherigen Jahreshöchstwert von 2,8 Prozent im April (Abbildung 5). Die Aufwärtsbewegung zu Beginn des Jahres ging vor allem auf die gestiegenen Preise für Energierohstoffe zurück, wobei insbesondere der Ölpreis wegen der politischen Ereignisse im nordafrikanischen Raum unter Druck geraten war. Im Verlauf des zweiten Quartals entwickelte sich die Inflation dann rückläufig. Auch die Kernrate der Inflation ist seit April rückläufig und lag im Juli bei 1,2 Prozent.

Die Situation am Arbeitsmarkt ist seit Jahresbeginn nahezu konstant. Die Arbeitslosenquote lag im ersten Halbjahr weitgehend unverändert bei 10,0 Prozent (Abbildung 6). Im Euroraum ohne Deutschland ist die Arbeitslosenquote sichtbar höher und betrug im Juni 11,4 Prozent. Die Situation an den Arbeitsmärkten der südlichen Peripherieländer ist weiterhin dramatisch. Die Arbeitslosigkeit in Griechenland lag zu Beginn des Jahres bei 15,0 Prozent und dürfte im zweiten Quartal aufgrund der schlechten wirtschaftlichen Entwicklung erneut gestiegen sein. In Spanien erreichte die Arbeitslosigkeit jüngst einen Wert von 21,2 Prozent.

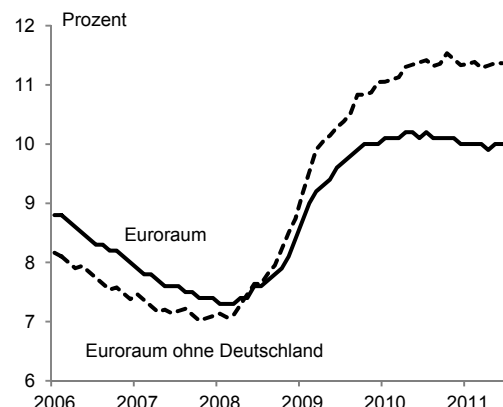
Abbildung 5:
Verbraucherpreise 2006–2011



Monatsdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

Abbildung 6:
Arbeitslosenquote 2006–2011



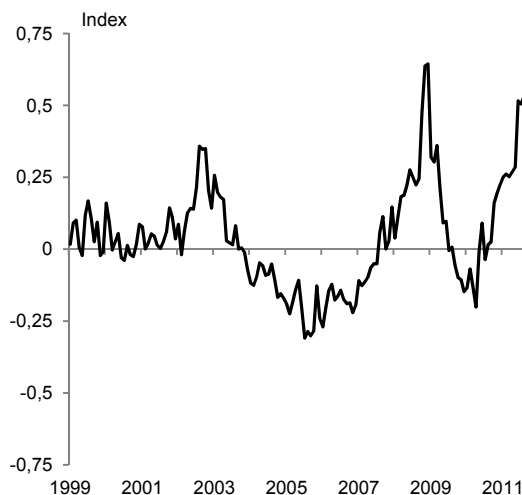
Monatsdaten. Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Geldpolitik stemmt sich gegen Finanzmarkturbulenzen

Die monetären Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten merklich verschlechtert. So ist der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator, der eine Reihe von Finanzmarktvariablen in einem Maß abbildet, deutlich gestiegen (Abbildung 7). Der Indikator wird von uns seit einiger Zeit zur Bewertung von Verwerfungen an den Finanzmärkten herangezogen (Boysen-Hogrefe et al. 2010: Kasten 1). Maßgeblich für die Zunahme sind die gestiegenen Zinsaufschläge für Anleihen der Peripherieländer sowie die gestiegene Volatilität am Aktienmarkt und stark sinkende Aktienkurse europäischer Banken. Bedeutsam war vor allem die deutliche Erhöhung der Spreads spanischer und italienischer Anleihen (Abbildung 8). Ferner nahm die Unsicherheit über eine mögliche Herabstufung der Bonität Italiens zu, welche das Bankensystem durch die von Basel II vorgeschriebene risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung in ernsthafte Schwierigkeiten bringen könnte. Hinzu kommt eine erneute Vertrauens-

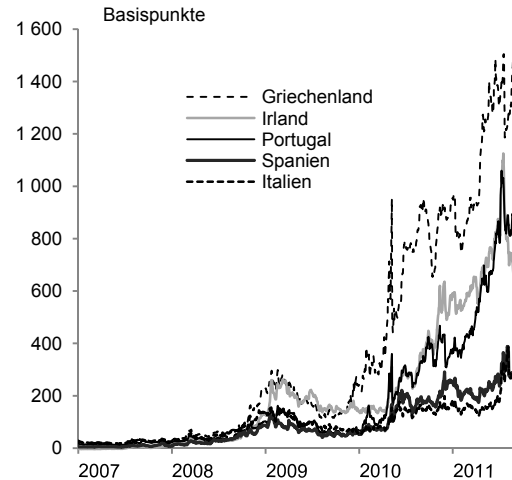
Abbildung 7:
Finanzmarktstressindikator 1999–2011



Monatsdaten.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Abbildung 8:
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2011



Tagesdaten; Differenzen zu Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

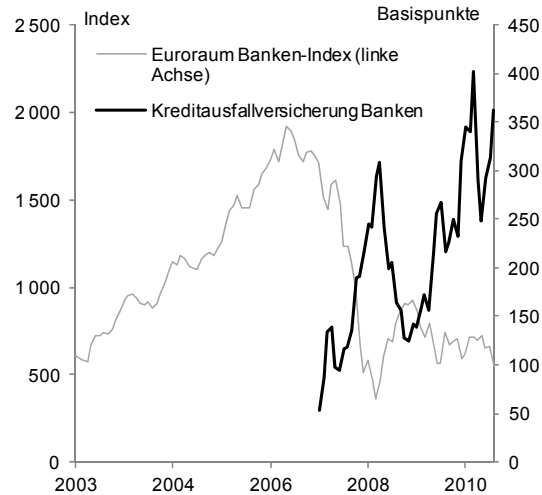
Quelle: Thomson Financial Datastream.

krise am Interbankenmarkt, so dass die Geldinstitute ihre Liquidität wieder vermehrt in der Einlagefazilität der Europäischen Zentralbank (EZB) hinterlegen, anstatt sie am Interbankenmarkt untereinander zu verleihen oder zur Ausweitung der Kredite an Unternehmen und Haushalte zu verwenden. Ein Zeichen für eine angespannte Lage im Finanzsektor sind auch die deutlich gesunkenen Aktienindizes und eine erhöhte Volatilität von Bankaktien (Abbildung 9). Kreditausfallsversicherungen (CDS) für europäische Banken verzeichnen derzeit ähnlich hohe Niveaus wie nach der Liquiditätskrise im Mai vergangenen Jahres, als irische Banken in starke Liquiditätsengpässe gerieten und die EZB erstmals am Anleihenmarkt intervenierte. Zuletzt kamen zudem Zweifel auf, inwieweit die Kapitalausstattung der Banken einen erneuten finanzwirtschaftlichen Schock abfedern kann und welche realwirtschaftlichen Konsequenzen eine erneute Bankenkrise im Euroraum haben könnte.

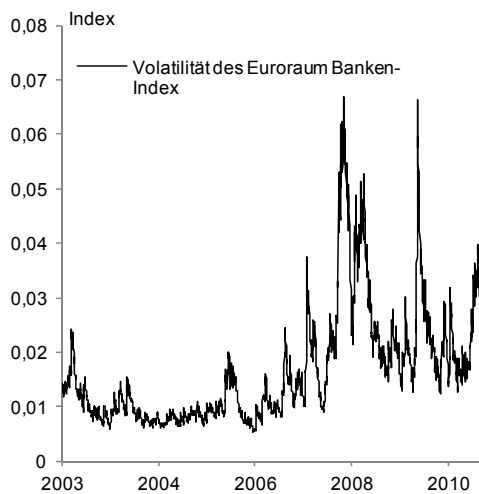
Die Geldpolitik stemmt sich indes mit einer Reihe von Maßnahmen gegen die Verspannungen an den Anleihemärkten und den Turbulenzen im Bankensektor. So erwarb die EZB in den

Der Euroraum rutscht in die Rezession

Abbildung 9:
Indikatoren für den Bankensektor 2003–2011



Monatsdaten; Euroraum-Banken-Index: Aktienindex von Banken im Euroraum (von Datastream berechnet); Kreditausfallversicherung: CDS Prämien für 5-jährige Bankanleihen von Banken im Euroraum (von Datastream berechnet).



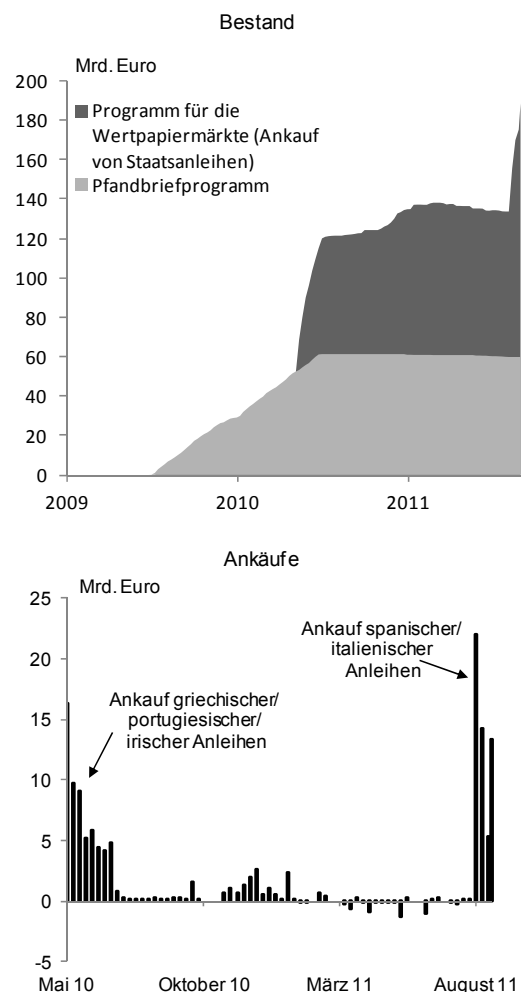
Tagesdaten; Volatilität des Euroraum Banken-Index geschätzt mit einem GARCH(1,1) Modell.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

vergangenen Wochen Staatsanleihen in Höhe von insgesamt mehr als 40 Mrd. Euro, nachdem sie den Bestand von Wertpapieren bis zum Juni nahezu konstant gehalten hatte (Abbildung 10). Zwar hat sie den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Juli auf 1,5 Prozent angehoben; sie stellte jedoch weiterhin gegen Sicherheiten minderer Bonität unbegrenzt Zentral-

bankgeld zur Verfügung.¹ Zudem bot die EZB erneut ein sechsmonatiges Refinanzierungsgeschäft an, welches mit dem Hauptrefinanzierungssatz über die entsprechende Laufzeit verzinst wird. Insgesamt weitet die EZB ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen somit wieder deutlich aus.

Abbildung 10:
Bestand und Ankäufe an Wertpapieren für geldpolitische Zwecke 2009–2011



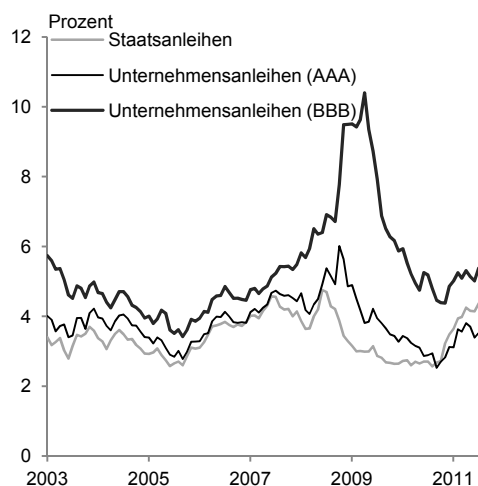
Wochendaten.

Quelle: EZB, Monatsbericht.

¹ Die EZB hat am 7. Juli beispielsweise ihre Rating-Bestimmungen für Portugal bis auf weiteres ausgesetzt. Ähnliche Richtlinienänderungen führte sie zuvor schon für griechische und irische Anleihen durch.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich in den vergangenen Monaten nur wenig verändert. Unternehmen höchster Bonität profitieren vom Misstrauen der Finanzmärkte gegenüber den Staatsfinanzen im Euroraum. Die Rendite für Unternehmensanleihen mit 5–7-jähriger Restlaufzeit höchster Bonität (AAA) ist zuletzt weiter gesunken und liegt inzwischen deutlich unter der Rendite von Staatsanleihen des Euroraums mit einer Laufzeit von fünf Jahren (Abbildung 11). Europäische Unternehmen höchster Bonität nehmen somit zunehmend die Rolle eines „sicheren Hafens“ ein, wohingegen sich Staatsanleihen einiger europäischer Länder zu Anlagen höheren Risikos entwickelt haben. Die Zinsdifferenz zwischen Anleihen mittlerer (BBB) und höchster (AAA) Güte nahm wieder zu. Die durchschnittlichen Zinsen für bestehende Unternehmenskredite sind im Verlauf des ersten Halbjahrs nur leicht gestiegen; im Juni lagen sie für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gegenüber März um 15 Basispunkte höher bei nunmehr 3,6 Prozent. Die Zinsen für Neukredite erhöhten sich ebenfalls etwas.

Abbildung 11:
Kapitalmarkttrenditen 2003–2011

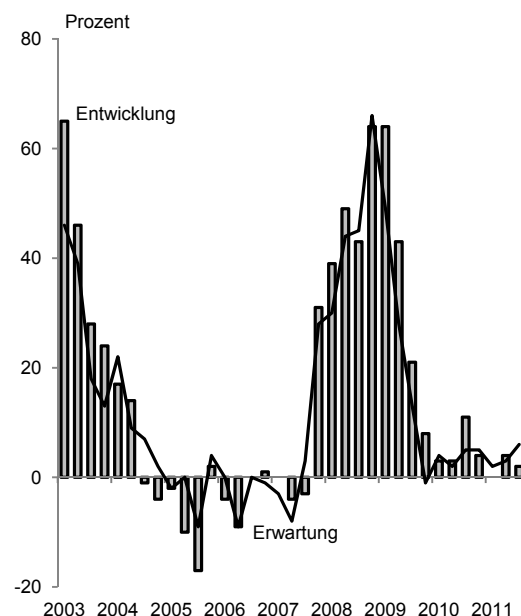


Monatsdaten; Staatsanleihen: Laufzeit 5 Jahre (gewichteter Durchschnitt); Unternehmensanleihen: Laufzeit 5–7 Jahre.

Quelle: Thomson Financial Datastream; Merrill Lynch.

Die Vergabe von Buchkrediten an den privaten Sektor entwickelt sich zuletzt uneinheitlich. Auf der einen Seite expandierte die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Juni im Vorjahresvergleich nach wie vor deutlich. Hier weiteten sich vor allem kurzlaufende Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr merklich aus. Auf der anderen Seite ging der Kreditbestand von Konsumentenkrediten abermals zurück. Im Juni verstärkte sich der Rückgang erneut und lag um 1,6 Prozent unter dem Niveau im Vorjahr. Der *Bank Lending Survey* der EZB deutet für die kommenden drei Monate auf eine leichte Verschärfung der Kreditvergabestandards hin. In der Umfrage vom Juli stieg per saldo der Anteil der Banken, die eine Verschärfung bzw. Lockerung der Richtlinien für die Vergabe der Kredite an Unternehmen erwarten, auf 6 Prozent (Abbildung 12). Für das zweite Quartal wurde lediglich über eine leichte Verschärfung der Vergabestandards berichtet.

Abbildung 12:
Kreditvergabekonditionen 2003–2011



Quartalsdaten; Saldo des Anteils der Banken, welche eine Anhebung der Standards angeben, und Banken, die über eine Lockerung berichten; Entwicklung: in den vergangenen drei Monaten; Erwartung: für die kommenden drei Monate.

Quelle: EZB, Monatsbericht, Bank Lending Survey.

Die außenwirtschaftlichen monetären Rahmenbedingungen haben sich vor dem Hintergrund einer Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des ersten Halbjahres etwas verschlechtert. Real effektiv wertete der Euro gegen Anfang des Jahres etwas schwächer auf. Insgesamt hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen in den vergangenen Monaten etwas verschlechtert.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir zunächst eine Beibehaltung der expansiven Maßnahmen seitens der Geldpolitik. Die EZB dürfte den Hauptrefinanzierungssatz im gesamten Prognosezeitraum bei 1,5 Prozent belassen. Vor dem Hintergrund einer sich ankündigenden Rezession im Euroraum, der spürbar abnehmenden Inflationsrate sowie sinkender Inflationserwartungen dürfte ihr Augenmerk vorerst bei der Stabilisierung der Finanzmärkte und des Bankensystems liegen. Sie hat angekündigt, weiterhin unbegrenzt Liquidität bereitzustellen. Wir erwarten, dass die EZB je nach Bedarf an den Anleihemärkten intervenieren und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte sechsmonatiger und gegebenenfalls auch einjähriger Lauf-

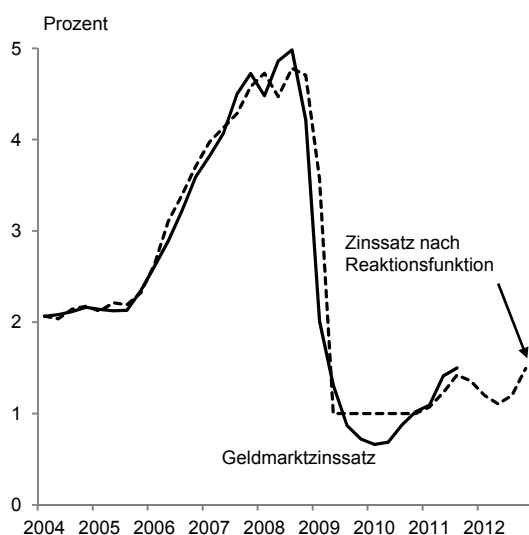
zeit als Instrument benutzen wird. Auf eine Aufschiebung von Zinserhöhungen deutet auch unsere empirische Zinsreaktionsfunktion der EZB hin (Abbildung 13).² Zwar legt diese eine erneute Zinssenkung im Verlauf des zweiten Halbjahres nahe; die Notenbank dürfte jedoch bei einer Inflationsrate, die bis zum Jahresende über der Zielrate liegen dürfte, von Zinssenkungen absehen.

Lohnanstieg bleibt gering

Die Lohndynamik hat ein wenig an Fahrt gewonnen. Die Veränderungsrate der Tarifverdienste gegenüber dem Vorjahr stieg von 1,5 Prozent im dritten Quartal 2010 auf 1,7 Prozent im ersten Quartal 2011 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) und die der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer von 1,4 auf 1,9 Prozent. Stärker legten die Arbeitskosten pro Stunde zu (von 1 auf 2,6 Prozent); hierbei spielte allerdings nach wie vor der Anstieg der Lohnnebenkosten eine bedeutendere Rolle als der der Löhne und Gehälter (EZB 2011: 50). In sektoraler Betrachtung ist auffällig, dass die Zuwächse des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in der Industrie – im Gegensatz zu denen im Baugewerbe und in den Dienstleistungen – bereits wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht haben.

Im Prognosezeitraum wird die Lohndynamik aufgrund der erneuten Rezession wieder nachlassen; im Jahresdurchschnitt macht sich dies aber erst im nächsten Jahr bemerkbar (Tabelle 1). Insbesondere in Griechenland, aber auch in Spanien und Portugal dürften die Löhne sogar sinken, wobei hier in erster Linie strukturelle Anpassungen maßgeblich sind. Die Lohndynamik in Deutschland wird tendenziell höher

Abbildung 13:
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2012



Quartalsdaten; Prognose ab dem 3. Quartal 2011 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB; Geldmarktzins: Dreimonatseuribor; letzter Wert: Durchschnitt Juli/ August 2011

Quelle: EZB, Monatsbericht; eigene Berechnungen.

² Die Reaktionsfunktion ist eine geschätzte Taylorregel, bei der als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt wurde. Als erklärende Variable geht neben der Produktionslücke und den Inflationserwartungen auch eine Verzögerte mit in die Schätzung ein, um eine Zinsglättung abzubilden.

ausfallen als im übrigen Euroraum. Die Arbeitsproduktivität dürfte im Prognosezeitraum nur sehr verhalten steigen (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund legen die Lohnstückkosten nach ihrem Rückgang im vergangenen Jahr in diesem und im nächsten Jahr nur geringfügig zu.

Tabelle 1:
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Deutschland	0,0	2,0	3,7	2,0
Frankreich	1,5	2,0	2,3	2,3
Italien	-0,1	1,9	1,7	1,5
Spanien	3,9	0,6	0,3	-0,7
Niederlande	2,2	1,1	1,2	1,0
Portugal	3,3	1,6	-0,3	-0,5
Österreich	1,8	1,6	0,9	1,0
Belgien	1,8	1,1	2,7	1,5
Griechenland	2,2	-2,6	-3,2	-0,6
Slowakei	5,0	2,7	3,1	3,0
Finnland	2,3	3,5	4,7	2,5
Irland	-1,2	-3,2	0,5	1,0
Luxemburg	1,8	2,0	2,6	2,0
Slowenien	1,8	3,9	2,6	2,5
Zypern	3,2	2,6	2,6	2,0
Malta	2,6	-1,1	0,4	1,0
Estland	-3,3	-0,3	0,8	0,5
Euroraum	1,4	1,5	2,0	1,3
Euroraum ohne Deutschland	1,9	1,3	1,3	1,1

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: EZB, *Statistical Data Warehouse*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Tabelle 2:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer				
Euroraum	1,4	1,5	2,0	1,3
Euroraum ohne Deutschland	1,9	1,3	1,3	1,1
Arbeitsproduktivität				
Euroraum	-2,3	2,2	1,6	0,8
Euroraum ohne Deutschland	-1,3	1,8	1,6	1,0
Lohnstückkosten				
Euroraum	3,7	-0,7	0,4	0,5
Euroraum ohne Deutschland	3,2	-0,5	-0,2	0,0

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Fast ganz Europa auf Konsolidierungskurs

Bereits im laufenden Jahr sinkt das strukturelle Defizit im Euroraum spürbar durch das Auslaufen der stimulierenden Maßnahmen, die während der Großen Rezession vorgenommen wurden, und durch die Umsetzung von Sparpaketen. Im kommenden Jahr wird der Konsolidierungsprozess fortgesetzt. Abgesehen von Belgien, das derzeit keine handlungsfähige Regierung hat, wurden oder werden demnächst in allen größeren Ländern des Euroraums Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen, die im Prognosezeitraum Wirkung entfalten und die konjunkturelle Dynamik wohl merklich dämpfen werden.³ Im Vergleich zu unserer Prognose vom Sommer sind zusätzliche Maßnahmen unter anderem in Frankreich und Italien beschlossen worden. Neben Ausgabenkürzungen soll in Frankreich eine Reichensteuer eingeführt werden, die solange erhoben wird, bis das Budgetdefizit unter drei Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegt. Insgesamt sollen im kommenden Jahr 12 Mrd. Euro konsolidiert werden. Merklich ambitionierter ist das nach einigen politischen Turbulenzen beschlossene Programm in Italien, das vor allem Ausgabenkürzungen aber auch Steuererhöhungen vorsieht. Im kommenden Jahr sollen rund 20 Mrd. Euro (1,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) konsolidiert werden.

Die Verschärfung des Konsolidierungskurses in Italien steht im Zusammenhang mit dem spürbaren Anstieg der Risikoprämien für italienische und spanische Staatsanleihen im Juli/August. Die Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit rentierten zeitweise über 6 Prozent und die Differenz zwischen den Renditen italienischer und deutscher Staatsanleihen lag bei rund 3,9 Prozentpunkten. Auch zogen die Renditen spanischer Staatsanleihen spürbar an. Zwar hätte ein vorübergehender Anstieg der Risikoprämien kaum Auswirkungen auf die finanzielle

³ Siehe Guajardo et al. (2011) für eine aktuelle Studie über die konjunkturellen Auswirkungen von Konsolidierungsmaßnahmen.

Situation der beiden Staaten gehabt (Kasten 2). Angesichts der eher schwachen Konjunkturaussichten beider Länder wäre es aber durchaus wahrscheinlich gewesen, dass die Renditedifferenzen weiter steigen oder sich zumindest über längere Zeit verfestigen, was zu zusätzlichen Belastungen der Staatshaushalte geführt und die Gefahr weiterer Finanzmarkturbulenzen mit sich gebracht hätte. Neben weiteren Konsolidierungsmaßnahmen haben die jeweiligen Regierungen angekündigt, Schuldenbremsen in die Verfassung aufzunehmen, und in Spanien ist diese bereits vom Parlament verabschiedet worden.

Derweil zeigen die Sparanstrengungen der Länder, die bereits unter dem Rettungsschirm sind, gemessen am Budgetsaldo nur mäßigen Erfolg. In den ersten Monaten des Jahres konnte Portugal das Budgetdefizit zwar merklich eindämmen und auch die Überprüfung des portugiesischen Programms durch die Troika aus EZB, EU-Kommission und IWF Mitte August deutet auf eine planmäßige Konsolidierung. Die jüngsten Budgetzahlen für den Juni zeigen jedoch, dass auch bedingt durch die Rezession das Defizit erneut answoll. Es ist jedoch unter dem Stand des Vorjahres (Abbildung 14). Insbesondere muss Griechenland herbe Rückschläge bei seiner Konsolidierung hinnehmen. Zwar zeigten die Sparbemühungen vorübergehend auf der Ausgabenseite deutliche Wirkung, doch bedingt durch den starken Einbruch der Konjunktur sind die Steuereinnahmen trotz steigender Steuersätze stark rückläufig. Jüngst sind auch die Ausgaben insbesondere für Sozialleistungen wieder stark gestiegen, so dass das Budgetdefizit im laufenden Jahr höher ausfallen dürfte als ein Jahr zuvor. Angesichts der Budgetentwicklungen dürfte es den beiden Ländern kaum möglich sein, sich in absehbarer Zeit aus eigener Kraft vollständig zu refinanzieren. Somit werden diese Länder wohl auch deutlich über den Prognosehorizont hinaus auf Zuwendungen angewiesen sein. Das Budgetdefizit laut Kasse des irischen Zentralstaats liegt inzwischen deutlich über dem Vorjahreswert. Dieser immense Anstieg kommt jedoch dadurch zustande, dass die irische Regierung die günstigen Zinskonditionen, die vom Rettungsschirm gewährt werden, nutzt, um Li-

quiditätsrücklagen zu bilden. Rechnet man diesen Effekt heraus, zeigt sich ein spürbarer Konsolidierungserfolg. Seit Beginn der Krise hat die irische Regierung in einem Umfang von über 10 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt konsolidiert (Bergin et al. 2011). Der bisherige Konsolidierungserfolg, die weiterhin geplanten Konsolidierungsmaßnahmen und nicht zuletzt die erheblichen Liquiditätsreserven haben jüngst zu einem merklichen Anstieg der Kurse irischer Staatsanleihen geführt. Eine Rückkehr an den Kapitalmarkt nach Auslaufen der Rettungsmaßnahmen erscheint somit durchaus möglich.

Insgesamt dürfte der Budgetsaldo aller Staaten des Euroraums im laufenden Jahr bei -4,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen, nach -6,3 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 3). Im kommenden Jahr wird der Saldo trotz deutlich dämpfender Effekte durch die Konjunktur nochmals auf -3,7 Prozent steigen. Der konjunkturelle Impuls der öffentlichen Finanzen dürfte merklich negativ sein.

Tabelle 3:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Deutschland	-3,2	-4,3	-1,2	-0,7
Frankreich	-7,5	-7,0	-5,7	-5,4
Italien	-5,4	-4,6	-4,4	-4,1
Spanien	-11,1	-9,2	-6,0	-5,5
Niederlande	-5,5	-5,4	-3,6	-2,7
Belgien	-5,9	-4,1	-3,8	-4,6
Österreich	-4,1	-4,6	-3,9	-3,4
Griechenland	-15,4	-10,5	-9,1	-7,9
Irland	-14,3	-32,4	-10,0	-8,7
Finnland	-2,6	-2,5	-1,4	-1,2
Portugal	-10,1	-9,1	-6,4	-5,2
Slowakei	-8,0	-7,9	-5,2	-5,0
Luxemburg	-0,9	-1,7	-1,2	-2,0
Slowenien	-6,0	-5,6	-5,6	-5,0
Estland	-1,7	0,1	-0,8	-2,4
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-3,0
Zypern	-6,0	-5,3	-5,1	-4,9
Euroraum	-6,4	-6,3	-4,1	-3,7
Euroraum ohne Deutschland	-7,5	-7,1	-5,2	-4,8

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Kasten 2:

Zur Haushaltsbelastung durch Risikoaufschläge auf spanische und italienische Staatsanleihen

Im Juli 2011 stiegen die Umlaufrenditen für italienische und spanische Staatsanleihen rasant. Die 10-jährigen Papiere beider Staaten rentierten zeitweise über 6 Prozent, und die Renditedifferenz zu deutschen Staatsanleihen gleicher Laufzeit erreichte den höchsten Stand seit Bestehen der Währungsunion. Langfristig können im Zuge des Revolvierens der Schulden durch steigende Risikoprämien erhebliche Kosten entstehen, so dass die jüngsten Ereignisse Sorgen bezüglich der Schuldentragfähigkeit der beiden Länder aufkommen ließen. Gerade für Italien wäre ein dauerhafter Anstieg der Risikoprämie problematisch. Bei rund 1,8 Bill. Euro Schulden würde ein Anstieg um einen Prozentpunkt 18 Mrd. Euro zusätzliche Ausgaben bedeuten – in etwa der Umfang des Sparpakets für das Jahr 2012. Diese Kosten entstehen allerdings nicht sofort, sondern erst, wenn neue Staatsanleihen ausgegeben werden. Mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit von sieben Jahren ist der italienische Staat relativ langfristig finanziert, so dass selbst bei einer Fortdauer der Risikoaufschläge über einige Jahre merklich niedrigere Kosten pro Prozentpunkt Risikoaufschlag entstehen als besagte 18 Mrd. Euro.

Im Folgenden soll dargestellt werden, welche Effekte steigende Risikoprämien im Prognosezeitraum für die öffentlichen Haushalte Italiens und Spaniens haben können. Dazu wird die Fälligkeitsstruktur aller Geld- und Kapitalmarktpapiere analysiert sowie die erwartete Neuverschuldung, die vermutlich in Form von Staatsanleihen platziert wird, herangezogen. Italien muss im laufenden Jahr rund 60 Mrd. Euro am Geldmarkt und eine ähnlich große Summe am Kapitalmarkt refinanzieren. Ferner unterstellen wir, dass zusätzlich rund 30 Mrd. Euro Neuverschuldung platziert werden sollen. In der Summe fallen rund 150 Mrd. Euro an. Im ersten Halbjahr 2012 dürfte dieser Wert auf knapp 200 Mrd. Euro steigen und sich im zweiten Halbjahr auf rund 115 Mrd. Euro belaufen. Kumuliert dürfte sich der Finanzbedarf Italiens im Jahr 2012 auf etwa 465 Mrd. Euro belaufen (Tabelle K2-1). Wenn für alle diese Finanzierungsgeschäfte bereits 2012 Zinszahlungen anfielen, würde ein Anstieg der Risikoprämie um einen Prozentpunkt Mehrkosten von 4,65 Mrd. Euro (0,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) bedeuten. Wäre der Anstieg der Risikoprämie auf das Jahr 2011 begrenzt, belaufen sich die Kosten pro zusätzlichen Prozentpunkt bei etwa 1,5 Mrd. Euro (0,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt).

Tabelle K2-1:

Finanzierungsbedarf Italiens 2011–2012 (in Mrd. Euro)

	2. Halbjahr 2011	1. Halbjahr 2012	2. Halbjahr 2012
Geldmarkt	59,19	59,87	0,00
Kapitalmarkt	61,50	109,63	85,33
Laufendes Defizit*	30,00	30,00	30,00
Summe	150,69	199,50	115,33
Kumuliert	150,69	350,18	465,51

* Prognose des IfW.

Quelle: Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011); Berechnungen des IfW.

Tabelle K2-2:

Finanzierungsbedarf Spaniens 2011–2012 (in Mrd. Euro)

	2. Halbjahr 2011	1. Halbjahr 2012	2. Halbjahr 2012
Geldmarkt	31,26	39,85	16,27
Kapitalmarkt	14,09	11,94	34,48
Laufendes Defizit*	20,00	25,00	25,00
Summe	65,35	76,79	75,74
Kumuliert	65,35	142,14	217,89

* Prognose des IfW.

Quelle: Ministerio de Economía y Hacienda (2011); Berechnungen des IfW.

Im Falle Spaniens sind die Kosten einer höheren Risikoprämie langfristig wie kurzfristig deutlich geringer. Für das laufende Jahr ist mit einem Finanzierungsbedarf von rund 65 Mrd. Euro zu rechnen (Tabelle K2-2). Über das Jahr 2012 summiert sich der Finanzierungsbedarf auf knapp 220 Mrd. Euro. Die zusätzlichen Zinskosten eines Prozentpunkts Risikoaufschlag wären bei einem vorübergehenden Anstieg, der auf das Jahr 2011 begrenzt bliebe, also bei 650 Mill. Euro (0,065 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Über das Jahr 2012 hinweg betrüge die zusätzliche Belastung etwa 2,2 Mrd. Euro (0,22 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt).

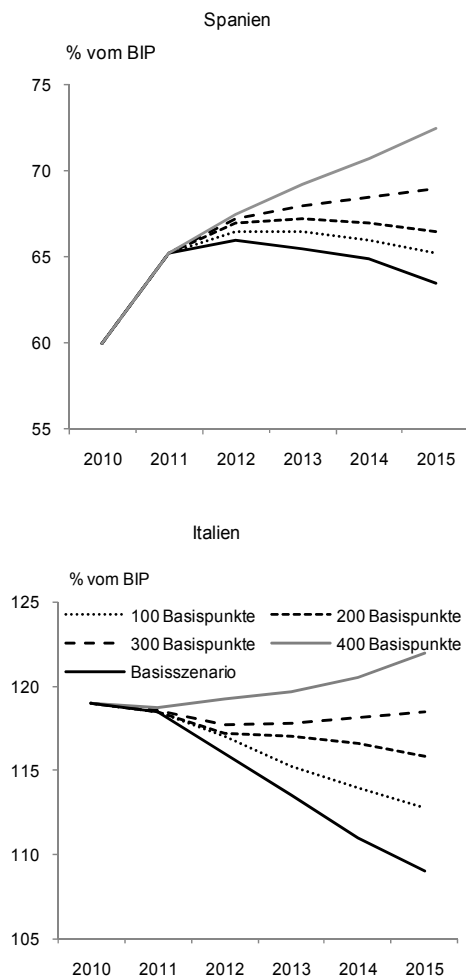
Da neben der Verschuldung am Geld- und Kapitalmarkt beide Länder Verbindlichkeiten gegenüber Banken in Form von direkten Krediten haben, deren Konditionen sich an denen für Staatsanleihen orientieren dürften, und in diesen Berechnungen ausschließlich die Verbindlichkeiten des Zentralstaats berücksichtigt wurden, ist insgesamt mit höheren Kosten durch Risikoaufschläge als hier skizziert zu rechnen. Angesichts des geringen Bestands kurzfristiger Bankkredite dürften die damit einhergehenden Zinslasten kaum ins Gewicht fallen.^a

Die Berechnungen zeigen, dass Italien und insbesondere Spanien einen vorübergehenden Anstieg der Risikoprämien verkraften können. Erst bei einer Fortdauer der erhöhten Risikoprämien über mehr als ein Jahr hinweg oder gar einer weiteren Zunahme würden die Kosten die finanziellen Spielräume stark beeinträchtigen. Das bestätigt auch eine Simulation mit Hilfe des Weltmodells NiGEM.^b Dabei wurden für Italien und Spanien Zinsaufschläge in verschiedener Höhe simuliert. Im Basisszenario liegen die Zinsen für zehnjährige spanische und italienische Anleihen bis zum Ende des laufenden Jahres 310 Basispunkte bzw. 270 Basispunkte über denen deutscher Anleihen. Im Verlauf der Jahre 2012 bis 2015 sinken die Spreads graduell zu historischen Maßstäben. In vier Alternativszenarien analysieren wir den Einfluss höherer Risikoaufschläge von jeweils 100, 200, 300 und 400 Basispunkten über dem Basisszenario auf die Nachhaltigkeit der Staatsschulden in Italien und Spanien. Bei hohen Spreads dürfte die Schuldenquote weiter merklich steigen (Abbildung K2-1).

Wenn es das Ziel der EZB gewesen wäre, mit ihrem raschen Eingreifen am Sekundärmarkt die Finanzlage Spanien und Italiens zu stützen, müsste man dieses Vorgehen extrem voreilig nennen. Daher erscheint es plausibel, dass das primäre Ziel tatsächlich die Finanzmarktstabilisierung gewesen ist. Hätten die Ratingagenturen die höheren Risikoaufschläge als Signal für Herabstufungen beider Länder gewertet, hätte dies wegen der Risikogewichtung des Eigenkapitals und des großen Volumens dieser Staatsanleihen, die in europäischen Bankensektor sind, im schlimmsten Fall zu einer Reihe von Bankenpleiten führen können. Das Ziel des Eingriffs der EZB war es offenbar dies abzuwenden. Die positiven Effekte für die Staatsfinanzen der beiden Länder und somit den Verdacht, die Monetarisierung von Schulden zu betreiben, hat sie in Kauf genommen.

^aDer spanische Gesamtstaat hatte Ende des ersten Quartals 2011: 12 Mrd. Euro an kurzfristigen Krediten (Quelle: Eurostat). — ^bDie Simulation orientiert sich stark am Szenario in Holland et al. (2011).

Abbildung K2-1:
Staatsverschuldung in Spanien und Italien 2010–2015



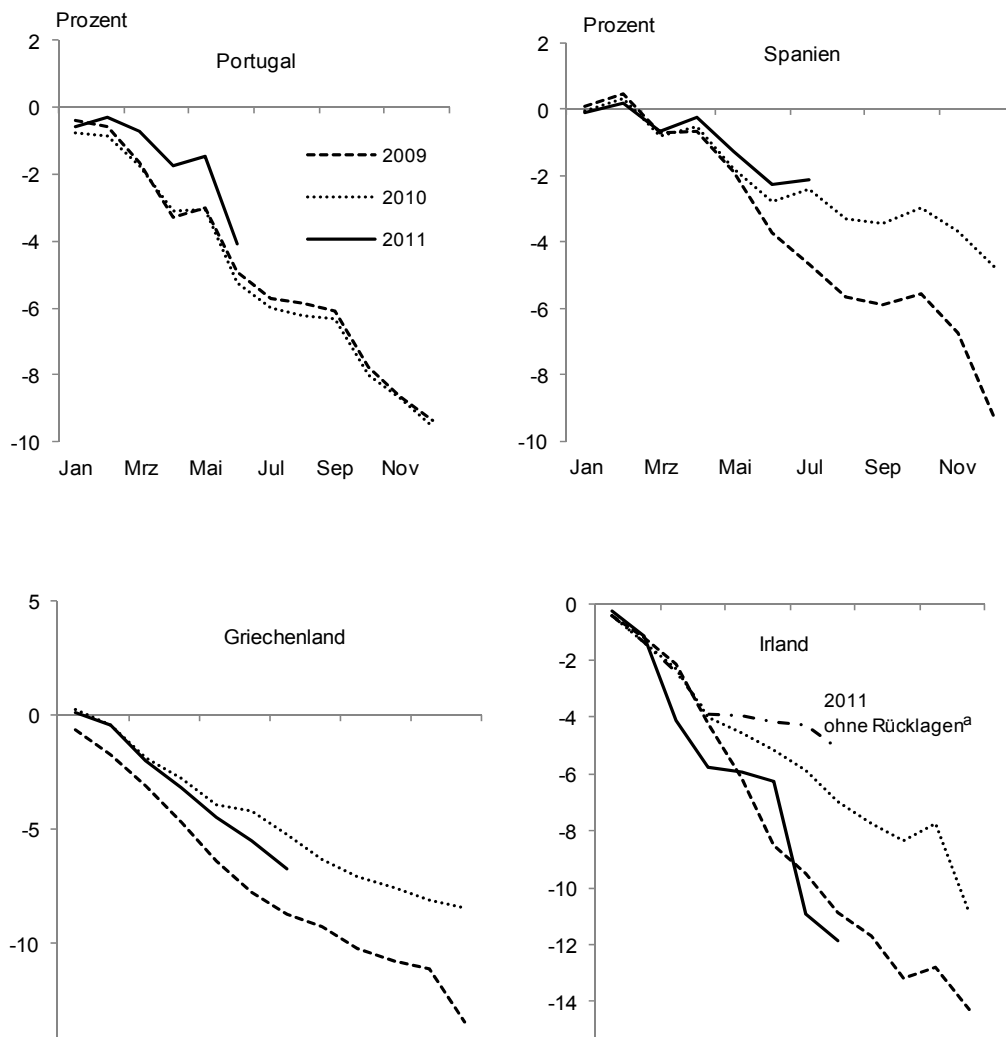
Jahresdaten; Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: NiGEM Data Base; eigene Berechnungen.

Der Euroraum rutscht in die Rezession

Abbildung 14:

Kumulierte monatliche Budgetsalden der Zentralregierungen in ausgewählten Ländern des Euroraums 2009–2011



Dargestellt sind die über das Jahr aufsummierten monatlichen Budgetsalden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt laut Kasse. Nicht enthalten sind Finanztransaktionen, die Budgets der Sozialversicherungen und von Regionalregierungen. — ^aDer irische Staat verwendet einen großen Teil seines Defizits, um Liquiditätsreserven zu bilden.

Quelle: Bank of Greece, Ministerio de Economia y Hacienda, Banco do Portugal, Department of Finance, Irland, via Thomson Financial Datastream.

Ausblick: Produktion geht vorerst zurück

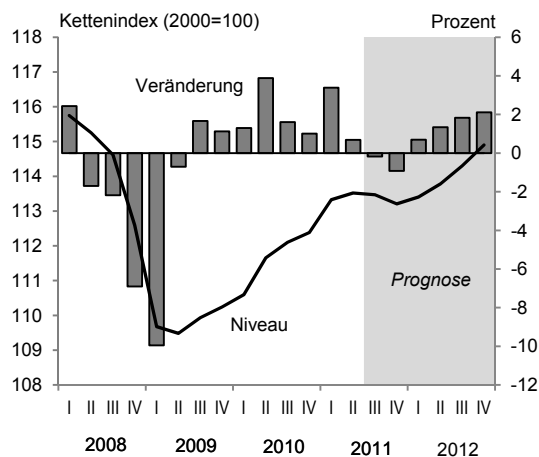
Für das zweite Halbjahr erwarten wir für den Euroraum ein Abrutschen der Konjunktur in die Rezession (Abbildung 15). Ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird vor allem im Euroraum ohne Deutschland zu ver-

zeichnen sein.⁴ Hier wird der Konsolidierungsdruck auf die öffentlichen Haushalte die Konjunktur deutlich bremsen. In vielen Ländern werden Ausgaben spürbar gekürzt und Steuern

⁴ Für Deutschland erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion lediglich im vierten Quartal 2011 zurückgeht und in der Grundtendenz leicht aufwärtsgerichtet bleibt, so dass hier von einer Rezession wohl nicht gesprochen werden kann. Vgl. hierzu im Einzelnen Boysen-Hogrefe et al. (2011).

erhöht, die den privaten Haushalten Kaufkraft entziehen werden. Der Anstieg der Arbeitseinkommen ist angesichts nur moderat steigender Löhne und steigender Arbeitslosigkeit gering. Nicht zuletzt dürfte die erhöhte Unsicherheit im weiteren Verlauf des Jahres zu einer deutlichen Kaufzurückhaltung führen. Höhere Unsicherheit, eine Abschwächung der Binnenkonjunktur und ein merklich verlangsamter Anstieg der weltwirtschaftlichen Aktivität, in dessen Folge sich die Perspektiven für die Ausfuhr deutlich verschlechtert haben, werden die Unternehmen dazu veranlassen, ihre Investitionstätigkeit zu reduzieren.

Abbildung 15:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2008–2012



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; Prognose des IfW.

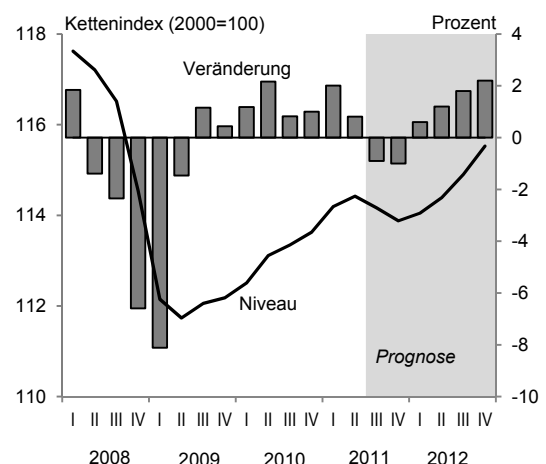
Die Rezession im Euroraum dürfte auch einen weiteren negativen Impuls für die Schuldenkrise mit sich bringen. Die aktuellen offiziellen Budgetprognosen werden sich angesichts des schwächeren wirtschaftlichen Umfelds in vielen Ländern als zu optimistisch herausstellen. Dies könnte zu einer weiteren Verunsicherung der Finanzmärkte bezüglich der Schuldentragfähigkeit einzelner Länder des Euroraums beitragen. Zwar gehen wir in der Prognose nicht davon aus, dass es zu unkontrollierten Zahlungsausfällen von Staaten oder zu Zusammenbrüchen von Banken infolge eines

möglichen Bonitätsverfalls bei Staatsanleihen weiterer Länder kommt. Das Risiko einer solchen Entwicklung ist jedoch beträchtlich, und im Eintrittsfall würde sich die Rezession spürbar vertiefen.

Im Euroraum insgesamt dürfte sich die Abwärtstendenz nach einem – vor allem durch einen spürbaren Anstieg der Produktion in Deutschland bedingten – nur leichten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal zum Jahresende hin deutlich verstärken. Wir senken unsere Prognose für das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr auf 1,4 Prozent (Tabelle 4). Im Euroraum ohne Deutschland dürften die negativen Effekte bereits im dritten Quartal auf die Konjunktur durchschlagen. Wir rechnen für den übrigen Euroraum mit einer deutlichen Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Produktion sowohl im dritten als auch im vierten Quartal (Abbildung 16). Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird deutlich geringer sein als im Euroraum insgesamt und im Durchschnitt des Jahres 2011 lediglich 0,9 Prozent betragen (Tabelle 5).

Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer allmählichen Belebung der Konjunktur.

Abbildung 16:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2008–2012



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; Prognose des IfW.

Der Euroraum rutscht in die Rezession

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2010–2012

	2010				2011				2012				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	1,4	3,7	1,5	1,2	3,1	0,6	-0,2	-0,9	0,7	1,3	1,8	2,1	1,8	1,4	0,6
Inlandsnachfrage	2,0	2,9	0,7	0,8	2,3	-0,4	-0,2	-0,6	0,7	1,2	1,6	1,6	1,0	0,8	0,5
Privater Verbrauch	1,3	0,9	0,9	1,3	0,7	-0,9	0,3	-0,3	0,4	0,5	0,8	1,0	0,8	0,4	0,3
Staatsverbrauch	-1,8	1,1	0,2	0,1	1,7	-0,7	-0,1	-0,2	0,2	0,9	0,7	1,0	0,6	0,4	0,3
Anlageinvestitionen	-2,7	8,9	-0,3	-0,8	7,5	0,6	0,4	0,1	1,7	2,4	3,6	4,5	-0,8	2,3	1,7
Vorratsänderungen	2,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,4	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,1	0,0
Außenbeitrag	-0,5	0,8	0,8	0,3	0,9	1,0	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,6	0,7	0,6	0,1
Exporte	13,8	17,9	7,4	5,7	8,1	4,1	3,6	2,7	3,0	3,2	4,9	5,7	11,1	6,4	3,6
Importe	15,6	16,2	5,6	5,1	6,3	2,0	3,8	3,6	3,2	3,0	4,5	4,7	9,5	5,3	3,5

Bruttoinlandsprodukt: preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 III bis 2011 IV und Jahresdurchschnitt 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2010–2012

	2010				2011				2012				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	1,2	1,9	0,9	0,9	2,1	0,7	-0,9	-1,0	0,6	1,2	1,8	2,2	1,1	0,9	0,5
Inlandsnachfrage	0,5	1,9	0,7	0,2	1,4	-1,2	-1,4	-1,6	0,4	0,9	1,2	1,2	0,5	0,1	0,0
Privater Verbrauch	1,9	-0,1	0,6	0,9	0,4	-0,2	-0,8	-0,9	0,4	0,5	0,9	1,1	0,9	0,1	0,1
Staatsverbrauch	-3,8	2,4	-0,9	0,0	1,9	-1,3	-1,0	-1,2	-0,3	0,6	0,2	0,5	0,1	0,1	-0,3
Anlageinvestitionen	-4,0	3,0	-3,0	-0,9	2,8	0,5	-1,0	-1,4	0,1	0,9	1,8	2,8	-3,3	0,2	0,2
Vorratsänderungen	1,1	0,8	1,1	-0,1	0,2	-0,9	-0,5	-0,5	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,6	0,0	-0,1
Außenbeitrag	0,6	0,0	0,1	0,6	0,6	1,9	0,5	0,5	0,2	0,3	0,6	1,0	0,5	0,7	0,5
Exporte	13,6	11,8	6,9	6,6	7,7	1,4	4,3	4,6	3,3	2,8	4,4	5,3	9,3	5,8	3,7
Importe	11,8	11,7	6,6	5,0	6,1	-2,9	3,3	3,4	2,9	2,3	3,1	3,2	7,8	4,0	2,6

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 III bis 2012 IV und Jahresdurchschnitt 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Maßgeblich für diese Prognose ist die Annahme, dass sich die Unsicherheit über den Fortgang der Staatsschuldenkrise und ihre Auswirkungen auf den Finanzsektor allmählich verringern wird. Dies dürfte zu einem verbesserten Investitionsklima führen und zu einer Beschleunigung des privaten Konsums beitragen. Auch dürfte sich die moderate Lohnentwicklung positiv auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Produzenten im Euroraum auswirken und so den Export stärken. Im Jahresdurchschnitt wird sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum insgesamt gleichwohl nur auf 0,6 Prozent belaufen.

Aufgrund der Rezession und nicht weiter steigender Energiepreise ist für den weiteren Verlauf dieses Jahres mit sinkenden Inflationsraten zu rechnen. Die Inflationsrate im Euroraum dürfte im Jahresdurchschnitt mit 2,3 Prozent trotzdem über dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von 2 Prozent liegen (Tabelle 6). Infolge der weiterhin schwachen konjunkturellen Dynamik dürften die Unternehmen auch im kommenden Jahr nicht in der Lage sein, ihre Gewinnspannen zu erhöhen; bei konstantem Ölpreis und etwas weniger starken Erhöhungen von Verbrauchsteuern als in diesem Jahr erwarten wir für 2012 ein Absinken der Inflationsrate auf 1,2 Prozent.

Der Euroraum rutscht in die Rezession

Tabelle 6:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2010–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Deutschland	27,3	3,7	2,8	0,8	1,2	2,3	1,9	7,1	6,3	6,1
Frankreich	21,1	1,5	1,3	0,8	1,7	1,9	0,9	9,8	9,9	10,6
Italien	16,9	1,3	0,6	0,1	1,6	2,2	0,8	8,4	8,1	8,6
Spanien	11,6	-0,1	0,5	0,3	2,0	2,6	0,6	20,1	21,2	22,0
Niederlande	6,5	1,8	1,6	0,8	0,9	2,2	1,1	4,5	4,3	4,8
Belgien	3,9	2,2	2,1	0,7	2,3	2,8	0,4	8,3	7,5	8,0
Österreich	3,1	2,1	3,3	1,4	1,7	2,9	1,0	4,4	3,9	3,8
Griechenland	2,5	-4,5	-5,5	-2,0	4,7	3,8	2,2	12,5	16,5	19,0
Finnland	2,0	3,6	2,5	1,0	1,7	3,2	1,2	8,4	8,0	8,2
Portugal	1,9	1,3	-1,6	-1,2	1,4	3,7	1,9	11,0	12,4	12,6
Irland	1,7	-0,4	0,3	1,0	-1,6	1,0	0,3	13,7	14,4	14,9
Slowakei	0,7	4,0	3,0	1,9	0,7	3,8	1,2	14,4	13,5	13,5
Luxemburg	0,5	3,5	2,8	1,7	2,8	3,8	1,5	4,5	4,5	4,7
Slowenien	0,2	1,4	0,8	1,0	2,1	2,6	1,0	7,3	8,3	8,4
Estland	0,2	2,3	4,0	2,3	2,7	4,2	3,8	16,9	12,8	12,0
Zypern	0,1	1,0	0,9	1,3	2,6	3,3	0,8	6,3	7,4	7,9
Malta	0,0	2,7	2,0	1,5	2,0	2,6	1,5	6,9	6,3	6,5
Euroraum	100,0	1,8	1,4	0,6	1,6	2,3	1,2	10,1	10,1	10,6
Euroraum ohne Deutschland	72,7	1,1	0,9	0,5	1,7	2,4	0,9	11,2	11,5	12,2

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2010 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2010.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion im zweiten Halbjahr 2011 dürfte sich erst im kommenden Jahr spürbar auf den Arbeitsmarkt auswirken; für dieses Jahr erwarten wir eine durchschnittliche Arbeitslosenquote von 10,1 Prozent. Im Verlauf des Jahres

2012 wird die Arbeitslosenquote dann wohl auf 10,6 Prozent steigen, wobei die größten Zuwächse in den südeuropäischen Krisenländern zu beobachten sein werden. Im Euroraum ohne Deutschland wird sich die Arbeitslosigkeit im Jahr 2012 deutlich, auf 12,2 Prozent, erhöhen.

Literatur

- Bergin, A., J. FitzGerald, I. Kearney und C. O'Sullivan (2011). The Irish Fiscal Crisis. *National Institute Economic Review* 217 (1): R47–R59.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, B. van Roye und J. Scheide (2010). Euroraum: Konjunktur trotz Schuldenkrise aufwärtsgerichtet. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 483/484. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2011). Deutsche Wirtschaft am Rande einer Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Herbst 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 496/497. IfW, Kiel.
- Dovern, J., K.-J. Gern, J. Hogrefe und J. Scheide (2008). Euroraum in der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2011). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.

- Guajardo, J., D. Leigh und A. Pescatori (2011). Expansionary Austerity: New International Evidence. IMF Working Paper 11/158. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Holland, D., S. Kirby und A. Orazgani (2011). Modelling the Sovereign Debt Crisis in Europe. *National Institute Economic Review* 217 (1): F37–F45.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011). Outstanding of Public Securities. Update on July 31, 2011. Via Internet (30. August 2011) <http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/scadenze_titoli_suddivise_per_anno/Outstanding_public_securities_31-07-2011_GPO.pdf>.
- Ministerio de Economía y Hacienda (2011). Outstanding Securities. Via Internet (30. August 2011) <http://www.tesoro.es/en/valores/circulacion/valores_circulacion.asp>.

- Nr. 87 *Henning Klodt*: **Hochtief: Wer hat Angst vor feindlichen Übernahmen?** 25. November 2010.
- Nr. 88 *Nils Jannsen und Joachim Scheide*: **Erholung nach der Großen Rezession: Auch dieses Mal ist nicht alles anders!** 3. Dezember 2010.
- Nr. 89 *Dennis J. Snower*: **Hausaufgaben für die G20.** 8. Dezember 2010.
- Nr. 90 *Rolf J. Langhammer*: **Leistungsbilanzungleichgewichte bauen sich ab: Die Politik muss nicht tätig werden.** 13. Januar 2011.
- Nr. 91 *Henning Klodt*: **2011: Das Jahr des Quecksilbers.** 25. Januar 2011.
- Nr. 92 *Holger Görg*: **Keine Angst vor ausländischen Multis.** 28. Januar 2011.
- Nr. 93 *Rolf J. Langhammer*: **Den USA-Exporten hilft eine Aufwertung des Yuan nicht viel.** 8. Februar 2011.
- Nr. 94 *Gernot Klepper, Sonja Peterson und Sebastian Petrick*: **Sollten und können wir auf Atomkraft verzichten?** 23. März 2011.
- Nr. 95 *Nils Jannsen und Joachim Scheide*: **US-Geldpolitik: Höchste Zeit für Kurskorrektur.** 23. Mai 2011.
- Nr. 96 *Rolf J. Langhammer*: **Die USA können ein „gutes Risiko“ bleiben.** 30. Mai 2011.
- Nr. 97 *Johanna Reichenbach und Till Requate*: **Einspeisevergütungen für erneuerbare Energien wenig effizient!** 6. Juni 2011.
- Nr. 98 *Nils Jannsen*: **Sind die Zweifel an der Bonität der USA berechtigt?** 14. Juni 2011.
- Nr. 99 *Rolf J. Langhammer*: **Japan: Wege aus dem Teufelskreis.** 21. Juni 2011.
- Nr. 100 *Alfred Boss*: **Steuerpolitik für Deutschland: Ein Reformvorschlag und Schritte zu seiner Verwirklichung.** 30. Juni 2011.
- Nr. 101 *Rolf J. Langhammer*: **Infrastruktur in Deutschland made by China? Kein Horrorbild.** 7. Juli 2011.
- Nr. 102 *Jens Boysen-Hogrefe*: **Was kostet der Eurobond?** 1. August 2011.
- Nr. 103 *Rolf J. Langhammer*: **Globale Regeln für die Wirtschaftspolitik: Quo Vadis?** 7. September 2011.
- Nr. 104 *Dirk Christian Dohse*: **Wie soll der Westen auf den globalen Expansionsdrang chinesischer Unternehmen reagieren?** 12. September 2011.
- Nr. 105 *Dennis J. Snower*: **Ratingagenturen: Mehr Transparenz durch Wettbewerb.** 7. Oktober 2011.

- 479./480. Subventionen in Deutschland: Der Kieler Subventionsbericht
Alfred Boss und Astrid Rosenschon
Kiel, Juni 2010. 76 S. 18 Euro.
- 481./482. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2010
Kiel, Juni 2010. 50 S. 18 Euro.
- 483./484. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2010
Kiel, September 2010. 80 S. 18 Euro.
485. Tiger oder Bettvorleger? Die baltischen Staaten nach der Krise
Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser
Kiel, November 2010. 30 S. 9 Euro.
- 486./487. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2010
Kiel, Dezember 2010. 62 S. 18 Euro.
- 488./489. Weltkonjunktur im Frühjahr 2011
Kiel, März 2011. 53 S. 18 Euro.
- 490./491. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2011
Kiel, März 2011. 44 S. 18 Euro.
- 492./493. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2011
Kiel, Juni 2011. 46 S. 18 Euro.
- 494./495. Weltkonjunktur im Herbst 2011
Kiel, Oktober 2011. 54 S. 18 Euro.