ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Döhrn, Roland et al.

Article

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Schwächephase wird allmählich überwunden

RWI Konjunkturberichte

Provided in Cooperation with:
RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen

Suggested Citation: Döhrn, Roland et al. (2012) : Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Schwächephase wird allmählich überwunden, RWI Konjunkturberichte, ISSN 1861-6305, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen, Vol. 63, Iss. 1, pp. 5-42

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/61104

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Roland Döhrn, Philipp an de Meulen, Tobias Kitlinski, Martin Micheli, Torsten Schmidt und Simeon Vosen

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Schwächephase wird allmählich überwunden[1]

Kurzfassung

Die internationale Konjunktur hat sich bis zum Jahresende 2011 deutlich abgekühlt. Insbesondere die Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum strahlt auf andere Regionen der Welt aus. Allerdings ist die Situation in den einzelnen Regionen recht unterschiedlich: In den meisten europäischen Ländern sank die Produktion im Schlussquartal 2011. Dort, wo aufgrund der Staatsschuldenkrise drastische Konsolidierungs- und Restrukturierungsprogramme aufgelegt wurden, brach die Produktion regelrecht ein. Dagegen hat in den USA der Aufschwung bis zuletzt an Kraft gewonnen, und in den asiatischen Ländern nahm die Industrieproduktion weiterhin deutlich zu. In Lateinamerika verlangsamte sich in wichtigen Ländern die Expansion in der zweiten Hälfte von 2011.

Inzwischen deuten viele Indikatoren darauf hin, dass sich die weltwirtschaftliche Aktivität seit dem Dezember 2011 wieder belebt hat. Die Lage an den Finanzmärkten ist zwar weiterhin schwierig, jedoch gibt es auch hier Anzeichen einer Beruhigung. Dies alles gibt Anlass zu Optimismus.

Allerdings gewinnen auch belastende Faktoren an Gewicht. So hat sich Rohöl in der jüngsten Zeit spürbar verteuert, insbesondere wohl aufgrund des sich zuspitzenden Konflikts mit dem Iran. Steigende Rohstoffpreise haben dazu geführt, dass die Inflation am aktuellen Rand nicht weiter gesunken ist. Dennoch dürften die Notenbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften angesichts der noch bestehenden Probleme im Finanzsektor und der weiterhin unterausgelasteten Kapazitäten die Ausrichtung ihrer Geldpolitik nicht ändern. Dämpfend auf die Konjunktur wirkt voraussichtlich die Finanzpolitik. Sie wird angesichts der in vielen Ländern hohen Staatsverschuldung restriktiv ausgerichtet bleiben.

Somit dürfte die Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Prognosezeitraum gedämpft blieben. Etwas günstiger als im Durchschnitt der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sieht es in den USA aus. Die Belebung dort dürfte zunehmend auf

---

1 *Abgeschlossen am 19. März 2012. Wir danken Kathrin Goldmann und Jan Siebert für die Mitarbeit. Kritische Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Wim Kösters, Christoph M. Schmidt und Joachim Schmidt. Für technische Unterstützung danken wir Waltraud Lutze.*

andere Regionen ausstrahlen. In den Ländern, in denen drastische Schritte zur Konsolidierung der Staatshaushalte erforderlich sind, ist vorerst ein Rückgang der Wirtschaftsleistung zu erwarten. Diese Probleme dürften die Weltwirtschaft noch einige Zeit belasten. In den Schwellenländern wird die Expansion voraussichtlich kräftig bleiben, die Zuwächse dürften aber etwas geringer ausfallen als bisher. Damit gehen von ihnen wohl geringere Impulse für die internationale Konjunktur aus.

Alles in allem dürfte die weltwirtschaftliche Produktion (in Kaufkraftparitäten gerechnet) 2012 um 3,3% zunehmen nach 3,8% im Jahr 2011. Für 2013 ist eine weitere Belebung zu erwarten, da die restriktiven Impulse seitens der Finanzpolitik voraussichtlich geringer werden. Der Zuwachs der weltwirtschaftlichen Produktion wird mit voraussichtlich 3,7% aber noch unter dem langjährigen Durchschnitt liegen.

Tabelle 1

Eckwerte zur internationalen Konjunktur

2011 bis 2013; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2011	2012[P]	2013[P]
Bruttoinlandsprodukt[1]			
Euro-Raum	1.5	-0.2	1.1
Großbritannien	0.8	0.7	1.5
USA	1.7	2.3	2.7
Japan	-0.7	1.8	1.4
Fortgeschrittene Volkswirtschaften insgesamt	1.3	1.2	1.9
Verbraucherpreise			
Euro-Raum	2.7	2.0	1.6
Großbritannien	4.5	3.0	3.1
USA	3.2	2.4	2.2
Japan	-0.3	0.3	0.8
Fortgeschrittene Volkswirtschaften insgesamt	2.5	2.0	1.9
Weltwirtschaftliche Produktion			
In Kaufkraftparitäten	3,8	3,3	3,7
in Markt-Wechselkursen	2,8	2,6	3,1
Welthandel[2]	5,6	3,7	6,7
Rohölpreis (Brent, $/b)[3]	111	123	125
Dollarkurs ($/€)[3]	1,39	1,30	1,30

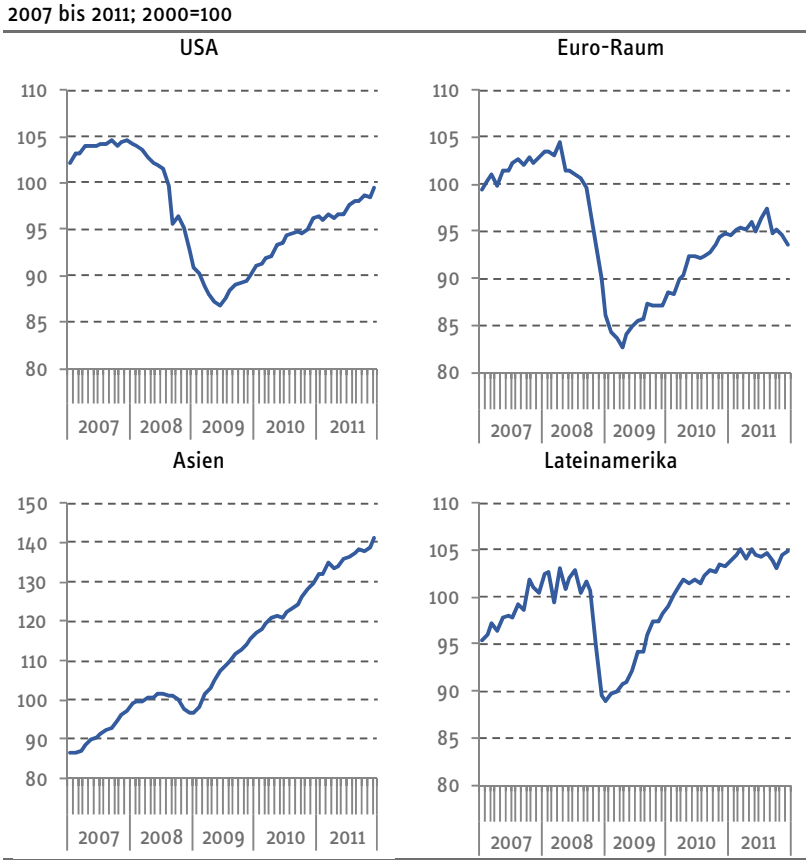
Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, des IWF, von Eurostat und nationalen Statistikämtern. - [P]Prognose. - [1]Real. - [2]Güter, in Preisen und Wechselkursen von 2005. - [3]Jahresdurchschnitte.

1. Überblick

1.1. Konjunkturelle Talsohle wird durchschritten

Die internationale Konjunktur hat sich bis zum Jahresende 2011 deutlich abgekühlt. Insbesondere die Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum strahlt auf andere Regionen der Welt aus. Dabei stellt sich die Situation in den einzelnen Regionen recht unterschiedlich dar: In den USA hat der Aufschwung bis zuletzt an Kraft gewonnen, und in den asiatischen Ländern nahm die Industrieproduktion

Schaubild 1
Industrieproduktion nach Regionen
2007 bis 2011; 2000=100

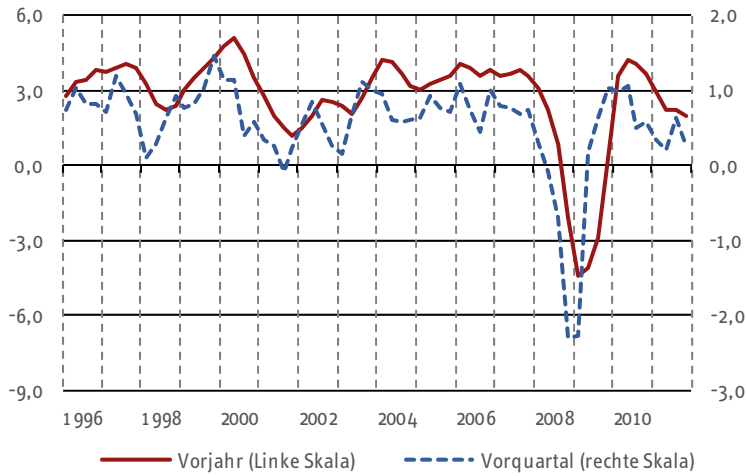


Nach Angaben des CPB World-Trade Monitor.

Schaubild 2

Veränderung des Weltsozialprodukts[1]

1996 bis 2011; in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. - [1]Durchschnitt der Veränderungsrate des realen BIP von 47 Ländern, gewichtet mit dem BIP in Dollar des Jahres 2005. Vorquartalsraten ohne China und Indien. Viertes Quartal 2011 teilweise geschätzt.

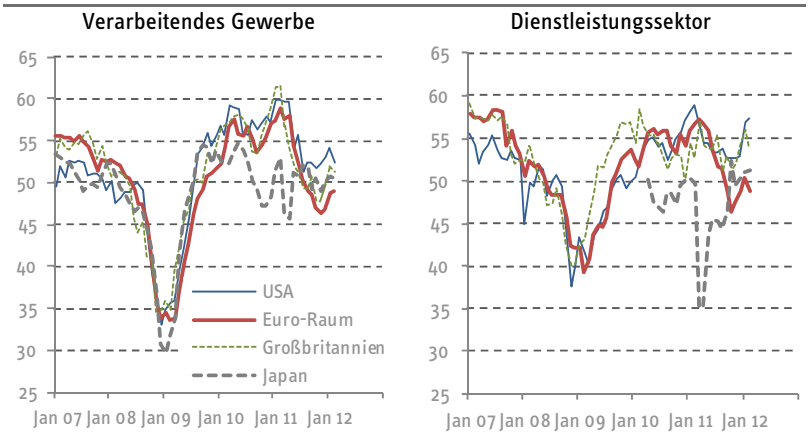
Expansion schwächte sich gegen Jahresende 2011 ab

insgesamt gesehen bis zuletzt zu (Schaubild 1). In den meisten europäischen Ländern hingegen sank die Produktion im Schlussquartal 2011. Dort, wo aufgrund der Staatsschuldenkrise drastische Konsolidierungs- und Restrukturierungsprogramme aufgelegt wurden, brach die Produktion regelrecht ein. Auch in Japan schrumpfte zuletzt die Wirtschaftsleistung. Neben der kräftigen Aufwertung des Yen dürfte dazu beigetragen haben, dass viele Unternehmen die Produktion drosseln mussten, weil aufgrund der Flutkatastrophe in Thailand Zulieferungen ausblieben. In Thailand selbst sank das BIP um mehr als 10%. Allerdings war dies nur vorübergehend; im Januar 2012 nahm die Industrieproduktion in Thailand und in Japan wieder spürbar zu. In Lateinamerika verlangsamte sich in den großen Volkswirtschaften die Expansion in der zweiten Hälfte von 2011, auch weil die Geldpolitik hier restriktiver wurde.

Alles in allem nahm das Weltsozialprodukt im vierten Quartal nur um 0,2% gegenüber dem Vorquartal zu, also mit der niedrigsten Rate seit dem Ende der großen Rezession 2008/09 (Schaubild 2). Allerdings deuten viele Indikatoren darauf hin,

Schaubild 3

Purchasing Managers' Index in ausgewählten fortgeschrittenen Volkswirtschaften
2007 bis 2012; neutral = 50



Nach Angaben von Feri und von Markit.

dass diese Abschwächung kein Vorbote eines Rückfalls der Weltwirtschaft in eine Rezession ist. Vielmehr spricht die Mehrzahl der Indikatoren dafür, dass sich die weltwirtschaftliche Aktivität seit dem Dezember 2011 wieder belebt hat. So wurde der internationale Warenaustausch wohl deutlich ausgeweitet, wie der RWI-Welthandelsindikator und der RWI/ISL-Containerumschlag-Index gleichermaßen andeuten (Kasten 1). Auch äußerten sich die Unternehmen in vielen Ländern wieder optimistischer bezüglich der Zukunft. So hat sich der *Purchasing Managers' Index* sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor in fast allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit dem Tiefpunkt im Oktober 2011 verbessert, wenngleich er im Euro-Raum nach wie vor unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Indexpunkten liegt (Schaubild 3).

Anzeichen für Belebung der Weltwirtschaft nehmen seit der Jahreswende zu

Die Lage an den Finanzmärkten ist zwar weiterhin schwierig, jedoch gibt es auch hier Anzeichen einer Beruhigung. In den USA deuten die Indikatoren auf eine Verringerung der Spannungen im Finanzsektor hin. Im Euro-Raum hatten sich diese seit der Jahresmitte 2011 im Zuge der Verschärfung der Staatsschuldenkrise zwar deutlich verstärkt; allerdings ist auch hier in den vergangenen Monaten eine leichte Entspannung zu erkennen gewesen. So ist der Zinsaufschlag von unbesichertem gegenüber besichertem Dreimonatsgeld seit Beginn dieses Jahres wieder rückläufig, und die Volumina im Interbankenhandel sind wieder gestiegen. Auch

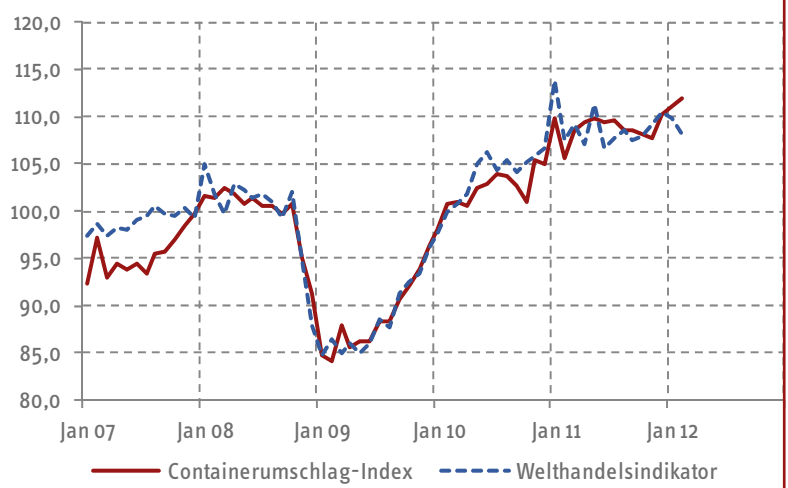
Kasten 1

Der RWI/ISL-Containerumschlag-Index

Im Konjunkturbericht vom September 2011 hatte das RWI erstmals einen Indikator der weltwirtschaftlichen Aktivität vorgestellt, der aus dem Containerumschlag in wichtigen Seehäfen abgeleitet wird. Diese erste Version basierte noch auf den Angaben vergleichsweise weniger, wenn auch bedeutsamer Häfen. Inzwischen wurde er in Zusammenarbeit mit dem Institut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL), *Bremen zum RWI/ISL-Containerumschlag-Index weiterentwickelt, der nunmehr aus Angaben von 72 Häfen errechnet wird, womit er auf einer repräsentativen Basis steht. In den einbezogenen Häfen wird rund 60% des weltweiten Containerumschlags getätigt.*

RWI/ISL-Containerumschlag-Index und RWI-Welthandelsindikator

2007 bis 2012; 2008=100, saisonbereinigt



Eigene Berechnungen nach Angaben verschiedener Hafenbehörden, des ISL und des IWF. Letzter Monat teilweise geschätzt. Zum RWI-Welthandelsindikator vgl. Döhrn et al. (2010: 9-10).

Der Containerumschlag ist aus mehreren Gründen ein guter Indikator der weltwirtschaftlichen Aktivität. Erstens steht er in einem engen sachlichen Zusammenhang mit der Konjunktur, da wesentliche Teile des internationalen Handels mit verarbeiteten Waren via Seeschiff und Container abgewickelt werden. Zweitens liegen die Angaben vieler Hafenbehörden so früh vor, dass um den zwanzigsten Tag des Folgemonats bereits eine erste Schätzung des Indikators vorgelegt werden kann. Drittens lassen sich die Daten ohne größere Probleme aggregieren, da der Umschlag in der

standardisierten Einheit TEU (twenty-foot equivalent unit) ausgewiesen wird.[2] *Insgesamt besteht eine enge Korrelation zwischen Containerumschlag und Welthandel.*

Am aktuellen Rand weist der RWI/ISL-Index deutlich nach oben, was eine Belebung des internationalen Warenaustauschs anzeigt (Schaubild). Besonders kräftig nahm er im Dezember vergangenen Jahres zu, nachdem er fast im gesamten Verlauf von 2011 saisonbereinigt leicht gesunken war. Im Januar und Februar 2012 setzte sich die Belebung fort. Im Februar erreichte der Index einen Wert von 111,9, womit er seit November 2011 um 4% zugelegt hat. Damit bestätigt der Containerumschlag-Index eine Tendenz, die auch im RWI-Welthandelsindikator zum Ausdruck kommt.

sind die Zinsaufschläge Italiens und Spaniens gegenüber deutschen Bundesanleihen trotz der Zuspitzung der Schuldenkrise in Griechenland zuletzt deutlich zurückgegangen. Hierzu dürften die zusätzlichen liquiditätspolitischen Maßnahmen der EZB beigetragen haben.

Dies alles gibt Anlass zu Optimismus. Allerdings gewinnen auch belastende Faktoren an Gewicht. So hat sich Rohöl in der jüngsten Zeit spürbar verteuert, insbesondere weil aufgrund des sich zuspitzenden Konflikts mit dem Iran Angebotsengpässe befürchtet werden. So kostete ein Barrel der Sorte Brent zuletzt 123 $. Die daraus resultierenden Belastungen sind in Europa größer als in den USA. Zum einen hat sich die dort vorwiegend verwendete Sorte WTI weniger stark verteuert als Brent. Zum anderen wird der Kaufkraftentzug in Europa durch den schwachen Euro verstärkt. In Euro gerechnet ist der Preis inzwischen höher als im Juli 2008, als Brent zeitweise mehr als 160 $/b kostete.

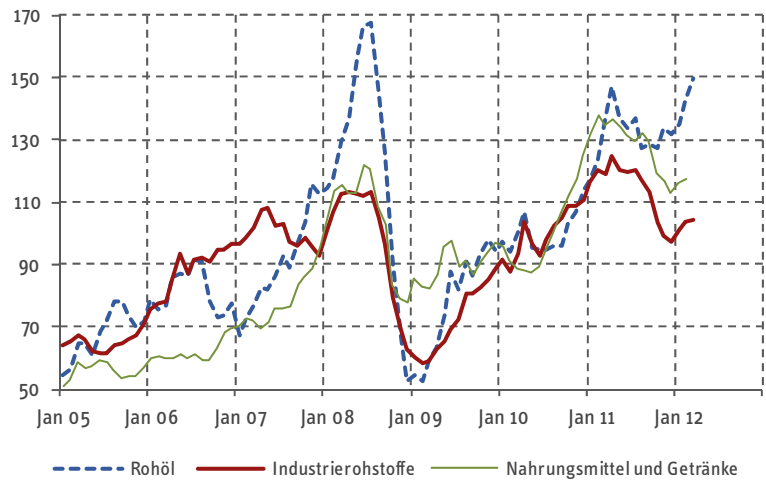
Rohstoffe wieder spürbar verteuert

Auch andere Rohstoffe haben sich in den vergangenen Monaten wieder verteuert (Schaubild 4). Die allem Anschein nach in den vergangenen Monaten wieder kräftigere weltwirtschaftliche Aktivität spricht dafür, dass darin auch eine zunehmende Nachfrage zum Ausdruck kommt. Allerdings könnte daneben eine Rolle spielen, dass kommerzielle Anleger aufgrund gestiegener Risiken und sinkender Renditen von Finanzanlagen sich wieder verstärkt in Rohstoffen engagieren. Für die Prognose treffen wir die technische Annahme, dass die Rohstoffpreise auf dem derzeitigen Niveau verharren werden.

Die gestiegenen Rohstoffpreise haben auch dazu geführt, dass die Inflation zuletzt nicht weiter gesunken ist. Im Euro-Raum hatte sie sich seit dem Herbst leicht zurückgebildet, nachdem sie zuvor bis auf 3% gestiegen war. Dabei blieb die Kern-

[2] *Weitere Informationen zum RWI/ISL-Containerumschlag-Index findet man unter www.rwi-essen.de/containerindex*

Schaubild 4
Rohstoffpreise[1]
2005 bis 2012; 2010=100



Nach Angaben des HWWI. Aktueller Monat aus Tagesdaten geschätzt. – [1]In Dollar.

Inflation sinkt nur noch langsam

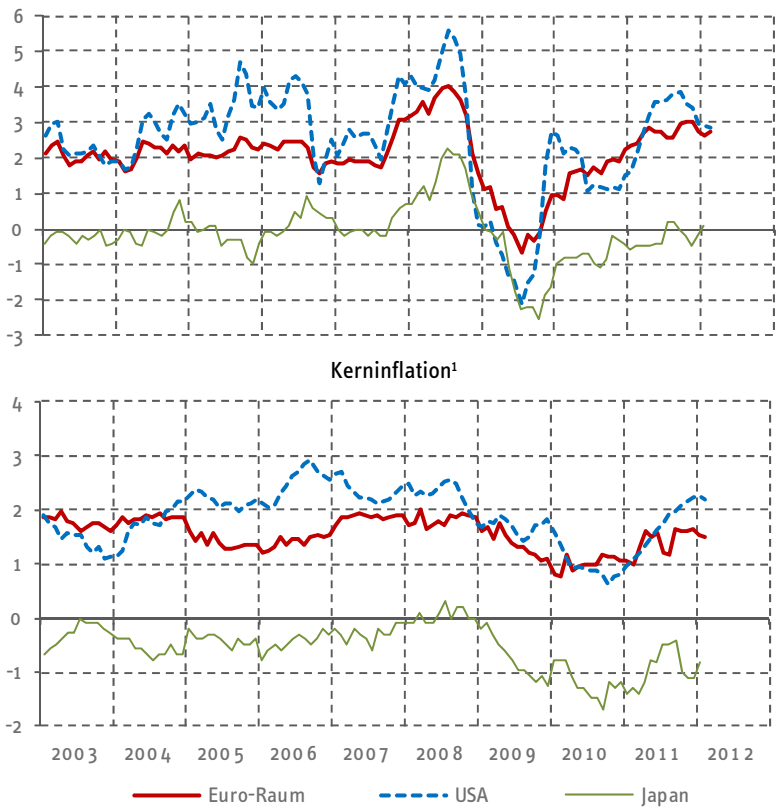
inflation konstant (Schaubild 5). In den USA hatte sich der Preisauftrieb in der zweiten Jahreshälfte 2011 spürbarer verlangsamt, allerdings bei einer zunehmenden Kerninflation. Aufgrund der bis zuletzt gestiegenen Rohstoffpreise ist zu erwarten, dass sich der Preisauftrieb nur langsam abschwächt. Dennoch dürften die Notenbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften angesichts der anhaltenden Probleme im Finanzsektor und der weiterhin unterausgelasteten Kapazitäten die Ausrichtung ihrer Geldpolitik vorerst nicht ändern. Die Notenbank der USA hat bereits angekündigt, dass sie ihre Zinsen bis 2014 auf dem derzeit niedrigen Niveau halten wird. Auch im Euro-Raum sind bis Mitte 2013 keine Zinsschritte zu erwarten.

Dämpfend auf die Konjunktur wirkt voraussichtlich die Finanzpolitik. Sie wird angesichts der in vielen Ländern hohen Staatsverschuldung restriktiv ausgerichtet sein. In den großen Volkswirtschaften sind die Einschnitte allerdings weniger drastisch. Die USA dürften nur vorsichtige Konsolidierungsmaßnahmen einleiten. So wurden, um den restriktiven Impuls zu verringern, inzwischen die während der Rezession eingeführten Steuersenkungen verlängert. In Japan, dessen Schulden

Schaubild 5

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

2003 bis 2012; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in%



Eigene Berechnungen nach Angaben von Feri. – ¹Ohne Energie und Nahrungsmittel.

standquote rund 230% des BIP beträgt, wurden für 2012 keine Einsparungen beschlossen; für 2013 erwartet zumindest der IWF einen Abbau des strukturellen Defizits. Im Euro-Raum dürften in den Ländern, die an den Finanzmärkten unter Druck geraten sind, sehr kräftige Einschnitte bei den Staatsausgaben und Erhöhungen bei den Einnahmen vorgenommen werden. In Deutschland hingegen stellt sich die Lage der Staatsfinanzen vergleichsweise gut dar, so dass der Restriktionsgrad der Finanzpolitik hier gering sein dürfte. Per saldo ist im Euro-Raum für 2012

Tabelle 2
Ausrichtung der Finanzpolitik
2012 und 2013; Veränderung der konjunkturbereinigten Budgetsaldos in %-Punkten

	Institution	2012	2013
Euro-Raum	OECD	-1,4	-1,0
	IMF	-1,4	-0,5
Großbritannien	OECD	-1,0	-1,3
	IMF	-1,2	-1,4
USA	OECD	-0,6	-0,9
	IMF	-1,4	-1,3
Japan	OECD	0,3	0,9
	IMF	0,6	-0,8
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	OECD[1]	-0,8	-0,7
	IMF	-0,9	-1,0

Nach Angaben der OECD (2011) und des IMF (2012). – [1]Nur OECD-Länder.

ein Abbau des strukturellen Defizits um rund 1,5%-Punkte zu erwarten, für 2013 ein geringerer.

1.2. Allmähliche Belebung der internationalen Konjunktur

Expansion in fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter gedämpft

Die Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte im Prognosezeitraum von der restriktiven Finanzpolitik, aber auch von den noch nicht überwundenen Problemen im Bankensektor und an den Immobilienmärkten gedämpft werden. Hinzu kommt, dass die Geldpolitik zwar in den meisten Volkswirtschaften expansiv ausgerichtet bleiben dürfte, aber aufgrund von Folgewirkungen der Finanzkrise auf den Bankensektor insbesondere in den USA und im Euro-Raum in ihrer Wirksamkeit eingeschränkt ist. Daher werden die Zuwächse beim BIP in diesem Jahr im Allgemeinen gering sein, auch wenn sich die Konjunktur im Jahresverlauf belebt (Tabelle 3). Etwas günstiger als im Durchschnitt der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sieht es in den USA aus, wo sich die Lage am Immobilienmarkt wohl etwas entspannt hat und die Arbeitslosigkeit seit einiger Zeit sinkt. Die Belebung wird voraussichtlich zunehmend auf andere Regionen ausstrahlen. In Japan dürfte das laufende Jahr immer noch durch den Wiederaufbau und die Normalisierung der Produktion nach dem Erdbeben vom Frühjahr 2011 geprägt sein.

In Europa gehen von der Staatsschuldenkrise erhebliche Belastungen aus. In den Ländern, in denen drastische Schritte zur Konsolidierung des Staatshaushalts erforderlich sind, ist ein Rückgang der Wirtschaftsleistung zu erwarten. Dies dürfte auch

Tabelle 3

Bruttoinlandsprodukt ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf

2010 bis 2013; annualisierte Raten gegenüber dem Vor-Halbjahr in %

	2010		2011		2012p		2013p	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Euro-Raum	2.00	2.00	2.00	0.00	-0.75	0.25	1.00	1.50
Großbritannien	2.75	2.00	0.25	1.00	0.25	1.25	1.25	1.50
USA	3.75	2.75	1.00	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75
Japan	4.75	1.50	-2.50	2.25	1.25	1.25	1.25	1.75
Insgesamt	3.25	2.25	0.75	1.25	1.00	1.50	1.75	2.00

Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – pEigene Prognose.

jene Länder belasten, deren öffentliche Finanzen in einer besseren Verfassung sind. Es ist daher zu erwarten, dass diese Probleme noch einige Zeit die Weltwirtschaft dämpfen werden. Zum einen dürfte die Nachfrage aus den betroffenen Ländern des Euro-Raums schwach bleiben. Zum anderen ist aufgrund der Vertrauenskrise mit einem anhaltenden Abzug von Kapital aus Europa zu rechnen, was bereits zu massiven Aufwertungen der Währungen in einigen Schwellenländern geführt hat.

Geringere Impulse seitens der Schwellenländer

Nicht zuletzt dadurch hat sich in vielen Schwellenländern die Expansion abgeschwächt. Hinzu kommt, dass hier häufig die Inflation deutlich angezogen hat, weshalb die Geldpolitik im vergangenen Jahr zumeist restriktiver wurde. Zwar hat sie inzwischen vielfach ihren Kurs wieder gelockert, riskiert damit aber, dass die Inflation hoch bleibt und dies den Anstieg der Realeinkommen dämpft. Zwar dürfte das Wachstum der Schwellenländer auch weiterhin über dem der entwickelten Volkswirtschaften liegen. Die von ihnen ausgehenden Impulse für die internationale Konjunktur werden aber geringer. Alles in allem dürfte die weltwirtschaftliche Produktion (in Kaufkraftparitäten gerechnet) um 3,3% zunehmen nach 3,8% im Jahr 2011.

Belebung der internationalen Konjunktur in 2013

Für 2013 ist eine Belebung der internationalen Konjunktur zu erwarten. Die restriktiven Impulse seitens der Finanzpolitik dürften geringer ausfallen, und der Preisauftrieb sich weiter beruhigen. Die zunehmende Belebung in den USA dürfte die internationale Konjunktur stützen, wenngleich auch hier die Zuwachsraten wohl hinter denen des vergangenen Aufschwungs zurückbleiben. Da auch für die großen Schwellenländer China und Indien geringere Raten als in der Vergangenheit zu erwarten sind, wird der Zuwachs der weltwirtschaftlichen Produktion mit voraussichtlich 3,7% unter dem langjährigen Durchschnitt liegen. Für den Welthandel bedeutet dies, dass er 2012 um 3,7% und 2013 um 6,7% zulegen dürfte.

1.3. Risiken

Die Weltwirtschaft hat also allem Anschein nach die Schwächephase überwunden, in die sie 2011 geraten war. Allerdings ist der Aufschwung weiterhin gefährdet. So können immer wieder Turbulenzen an den Finanzmärkten auftreten. Die Staatsschuldenkrise in Europa ist keineswegs vorüber, und die Probleme an dem Immobilienmarkt der USA sind noch nicht gelöst.

Aufschwung weiterhin gefährdet

Belastend auf die Weltwirtschaft wirkt außerdem, dass die Notierungen für Rohöl seit einigen Wochen wieder deutlich nach oben ziehen. Neben der steigenden Nachfrage nach Öl im Zuge der Konjunkturbelebung dürften dabei auch der Atom-Streit mit dem Iran und die in dessen Folge wechselseitig erlassenen Handelsrestriktionen eine Rolle spielen. Preiserhöhungen, die ihren Ursprung auf der Angebotsseite haben, belasten die Konjunktur stärker als durch eine hohe Nachfrage indizierte Preissteigerungen (Schmidt, Zimmermann 2011).

Hoffnungen auf Konjunktur in den USA

Allerdings bestehen nicht nur Abwärtsrisiken. So könnte sich die Konjunktur in den USA schneller und stärker erholen als in dieser Prognose unterstellt. Price (2010) nennt neben der Wirtschaftspolitik, vor allem der Geldpolitik, und positiven Schocks zwei weitere Faktoren, die die Herausbildung eines Aufschwungs begünstigen: Bereinigte Bilanzen der Wirtschaftssektoren und ein gefestigtes Vertrauen im privaten Sektor. Aktuell haben die privaten Haushalte in den USA ihre Schuldenlast deutlich verringert und die Unternehmen ihre Bilanzen konsolidiert. Nicht zuletzt dadurch sind die Unternehmensgewinne wieder kräftig gestiegen. Dies dürfte dem privaten Sektor Spielraum für Ausgaben geben, die bereits kurzfristig ausgeschöpft werden können, wenn sich das Vertrauen in den Aufschwung weiter festigt. Dieses Vertrauen war zuletzt vor allem durch die hohe Verschuldung der öffentlichen Haushalte belastet. Der Einbruch des Konsumentenvertrauens gegen Ende 2011 dürfte vor allem im Zusammenhang mit der Diskussion über den Kurs der Finanzpolitik gestanden haben. Da inzwischen einige konjunkturstützende Maßnahmen verlängert wurden, die sonst zur Jahreswende ausgelaufen wären, ist diese Verunsicherung erst einmal vom Tisch, und weitere Belastungen von Haushalten und Unternehmen sind vorerst nicht zu erwarten. Auch dies könnte die Erholung stärker ausfallen lassen als hier unterstellt.

2. Die Regionen im Einzelnen

2.1 Konjunkturelle Erholung in den USA festigt sich

Die wirtschaftliche Expansion in den USA hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres spürbar verstärkt. Zu der relativ kräftigen Ausweitung des BIP um 0,7 % im Schlussquartal hat zwar vor allem ein deutlicher Lageraufbau beigetragen, der sich nicht in gleichem Maße fortsetzen dürfte. Allerdings mehren sich die Anzeichen, dass die Folgen der Finanz- und Immobilienkrise allmählich überwunden werden. Im Immobiliensektor scheint sich die Lage zu stabilisieren. Darauf deutet hin, dass die Bauinvestitionen erneut ausgeweitet wurden und die Baubeginne sowie die Baugenehmigungen zunehmen. Jedoch haben sich bisher weder die Hauspreise noch die Hausverkäufe erholt, so dass vom Wohnungsbau noch kein Beitrag zum Wachstum zu erwarten ist.

Expansion in den USA hat sich verstärkt

Auch scheinen sich die Belastungen der privaten Haushalte durch die Immobilienkrise zu verringern. So ist der Anteil des verfügbaren Einkommens, den sie für ihren Schuldendienst aufbringen müssen, gegenüber den vergangenen Jahren deutlich gesunken (Schaubild 6). Zugleich sind die real verfügbaren Einkommen im zweiten Halbjahr wieder gestiegen, nachdem sie im ersten weitgehend stagnierten. Auch deshalb dürfte sich der private Konsum im vierten Quartal weiter belebt haben. Zudem dürfte der seit Oktober anhaltende Anstieg der Aktienkurse stützend wirken.

Schließlich bessert sich allmählich die Lage am Arbeitsmarkt. Der Rückgang der Arbeitslosenquote von 10% auf dem Höhepunkt im Oktober 2009 auf zuletzt 8,3% im Januar ist zwar zum Teil auf Sonderfaktoren wie den milden Winter und auf eine Umstellung in der Saisonbereinigung zurückzuführen. Aber auch der Beschäftigungsaufbau verstärkte sich. Er reicht jedoch bislang gerade aus, um mit dem Anstieg der Bevölkerung Schritt zu halten. Dies spricht dafür, dass die stille Reserve nach wie vor groß ist (Jorda 2012).

Lage am Arbeitsmarkt bessert sich

Angesichts der allerdings immer noch hohen Arbeitslosigkeit und der Probleme im Finanzsektor hat die amerikanische Zentralbank (Fed) angekündigt, ihren expansiven Kurs bis 2014 beizubehalten. Um einer Zunahme der Inflationsrisiken in der mittleren Frist vorzubeugen, hat sie ihre Ziele kürzlich konkretisiert. Danach strebt sie eine Inflationsrate von 2% an und gleichzeitig eine Arbeitslosenquote von 5,2 bis 6%. Durch diese Erhöhung der Transparenz sollen die Inflationserwartungen niedrig gehalten und so die Erholung begünstigt werden, ohne weitere expansive Maßnahmen durchführen zu müssen. Dabei bleibt allerdings offen, welche Strategie

Schaubild 6

Schuldendienst der privaten Haushalte in den USA

1980 bis 2011; in % des verfügbaren Einkommens

Nach Angaben der Federal Reserve Bank of St. Louis.

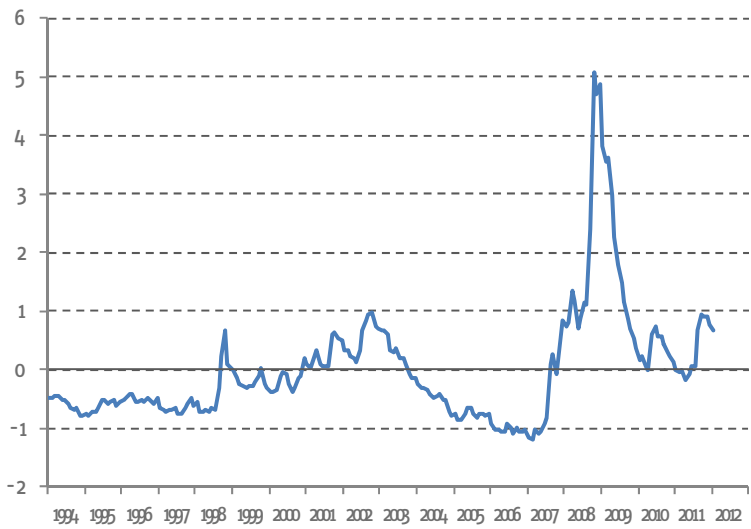
Geldpolitik bleibt expansiv ausgerichtet

die Fed wählen wird, falls beide Ziele in Konflikt geraten. Mit Blick auf die Finanzmärkte sind wohl gegenwärtig keine weiteren geldpolitischen Maßnahmen notwendig, da sich die Situation dort zu stabilisieren scheint. Darauf deutet z.B. der Finanzmarkt-Stress-Indikator der *Federal Reserve Bank of St. Louis* hin.[3] Er ist von seinen Höchstwerten während der Finanzkrise 2009 wieder weit entfernt (Schaubild 7). Allerdings deutet er noch keine vollständige Normalisierung an. Dabei dürfte der jüngste Anstieg im Zusammenhang mit der Schuldenkrise im Euro-Raum stehen.

Auch sind derzeit noch keine erhöhten Risiken für die Preisniveaustabilität zu erkennen. So ist der Anstieg der Konsumentenpreise seit September vergangenen Jahres kontinuierlich auf zuletzt 2,9 % im Januar zurückgegangen. Der Preisauftrieb bei Konsumgütern ohne Energie und Nahrungsmittel hat sich zwar erhöht, mit 2,3% ist er gemessen am langfristigen Durchschnitt aber nach wie vor moderat.

[3] *Der Indikator wird mit Hilfe der Faktoranalyse aus 18 wöchentlich verfügbaren Indikatoren wie Zinsen, Zinsdifferenzen und Volatilitätsmaßen berechnet. Für detaillierte Informationen vgl. http://research.stlouisfed.org/publications/net/NETJan2010Appendix.pdf.*

Schaubild 7
St. Louis Financial Stress Index
1994 bis 2012



Nach Angaben der Federal Reserve Bank of St. Louis.

Die Finanzpolitik steht vor der Herausforderung, den weiteren Anstieg der öffentlichen Verschuldung zu begrenzen, ohne die Erholung zu stark zu belasten. Da in diesem Jahr eine Reihe konjunkturstützender Maßnahmen auslaufen, wäre ohne weitere Eingriffe eine deutliche Dämpfung der immer noch schwachen Konjunktur zu erwarten. Nach Berechnungen des *Congressional Budget Office* würde bei einem Auslaufen der Steuersenkungen und einer wieder verkürzten Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes das BIP in diesem Jahr um 0,5% und im kommenden Jahr um etwa 2% niedriger sein als in einer Situation, in der die Maßnahmen beibehalten werden (CBO 2012). Da ein solcher Dämpfer die Erholung gefährden würde, ist die Regierung bemüht, diesen Effekt abzuschwächen. So wurde im vergangenen Jahr mit dem *Job Creation Act* ein weiteres Programm zur Schaffung von Arbeitsplätzen initiiert und kürzlich die Verlängerung der Senkung der Einkommensteuersätze sowie der Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung auf den Weg gebracht.

Finanzpolitik dämpft Konjunktur nur leicht

Die Spielräume für konjunkturstützende Maßnahmen sind aber eingeschränkt. Zwar wurde die Obergrenze für die zulässige öffentliche Verschuldung im vergangenen Jahr angehoben. Aber die Bemühungen, sich auf konkrete Konsolidierungs-

Tabelle 4

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

2011 bis 2013

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise[1]			Arbeitslosenquote[2]		
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
	2011[s]	2012[p]	2013[p]	2011[s]	2012[p]	2013[p]	2011[s]	2012[p]	2013[p]
Deutschland	3.0	1.0	2.0	2.5	2.1	1.7	5.9	5.7	5.5
Frankreich	1.7	0.4	1.0	2.3	1.9	1.8	9.7	10.0	9.8
Italien	0.4	-1.4	0.3	2.9	2.0	1.6	8.4	9.5	9.8
Spanien	0.7	-1.2	0.3	3.1	1.6	1.5	21.7	23.5	23.5
Niederlande	1.2	-0.7	1.2	2.5	2.1	1.5	4.4	5.4	5.2
Belgien	1.9	0.1	1.2	3.5	2.4	1.7	7.2	7.5	7.5
Österreich	3.1	0.8	1.7	3.6	2.2	2.0	4.2	4.2	4.2
Griechenland	-6.9	-6.0	-1.0	3.1	0.4	0.3	17.5	22.0	21.5
Finnland	2.9	0.9	1.5	3.3	2.7	2.2	7.8	7.4	7.0
Irland	0.9	0.2	1.7	1.2	1.3	1.1	14.4	15.0	14.5
Portugal	-1.6	-3.0	0.1	3.6	2.5	1.5	12.9	15.5	15.8
Slowakei	3.3	1.8	2.9	4.1	2.1	2.4	13.4	13.2	12.8
Slowenien	-0.2	-0.4	1.6	2.1	1.8	1.4	8.1	8.3	8.1
Luxemburg	1.1	0.6	2.3	3.7	2.4	1.6	4.8	5.2	4.9
Zypern	0.5	-0.3	1.3	3.5	2.5	1.9	7.8	9.8	9.0
Estland	7.6	1.6	3.5	5.1	3.0	2.5	12.5	12.2	10.8
Malta	2.1	1.1	2.1	2.4	1.9	1.6	6.4	6.6	6.5
Euro-Raum[3]	1.5	-0.3	1.0	2.7	2.0	1.6	10.2	10.9	10.8
Großbritannien	0.8	0.7	1.5	4.5	3.0	3.1	8.1	8.5	8.0
Schweden	4.0	1.1	2.1	1.4	1.4	1.9	7.5	7.6	7.4
Dänemark	1.0	1.1	1.5	2.7	1.9	1.9	7.6	7.8	7.7
EU-15	1.4	0.0	1.2	2.9	2.1	1.9	9.7	10.4	10.2
Neue EU-Länder[4]	3.1	1.6	2.9	3.8	4.2	3.3	9.3	9.5	8.8
EU	1.6	0.1	1.3	3.0	2.2	2.0	9.7	10.2	10.0
Schweiz	1.9	0.4	1.5	0.1	-0.5	0.1	3.2	3.4	3.3
Norwegen	1.6	0.7	1.4	1.2	1.3	1.8	3.3	3.3	3.2
Westeuropa[3]	1.6	0.1	1.3	2.9	2.1	1.9	9.5	10.0	9.8
USA	1.7	2.3	2.7	3.2	2.4	2.2	9.0	7.8	7.3
Japan	-0.7	1.8	1.4	-0.3	0.3	0.8	4.6	4.4	4.4
Kanada	2.5	1.9	2.4	2.9	2.4	2.5	7.5	7.8	7.6
Insgesamt[3]	1.3	1.2	1.9	2.5	2.0	1.9	8.6	8.5	8.2

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – [1]Westeuropa (außer Schweiz): harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – [2]Standardisiert. – [3]Mit dem Bruttoinlandsprodukt bzw. der Zahl der Erwerbspersonen von 2010 gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – [4]Für Details vgl. Tabelle 7. – [p]Eigene Prognose.

maßnahmen ab 2014 zu einigen, sind zunächst gescheitert. Damit greift für 2013 der im *Budget Control Act* vereinbarte Automatismus zur Ausgabenbegrenzung. Angesichts der Präsidentschaftswahlen im November ist nicht zu erwarten, dass bis dahin noch entscheidende Reformschritte auf den Weg gebracht werden. Das Defizit im vergangenen Jahr von 8,7% des BIP dürfte in diesem und im kommenden Jahr nur leicht zurückgeführt werden.

Binnenwirtschaft gewinnt in USA an Fahrt

Die Finanzpolitik dürfte mithin die Konjunktur zu Beginn dieses Jahres etwas gedämpft haben. Belastend wirkt auch, dass die Exporte angesichts der schwächeren Nachfrage vieler Handelspartner der USA wohl langsamer expandieren werden als in den vergangenen Quartalen. Im Verlauf des Jahres dürfte sich die Binnenwirtschaft aber weiter festigen und im kommenden Jahr leicht an Fahrt gewinnen. Das BIP wird in diesem Jahr um voraussichtlich 2,3% ausgeweitet. Für das kommende Jahr ist mit einer Expansion um 2,7% zu rechnen. Der Preisauftrieb wird voraussichtlich weiter nachlassen, so dass die durchschnittliche Inflationsrate in diesem Jahr 2,4% und im nächsten Jahr 2,2% beträgt. Die Arbeitslosigkeit dürfte weiter langsam zurückgehen.

2.2 Japanische Wirtschaft erhält kaum noch Impulse von den Exporten

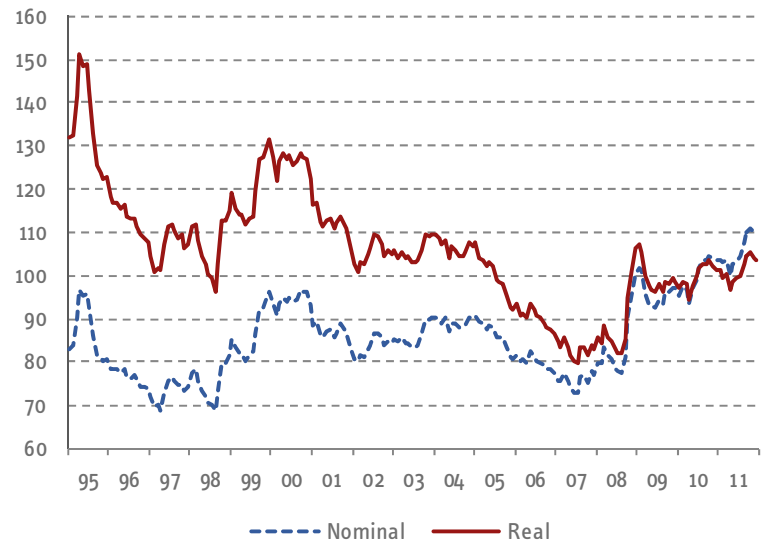
Exportrückgang lässt Produktion in Japan sinken

Die Produktion in Japan ist im vierten Quartal 2011 deutlich zurückgegangen, nachdem sie zuvor aufgrund der Erholung von der Erdbebenkatastrophe im März stark ausgeweitet worden war. Ursache waren deutlich geringere Exporte, was im Wesentlichen auf zwei Ursachen zurückzuführen ist. Erstens verstärkte sich zuletzt die Aufwertung des Yen gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner, vor allem gegenüber dem Dollar (Schaubild 8). Zweitens wuchs die Nachfrage auf wichtigen Absatzmärkten wie China und der EU verlangsamt. Temporär gedämpft wurden die Ausfuhren zudem durch die Flutkatastrophe in Thailand im Oktober, durch die erneut Produktionsketten unterbrochen wurden, weshalb die Automobilindustrie zeitweise ihre Produktion drosseln musste.

Inlandsnachfrage bleibt robust

Die Binnennachfrage zeigte sich dagegen weiterhin robust. Zwar expandierte der private Konsum etwas schwächer als im Vorquartal. Dies dürfte aber vor allem an außergewöhnlich hohen Ausgaben für Geräte der Unterhaltungselektronik im dritten Quartal gelegen haben, weil in diesem Zeitraum ein neuer TV-Standard eingeführt wurde. Die Investitionsgüternachfrage hat sich dagegen zuletzt etwas verstärkt. Die öffentlichen Ausgaben sind in der zweiten Jahreshälfte leicht zurückgegangen, nachdem sie im Zuge der Erdbebenkatastrophe kräftig ausgeweitet worden waren.

Schaubild 8
Effektiver Wechselkurs des Yen[1]
1995 bis 2011; 2010=100



Nach Angaben der BIZ. – [1]Realer Wechselkurs deflationiert mit Verbraucherpreisen.

Energie verteuert sich aufgrund des Atomunfalls

Belastet wird die Wirtschaft weiterhin durch die Folgen des Atomunfalls von Fukushima. Vor diesem wurden 30 % des Energiebedarfs durch Kernkraftwerke gedeckt. Derzeit sind alle bis auf zwei Reaktoren vom Netz genommen. Im April 2012 müssen die verbleibenden ebenfalls gewartet werden. Zwar scheinen derzeit keine akuten Engpässe bei der Energieversorgung zu bestehen. Dies konnte aber nur dadurch verhindert werden, dass fossile Energieträger verstärkt eingesetzt wurden. Allerdings werden für den kommenden Sommer Engpässe erwartet, wenn üblicherweise viele Klimaanlagen benutzt werden. Des Weiteren dürften die Energiekosten durch die Nutzung fossiler Energieträger zumindest kurzfristig erheblich ansteigen (JCER 2011). Zudem müssen diese Energieträger überwiegend importiert werden, weshalb sich der Außenhandelsüberschuss Japans in ein Defizit umkehren dürfte.

Die Verteuerung von Energie macht sich bei den Verbraucherpreisen bereits deutlich bemerkbar. Während der Teilindex ohne Energie und Nahrungsmittel noch immer spürbar zurückgeht, ist der Gesamtindex im Januar mit 0,1% gegenüber dem Vorjahr wieder leicht gestiegen. Allerdings liegt die Inflationsrate noch unter dem

Zielwert der japanischen Notenbank, die ihre Geldpolitik daher noch expansiver ausgerichtet hat. So wurde das Aufkaufprogramm für Anleihen nochmals um 160 Mrd. € aufgestockt. Eine Abkehr von dieser Politik ist für den Prognosezeitraum nicht zu erwarten.

Finanzpolitik bliebt expansiv

Auch die Finanzpolitik ist weiterhin expansiv ausgerichtet. Seit dem Erdbeben vom März vergangenen Jahres wurden vier Nachtragshaushalte verabschiedet, in denen insgesamt umgerechnet rund 190 Mrd. € bereitgestellt wurden (knapp 5% des japanischen BIP), der größte davon im November mit gut 100 Mrd. €. Die Mittel sind unter anderem für Infrastrukturprojekte, Beschäftigungsmaßnahmen und Hilfen für kleinere und mittlere Unternehmen vorgesehen und dürften erst im Verlauf dieses Jahres wirksam werden. Nach Schätzungen des Japan Research Institute (JRI 2012) dürfte der Effekt der zusätzlichen Ausgaben auf das BIP-Wachstum in diesem Jahr 0,9%-Punkte und im kommenden Jahr 0,2%-Punkte betragen. Zusätzlich wurde im Oktober eine Reihe von Maßnahmen wie zinsvergünstigte Kredite und staatliche Garantien beschlossen, um die Folgen der Aufwertung des Yen für die Unternehmen abzumildern.

Wiederaufbau stützt weiterhin Konjunktur

Insbesondere dank der expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik zeichnet sich für den Prognosezeitraum eine Rückkehr zu positiven Raten ab. Die Industrieproduktion expandiert bereits seit Dezember wieder, und die Stimmungsindikatoren bei Unternehmen und Verbrauchern haben sich verbessert. Die Exporte, die lange Zeit die japanische Wirtschaft getragen haben, dürften dagegen nur schwach ausgeweitet werden. Die Aufwertung des Yen dürfte auch mit der Schuldenkrise im Euro-Raum und den weiterhin bestehenden wirtschaftlichen Problemen in den USA zusammenhängen, die nur allmählich gelöst werden. Hinzu kommt, dass sich durch die Konjunkturabschwächung in China das Wachstum in der gesamten Region verlangsamt hat, deren Bedeutung für die japanischen Exporte in den vergangenen Jahren zugenommen hat. Insgesamt erwarten wir für dieses Jahr einen Anstieg des BIP um 1,5% und für das kommende Jahr um 1,3%. Dabei wird der Preisauftrieb wohl schwach bleiben. Im Jahresdurchschnitt dürften die Verbraucherpreise um 0,3% bzw. um 0,8% steigen.

2.3. Schwächerer Zuwachs in den Schwellenländern

Chinesische Leistungsbilanz rutscht ins Minus

Die Wirtschaft Chinas wuchs im vergangenen Jahr zwar nicht mehr zweistellig, jedoch erneut kräftig um 9,3%. Triebkräfte waren vor allem die Investitionen, aber auch der Konsum, wobei sich letzterer nach wie vor auf einem niedrigen Niveau befindet. Infolge der schwächeren Nachfrage des Auslands und der Verlagerung der Auftriebskräfte hin zur Inlandsnachfrage ging der Leistungsbilanzüberschuss auf 2,0% des BIP zurück und damit auf den niedrigsten Wert seit 2002. Hierzu dürften

auch die weitere Aufwertung des Renminbi und die aufgrund steigender Löhne abnehmende Wettbewerbsfähigkeit (OECD 2011) beigetragen haben. Die Inflationsrate sank in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres auf rund 4%. Der Anstieg im Januar auf 4,5% ist wohl ein einmaliger Effekt in Zusammenhang mit dem chinesischen Neujahrsfest, das 2012 in den Januar fiel (Vorjahr Februar).

Chinesische Zentralbank senkt Zinsen

Mit dem Nachlassen des Inflationsdrucks vollzog die Zentralbank eine Wende in ihrer Geldpolitik. Nachdem im vergangenen Jahr die Inflationsbekämpfung im Vordergrund stand, rückt nun die Sicherung des Wachstums wieder stärker in den Fokus. So senkte sie seit November den Mindestreservesatz für Geschäftsbanken um insgesamt 1%-Punkt auf 20,5%. Am Immobilienmarkt signalisieren in den vergangenen Monaten leicht rückläufige Preise eine Entspannung. Gleichzeitig bemüht sich die Regierung, das Angebot an Wohnraum in den Großstädten auszudehnen; sie hat im vergangenen Jahr mit dem Bau von 10 Mill. Wohneinheiten begonnen.

Im Prognosezeitraum dürfte die Expansion weiterhin von der Inlandsnachfrage bestimmt werden. Der Konsum wird bei kräftig steigenden Löhnen nach wie vor eine wichtige Rolle spielen. Die Investitionen werden bedingt durch die erleichterte Kreditvergabe der Banken wohl erneut stark zulegen. Aufgrund der sinkenden Nachfrage nach chinesischen Produkten insbesondere in Europa und des hohen Außenwerts des Renminbi dürfte der Leistungsbilanzüberschuss weiter sinken (OECD 2011). Im Februar rutschte die Handelsbilanz bereits ins Minus; mit 32 Mrd. $ wurde der höchste Fehlbetrag seit über 20 Jahren registriert. Insgesamt erwarten wir ein etwas geringeres Wachstum von 8,3% in diesem und 8,5% im nächsten Jahr. Dabei dürfte die Inflation auf ihrem gegenwärtigen Niveau bleiben.

Weiterhin hohe Inflation in Indien

Auch in Indien verlangsamte sich die Zunahme des BIP mit 7,3% deutlich gegenüber dem Vorjahr. Insbesondere im Schlussquartal war die Expansion mit annualisiert 6,1% schwach, verursacht durch einen Rückgang der Investitionen und sinkende Zuwächse bei der Industrieproduktion. Ein Problem stellt weiterhin die hohe Inflation dar. Im Jahresdurchschnitt 2011 lag sie bei 8,9%. Der Rückgang im Dezember 2011 auf 6,5%, den niedrigsten Wert seit Anfang 2008, gibt keinen Anlass zur Entwarnung, da er in erster Linie den aufgrund einer besseren Ernte gesunkenen Nahrungsmittelpreisen geschuldet ist, die mit einem Gewicht von 46% in den Konsumentenpreisindex eingehen (ADB 2011). Durch die schwache Notierung der Rupie steigen hingegen die Importpreise. Gedämpft wurde die Inflation bislang durch Subventionen für Treibstoff und Düngemittel, die jedoch zuletzt aus dem Ruder gelaufen sind. Dies war ein wichtiger Grund dafür, dass das Haushaltsdefizit deutlich über den geplanten 4,6% gelegen haben dürfte. Eine Verringerung der Subventionen scheint daher notwendig, würde die Inflationsrate aber erhöhen. Die

Tabelle 5

Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern

2008 bis 2013, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2008	2009	2010	2011[s]	2012[p]	2013[p]
Ostasien	3.3	0.3	7.8	4.3	4.1	4.9
Hongkong	2.5	-2.7	7.1	5.1	2.7	4.2
Indonesien	6.0	4.6	6.1	6.6	6.0	6.3
Korea	2.5	0.3	6.2	3.6	3.3	4.3
Malaysia	5.2	-1.7	7.3	5.1	4.1	4.7
Philippinen	3.8	1.1	7.7	3.7	3.7	4.7
Singapur	1.8	-0.9	14.9	5.0	3.5	5.0
Taiwan	1.1	-1.8	10.9	4.1	2.9	4.5
Thailand	2.6	-2.3	7.9	0.2	6.0	4.7
Indien	6.3	5.7	10.4	7.3	6.6	7.0
China	11.8	9.1	10.4	9.3	8.3	8.5
Lateinamerika[1]	3.9	-2.2	6.9	4.0	3.6	3.9
Argentinien	6.8	0.9	9.1	8.8	4.0	3.9
Brasilien	5.2	-0.3	7.6	2.8	3.5	4.0
Chile	3.7	-1.6	5.2	6.7	4.2	4.5
Mexiko	1.2	-6.1	5.4	3.9	3.4	3.7
Russland	5.2	-7.8	4.0	4.3	3.2	3.4
Aufgeführte Länder[2]	6.9	5.0	8.3	6.3	5.5	5.9

Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben und Schätzungen von Project Link, – [1]Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP 2010 in $, – [2]Gewichtet mit den Anteilen am deutschen Export 2011, – [p]Eigene Prognose.

indische Zentralbank hatte den Leitzins zwischen August 2009 und Oktober 2011 um 350 Basispunkte auf 8,5% erhöht. Zwar senkte sie im Januar den Mindestreservesatz für Geschäftsbanken von 6 auf 5,5%, um die schwächelnde Konjunktur zu stützen. Da die Inflation aber hoch bleiben dürfte, ist der Spielraum für weitere konjunkturstützende Maßnahmen sehr begrenzt. Alles in allem rechnen wir mit einem nochmals geringeren Wachstum von lediglich 6,6% in diesem Jahr. Da sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der Abwertung der Rupie verbessert hat, dürfte längerfristig das Exportvolumen wieder stärker zulegen. Im kommenden Jahr dürfte die Wachstumsrate daher wieder leicht auf 7,0% anziehen.

In den übrigen ostasiatischen Ländern wuchs das BIP im vergangenen Jahr ebenfalls deutlich moderater als im Vorjahr. Dabei waren die Unterschiede zwischen den Ländern groß. Während sich beispielsweise in Indonesien die Expansion verstärkte, verlangsamte sie sich in Singapur und Taiwan, die 2010 noch Wachstumsraten im

zweistelligen Bereich erreichen konnten, spürbar. Einen dramatischen Einbruch erfuhr Thailand in Folge der Überschwemmungen im Oktober, von denen sich die Industrie nur langsam erholt. Auch im Januar lag die Industrieproduktion dort noch rund 15% unter dem Vorjahreswert. Dies hatte zudem Auswirkungen auf die übrigen Länder in der Region. So wurden beispielsweise Fertigungsstätten der Computer- und Automobilbranche stark beschädigt, wodurch sich viele Kunden im Ausland mit Lieferengpässen konfrontiert sahen.

Thailand erholt sich von Flutkatastrophe

Gestützt wurde 2011 die Konjunktur in der Region erneut von dem privaten Konsum, während das Investitionsvolumen deutlich hinter dem von 2010 zurückblieb. Auch die Exporte leisteten zumeist nur einen geringen Wachstumsbeitrag. Damit verlagern sich vor dem Hintergrund geringerer Wachstumserwartungen wichtiger Handelspartner wie beispielsweise China die Antriebskräfte von den Exporten zur Binnennachfrage. Trotz des starken Konsums sind die Inflationsraten im Laufe des Jahres zumeist nur moderat gestiegen. Indonesien verzeichnet gar einen deutlichen Rückgang der Preissteigerung, weshalb die Geldpolitik dort bereits wieder auf einen expansiveren Kurs eingeschwenkt ist. Diese Tendenz einer geldpolitischen Lockerung setzt sich insgesamt in der Region durch und wird in der Regel mit sinkenden globalen Wachstumsaussichten begründet.

In diesem Jahr erwarten wir eine etwas kräftigere Expansion, auch weil die Folgen der Flut in Thailand an Einfluss verlieren. Aufgrund des statistischen Unterhangs in einigen Ländern dürfte jedoch im Jahresdurchschnitt die Zunahme des BIP lediglich 4,1% betragen. Im nächsten Jahr dürfte die Wachstumsrate auf 4,9% anziehen.

In den Volkswirtschaften Lateinamerikas war die Konjunktur 2011 sehr unterschiedlich: Während Brasilien mit 2,8% eine nur etwa halb so starke Zunahme des BIP verzeichnete wie im Vorjahr, konnten Argentinien mit 8,8% und auch Chile mit rund 6,7% erneut ein hohes Wachstum erzielen. Bei einem Anstieg von Beschäftigung und Einkommen lieferte vor allem der private Konsum einen bedeutenden Beitrag, wenn er auch gegen Ende des Jahres nachließ. Von den Investitionen und den Exporten kamen kaum Impulse. Ab Mitte des vergangenen Jahres sanken die Rohstoffpreise, was die Exporterlöse zurückgehen ließ. In der Folge ging die Zunahme der Industrieproduktion in den meisten Ländern der Region gegen Jahresende zurück. In Brasilien und Argentinien blieb die Inflation hoch. Da die brasilianische Notenbank seit Ende August den Leitzins um 2,75%-Punkte auf 9,75% senkte, um dem Nachlassen der Konjunktur gegenzusteuern, dürfte sich dort daran nichts ändern.

Schwächere Konjunktur in Brasilien

In Brasilien dürfte sich im Prognosezeitraum die Konjunktur wieder kräftig verstärken, zumal die Regierung im Dezember ein umfangreiches Paket beschlossen hat, welches den privaten Konsum stützen dürfte. In Argentinien und Chile ist hin-

gegen ein nachlassendes Expansionstempo wahrscheinlich. Von der Fiskalpolitik gehen wohl keine Impulse mehr aus, weil die steigenden Budgetdefizite ihr Grenzen setzen. Ferner ist die Geldpolitik restriktiver geworden. Zudem werden die Handelsbeziehungen der Region zunehmend durch protektionistische Maßnahmen belastet (o.V. 2012a). Die nach wie vor hohe Inflation dürfte den privaten Konsum dämpfen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir ein Wachstum in der Region um 3,6% in diesem Jahr und um 3,9% im nächsten Jahr.

In Russland ist das BIP im vergangen Jahr um 4,3% gewachsen und damit etwas stärker als im Jahr zuvor (4%). Die Expansion wurde vor allem vom privaten Konsum getragen, der von einer sinkenden Arbeitslosigkeit, einer rückläufigen Inflation und damit einem steigenden Reallohn profitierte. Die Investitionen legten mit gut 8% kräftig zu. Dagegen nahmen die Exporte nur noch um 1% zu, da sich vor allem die Nachfrage nach Öl und Petroleumprodukten abschwächte. Demgegenüber stiegen die Importe erneut sehr kräftig (20%).

Expansion in Russland vom Konsum getragen

Im Verlauf des vergangenen Jahres ging die Inflation von knapp 10% auf zuletzt etwa 4% zurück. Dazu trug vor allem eine gute Ernte bei. Nachdem 2010 aufgrund einer Dürre die Nahrungsmittelpreise kräftig gestiegen waren, sind sie im vergangenen Jahr deutlich zurückgegangen. Allerdings wurden Abgabenerhöhungen von Januar 2012 auf Mitte des Jahres verschoben, so dass dann die Preise stärker steigen dürften. Die Zentralbank hatte im Dezember 2011 den Leitzins um 25 Basispunkte auf 8% gesenkt, wobei allerdings der Realzins aufgrund der rückläufigen Inflation gestiegen ist.

Für dieses und das kommende Jahr ist mit einem etwas geringeren Zuwachs des BIP zu rechnen, da zum einen nach den Präsidentschaftswahlen eine weniger expansive Wirtschaftspolitik zu erwarten ist. Zum anderen dürften die hohen Importzuwächse weiterhin dämpfend wirken. In diesem Jahr dürfte die Wirtschaftsleistung um gut 3,2% und im nächsten Jahr um rund 3,4% zunehmen. Treibende Kraft dürfte der Konsum bleiben.

2.4. Staatsschuldenkrise drückt Euro-Raum in die Rezession

Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2011 hat sich die gesamtwirtschaftliche Expansion im Euro-Raum weiter abgeschwächt; im vierten Quartal war das BIP erstmals seit dem Ende der Großen Rezession wieder rückläufig, und zwar um 0,3%. Es ist daher sehr wahrscheinlich, dass der Euro-Raum erneut in eine Rezession geraten ist, die allerdings insgesamt relativ mild verlaufen dürfte (Kasten 2). Die in vielen Ländern notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen belasten vor allem die Inlandsnachfrage, die bereits seit dem Frühjahr abnimmt. Auch sind die staatlichen Kon-

sumausgaben seit nunmehr drei Quartalen rückläufig. Betroffen sind vor allem die hochverschuldeten Länder wie Griechenland und Portugal, aber auch in Italien war das BIP zum Jahresende rückläufig. Da andere Länder ebenfalls einen Abbau der Budgetdefizite anstreben, wirkt auch dort die Finanzpolitik restriktiv.[4] Die Sparmaßnahmen belasten insbesondere den privaten Konsum, der zusätzlich durch die seit dem Sommer 2011 steigende Arbeitslosigkeit gedämpft wird. Zusätzlich sind die Bruttoanlageinvestitionen seit dem Frühjahr rückläufig, im vierten Quartal verringerten sie sich um 0,7%. Eine Ursache hierfür dürfte die deutliche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen in vielen Ländern sein, die aus einer restriktiveren Kreditvergabe der Banken resultieren, auch im Zusammenhang mit der Erhöhung der Eigenkapitalquoten. In einigen Ländern wird sogar eine Kreditklemme befürchtet. Im Zuge der nachlassenden konjunkturellen Dynamik der Weltwirtschaft hat sich die Zunahme der Exporte zuletzt abgeschwächt. Da die Importe aber ebenfalls sanken, lieferte der Außenbeitrag im vierten Quartal erneut einen positiven Wachstumsbeitrag. Die außenwirtschaftlichen Impulse konnten die rückläufige Binnennachfrage aber nicht kompensieren.

Haushaltskonsolidierung dämpft Konjunktur

Für das erste Quartal 2012 deuten die Indikatoren auf einen weiteren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion hin. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die im Herbst 2011 deutlich gesunken war, stagnierte zuletzt (Schaubild 9). Auch die Lage am Arbeitsmarkt hat sich zuletzt deutlich verschlechtert. Nachdem die Arbeitslosenquote bis zur Jahresmitte 2011 leicht rückläufig war, nahm sie zwischen Juni 2011 und Januar 2012 um 0,6%-Punkte auf 10,7% zu. Abgesehen von wenigen Ländern wie Deutschland, Finnland und Estland ist fast überall ein Anstieg zu beobachten. Besonders ausgeprägt war er in den Ländern, die erhebliche Anstrengungen bei der Konsolidierung machen müssen. In Griechenland, Portugal, Spanien und Zypern stieg die Arbeitslosenquote im vergangenen Halbjahr um mehr als 1%-Punkt. Entsprechend ungünstig ist das Konsumklima im Euro-Raum.

Arbeitslosigkeit steigt kontinuierlich

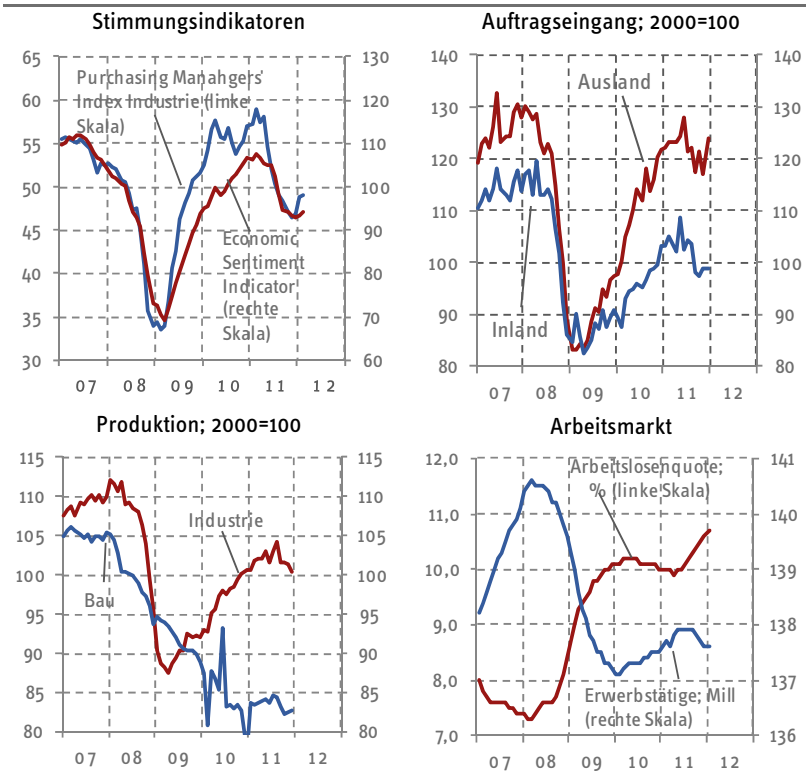
Dabei sind die Kapazitäten immer noch weit von einer Normalauslastung entfernt. Die Industrieproduktion liegt inzwischen wieder fast 15 Indexpunkte unter dem Höchststand des Jahres 2008, und die Bauproduktion stagniert immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Darin spiegelt sich nicht zuletzt die Lage in Spanien wider, das sich nur sehr langsam von der Immobilien- und Baukrise erholt. Dort erreichte die Bauproduktion im Dezember 2011 nur 50% des Niveaus von 2005. Die Arbeitslosigkeit hat in einigen Ländern einen derart hohen Stand erreicht, dass eine

[4] *Zu den öffentlichen Finanzen in einzelnen Ländern des Euro-Raums siehe EUREN (2011)*

Schaubild 9

Indikatoren der Konjunktur im Euro-Raum

2007 bis 2012; saisonbereinigt



Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und von Feri.

Auswanderung qualifizierter Erwerbstätiger droht.[5] So könnte die tiefe Rezession auch negativ auf das Produktionspotenzial wirken.

[5] *Nach einer Umfrage im Auftrag der Europäischen Kommission (2011) können sich aufgrund der schlechten Lage an den Arbeitsmärkten rund die Hälfte der 15 bis 35 Jährigen kurz- oder längerfristig eine Beschäftigung im europäischen Ausland vorstellen, wobei der Anteil bei geringer Qualifizierten mit 33% niedriger ist als bei Hochqualifizierten (55%). In Griechenland und Spanien sind 37% bzw. 32% der Befragten willens, längerfristig im Ausland zu arbeiten, in Portugal immerhin noch 25%, während es in den Niederlanden 23% und in Österreich und Deutschland nur 20% sind.*

Kasten 2

Hohe Rezessionswahrscheinlichkeit im Euro-Raum

Die Konjunktur im Euro-Raum schwächt sich seit dem Frühjahr vergangenen Jahres ab. Im vierten Quartal schrumpfte das BIP sogar. Um abzuschätzen, ob dies der Beginn einer Rezession ist, schätzten wir eine Reihe von Logit-Modellen, aus denen wir ableiten können, ob gemessen an einzelnen monatlichen Konjunkturindikatoren eine erhöhte Wahrscheinlichkeit besteht, dass sich der Euro-Raum derzeit in einer Rezession befindet. Für die Schätzungen werden monatlich verfügbare Indikatoren aus der Realwirtschaft sowie Stimmungs- und monetäre Indikatoren verwendet. Sie gehen sowohl als Niveaus als auch als transformierte Zeitreihen in die Schätzungen ein.[6]

Ein Problem ist die Datierung der Konjunkturzyklen im Stützbereich der Schätzungen. Hierüber gibt es bezüglich des Euro-Raums in der Literatur keine Einigkeit. Die OECD, deren Abgrenzung auf einem Zwei-Phasen-Schema aus Auf- und Abschwungphasen basiert, findet zwischen 1990 und 2011 fünf Abschwungphasen,[7] *das CEPR hingegen im gleichen Zeitraum nur zwei. Wir lehnen uns an die OECD-Abgrenzung an, sehen aber die Phase schwächerer Konjunktur zwischen April 1998 und März 1999 nicht als Rezession an, da bei unseren Schätzungen in dieser Periode die Rezessionswahrscheinlichkeit gering blieb. Für die Schätzung der Rezessionswahrscheinlichkeit, wird für den Stützzeitraum Januar 1990 bis November 2011 eine binäre Variable Y konstruiert, die in Rezessionsphasen den Wert eins annimmt.*

Um die Aussagekraft einer so geschätzten Rezessionswahrscheinlichkeit zu evaluieren, wird ein so genannter Signalling-Ansatz verwendet (Kaminsky et al. 1998; Döhrn et al. 2011: 46-48). Dabei wird die am aktuellen Rand geschätzte Rezessionswahrscheinlichkeit als Signalwert für eine Rezession interpretiert und unter dieser Annahme der Anteil der Fehler 1. (nicht prognostizierte Rezessionen) und 2. Art (zu Unrecht prognostizierte Rezessionen) für den Stützzeitraum ermittelt. Der Anteil der Fehler 1. Art gibt an, wie viel Prozent der Rezessionsmonate bei dem jeweiligen Signalwert nicht erkannt wurde. Der Anteil der Fehler 2. Art gibt an, in wie viel Prozent der Expansionsmonate ein Fehlalarm erfolgte, also zu Unrecht eine Rezession diagnostiziert wurde.

Für die Beurteilung am aktuellen Rand ist der Anteil der Fehler 2. Art das relevante Kriterium, da er Aufschluss darüber gibt, wie verlässlich die geschätzte Rezessionswahrscheinlichkeit in der Vergangenheit das Auftreten einer Rezession anzeigte. Dabei zeigt sich ein negativer Zusammenhang zwischen Rezessionswahrscheinlichkeit und Fehler 2. Art. Ist die geschätzte Rezessionswahrscheinlichkeit im langfristigen Vergleich hoch, dann wurde der Schwellenwert in der Vergangenheit selten überstiegen und somit selten eine Rezession signalisiert. Naturgemäß sinkt dann der Anteil zu Unrecht ausgerufener Rezessionen. Um zusätzlich den Anteil der Feh-

6 Anteil am BIP, Jahreswachstumsraten, Abweichung vom HP-gefilterten Trend.
7 http://www.oecd.org/document/38/0,3746,en_2649_34349_35726950_1_1_1_1,00.html

ler 1. Art für die Evaluation der am aktuellen Rand angezeigten Rezessionswahrscheinlichkeit zu berücksichtigen, ziehen wir die noise-to-signal-ratio als Gütekriterium heran. Diese ist definiert als Quotient aus dem Anteil der Fehler 2. Art und dem Komplement des Anteils der Fehler 1. Art. Die Erklärungsgüte der Schätzansätze wird anhand des Pseudo-R^2 gemessen.

Die Tabelle zeigt die für die Monate Januar bzw. Februar aus Logit-Modellen abgeleiteten Rezessionswahrscheinlichkeiten. Im Einzelnen lässt sich aus den drei dargestellten Stimmungsindikatoren, dem 3-monatigen Interbankenzinssatz, der Wachstumsrate der Geldmenge, der Kerninflation und der Industrieproduktion jeweils eine Rezessionswahrscheinlichkeit von über 50% ableiten. Bei den Finanzmarktindikatoren zeichnet die Trendabweichung des 3-monatigen Interbankenzinssatzes ein ähnliches Bild wie die realen und Stimmungsindikatoren, während der Anleihenindex iBoxx und der Kreditvergabeindikator auf ein geringes Rezessionsrisiko hindeuten, sowohl mit Blick auf die geschätzte Wahrscheinlichkeit am aktuellen Rand als auch hinsichtlich der hieraus berechneten Anteile der ausgerufenen Fehlalarme im Stützzeitraum. Abgesehen von den Finanzmarktindikatoren, bei denen das Bild gemischt ist, weisen die Indikatoren auf ein akutes Rezessionsrisiko hin.

Indikator	Rezessionswahrscheinlichkeit	Pseudo R^2	Fehler 2. Art	Vorzeichen	noise-to-signal ratio
Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe[3]	0,41	0,28	0,10	neg	0,26
Arbeitslosigkeit [3]	0,44	0,12	0,16	pos	0,30
3-monatiger Interbankenzinssatz [1]	0,51	0,13	0,13	pos	0,31
Kreditvergabe an inl. Nichtbanken [1]	0,03	0,21	0,94	pos	0,94
Geschäftsklimaindex (OECD) [3]	0,74	0,35	0,05	neg	0,12
Konsumklimaindex (OECD) [3]	0,91	0,47	0	neg	0
Economic Sentiment Indikator [3]	0,88	0,48	0,01	neg	0,02
iBoxx-Index für Unternehmensanleihen mit Laufzeit über 10 Jahren [1]	0,09	0,38	0,34	neg	0,79
Geldmenge M3 [2,3]	0,74	0,13	0,01	neg	0,13
Verbraucherpreisindex (Kernrate) [1,3]	0,64	0,24	0,06	pos	0,11
Industrieproduktion [3]	0,51	0,15	0,08	neg	0,16

Eigene Berechnungen – [1] Abweichungen vom Trend. – [2] saisonbereinigt – [3] Veränderungen gegenüber dem Vorjahr.

Allerdings deuten seit dem Ende des vergangenen Jahres vorlaufende Indikatoren darauf hin, dass die Abwärtsentwicklung im Frühjahr zum Stillstand kommen könnte. So sind der *Economic Sentiment Index* und der *Purchasing Managers' Index* in der

Industrie, die zwischen April und November 2011 jeweils um mehr als zehn Punkte eingebrochen waren, in den ersten beiden Monaten dieses Jahres wieder deutlich gestiegen. Auch das Konsumklima hat sich nicht weiter verschlechtert. Passend dazu nahmen im verarbeitenden Gewerbe sowohl die Aufträge aus dem Inland als auch aus dem Ausland im Dezember vergangenen Jahres wieder zu. Dies lässt eine etwas bessere Konjunktur erwarten (Kasten 3).

Zweifel an Tragfähigkeit der Staatsfinanzen der Peripheriestaaten

In Zusammenhang mit der konjunkturellen Abschwächung haben sich die Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen wieder verstärkt. In einigen ohnehin hochverschuldeten Ländern wie Portugal, Irland und Griechenland ist die Schuldenstandquote weiter gestiegen. Immerhin konnte in Spanien und Italien, deren Staatsfinanzen unter besonderer Beobachtung durch die Finanzmärkte stehen, die Quote konstant gehalten bzw. sogar um gut 1,5%-Punkte gesenkt werden. Lediglich in Deutschland, Frankreich und Österreich war sie leicht rückläufig. Jedoch ist als Folge der schwachen Konjunktur in vielen Ländern die Einhaltung des Konsolidierungskurses gefährdet. Entsprechend wurden im Herbst in einer Reihe von Staaten zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen beschlossen. Demzufolge wird die Finanzpolitik im Prognosezeitraum deutlich restriktiv ausgerichtet sein.

Konjunkturschwäche erreicht Kernländer des Euro-Raums

Neben dem unterschiedlichen Restriktionsgrad der Finanzpolitik ist auch die Konjunktur in den Ländern des Euro-Raums weiterhin heterogen. Allerdings hat die Abschwächung inzwischen auch die Kernländer erreicht. Zum einen hat der Druck auf diese Länder zugenommen, die öffentliche Verschuldung zu reduzieren. Zum anderen nehmen ihre Exporte in die peripheren Länder deutlich ab. Hinzu kommt die nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft. Diese traf in besonderem Maße Länder wie Deutschland, Österreich, die Niederlande oder Finnland, da diese durch vergleichsweise hohe Exporte in Relation zum BIP gekennzeichnet sind.

Die Inflation blieb in der zweiten Jahreshälfte 2011 hoch; sie erreichte im Herbst 3%. Dies war jedoch zu einem Großteil gestiegenen Preisen für Nahrungsmittel und Energierohstoffe geschuldet. Die Kernrate lag zum Jahresende bei lediglich 1,6%. Berücksichtigt man zudem, dass ein Teil dieses Anstiegs auf administrierte Preise zurückzuführen ist – sie waren in der zweiten Jahreshälfte 3,5% höher als im Vorjahr –, wird ein gegenwärtig geringer inländischer Preisdruck deutlich. Im Prognosezeitraum ist daher mit einer merklichen Verringerung der Inflation zu rechnen. Zwar stehen weiterhin Preiserhöhungen als Folge erhöhter Steuern und Anhebungen administrierter Preise an. Allerdings befinden sich die meisten Länder des Euro-Raums in einer Schwächephase, von der sich viele wohl nur langsam erholen werden. Zudem sank der Auftrieb bei den Energiepreisen zwischen November und Januar von 12,3% auf 9,2% und für den Prognosezeitraum nehmen wir

Kasten 3

Kurzfristprognose für den Euro-Raum

Im Konjunkturbericht vom Herbst wurde ein System von Brückengleichungen vorgestellt, das das RWI für die Schätzung der Veränderungsrate des deutschen BIP im laufenden Quartal verwendet (Döhrn et al. 2011: 65-67). Es soll die Informationslücke überbrücken, die dadurch entsteht, dass erste Angaben zum vierteljährlichen BIP erst rund sechs Wochen nach Ende eines Quartals veröffentlicht werden. Außerdem liefert der Ansatz eine Vorausschätzung für das jeweils nächste Quartal. Im Folgenden wird dieser Ansatz auf den Euro-Raum angewendet. Dort ist der Informationsbedarf insofern größer, als die sechs Wochen nach Beendigung des Quartals veröffentlichte BIP-Rate noch unsicher ist und eine belastbare Zahl erst neun Wochen nach Quartalsende vorliegt.

Ziel des Verfahrens ist es, den Zusammenhang zwischen dem vierteljährlichen BIP und einer großen Zahl von monatlich verfügbaren Indikatoren für eine Schätzung zu nutzen. Hierzu werden die Monatswerte zunächst auf Quartale verdichtet und für einen festgelegten Stützzeitraum das BIP auf die Indikatoren regressiert. In einem nächsten Schritt werden Quartalswerte der Indikatoren für den aktuellen Rand geschätzt. Dazu werden noch nicht veröffentlichte Monatswerte mit Hilfe verschiedener Ansätze geschätzt. In die Prognose des BIP gehen dann die zeitgleichen Realisationen der Indikatoren, ihre früheren Werte und das BIP der Vorperiode ein.

Bei der konkreten Implementierung eines solchen Ansatzes gibt es zahlreiche Stellschrauben, die das Ergebnis wesentlich beeinflussen können. Um deren Bedeutung abzuschätzen, werden im Folgenden verschiedene Prognosen verglichen, die mit alternativen Modelleinstellungen generiert wurden.

Eine erste Stellschraube ist die Auswahl der Indikatoren. Für die Schätzungen greifen wir auf 52 monatlich verfügbare Indikatoren zurück, die Entwicklungen in der Realwirtschaft, die Stimmung von Verbrauchern und Unternehmen sowie monetäre Tendenzen charakterisieren. Aus diesen werden Indikatoren so ausgewählt, dass sie einerseits eine möglichst hohe Erklärungskraft bei der Prognose des BIP haben, andererseits möglichst wenig mit den anderen Indikatoren korreliert sind. Damit soll sichergestellt werden, dass jeder verwendete Indikator zusätzliche Information für die Schätzung liefert und keine Verzerrung dadurch entsteht, dass viele Indikatoren mit ähnlichen Eigenschaften herangezogen werden. Sind zwei Indikatoren hoch korreliert, wird derjenige gewählt, der eine höhere Korrelation mit dem BIP hat. Offen ist aber, ab welchem Grenzwert die Korrelation zwischen zwei Indikatoren als hoch anzusehen ist. Hier werden drei Varianten mit Blick auf ihre Auswirkungen auf die Kurzfristprognosen überprüft. In einer ersten werden alle Indikatoren verwendet, in einer zweiten nur die, bei denen die Inter-Korrelation unter 90% liegt, und in einer dritten die, bei denen die Korrelation 80% nicht überschreitet.

Eine zweite Stellschraube ist die Wahl der Fortschreibungsmethode für fehlende Monatswerte am aktuellen Rand (ragged edge–Problematik). Dazu können Verfahren

Verfahren herangezogen werden, die von einen random walk *über autoregressive Prozesse bis hin zu komplexeren Prognosemodellen reichen. Hier sollen die Auswirkungen von drei Fortschreibungsmethoden auf die Prognose evaluiert werden: Erstens eine „naive" Fortschreibung, bei der die letzte verfügbare Beobachtung für die fehlenden Monate festgehalten wird. Zweitens eine Fortschreibung anhand des Durchschnittswertes der letzten drei Monate; drittens eine Fortschreibung mit Hilfe eines autoregressiven Prozesses.*[8]

Durch Kombination der Varianten bei diesen beiden Einstellungen erhält man neun Prognosemodelle, die miteinander verglichen werden. Für jedes Modell wird eine Vielzahl unterschiedlich spezifizierter Einzelgleichungen geschätzt. Darin wird das logarithmierte Niveau des BIP entweder jeweils auf einen Indikator oder eine Kombination aus zwei Indikatoren regressiert.[9] *Um sicherzustellen, dass die verwendeten Gleichungen Prognosekraft besitzen, werden nur solche ausgewählt, bei denen alle Koeffizienten auf dem 1%-Niveau signifikant sind. Um die Varianten zu vergleichen, berechnen wir für jedes Modell den Mittelwert, den Median, den Modus und die Streuung der jeweils verwendeten Einzelprognosen.*

Zuvor soll allerdings evaluiert werden, ob die 52 gewählten Indikatoren unabhängig von ihrer Fortschreibung überhaupt eine treffsichere Prognose des BIP im Euro-Raum erlauben. Hierzu wird überprüft, wie genau die bis zum Jahresende 2011 vorliegenden Indikatoren die realisierte BIP-Rate im vierten Quartal 2011 prognostizieren. Die Modelle ergeben, gemessen am Mittelwert der Einzelprognosen, einen Rückgang des BIP zwischen 0,35% und 0,27%. Diese Werte liegen nahe an der veröffentlichten Rate von -0,3%.

Für das erste Quartal 2012 lassen die Mittel- und Medianwerte der neun Modelle unabhängig von der Auswahl der Indikatoren und der verwendeten Fortschreibungsmethode im Durchschnitt ein leichtes Minus erwarten. Die prognostizierten Werte reichen dabei von -0,11% und -0,04% und liegen im Durchschnitt aller Modelle bei -0.08% (Tabelle). Für das zweite Quartal 2012 wird ein leichter Zuwachs um 0,06% im Durchschnitt geschätzt. Allerdings handelt es sich bei einem Großteil der Indikatorwerte für beide Quartale um Fortschreibungen.

Mit Blick auf die Methodenwahl ist bemerkenswert, wie wenig sich die Ergebnisse der Modelle unterscheiden. Zwar bleiben durch den verwendeten Filter von anfänglich 52 Indikatoren nur 20 übrig, wenn die Korrelation zwischen den Indikatoren den Wert von 0,9 nicht übersteigen darf, bzw. nur 13, wenn der Grenzwert auf 0,8 gesetzt wird. Die geringen Unterschiede in den Prognosen sprechen aber dafür, dass in der Tat jene Indikatoren wegfallen, die keine zusätzliche Information für die Prognose liefern. Dies äußert sich auch darin, dass die Standardabweichung der Prognosen geringer wird.

---

8 Hierbei wird die Lag-Struktur mit Hilfe des Schwartz-Informations-Kriteriums (SIC) optimiert.

9 Daneben enthalten alle Gleichungen eine Konstante und verzögerte Werte der Zielgröße. Die Indikatoren und das verzögerte logarithmierte Niveau des BIP gehen mit ihren anhand des SIC optimierten Lag-Strukturen ein.

Prognosen der verschiedenen Modelle im Euro-Raum - erstes Quartal 2012

			Fortschreibungsmethode		
			Naiv	Mittelwert	AR
Filter bei Indikatorenwahl	1	Modus	-0,10	0,00	-0,10
		Mittelwert	-0,11	-0,06	-0,09
		Median	-0,10	-0,04	-0,08
		Standardabw.	0,19	0,19	0,18
	0,9	Modus	-0,10	0,00	0,00
		Mittelwert	-0,08	-0,09	-0,06
		Median	-0,09	-0,11	-0,06
		Standardabw.	0,14	0,12	0,13
	0,8	Modus	-0,10	0,00	-0,10
		Mittelwert	-0,08	-0,08	-0,06
		Median	-0,09	-0,09	-0,08
		Standardabw.	0,15	0,13	0,14

Eigene Berechnungen.

Hierbei ist zu beachten, dass die Methoden nur für das Schlussquartal 2011 evaluiert wurden. Um die Aussagekraft der Verfahren beurteilen zu können, muss man die Prognosen der Kurzfristmodelle über längere Zeiträume systematisch auswerten.

an, dass die Rohstoffpreise nicht weiter steigen. Alles in allem erwarten wir, dass sich die Inflationsrate im Prognosezeitraum deutlich verringern und unterhalb der Obergrenze der EZB von 2% liegen wird.

Finanzierungsbedingungen haben sich verschlechtert

Die EZB hat in den vergangenen Monaten auf die sich verschlechternde Konjunktur reagiert. So wurde der für die Refinanzierung der Banken maßgebliche Satz in zwei Schritten von 1,5% auf 1% abgesenkt. Zwar blieb die Inflation im Februar mit 2,7% deutlich oberhalb der Zielmarke für Preisstabilität, allerdings lässt – wie ausgeführt – die schwache Konjunktur einen deutlichen Rückgang der Preissteigerung erwarten. Dies spiegelt sich auch in den monetären Indikatoren wider. So lag das Geldmengenwachstum im Januar mit 2,5% gegenüber dem Vorjahr weiterhin deutlich unterhalb des Referenzwertes der EZB von 4,5%.

Auch die Möglichkeit der Kreditfinanzierung hat sich in den vergangenen Monaten leicht verschlechtert. So weist der *Bank Lending Survey* der EZB vom Januar dieses Jahres auf eine Straffung der Vergabestandards für Kredite an Unternehmen hin. Dies gilt insbesondere für Banken in den Ländern mit Refinanzierungsschwierigkeiten wie Italien. Deutsche Banken haben hingegen per saldo keine Veränderung der Vergabestandards ausgewiesen. Zu den restriktiveren Vergabestandards beigetra-

gen haben dürften die Auflagen der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) zur Erhöhung der Kernkapitalquote im Bankensektor. Dementsprechend war auch das Kreditwachstum in den vergangenen Monaten schwach. So nahmen, bereinigt um Kreditverkäufe und Kreditverbriefungen, die Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um lediglich 0,8% im Vorjahresvergleich zu, an private Haushalte um nur 2,1%. Die Konsumkredite gingen im Vorjahresvergleich sogar um 1,6% zurück.

Zunehmende Spannungen an den Finanzmärkten

Gleichzeitig haben die Spannungen an den Finanzmärkten in der zweiten Jahreshälfte 2011 deutlich zugenommen. So stieg der Zinsaufschlag von unbesichertem gegenüber besichertem Dreimonatsgeld (Euribor zu Eurepo) von Juli bis Dezember von etwa 30 auf etwa 120 Basispunkte; zuletzt hat sich der Aufschlag allerdings wieder etwas reduziert auf etwa 90 Basispunkte. Auch die Einlagefazilität wurde seit Beginn dieses Jahres so stark in Anspruch genommen wie nie. Im Monatsdurchschnitt des Februar lag die Nutzung bei knapp 500 Mrd. €, im März zeitweise bei 800 Mrd. €. Dies reflektiert allerdings nicht nur Misstrauen der Teilnehmer am Interbankengeldmarkt, sondern auch durch die unkonventionellen Maßnahmen der EZB gesunkenen Opportunitätskosten der Liquiditätshaltung.

Die EZB hat die unkonventionellen Maßnahmen seit dem Herbst 2011 nochmals verstärkt. So hat sie das „Programm für die Wertpapiermärkte“ ausgeweitet, ein

Tabelle 6

Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum

2009 bis 2013; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2009	2010	2011	2012p	2013p
Privater Konsum	-1.2	0.8	0.2	-0.4	0.4
Öffentlicher Konsum	2.6	0.5	0.1	-0.7	0.7
Bruttoanlageinvestitionen	-12.0	-0.7	1.6	-0.9	2.4
Vorratsveränderungen[1]	-0.9	0.6	0.0	-0.1	0.0
Inlandsnachfrage	-3.5	1.0	0.4	-0.8	0.8
Export	12.7	11.1	6.3	2.5	6.4
Import	-11.6	9.4	4.0	1.7	6.4
Außenbeitrag[1]	-0.6	0.8	1.0	0.4	0.1
Bruttoinlandsprodukt	-4.2	1.8	1.5	-0.3	1.0
Verbraucherpreise	0.3	1.6	2.7	2.0	1.7
Arbeitslosenquote[2]	9.6	10.1	10.2	10.9	10.8

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat, –pEigene Prognose – [1]Wachstumsbeitrag – [2]Harmonisiert nach ILO, in % der Erwerbspersonen

neues Pfandbriefprogramm aufgelegt, wieder längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durchgeführt, die Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten erneut abgesenkt sowie regionale Sonderregelungen weiter ausgebaut. Angesichts dieser Maßnahmen und der weiterhin schwachen Konjunktur erwarten wir im Prognosezeitraum keine Veränderung des Leitzinses. Die unkonventionellen Maßnahmen werden aber wohl fortgeführt. Dennoch dürften die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen weiter schwierig bleiben. Dies betrifft insbesondere die Länder, die an den Finanzmärkten mit hohen Risikoaufschlägen belegt werden und mit Problemen im Bankensystem zu kämpfen haben.

EZB hat unkonventionelle Maßnahmen ausgeweitet

Die Finanzpolitik bleibt restriktiv ausgerichtet. Die anlaufenden Konsolidierungspakete lassen die staatlichen Ausgaben zurückgehen, und sie dürften durch Steuer- und Abgabenerhöhungen die private Nachfrage belasten. Dämpfend auf die Konsumnachfrage wirkt zudem die sich verschlechternde Lage am Arbeitsmarkt. Wir erwarten, dass die Arbeitslosigkeit in diesem Jahr weiter steigen wird und erst im kommenden Jahr allmählich abnimmt. Dies dürfte die Spielräume für Lohnsteigerungen verringern und die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte belasten. Entsprechend ist im Prognosezeitraum ein nur geringer Preisdruck zu erwarten; die Inflation dürfte merklich unter 2% sinken. Die Investitionsnachfrage wird in diesem Jahr wohl nicht nur unter der schwachen inländischen Konsumnachfrage, sondern auch unter der nach wie vor geringen Kapazitätsauslastung und den wohl ungünstigeren Finanzierungsbedingungen leiden. Hiervon dürften insbesondere die Länder mit Refinanzierungsschwierigkeiten betroffen sein.

Binnennachfrage im Euro-Raum wohl weiterhin schwach

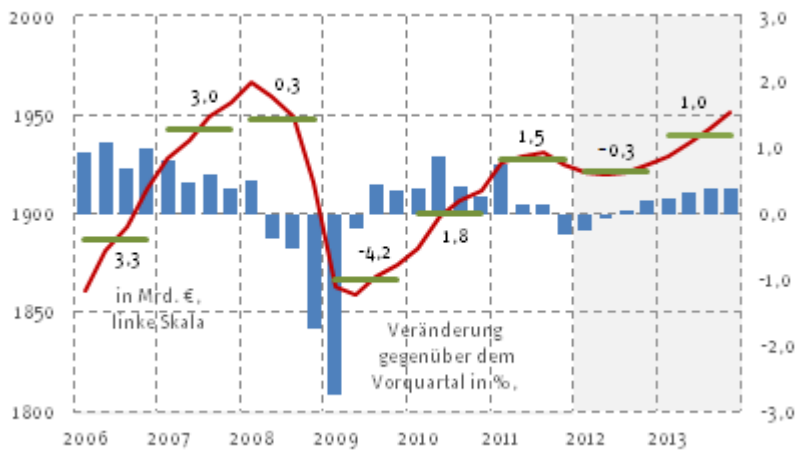
Dennoch wird sich die Wirtschaft des Euro-Raums im Verlauf dieses Jahres wieder aus der Rezession lösen. Eine wichtige Voraussetzung dafür ist allerdings, dass zunehmend deutlich wird, dass die angestrebten Konsolidierungsziele auch erreicht werden. Erst wenn für die Unternehmen und Haushalte die Unsicherheit über die bevorstehenden Belastungen abnimmt, werden sie wieder bereit sein, größere Anschaffungen zu tätigen. Zudem dürften von der Außenwirtschaft weiterhin Impulse auf das Wachstum ausgehen. Für die Länder außerhalb des Euro-Raums zeichnet sich eine bessere Konjunktur ab, die die Exportnachfrage bereits 2012 beflügeln dürfte. Davon dürften allerdings nicht alle Länder des Euro-Raums gleichermaßen profitieren. Die stärker exportorientierten Volkswirtschaften dürften spürbare Anregungen erhalten, so dass hier mit einer Zunahme des BIP zu rechnen ist. Die hoch verschuldeten Staaten, die unter strukturellen Problemen wie unflexiblen Arbeitsmärkten und einer geringen preislichen Wettbewerbsfähigkeit leiden, werden von den außenwirtschaftlichen Impulsen wohl nur wenig profitieren. Allerdings dämpft die schwache Konjunktur dort die Importnachfrage spürbar.

Impulse seitens der Außenwirtschaft

Schaubild 10

Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum

2006 bis 2013; in Preisen von 2005; saisonbereinigter Verlauf



Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. Zahlenangaben: Jahresdurchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr.

Für 2012 rechnen wir, nicht zuletzt aufgrund des statistischen Unterhangs, im Jahresdurchschnitt mit einem Rückgang des BIP um 0,3%, bevor sich die Konjunktur gegen Ende dieses Jahres und im kommenden Jahr wieder erholt und im Jahresdurchschnitt 2013 zu einer Zunahme des BIP um 1,0% führen dürfte.

2.5. Schwächephase in Großbritannien hält an

Britisches BIP noch 4% unter Vorkrisenniveau

Die britische Wirtschaft ist 2011 nur um 0,9% gewachsen, nachdem der Zuwachs 2010 noch 2,1% betragen hatte. Damit liegt das BIP immer noch gut 4% unter dem vor der Rezession erreichten Niveau. Dämpfend wirkte insbesondere der Rückgang der privaten Konsumausgaben, in erster Linie bedingt durch den weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenquote erreichte mit mehr als 8% den höchsten Wert seit 15 Jahren. Zudem sanken die Reallöhne, weil die Nominallöhne nur wenig angehoben wurden, die Inflation aber hoch war. Auch der erschwerte Zugang zu Krediten wirkte hemmend. Daneben machten sich die Sparmaßnahmen des Staates bemerkbar. Die Investitionen gingen nach einer kurzen Erholung um 1,7% zurück und liegen immer noch gut 16% unter dem Vorkrisenniveau. Allein vom Außenbeitrag kam ein positiver Impuls.

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat im September 2011 mit 5,2% seinen Höhepunkt wohl überschritten. Da vor allem die Erhöhung der Mehrwertsteuer für den Anstieg im vergangenen Jahr verantwortlich war und dieser Effekt mit Beginn des Jahres 2012 auslief, fiel die Inflationsrate im Januar 2012 auf 3,6%; für den Verlauf dieses Jahres ist wegen der fallenden Rohstoff- und Lebensmittelpreise ein weiterer Rückgang zu erwarten (BOE 2012). Den hieraus resultierenden Spielraum wird die *Bank of England* wohl nutzen, um die expansive Geldpolitik beizubehalten. Zwar ließ sie den Leitzins bislang unverändert bei 0,5%, setzte aber um die fragile Konjunktur zu stützen das *quantitative easing* fort. Nachdem es bereits im Oktober 2011 um 75 Mrd. £ aufgestockt worden war, wurde es Februar um weitere 50 Mrd. auf insgesamt 325 Mrd. £ erhöht.

Bank of England setzt expansive Politik fort

Die Lage der öffentlichen Haushalte hat sich im vergangenen Jahr zwar verbessert, aber die Rückführung des Defizits wird bei einem weiterhin schwachen Wirtschaftswachstum langsamer vonstattengehen als ursprünglich geplant. Derzeit beträgt das Haushaltsdefizit 8,4% in Relation zum BIP. Auch stufte die erste Ratingagentur den Ausblick für Großbritannien bereits herab. Das *Office for Budget Responsibility* (OBR) erwartet im Zuge des schwächeren Wachstums eine verlangsamte Rückführung, da dadurch Steuereinnahmen schwächer zunehmen und Sozialleistungen tendenziell steigen.

Für dieses Jahr erwarten wir eine nur geringe Zunahme des BIP, was verschiedene Indikatoren bereits andeuten. So liegt das Konsumklima seit mehreren Monaten auf einem sehr niedrigen Niveau, was zum Teil auch die hohe Verschuldung der privaten Haushalte widerspiegelt. Zudem nahm in den ersten Monaten dieses Jahres die Arbeitslosigkeit weiter zu. Die Exporte dürften zwar von dem geringen Außenwert des Pfunds profitieren. Insgesamt wird die Nachfrage aber wohl schwach bleiben, so dass von den Investitionen voraussichtlich keine Impulse ausgehen. Allerdings werden nach einer langen Phase der Zurückhaltung Ersatzinvestitionen dringlicher. Daher wird sich, wenn der Außenhandel bei verbessertem weltwirtschaftlichem Umfeld im kommenden Jahr wieder stärker zulegen wird, auch die Binnennachfrage beleben. Insgesamt erwarten wir eine Zunahme des BIP um 0,7% für dieses und um 1,5% für nächstes Jahr.

Schwache Konsumnachfrage dämpft weiterhin Konjunktur

2.6. Spürbare Verlangsamung in den neuen EU-Ländern

In den meisten der neuen EU-Ländern war die Expansion 2011 stärker als im Vorjahr. Allerdings hat abgesehen von Polen, wo vor allem die Binnennachfrage Treiber der Konjunktur ist, die Wirtschaftsleistung in keinem Land bereits wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Gegen Jahresende 2011 schwächte sich die Expansion bereits wieder ab, vor allem bedingt durch die nachlassende Nachfrage aus dem

Euro-Raum. In exportorientierten Ländern wie Tschechien, Ungarn und Rumänien war dies besonders deutlich spürbar. Zudem verschlechterte sich für viele Unternehmen in der Region der Zugang zu Kapital, weil sich private Investoren zurückzogen und die Banken bei der Kreditvergabe restriktiver wurden (o.V. 2012b).

Binnennachfrage treibt Inflation in Polen

Die Arbeitslosigkeit ist im vergangenen Jahr zumeist leicht zurückgegangen. Die Unterschiede in den Niveaus blieben dabei beachtlich. Während die Arbeitslosenquote in Rumänien und Tschechien nur rund 7% beträgt, liegt sie in den übrigen Ländern bei über 10%. Auch die Inflationsraten sind stark unterschiedlich: In Polen und in Ungarn stiegen die Verbraucherpreise verstärkt. Treibende Kraft in Polen war die starke Binnennachfrage, die durch einen kontinuierlichen Anstieg des Reallohns begünstigt wurde; in Ungarn war es die erneute Anhebung des Regelsatzes der Mehrwertsteuer auf 27%. Die Notenbanken reagierten in beiden Ländern mit einer Erhöhung des Leitzinses. In Rumänien hingegen sank die Inflation spürbar, sodass die Notenbank den Leitzins seit November vergangenen Jahres mehrfach senkte.

Die hohen Staatsdefizite stellen viele Länder vor erhebliche Probleme, auch wenn die Neuverschuldung im vergangenen Jahr teilweise gesunken war. In Ungarn spitzte sich die Lage angesichts des hohen Schuldenstands jüngst zu. Die derzeit laufenden Verhandlungen mit dem IWF und der EU gestalten sich schwierig, da

Tabelle 7

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in neuen Mitgliedsländern der EU

2011 bis 2013

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote[1]		
	2011[s]	2012[P]	2013[P]	2011[s]	2012[P]	2013[P]	2011[s]	2012[P]	2013[P]
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	4.3	2.6	3.3	3.9	4.4	3.4	9.7	10.1	9.4
Tschechien	1.7	0.6	2.9	2.1	3.8	2.4	6.8	7.1	6.6
Ungarn	1.7	0.5	1.5	3.9	4.6	2.6	10.9	11.3	10.5
Rumänien	2.5	1.1	2.7	5.8	4.2	4.9	7.4	7.2	6.8
Bulgarien	1.7	0.3	3.1	3.4	2.4	2.1	11.1	11.5	10.1
Lettland	5.3	1.8	3.3	4.2	3.6	2.6	15.7	16.3	15.4
Litauen	5.8	1.6	3.6	4.1	4.2	3.5	15.4	14.9	13.4
Insgesamt[2]	**3.1**	**1.6**	**2.9**	**3.8**	**4.2**	**3.3**	**9.3**	**9.5**	**8.8**

Eigene Berechnungen nach nationalen Veröffentlichungen und Angaben internationaler Institutionen, - [1]Standardisiert, - [2]Summe der aufgeführten Länder; BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2010; Arbeitslosenquote mit der Zahl der Erwerbspersonen 2010, - [P]Eigene Prognose,

diese ihre Unterstützung an eine Reform der Verfassung und eine Änderung der Steuerpolitik knüpfen. In den übrigen Ländern der Region ist die Lage nicht ganz so ernst, aber auch hier sind Maßnahmen zur Konsolidierung erforderlich, sodass die Finanzpolitik im Prognosezeitraum restriktiv ausgerichtet sein dürfte.

Schwierige Lage der Staatsfinanzen in Ungarn

Zusammen mit den ungünstigen Finanzierungsbedingungen und der schwachen Konjunktur im Euro-Raum dürfte dies dafür sorgen, dass sich die Expansion in den neuen EU-Ländern in diesem Jahr spürbar verlangsamt. Indikatoren wie Auftragseingänge, Konsumenten- und Produzentenvertrauen deuten auf eine sehr geringe Zunahme des BIP im ersten Quartal hin. Für den Jahresdurchschnitt 2012 erwarten wir einen Zuwachs um 1,6%. Für 2013 ist bei wieder günstigerem internationalen Umfeld mit einem Anziehen der Konjunktur zu rechnen, der Zuwachs des BIP dürfte dann 2,9% betragen.

Literatur

ADB – Asian Development Bank (2011), *Asian Development Outlook 2011 Update*. Mandaluyong City.

BoE – Bank of England (2012), Inflation Report, February 2012. London.

CBO - Congressional Budget Office (2012), *Budget and Economic Outlook*: Fiscal Years 2012 to 2022. Washington D.C.

Döhrn, R. et al. (2010), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Der erste Schwung ist vorüber. *RWI Konjunkturberichte* 61 (2): 5-36.

Döhrn et al. (2011) Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Zunehmende Risiken für die Konjunktur. *RWI Konjunkturberichte* 62 (2): 41-90.

EUREN – European Economic Network (2011), Public finances in the European Union. EUREN-News #5 2011. www.euren-network.eu.

Europäische Kommission (2011), *Youth on the Move*. Flash Eurobarometer 319b. DG Education and Culture. Brussels.

IMF – International Monetary Fund (2012), *Fiscal Monitor Update*. Washington, D.C.

JCER – Japan Center for Economic Research (2011), Energy, International Fragmentation, and Rebuilding Decontamination Costs Place Heavy Burden on Japanese Public, 38th Medium Term Forecast for the Japanese Economy: 2011-2020.

Jorda, O. (2012), FedViews February 9, 2012, Federal Reserve Bank of San Fransisco.

JRI – Japan Research Institute (2012), Monthly Report of Prospects for Japan's Economy – March 2012, http://www.jri.co.jp/thinktank/research/. Download am 15. März 2012.

Kaminsky, L., S. Lizondo and C. M. Reinhart (1998), Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers* 45 (1): 1-48.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development (2011), OECD Economic Outlook, Vol. 2011/2, Paris.

Price, D.A. (2010), What causes recoveries? Federal Reserve Bank of Richmond Regional Focus, Fourth Quarter: 12-16. Richmond NH.

o.V. (2012a), Zunehmende Schikanen in Lateinamerika. *Neue Zürcher Zeitung* 2012 (1. März).

o.V. (2012b), Kreditklemme für Osteuropa erwartet. *Der Standard* 2012 (31. Jan.).

Schmidt, T. and T. Zimmermann (2011), Energy Prices and Business Cycles: Lessons from a Simulated Small Open Economy Model. *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis* 2011 (2): 29-47.