



Kieler **Diskussionsbeiträge**



Weltkonjunktur im Frühjahr 2009

Nr. 461/462 | März 2009

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

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 0455-0420

ISBN 3-89456-303-6

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2009.

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel 3

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

Kasten 1: Zur Entwicklung der Kreditkonditionen während Zinssenkungsphasen in den Vereinigten Staaten	20
Kasten 2: Zur Ausgestaltung und Wirkung des Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten	25

Konjunkturreinbruch im Euroraum 43

Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Björn van Roye und Joachim Scheide

Kasten 1: Zur Reaktion des realen Außenbeitrages in großen Ländern des Euroraums auf Veränderungen des Welthandels	44
Kasten 2: Renditedifferenzen der Staatsanleihen des Euroraums	49
Kasten 3: Zusammenhang zwischen Volumen der Unternehmenskredite und dem Bank-Lending-Survey der EZB	51

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

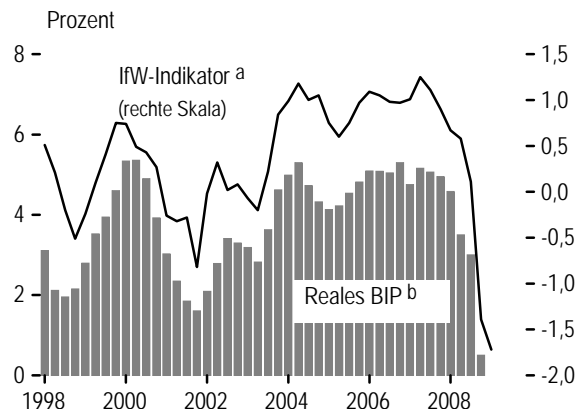
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen,
Björn van Roye und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

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

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

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2009



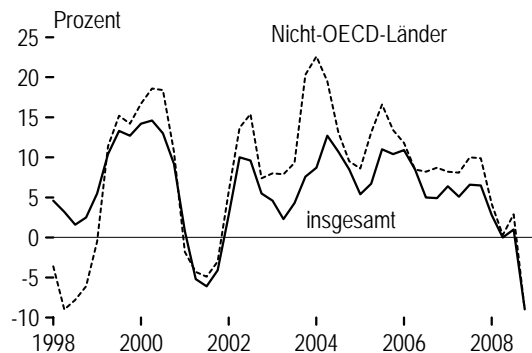
^aAuf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr; 1. Quartal 2009 teilweise geschätzt.

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

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

Abbildung 2:
Welthandel 1998–2008^a



^aReal, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, gleitender 2-Quartalsdurchschnitt, 4. Quartal geschätzt.

Quelle: OECD (2009).

Abbildung 3:
Weltindustrieproduktion



^aIndex berechnet auf Basis der Veränderungsdaten der Industrieproduktion in 45 Ländern. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

Krisenübertragung in der globalisierten Welt

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

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

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

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

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

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

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

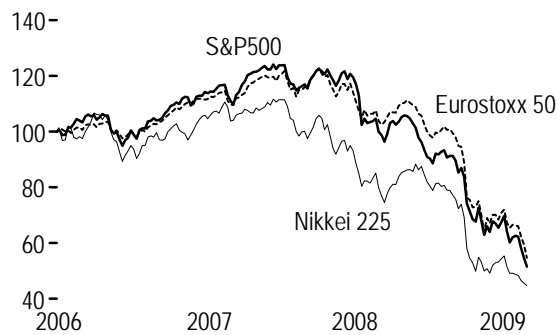
¹ Selbst unter den Industrieländern gab es Ausnahmen, z.B. Frankreich, die sich von der allgemeinen zyklischen Entwicklung abkoppeln konnten.

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

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

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

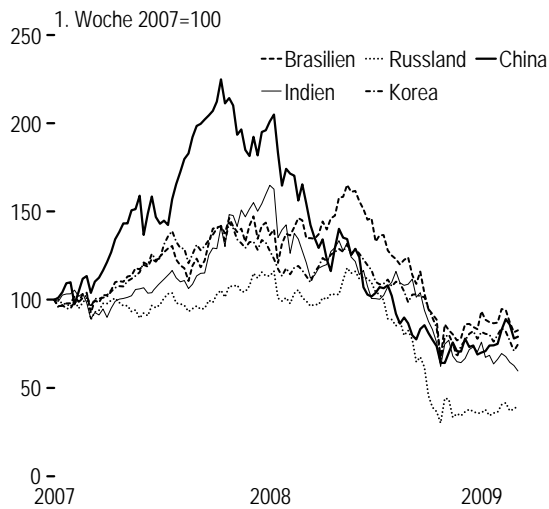
Abbildung 4:
Aktienkurse in großen Industrieländern 2006–2009^a



^aLetzter Wert: 06. März 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung 5:
Aktienkurse in Russland, China, Indien, Korea und Brasilien 2007, 2008 und 2009^a

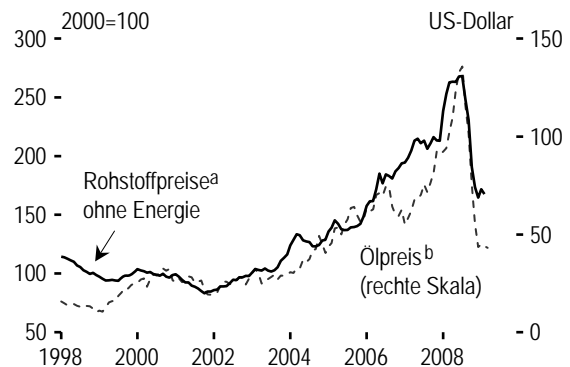


^aLetzter Wert: 09. März 2009.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

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

Abbildung 6:
Rohstoffpreise 1998–2009



^aHWWI-Index auf US-Dollarbasis. — ^bSpotpreis Sorte Brent, London; Märzwert: Durchschnitt 19.02.08–05.03.09

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

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

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

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

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

Tabelle 1:
Exportlastigkeit von verschiedenen Schwellenländern Jahr 2007

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

^aGeschätzt anhand des Anteils der Warenexporte in die USA an den gesamten Warenexporten.

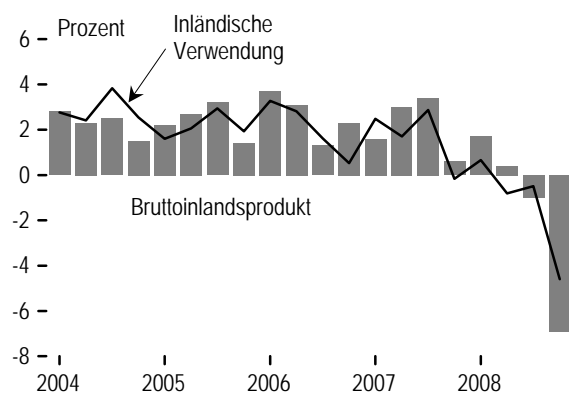
Quelle: IMF (2009a).

Industrieländer: Rezession aller Orten

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

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

Abbildung 7: Konjunktur in den G7-Ländern 2004–2008^{a,b}



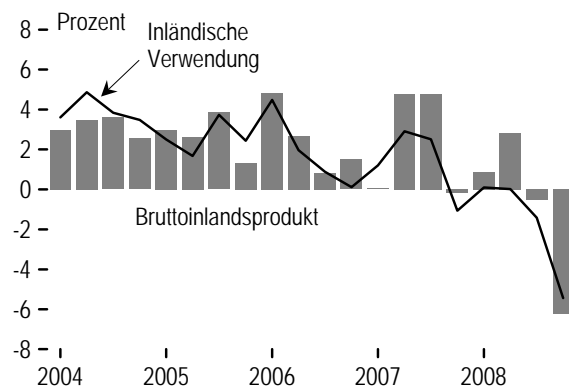
^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bVereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2009); eigene Berechnungen.

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

⁴ Vgl. Federal Reserve Bank of St. Louis (2009a).

Abbildung 8: Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2004–2008^a



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

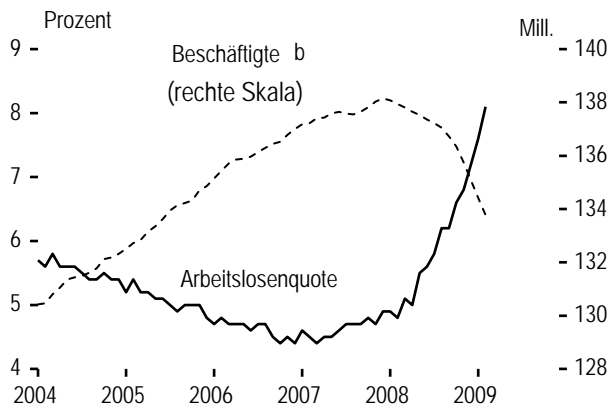
Quelle: US Department of Commerce (2009).

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

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

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

Abbildung 9: Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2004–2009^a



^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

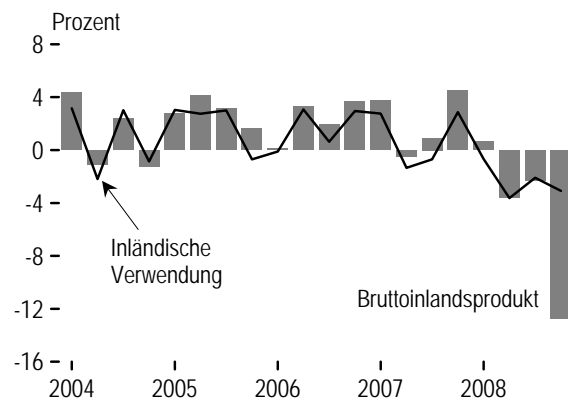
Quelle: US Department of Labor (2009a).

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

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

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

Abbildung 10: Konjunktur in Japan 2004–2008^a



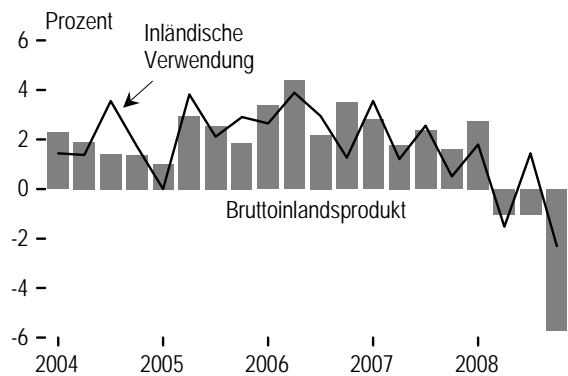
^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Cabinet Office (2009).

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

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

Abbildung 11: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2004–2008^a



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

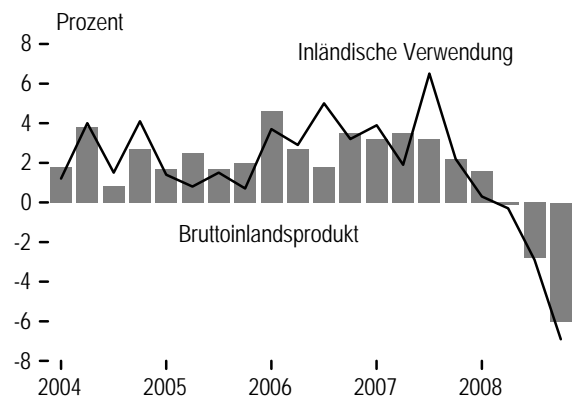
Quelle: Eurostat (2009).

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

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

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

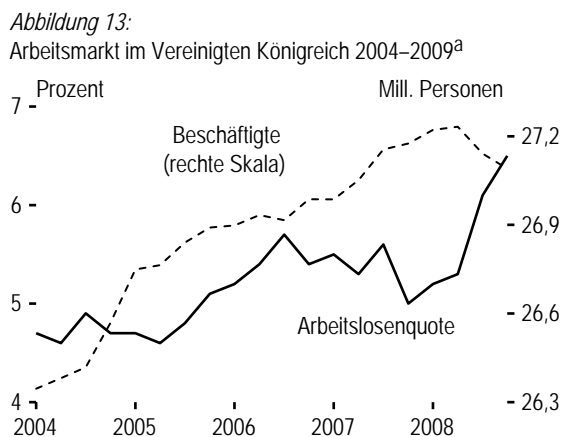
Abbildung 12: Konjunktur im Vereinigten Königreich 2004–2008^a



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

Quelle: Office for National Statistics (2009).

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



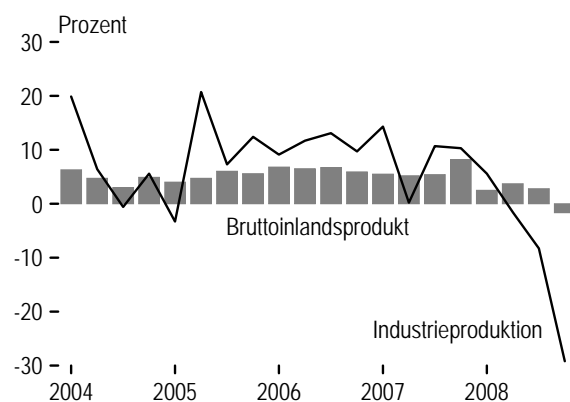
^aSaisonbereinigt.

Quelle: Office of National Statistic (2009).

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

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

Abbildung 14:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2004–2008^a



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

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

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

Schwellenländer im Sog der Rezession in den Industrieländern

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

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

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

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

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

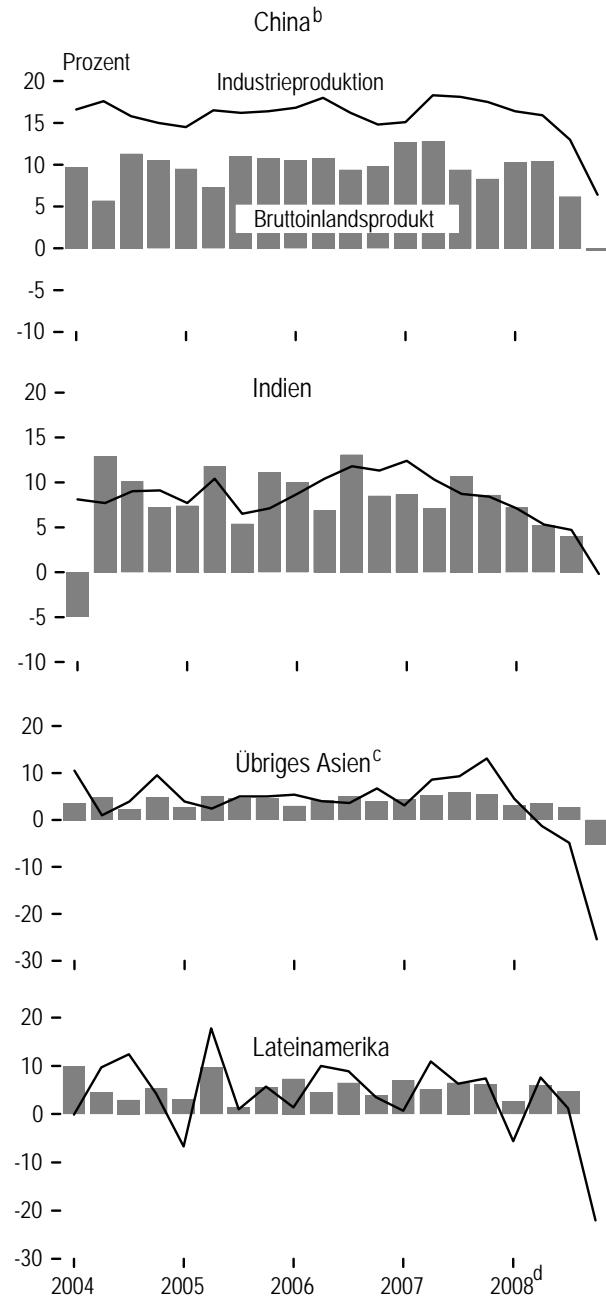
Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

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

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

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

Abbildung 15:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in verschiedenen Ländern 2004—2008^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bQuartalswerte basierend auf Abeyinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik. — ^cGewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Philippinen und Hongkong. — ^d4. Quartal teilweise geschätzt.

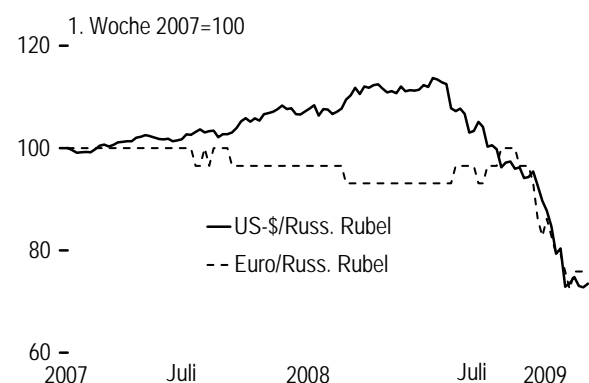
Quelle: Eurostat (2009); Abeyinghe (2008); Nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

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

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

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

Abbildung 16:
Wechselkurs des Rubel zu Dollar und Euro 2007–2009^a



^aLetzter Wert: 09. März 2009.

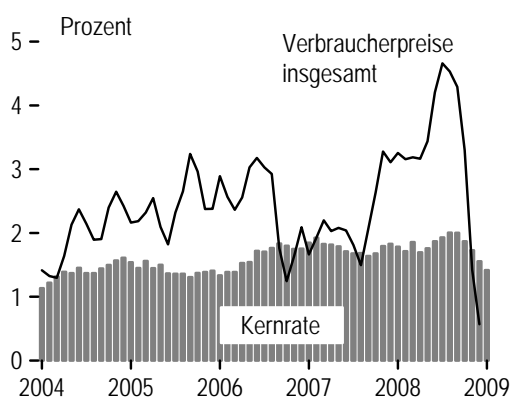
Quelle: Thomson Financial Datastream.

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

Inflation auf dem Rückzug

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

Abbildung 17:
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2009^a



^aInflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2007.

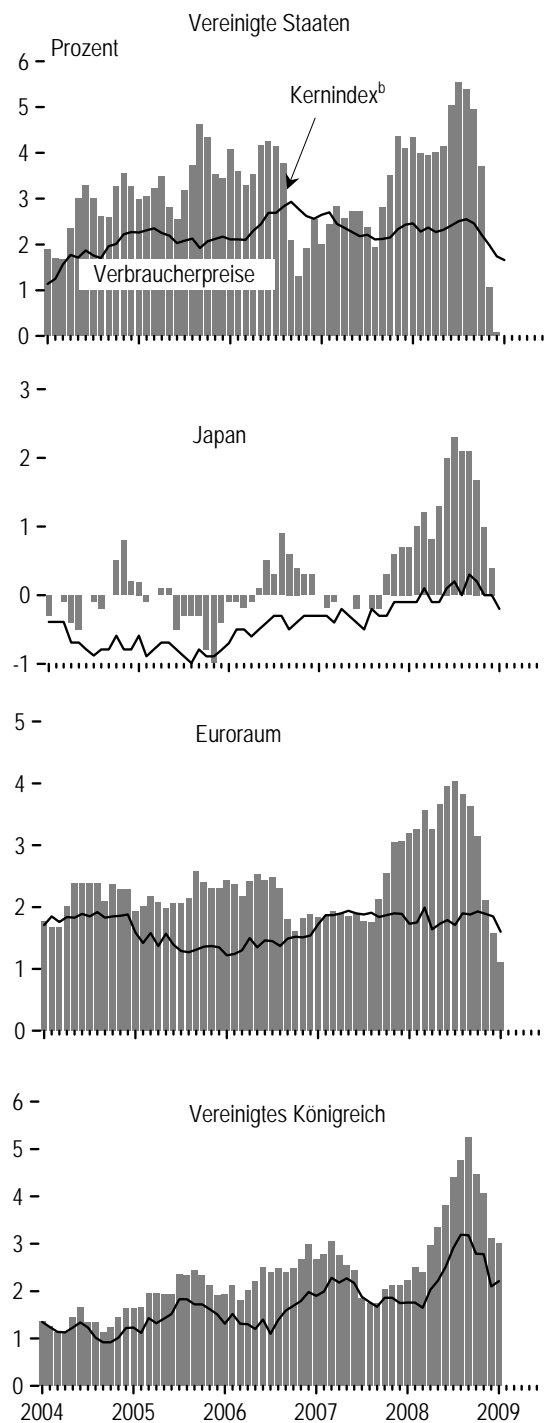
Quelle: OECD (2009); eigene Berechnungen.

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

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

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

Abbildung 18:
Verbraucherpreisanstieg in großen Industrieländern 2004–2009^a



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

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

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

Geldpolitik im Zeichen der Krise

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 2:

Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2008, 2009 und 2010

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

^aPrognose. — ^bMindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

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

Tabelle 3:

Arbeitskosten in den großen Industrieländern 2007–2010

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

^aTeilweise geschätzt. — ^bPrognose. — ^cArbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^eReales BIP je Beschäftigten.

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

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

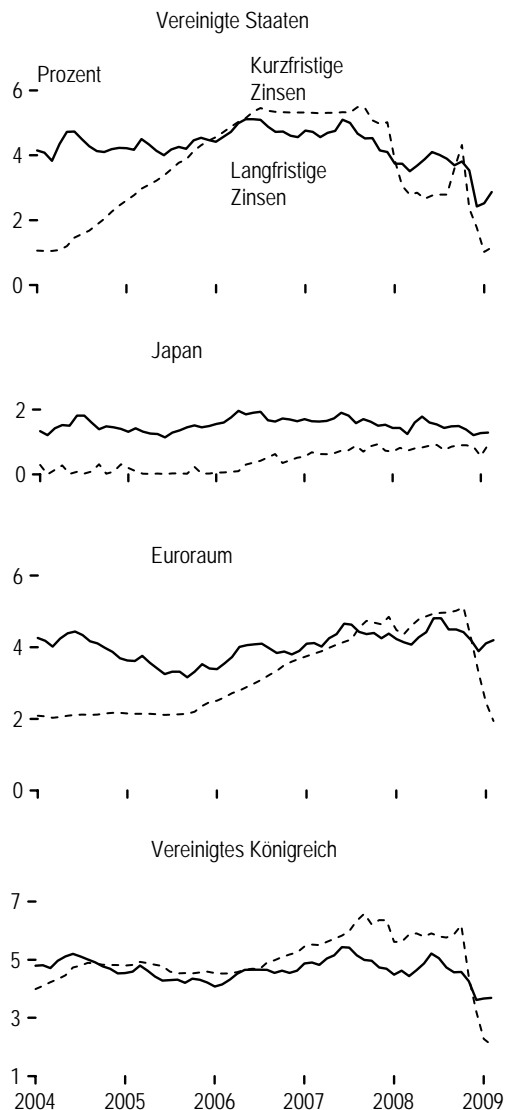
Bei einer Politik der quantitativen Lockerung erwirbt die Notenbank Wertpapiere von Banken, Unternehmen oder der Regierung, ohne die dadurch bewirkte Ausweitung der Zentralbankgeldmenge durch ein entsprechendes Gegengeschäft – etwa den Verkauf von Staatsschuldtiteln – rückgängig zu machen, sie zu

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

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

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

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



Quelle: OECD (2009).

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

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

In den *Vereinigten Staaten* unternimmt die Fed weiterhin enorme Anstrengungen, um die Verspannungen an den Finanzmärkten zu lösen und die Konjunktur zu stützen. Nachdem das Instrument der Leitzinssenkung bereits seit Dezember mit der Festsetzung eines Zielbereichs zwischen 0 und 0,25 Prozent praktisch vollständig ausgeschöpft ist, kommt den Maßnahmen im Rahmen der unkonventionellen Geldpolitik zunehmende Bedeutung zu. Bereits im September hatte die Fed begonnen, in größerem Umfang zusätzlich an den Wertpapiermärkten zu intervenieren, teils um Finanzinstituten den Zugang zu Liquidität zu erleichtern, teils um durch den Aufkauf von kurzfristigen Unternehmensanleihen und mit Kreditforderungen unterlegten Wertpapieren die Kreditzinsen auf direktem Wege zu senken und der Neukreditvergabe wieder Schwung zu verleihen.⁹ Insgesamt verlängerte die Fed so ihre Bilanzsumme auf etwa 2 Bill. Dollar – mehr als doppelt so viel als noch im September 2008.¹⁰ Alles in allem gelang es der Fed, die Finanzmärkte wieder etwas zu entspannen. So hat sich die Differenz von Zinssatz am Interbankengeldmarkt und Rendite von Schatzwechseln mit einer Laufzeit von drei Monaten (TED-Spread), ein Indikator für das Vertrauen der Akteure am Interbankengeldmarkt, zuletzt stark verringert, auch wenn der Aufschlag noch nicht wieder auf sein Niveau von vor Ausbruch der Finanzkrise gesunken ist (Abbildung 20).

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

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

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

Abbildung 20:
TED-Spread in den Vereinigten Staaten 2005–2009^a



^aBerechnet als Differenz zwischen 3-monats-Zins an Bankenintergeldmarkt und Staatsanleihen mit 3-monatiger Laufzeit.

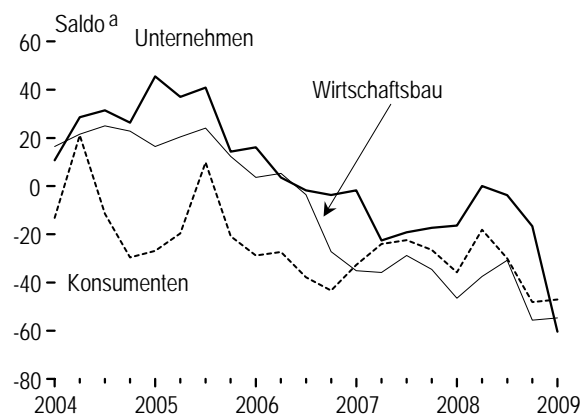
Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

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

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

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

Abbildung 21:
Kreditnachfrage in den Vereinigten Staaten 2004–2009^a



^aDifferenz aus prozentualen Anteil der Banken, die eine steigende Nachfrage berichten, und Banken, die eine sinkende Nachfrage berichten.

Quelle: Federal Reserve Board (2009).

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

Kasten 1:

Zur Entwicklung der Kreditkonditionen während Zinssenkungsphasen in den Vereinigten Staaten

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

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

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

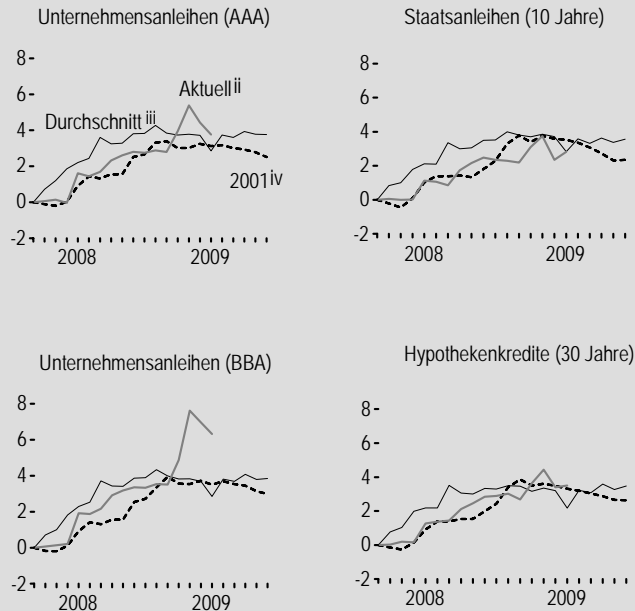
Neben den Marktzinsen liefern auch die Kreditkonditionen und die Bereitschaft der Banken Kredite an private Haushalte zu vergeben Informationen darüber, inwieweit geldpolitische Impulse der Zentralbank die Märkte erreichen. Ein Vergleich der aktuellen Entwicklung mit früheren Zinssenkungsphasen zeigt,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

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Abbildung K1-1:

Entwicklung des Zinsabstands zwischen Marktzins und Federal Funds Rate während Zinssenkungszyklen Iⁱ

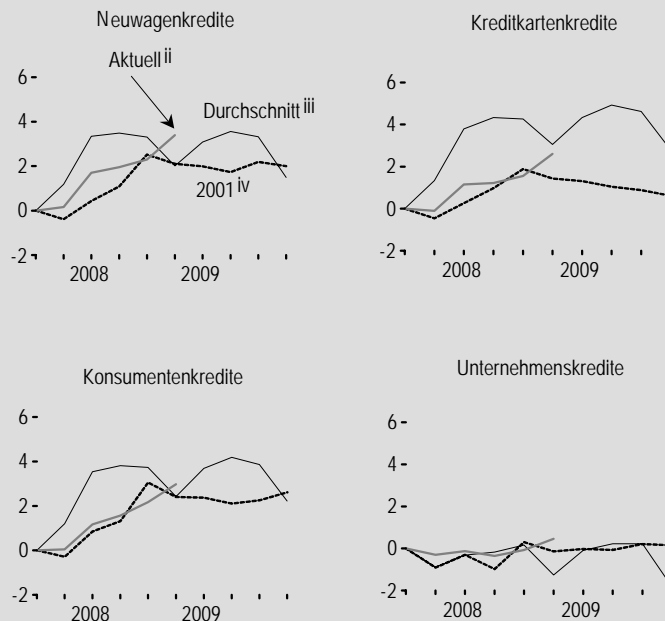


IⁱZinsabstand für Beginn der Zinssenkungsphase auf null nominiert. — IIⁱⁱZinssenkungsphase beginnend im September 2007. — IIIⁱⁱⁱDurchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 6 Zinssenkungsphasen. — IV^{iv}Zinssenkungsphase beginnend mit Januar 2001.

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

Abbildung K1-2:

Entwicklung des Zinsabstands zwischen Marktzins und Federal Funds Rate während Zinssenkungszyklen IIⁱ



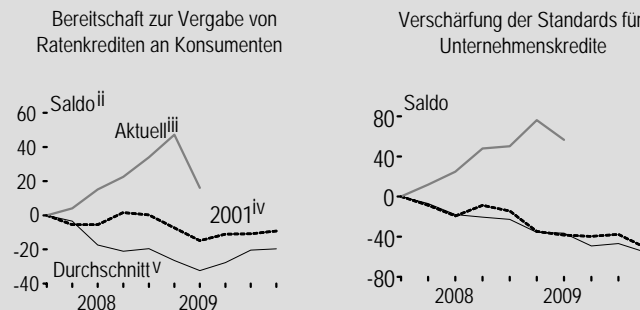
IⁱZinsabstand für Beginn der Zinssenkungsphase auf null nominiert. — IIⁱⁱZinssenkungsphase beginnend im September 2007. — IIIⁱⁱⁱDurchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 6 Zinssenkungsphasen. — IV^{iv}Zinssenkungsphase beginnend im Januar 2001.

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Abbildungen K1-3:

Entwicklung von Kreditstandards und Bereitschaft zur Kreditvergabe von Geschäftsbanken während Zinssenkungszyklenⁱ



ⁱFür Beginn der Zinssenkungsphase auf null nominiert. — ⁱⁱErhöhter Saldo bedeutet Verschlechterung. — ⁱⁱⁱZinssenkungsphase beginnend im 3. Quartal 2007. — ^{iv}Zinssenkungsphase beginnend im 1. Quartal 2001. — ^vDurchschnittliche Entwicklung über die vergangenen 6 Zinssenkungsphasen.

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

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

bankzinsen dürften im Prognosezeitraum bei null bleiben.

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

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

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

Forderungsverbriefungen (Asset Backed Securities) ausgegeben werden.

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

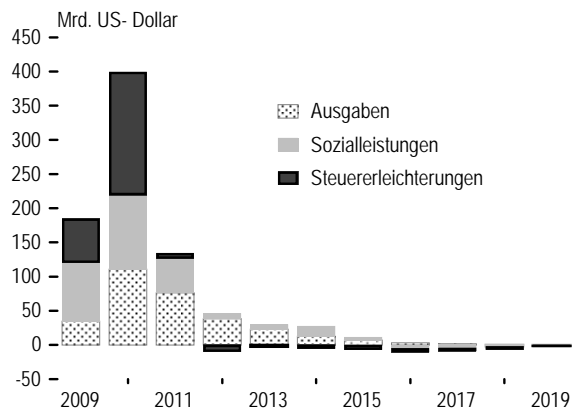
Finanzpolitik: Massive Konjunkturprogramme

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

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

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

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



Quelle: Congressional Budget Office (2009a).

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

¹² Vgl. Dovern et al. (2008).

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

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

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Kasten 2:

Zur Ausgestaltung und Wirkung des Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten

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

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

Tabelle K2-1:

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

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

¹In Mrd. Dollar.

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

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

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

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

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

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

Tabelle K2-2:

Effekte des Konjunkturprogramms auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Jahresdurchschnitt

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

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

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

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

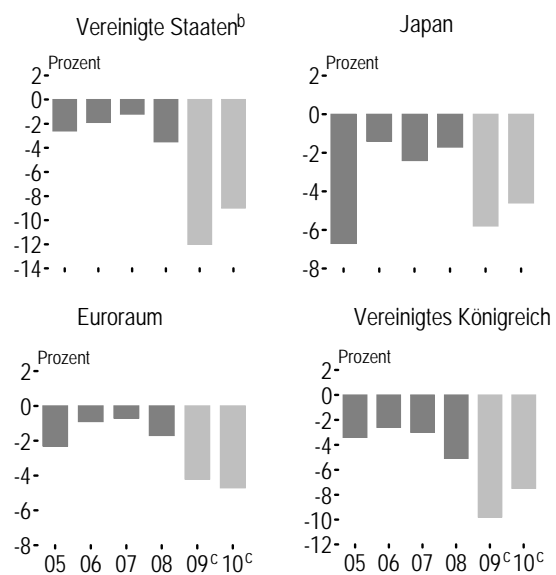
Das zweite Programm, der *Homeowner Affordability and Stability Plan*, soll den kollabierenden Immobilienmarkt stützen. Ein Teil des Programms besteht darin, Hauseigentümern über Fannie Mae und Freddie Mac die Umschuldung ihrer Hypotheken zu ermöglichen, damit sie von den derzeit niedrigen Zinssätzen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

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

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

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

Abbildung 23:
Budgetsaldo des Staates in großen Industrieländern 2005–2010^a



^aIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt. — ^bBund. — ^cPrognose.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

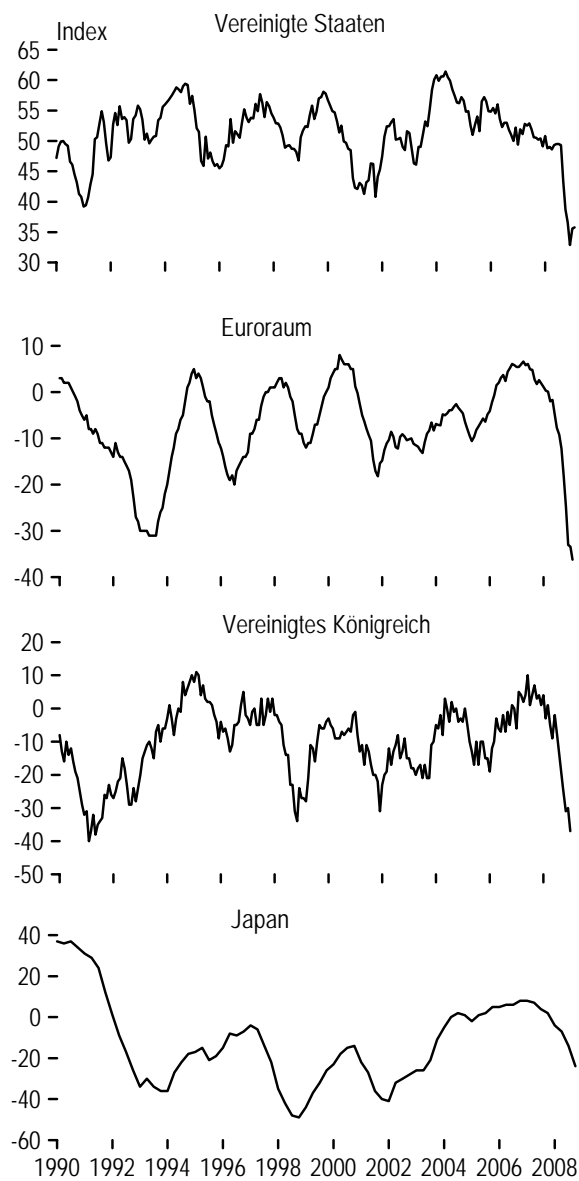
sprechend fast 15 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Es ist allerdings unklar, wie viele der Maßnahmen tatsächlich zusätzliche Mittel darstellen. Schätzungen belaufen sich auf einen Anteil, der lediglich 1 bis 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmacht (Economist Intelligence Unit 2008: 13). Der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

Ausblick: Dem Rückgang der Weltproduktion folgt eine nur allmähliche Erholung

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

¹³ Das Haushaltsjahr im Vereinigten Königreich beginnt im April und endet im darauf folgenden März.

Abbildung 24:
Geschäftsklima in großen Industrieländern 1990–2009



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

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

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

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

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

Tabelle 4

Bruttoinlandsprodukt und inländische Verwendung in ausgewählten Industrieländern 2002–2007 sowie 2008, 2009 und 2010^a

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

^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^bDurchschnittliche jährliche Zuwachsrates. — ^cPrognose.

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

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2007–2010

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

^aGewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 nach Kaufkraftparität. — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dOhne China und Japan.

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 6:

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

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

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

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

Die Prognose im Einzelnen

Kein kräftiger Aufschwung in den Vereinigten Staaten in Sicht

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

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

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

Tabelle 7:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2007–2010

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

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

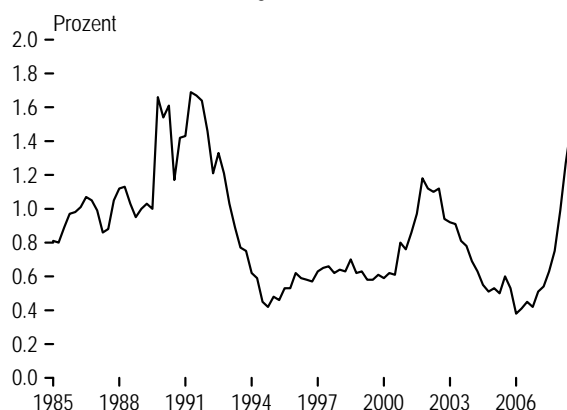
Quelle: US Department of Commerce (2009); US Department of Labor (2009a, 2009b); US Department of the Treasury (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

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

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

Abbildung 25:

Kreditausfälle in den Vereinigten Staaten 1985–2008



Quelle: Federal Reserve Board (2009).

Schwere Rezession in Japan

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

Tabelle 8:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2007–2010

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

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

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

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

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

Tabelle 9:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2007–2010

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

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

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

Produktionseinbruch auch in der übrigen EU

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

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

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

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

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

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

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

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

Gedämpfte Expansion in den Schwellenländern

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 11:

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

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

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

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

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

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

Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel

Tabelle 12:

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

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

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dAufgeführte Länder.

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

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

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

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

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

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

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

Folgen der Weltwirtschaftskrise für die Einschätzung des mittelfristigen Wachstumstrends

Der schwere konjunkturelle Einbruch folgt einer längeren Phase sehr kräftiger weltwirtschaftlicher Expansion. Zwischen 2003 und 2007 stieg die Weltproduktion mit Raten von nahezu 5 Prozent jährlich. Das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft lag deutlich oberhalb des zuvor verzeichneten Trends von etwa $3\frac{3}{4}$ Prozent. Es stellte sich die Frage, ob es sich bei dieser wirtschaftlichen Expansion um einen ausgeprägten Boom handelte oder ob sich das Potentialwachstum der Weltwirtschaft deutlich erhöht hatte. Eine Reihe von Faktoren konnte für die These eines beschleunigten Potentialwachstums ins Feld geführt werden (Gern et al. 2007). So ging der kräftige Aufschwung lange Zeit nicht mit einer nennenswerten Erhöhung der Inflation einher; die Integration Chinas in die Weltwirtschaft hatte mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation an Schwung gewonnen; in einer Reihe von Industrieländern waren Arbeitsmarktreformen durchgeführt worden, die zusätzliches Arbeitskräftepotential mobilisiert hatten; die Realzinsen waren historisch niedrig und begünstigten die Sachkapitalbildung. Eine Schätzung durch die Ermittlung des Wachstumstrends mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters¹⁴ bestätigte diese Diagnose: Das Trendwachstum war demnach seit Ende der 1990er Jahre auf 4,3 Prozent gestiegen.

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

¹⁴ Dieser Wert ergibt sich bei einem Glättungsparameter von $\lambda = 100$.

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

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

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

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

liegt das geschätzte Potentialwachstum zwischen 4 und 4,7 Prozent. Berechnungen auf der Basis des gegenwärtigen Datenstandes, also unter Berücksichtigung der aktuellen Schätzung für die Zuwachsrate der Weltproduktion im Jahr 2008 (3,3 Prozent) sowie die hier vorgelegte Prognose für die Entwicklung in den Jahren 2009 und 2010 (-0,8 bzw. 2,1 Prozent), ergeben ein dramatisch unterschiedliches Bild: Die Wachstumsrate des Produktionspotentials wird nunmehr nur noch auf 3,3 Prozent taxiert, bei einem Konfidenzintervall von 3,0 bis 3,5 Prozent (Abbildung 26). Damit liegt die aktuelle Schätzung des Trendwachstums selbst unter Annahme eines äußerst günstigen Verlaufs der Produktion in den Jahren nach 2010 nicht mehr im Konfidenzintervall der Trendschätzung von vor einem Jahr. Zwar hat auch eine Abwärtsrevision der IMF-Daten für den Anstieg der Weltindustrieproduktion zwischen Herbst 2007 und Herbst 2008¹⁶ im Zusammenhang mit einer Neuberechnung der Kaufkraftparitätengewichte zu der niedrigeren Schätzung des Potentialwachstums beigetragen, doch ist dieser Faktor von eher geringer Bedeutung. Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich nämlich auch, wenn statt des Trends der Weltproduktion der Trend des Welthandels mit unterschiedlichem Datenstand geschätzt wird, der kaum Revisionen unterlag: Während vor einem Jahr noch eine trendmäßige Beschleunigung des Welthandels ermittelt worden wäre, ergibt sich unter Berücksichtigung des derzeitigen tiefen Einbruchs beim Welthandel nunmehr ein eher abwärts gerichteter Wachstumstrend.

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

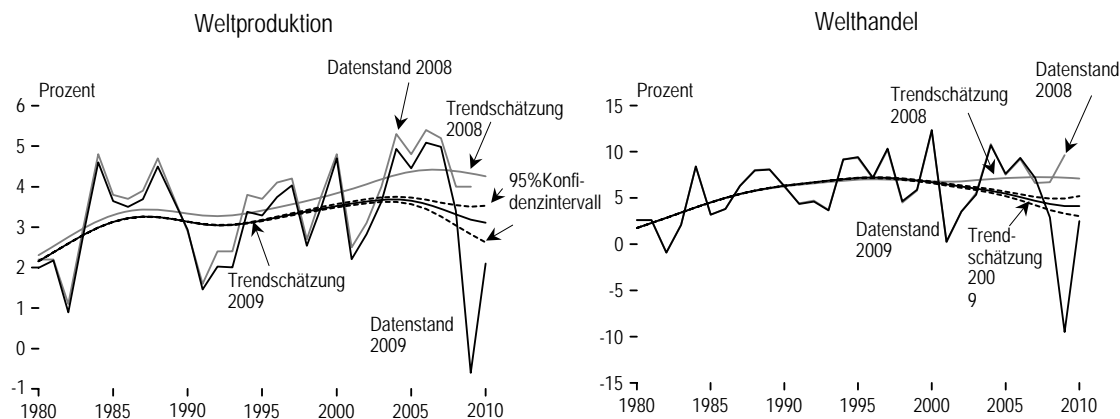
¹⁶ Die Daten stammen jeweils aus der Herbstausgabe der IMF World Economic Outlook Database.

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

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

Abbildung 26:

Trend-schätzungen für das Wachstum der Weltproduktion und des Welthandels bei unterschiedlichem Datenstand^a 1980–2014



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

Quelle: IMF (2008); eigene Berechnungen.

Literatur

Abeyasinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (5. September 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabey/gdpdata.xls>>.

Asian Development Bank (2009). Global Financial Turmoil and Emerging Market Economics: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth. Via Internet (9. März 2009) <<http://www.adb.org/Media/Articles/2009/12818-global-financial-crisis/Major-Contagion-and-a-shocking-loss-of-wealth.pdf>>.

Bernanke, B.S. (2009) Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet. Speech at the National Press Club Luncheon. Via Internet (18. Februar 2009) <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090218a.htm>>.

Bernstein, J., und C. Romer (2009). The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan. Via Internet (4. März 2009) <http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074_l3m6btite.pdf>.

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

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

Konjunkturereinbruch im Euroraum

Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern,
Klaus-Jürgen Gern, Björn van Roye und
Joachim Scheide

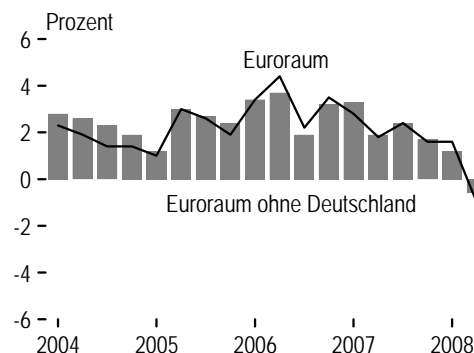
Zusammenfassung:

Der Euroraum befindet sich in einer Rezession, die sich durch den jüngsten Einbruch des Welthandels deutlich vertieft hat. Zusätzlich kommt es im Zuge der Immobilienkrisen in einigen Ländern zu einem Abbau von Übertreibungen innerhalb des Euroraums, der über den gesamten Prognosezeitraum belastend wirken wird. Im Jahr 2009 dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 3,3 Prozent sinken und im folgenden Jahr in etwa stagnieren. Wegen der geringeren Bedeutung des Außenhandels wird sich der übrige Euroraum im laufenden Jahr etwas günstiger entwickeln als Deutschland.

Der Abschwung, der bereits zu Beginn des Jahres 2008 eingesetzt hatte, hat sich im vierten Quartal erheblich beschleunigt. Den Folgen der Finanzmarktkrise und des dramatischen Einbruchs des Welthandels konnte sich der Euroraum nicht entziehen; dabei ist bemerkenswert, mit welcher Geschwindigkeit sich sowohl die konjunkturelle Lage als auch die Aussichten in allen Ländern des Euroraums eingetrübt haben. Das Ausmaß der konjunkturellen Verwerfungen wiederum variiert durchaus zwischen den einzelnen Mitgliedsländern und hängt insbesondere von der außenwirtschaftlichen Exponiertheit ab (Kasten 1). So zeigte sich der übrige Euroraum in jüngster Zeit robuster als Deutschland (Boss et al. 2009).

Das reale Bruttoinlandsprodukt des Euroraums ohne Deutschland sank im vierten Quartal im Vergleich zum dritten Quartal annualisiert um 4,5 Prozent (Abbildung 1). Dabei gingen fast alle Komponenten der Verwendungsseite zurück, mit Ausnahme der Vorratsinvestitionen. Besonders deutlich sanken mit 10,6 Prozent die Investitionen. Relativ moderat verglichen mit der Situation in Deutschland waren die Einbußen im Außenhandel, wobei die Exporte des übrigen Euroraums zwar ähnlich stark einbrachen, allerdings die Importe im Gegensatz zu Deutschland in fast demselben Ausmaß eingeschränkt wurden. Der Einbruch

Abbildung 1:
Reales Bruttoinlandsprodukt 2004–2008^a



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

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

Konjunkturreinbruch im Euroraum

Kasten 1:

Zur Reaktion des realen Außenbeitrages in großen Ländern des Euroraums auf Veränderungen des Welthandels

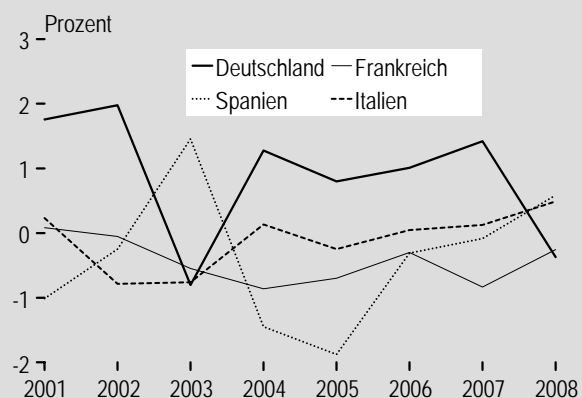
Innerhalb des Euroraums führen die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nach dem Einbruch des Welthandels zu einer unterschiedlich ausgeprägten konjunkturellen Dämpfung. Im Folgenden soll untersucht werden, mit welcher Intensität außenwirtschaftliche Schocks die Konjunktur in ausgewählten Ländern beeinflussen.

Der deutsche Außenhandel konnte in den vergangenen Jahren vom kräftig expandierenden Welthandel und der weltweit robusten Nachfrage nach Investitionsgütern profitieren. In den Jahren 2006 und 2007 stiegen die realen Exporte mit reichlich 13 bzw. 8 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Durch die weltweit starke Nachfrage nach Investitionsgütern, gewann die deutsche Exportwirtschaft in besonderem Maße Marktanteile hinzu (vgl. IfW 2009).^a Mit den kräftigen Zuwachsraten der Ausfuhren in den vergangenen Jahren ist auch der Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt von 32 Prozent im Jahr 2000 auf 47 Prozent im Jahr 2008 gestiegen. Die Importe stiegen hingegen nur von 33 Prozent (2000) auf 39 Prozent (2008). Der Außenbeitrag zog stark an und trug maßgeblich zum Aufschwung der deutschen Volkswirtschaft in den vergangenen Jahren bei. Mit Ausnahme von 2003 stützte der Außenhandel das Bruttoinlandsprodukt bis zum Jahr 2007 mit Wachstumsbeiträgen von über einem Prozent pro Jahr (Abbildung K1-1). In Frankreich, Spanien und Italien betragen die Exportquoten im Jahr 2008 lediglich 26 Prozent (bzw. 27 Prozent und 29 Prozent) wohingegen die Importe mit 29 Prozent (bzw. 34 Prozent und 30 Prozent) einen größeren Teil der Gesamtwirtschaft ausmachten als die Exporte. Insbesondere in Spanien gingen seitens des negativen Außenbeitrages in den vergangenen Jahren dämpfende Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion aus. Im Zuge der kräftigen Expansion des privaten Konsums und der Investitionen in der Bauwirtschaft überstiegen die Einfuhren die Ausfuhren und der negative Außenbeitrag reduzierte das Bruttoinlandsprodukt in einigen Jahren um mehr als ein Prozent.

Ende des Jahres 2008 ist der reale Welthandel in dramatischem Tempo geschrumpft (vgl. Gern et al. 2009). Im vierten Quartal sank er mit einer laufenden Jahresrate von 22 Prozent. Für Deutschland lässt sich diese Entwicklung vor allem an dem äußerst kräftigen Rückgang der realen Exporte im vierten Quartal ablesen. So schrumpften die Ausfuhren mit einer laufenden Jahresrate von 26,2 Prozent – einem der stärksten Rückgänge in der Geschichte der Bundesrepublik. Die Importe fielen um lediglich 13,5 Prozent und der Wachstumsbeitrag des Außenhandels zum Bruttoinlandsprodukt sank im Vorjahresvergleich kräftig; im gesamten Jahr 2008 war er erstmalig seit 2003 wieder negativ. In den übrigen Staaten sind die Wachstumsbeiträge im Jahr 2008 verglichen zum Vorjahr hingegen gestiegen. Die Exporte brachen gegen Jahresende zwar auch hier ein. Die Importe schrumpften jedoch auch deutlich. So trug der Außenhandel in Spanien und Italien 2008 positiv zum Bruttoinlandsprodukt bei.

Die differenzierte Entwicklung des Außenbeitrages legt die Vermutung nahe, dass die deutsche Volkswirtschaft im Gegensatz zu den hier betrachteten übrigen Ländern in besonderem Maße vom Aufschwung des Welthandels profitiert hat, jedoch auch vom aktuellen Rückgang des Welthandels besonders stark beeinträchtigt wird.

Abbildung K 1-1:
Wachstumsbeiträge des Außenhandels in großen Ländern des Euroraums 2001–2008ⁱ



ⁱLundberg-Komponenten in Prozentpunkten.

Quelle: Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg); OECD (2008); eigene Berechnungen.

Konjunkturreinbruch im Euroraum

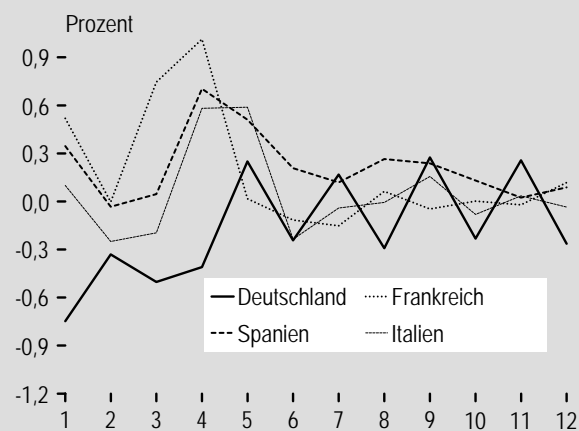
Ein vektorautoregressives (VAR) Modell soll diese Frage untersuchen. In das Modell werden die Wachstumsbeiträge der realen Außenbeiträge, die real effektiven Wechselkurse und das Volumen des Welthandels als Variablen mit jeweils vier Verzögerten aufgenommen. Es wird für vier Länder des Euroraums auf Basis von Quartalsdaten von 1970 bis 2008 einzeln geschätzt. Zur Errechnung der Impuls-Antwort Funktionen werden geeignete Annahmen auf der Grundlage von Plausibilitätsüberlegungen bezüglich der kontemporären rekursiven Ordnung (Cholesky-Zerlegung) gemacht. So kann man annehmen, dass Schocks auf den Welthandel die Wechselkurse und den Außenbeitrag kontemporär beeinflussen, Veränderungen des Außenbeitrages werden sich auf den Welthandel kontemporär jedoch relativ wenig auswirken. Es wird ein kontraktiver Welthandelsschock mit Größe der Standardabweichung des Welthandels simuliert.

Das Modell bestärkt die Hypothese, dass der Außenbeitrag Deutschlands von einer Veränderung des Welthandels stärker beeinflusst wird als der anderer Staaten des Eurosystems (Abbildung K1-2). So sinkt der Wachstumsbeitrag des Außenhandels nach einem Rückgang des Welthandels in Deutschland kräftig, wohingegen er in den übrigen Staaten zunächst steigt. Auch im Verlauf ist eine zunächst gegenläufige Dynamik der Außenbeiträge zwischen Deutschland und den übrigen Ländern zu beobachten. Die Ergebnisse legen die Vermutung nahe, dass der deutsche Außenhandel andere außenwirtschaftliche Strukturen aufweist und somit elastischer auf globale Nachfrageschocks reagiert als die anderen Länder.

Tatsächlich ist der Anteil der Investitionsgüter im deutschen Exportgüterortiment mit 45 Prozent deutlich größer als anderswo (Tabelle K1-1). Konsumgüter haben bei den deutschen Ausfuhren hingegen ein relativ kleines Gewicht. In einem Abschwung geht die Nachfrage nach Investitionsgütern in der Regel besonders stark zurück. Die Nachfrage nach Konsumgütern sinkt indes spürbar weniger. Dies spricht dafür, dass z.B. Spanien als wichtiger Konsumgüterexporteur weniger von der globalen Nachfrageschwäche getroffen wird. Die Ausfuhren Frankreichs und Italiens reagieren mit ihren niedrigen Anteilen von Investitionsgütern am gesamten Export ebenfalls weniger volatil auf Nachfrageschwankungen. Die deutsche Volkswirtschaft profitiert somit stärker von Boomphasen des Welthandels, wird bei Abschwüngen jedoch auch stärker davon beeinträchtigt als andere große Länder des Euroraums.

Abbildung K1-2:

Reaktion der Außenbeiträge großer Länder des Euroraums auf einen Rückgang des Welthandelsⁱ



ⁱLundberg-Komponenten in Prozent. Reaktion auf einen kontraktiven Schock des Welthandels in Höhe der Standardabweichung.

Quelle: Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.); OECD (2008); IMF (lfd. Jgg., hier: 2009); eigene Berechnungen.

Tabelle K1-1:

Exportanteile nach Gütergruppen in großen Ländern des Euroraums 2008 (in Prozent)

	Investitions- güter	Konsumgüter	Vorleistungs- güter
Deutschland	42,7	16,7	30,3
Frankreich	24,0	15,3	30,3
Spanien	10,5	37,3	52,4
Italien	28,0	38,5	24,6

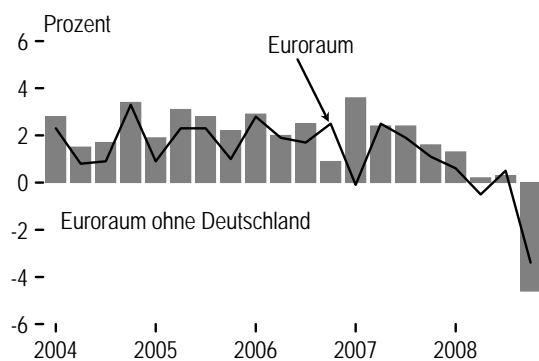
Quelle: Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.); IMF (lfd. Jgg.); nationale statistische Ämter via Thomson Financial Datastream.

^aDie deutsche Exportwirtschaft profitierte insbesondere von der kräftigen Nachfrage seitens der dynamisch expandierenden Schwellenländer, die durch Aufholeffekte verstärkt Kapitalgüter nachgefragt hatten. Zudem konnte der Exportsektor durch das „Recycling“ der Öleinnahmen der OPEC Staaten die Lieferungen in diese Region stark ausweiten (vgl. Boss et al. 2008a).

Konjunkturreinbruch im Euroraum

der Importe korrespondiert mit einem in seiner Intensität bisher einmaligen Einbruch des privaten Konsums um 4,6 Prozent (Abbildung 2). Insbesondere in Spanien und Irland sind die privaten Konsumausgaben bedingt durch die stark gestiegene Arbeitslosigkeit und den Verfall der Vermögenspreise extrem gesunken; eine Ausnahme bildet hier Frankreich, wo der private Konsum sogar merklich expandierte.

Abbildung 2:
Privater Konsum 2004–2008^a



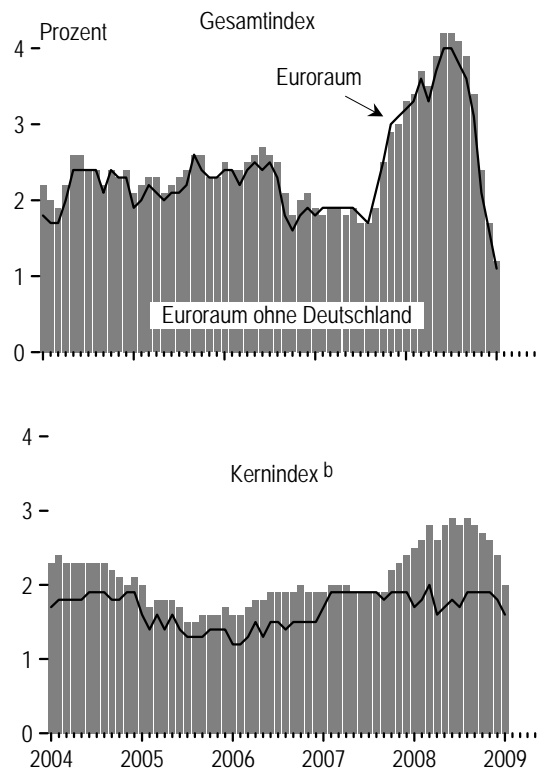
^a Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

Der Preisauftrieb im übrigen Euroraum betrug im Februar 2009 nur noch 1,2 Prozent nach rund 4 Prozent im Juli des Jahres 2008 (Abbildung 3). Die Geschwindigkeit, mit der die Weltkonjunktur eingebrochen ist, hat auf die Rohstoffpreise durchgeschlagen. Die sinkende Inflation ist in einem erheblichen Maße auf Korrekturen der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. So liegt der Anstieg des Kernindex, der diese Gütergruppen nicht enthält, deutlich über dem Anstieg des Gesamtindex. Allerdings sank in den vergangenen Monaten auch die Kerninflationsrate. Im Januar lag diese bei 2,0 Prozent, nachdem sie im August noch rund 3 Prozent betragen hatte.

Der Arbeitsmarkt hatte sich im vergangenen Jahr trotz des einsetzenden Abschwungs in vielen Ländern anfangs als relativ robust erwiesen. In den letzten Monaten des Jahres 2008

Abbildung 3:
Verbraucherpreise 2004–2009^a

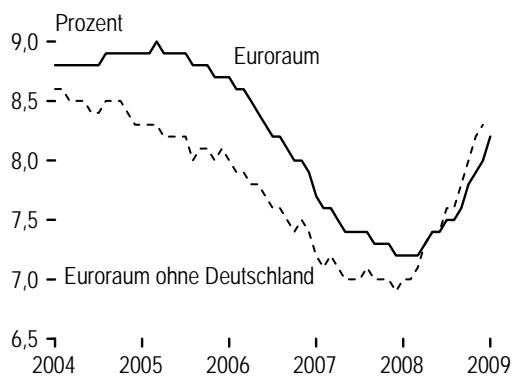


^aAnstieg gegenüber dem Vorjahr. — ^bGesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

sowie zu Beginn des aktuellen Jahres stieg jedoch in nahezu allen Ländern des Euroraums die Arbeitslosigkeit. Im Februar betrug die Arbeitslosenquote im Euroraum bereits 8,2 Prozent, was eine Zunahme im Vergleich zum Vorjahr von 0,9 Prozentpunkten bedeutet (Abbildung 4). In besonderer Weise sind Spanien und Irland betroffen, wo die Arbeitslosenquoten im Verlauf der vergangenen 12 Monate um über 4 Prozentpunkte gestiegen sind.

Abbildung 4:
Arbeitslosenquote 2004–2009^a



^aSaisonbereinigt.

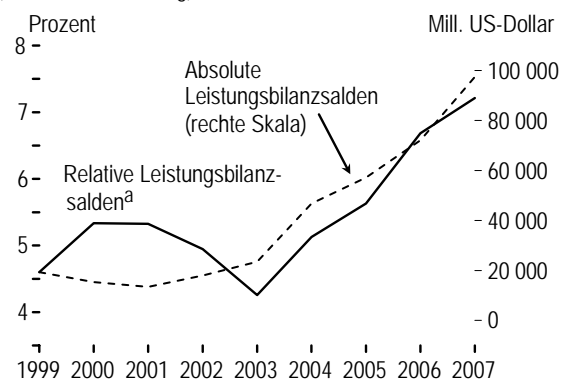
Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsländern belasten zusätzlich

Den aktuellen Verwerfungen im Welthandel und an den Finanzmärkten ging ein starker Anstieg außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte voraus, insbesondere ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit der USA in Folge des dortigen Immobilienbooms (Fratzscher et al. 2007). Die Situation im Euroraum wird zusätzlich dadurch belastet, dass auch innerhalb des Euroraums erhebliche Ungleichgewichte entstanden sind. Länder wie Deutschland und die Niederlande haben in den vergangenen Jahren einen deutlichen Aufschwung der Exportindustrie und damit einhergehend stark steigende Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse erlebt. Im gleichen Zeitraum haben Länder wie Spanien und Irland getrieben durch die dortigen Vermögenspreisblasen erhebliche Zuwächse beim privaten Konsum und den Bauinvestitionen verzeichnet, die wiederum zu rasant steigenden Handels- bzw. Leistungsbilanzdefiziten führten. Zeitgleich hat sich in beiden Ländern die Wettbewerbsfähigkeit spürbar verschlechtert. Insgesamt haben sich die Leistungsbilanzpositionen der Länder des Euroraums in einem erheblichen Maße auseinander bewegt (Abbildung 5).

Die derzeitigen Immobilienkrisen haben in Spanien und Irland Rezessionen ausgelöst, in denen die Übertreibungen im Bereich der Bauinvestitionen zurückgefahren werden, was wiederum mit einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit in beiden Ländern einhergeht. Es ist abzusehen, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit beider Länder allmählich verbessern wird, zumal der Lohnanstieg sich erheblich abflacht. Im Gegenzug sind die exportorientierten Länder des Euroraums vom Einbruch der Importnachfrage aus Spanien und Irland betroffen und müssen sich darauf einstellen, dass nicht nur die Nachfrage nach Gütern aus diesen Ländern dauerhaft geringer sein wird, sondern zusätzlich eine stärkere Konkurrenz von dort entsteht.

Abbildung 5:
Streuung der Leistungsbilanzsalden im Euroraum
(Standardabweichung) 1999–2007



^aIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: IMF (Ifd. Jgg.).

Es ist schwer auszumachen, ob die Einführung der gemeinsamen Währung zu der starken Zunahme der Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums geführt hat. Dafür spricht, dass es Unterschiede in den Inflationsraten zwischen den Ländern des Euroraums gab und gibt (Égert et al. 2004). Zwar waren diese Unterschiede in der Größenordnung durchaus vergleichbar mit denen, die sich auch zwischen den Regionen der USA finden, doch sind sie im Euroraum bedeutend persistenter (Tabelle 1). So lag die Jahresinflationsrate von Griechenland in den vergangenen 10 Jahren immer über der des gesamten Euroraums und die Spaniens in 9 von 10 Jahren. In Frankreich und Deutschland war

Konjunkturunbruch im Euroraum

Tabelle 1:
Persistenz der Inflationsdifferenz innerhalb der
Währungsunionen 1999–2008

		Über Durch- schnitt ^a	Unter Durch- schnitt ^b	Vor- zeichen- wechsel
Euroraum	Österreich	2	8	4
	Belgien	6	4	2
	Finnland	4	6	2
	Frankreich	1	9	2
	Deutschland	1	9	2
	Griechenland	10	0	0
	Irland	8	2	3
	Italien	8	2	4
	Luxemburg	8	2	3
	Niederlande	5	5	2
	Portugal	7	3	2
Spanien	9	1	1	
Vereinigte Staaten	North East	6	4	3
	Mid West	2	8	1
	South	4	6	6
	West	5	5	3

^aAnzahl der Jahre mit einem jährlichen Anstieg des HVPI über dem der Währungsunion. — ^bAnzahl der Jahre mit einem jährlichen Anstieg des HVPI unter dem der Währungsunion.

Quelle: EZB (2009); Bureau of Labour Statistics (2009); eigene Berechnungen.

die Inflation dafür in 9 von 10 Jahren geringer als im gesamten Euroraum.¹ Diese Inflationsunterschiede haben zu dauerhaften Realzinsdifferenzen geführt, so dass die Zinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) in Ländern mit hoher Inflation tendenziell zu expansiv und in Ländern mit niedriger Inflation tendenziell zu dämpfend gewirkt hat. Zu niedrige Realzinsen können Vermögenspreisblasen begünstigen (Taylor 2009). Dafür spricht, dass der Mechanismus, der den entsprechenden Effekten expansiver Realzinsen entgegenwirken könnte, nämlich ein durch reale Wechselkursaufwertungen bedingter Wettbewerbsfähigkeitseffekt, nur sehr zögerlich funktioniert (Europäische Kommission 2006). Allerdings wird ebenda auch darauf hingewiesen, dass der Effekt der Realzinsdifferenzen im Verhältnis zu länderspezifischen Aspekten, wie Risikoprämien oder Produktivitätsschocks, ebenfalls nur wenig zur

¹ In den USA findet sich keine Region entsprechender Größe, in der die Inflation dauerhaft über oder unter dem nationalen Durchschnitt liegt.

Erklärung von Unterschieden der gesamtwirtschaftlichen Aktivität oder Inflation zwischen den Ländern des Euroraums hergibt. Schließlich haben auch andere Länder in Europa, wie das Vereinigte Königreich oder Dänemark, die nicht dem gemeinsamen Währungsraum beigetreten sind, in jüngster Zeit Vermögenspreisblasen erlebt. Jedoch sollten die derzeitigen Erfahrungen dringend im Hinblick auf mögliche Erweiterungen der Währungsunion ausgewertet werden.

Da der Wettbewerbsfähigkeitskanal innerhalb der Währungsunion wohl nur sehr zögerlich wirkt, mag diese für Spanien und Irland derzeit den Nachteil in sich bergen, nicht die Möglichkeit zu besitzen über den Wechselkurs eine schnelle Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit herzustellen. Beide Länder müssen den langsameren Weg über nominale Lohnanpassungen beschreiten. Die gemeinsame Währung hat aber auch gerade für relativ kleine Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten den Vorteil, dass bei der Bestimmung von Schuldzinsen Risikoaufschläge wegen des Wechselkursrisikos entfallen. Auch wenn derzeit auf Staatsanleihen vieler Euroländer erheblich höhere Risikoprämien verlangt werden als für deutsche (Kasten 2), wären diese Prämien wohl noch bedeutend höher, wenn ein „eigenes“ Währungsrisiko hinzukäme. Für Deutschland bietet die Währungsunion derzeit vermutlich den Vorteil, dass der reale Wechselkurs niedriger ist als in einer Situation mit eigener Währung. Die anstehenden Einbußen an relativer Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten Länder gegenüber den anderen Ländern des Euroraums werden also zumindest teilweise durch eine bessere Wettbewerbsposition zu anderen Währungsräumen kompensiert. Angesichts des jüngsten Einbruchs der deutschen Exporte bleibt aber festzuhalten, dass dieser von den Immobilienkrisen Spaniens und Irlands mit getrieben wurde.²

² So gingen die deutschen Exporte in beide Ländern bereits im zweiten und dritten Quartal deutlich zurück und die Einbrüche im vierten Quartal erreichten laufende Jahresraten von über 40 Prozent.

Konjunkturreinbruch im Euroraum

Kasten 2:

Renditedifferenzen der Staatsanleihen des Euroraums

Die Differenzen zwischen den Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der einzelnen Mitglieder des Euroraums zu den Renditen deutscher Staatsanleihen haben in jüngster Zeit die höchsten Werte seit Bestehen der gemeinschaftlichen Währung erreicht. Zwischen den Jahren 2001 und 2007 lag die höchste der Differenzen der 10 größten Euroländer zu der Rendite deutscher Staatsanleihen bei unter 0,7 Prozentpunkten, zeitweise waren einige sogar negativ. Am 23. Januar 2009 konnten hingegen nahezu 3 Prozentpunkte Differenz zwischen den Renditen griechischer und deutscher Staatsanleihen beobachtet werden. Aber auch viele weitere Staaten wiesen erhebliche Differenzen auf. Nur die Renditen der Staatsanleihen der Niederlande, Frankreichs und Finnlands wichen zu keiner Zeit über einem Prozentpunkt von denen Deutschlands ab. Die erheblichen Anstiege der Renditedifferenzen treten zu einer Zeit auf, da die staatlichen Haushalte unter erheblichen Druck geraten sind. Sie können als relative Höherbewertung der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts im jeweiligen Land verglichen mit der Wahrscheinlichkeit eines solchen in Deutschland interpretiert werden.

Es liegt nahe, dass der Schuldenstand der öffentlichen Haushalte oder der entsprechende laufende Haushalts-saldo eines Landes in einen direkten Zusammenhang mit der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts und somit mit den angesprochenen Zinsdifferenzen stehen könnte. Die folgende Analyse soll der Frage nachgehen, welche makroökonomischen Größen in der sehr außergewöhnlichen aktuellen Situation die Renditedifferenzen am besten erklären können. In einfachen Querschnittsregressionsanalysen haben wir den Zusammenhang zwischen den Renditedifferenzen und verschiedenen makroökonomischer Variablen überprüft. Als abhängige Variable werden die 90 Tage-Durchschnitte der Renditedifferenzen der 10-jährigen Staatsanleihen der 11 größten Länder des Euroraums zu Renditen des 3-monatigen Euribor zwischen dem 14. November 2008 und dem 13. Februar 2009 herangezogen. Wir führen eine Vielzahl von Einfachregressionen jeweils mit einer anderen makroökonomischen Variable als Regressor durch, um deren Erklärungsgehalt zu untersuchen. Die Tabelle K2-1 gibt für eine Auswahl der durchgeführten Einfachregressionen die *t*-Werte der jeweiligen Regressoren, deren Signifikanzniveau sowie den relativen Erklärungsgehalt des jeweiligen Modells (R^2) an. Neben den in Tabelle K2-1 berichteten Variablen haben wir noch diverse weitere Variablen berücksichtigt. Zu diesen zählen die Inflation, der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts und, als Proxy für die Marktkapitalisierung, das Niveau des Bruttoinlandsprodukts sowie entsprechende öffentlich zugängliche Prognosen für 2009. Keine dieser Variablen liefert eine bessere Anpassung als die Leistungsbilanz.

Es zeigt sich, dass sowohl Staatsverschuldung als auch Haushaltsdefizite jüngst die Beurteilung der Märkte bezüglich der relativen Wahrscheinlichkeiten eines Staatsbankrotts der Länder des Euroraums nicht wesentlich treiben, jedoch die Leistungsbilanz einen Teil der Differenzen erklären kann.^a Es scheint derzeit ein wichtiger Aspekt zu sein, inwieweit die einzelnen Länder in der Lage sind, sich bei ihren eigenen Bürgern zu verschulden. Die Ersparnisse die in einem Land gebildet werden, werden im Zuge der Krise anscheinend auch verstärkt in Vermögenstitel des Landes selbst investiert, so dass Staaten mit niedriger Ersparnisbildung nur zu ungünstigeren Konditionen Schulden am internationalen Finanzmarkt aufnehmen können. Der mit der Krise einhergehende Anstieg der Unsicherheit scheint den sogenannten „home bias“ der Anleger verstärkt zu haben.

Tabelle K2-1:
Regressionsergebnisseⁱ

Modell/Regressor	<i>t</i> -Wert	Signifikanzniveau	R^2
Leistungsbilanz 2008	-3,156	0,012	0,525
Leistungsbilanz 2009 ⁱⁱ	-3,112	0,013	0,518
Staatsverschuldung 2008 ⁱⁱⁱ	-1,056	0,318	0,112
Haushaltssaldo 2008 ⁱⁱⁱ	-2,142	0,061	0,338

ⁱEinfachregression mit einer Konstanten und einem Regressor. Als abhängige Variable dienen die Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen. Der Stichprobenumfang ist 11. Die in der ersten Spalte angegebenen Variablen werden jeweils als Regressor gesondert in die Einfachregressionen eingesetzt. — ⁱⁱPrognose der Europäischen Kommission. — ⁱⁱⁱIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eigene Berechnungen.

^aFührt man eine ähnliche Analyse für Renditedifferenzen aus dem Frühjahr 2007 durch, zeigt sich die Staatsverschuldung relativ zum Bruttoinlandsprodukt als beste Erklärungsgröße. Die entsprechende Einfachregression hat ein R^2 von über 0,6.

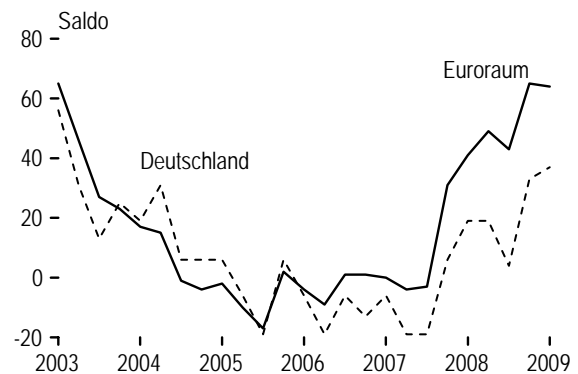
Monetäre Verspannungen verringern sich nur allmählich

Die monetären Indikatoren zeigen eine uneinheitliche Tendenz. Während einige derzeit auf ein günstigeres gesamtwirtschaftliches Umfeld, das in absehbarer Zeit eintreten könnte, hinweisen, deuten andere auf eine Fortdauer der Krise hin.

Die Geldmenge M1 ist im vierten Quartal 2008 wieder real expandiert. Allgemein gilt M1 als ein Frühindikator mit drei bis fünf Quartalen Vorlauf zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Ein Rückgang dieses Geldmengenaggregats hatte im Vorfeld der Rezession diese bereits angezeigt (Dovern et al. 2008), so dass nun im Gegenzug der Anstieg im vierten Quartal als positives Signal im Hinblick zumindest auf das Ende des laufenden Jahres zu werten ist und auf ein deutliches Anziehen der Konjunktur in 2010 hindeutet. Dieses Signal ist jedoch vor dem Hintergrund zu bewerten, dass die EZB im Zuge der Finanzkrise durch zum Teil erhebliche Offen-Markt-Geschäfte die Geldbasis außergewöhnlich erweitert hat, so dass ein Teil des Anstiegs von M1 in Folge der erweiterten Geldbasis und nicht als Anzeichen für eine Ausweitung der Transaktionskasse zu sehen ist. Unsere Prognose des Bruttoinlandsprodukts fällt für den Verlauf von 2010 entsprechend schlechter aus, als es der Anstieg der Geldmenge impliziert.

Im Gegensatz zur Expansion von M1 hat sich die Dynamik der höheren Geldmengenaggregate M2 und M3 in den letzten Monaten erheblich zurückgebildet. Die Vormonatsvergleiche waren jüngst sogar negativ. Zwar weisen die höheren Geldmengenaggregate keine besonders gute Frühindikatorfunktion für das Bruttoinlandsprodukt auf. Doch sollten sie sich weiter verringern, wäre dies ein mögliches Anzeichen für deflationäre Tendenzen im Euroraum, für die es bisher allerdings noch keine belastbaren Anhaltspunkte gibt. Ferner weist der Bank-Lending-Survey der EZB auf eine er-

Abbildung 6:
Kreditvergabekonditionen 2003–2009



Quelle: EZB (2009); Deutsche Bundesbank (2009a).

neute Verschärfung der Kreditvergabekonditionen im Euroraum hin (Abbildung 6). Dies lässt auf eine Reduktion des Kreditangebots in den kommenden Monaten schließen, da dem Bank-Lending-Survey eine Frühindikatorfunktion im Hinblick auf das Kreditvolumen zukommt (Kasten 3). In den verschärften Kreditvergabe-standards spiegelt sich allerdings nur zu einem Teil die im Zuge der Finanzkrise verschlechterte Bilanzsituation der Banken wider. Ein wesentlicher Bestimmungsgrund für die Verschärfung der Kreditvergabe-standards sind die durch die Rezession gestiegenen Kreditausfallrisiken. Mit der Fortdauer der weltweiten Rezession wird sich der Stress im Bankensektor wohl aber wieder verstärken. So gerieten insbesondere österreichische und italienische Banken, die jeweils ein ausgeprägtes Osteuropageschäft haben, mit der Eintrübung der dortigen Konjunktur jüngst erheblich unter Druck.

Die Exportindustrie profitierte davon, dass der reale effektive Wechselkurs seit einiger Zeit deutlich unter seinen Höchstständen vom Frühjahr 2008 liegt (Abbildung 7). Nachteilig wirkt sich allerdings aus, dass die Volatilität an den Devisenmärkten mit der Zunahme der Finanzmarkturbulenzen im vergangenen Jahr ebenfalls erheblich gestiegen ist, was die Kosten der Exporteure erhöhen dürfte, sich gegen Währungsrisiken abzusichern.

Konjunkturerinbruch im Euroraum

Kasten 3:

Zusammenhang zwischen Volumen der Unternehmenskredite und dem Bank-Lending-Survey der EZB

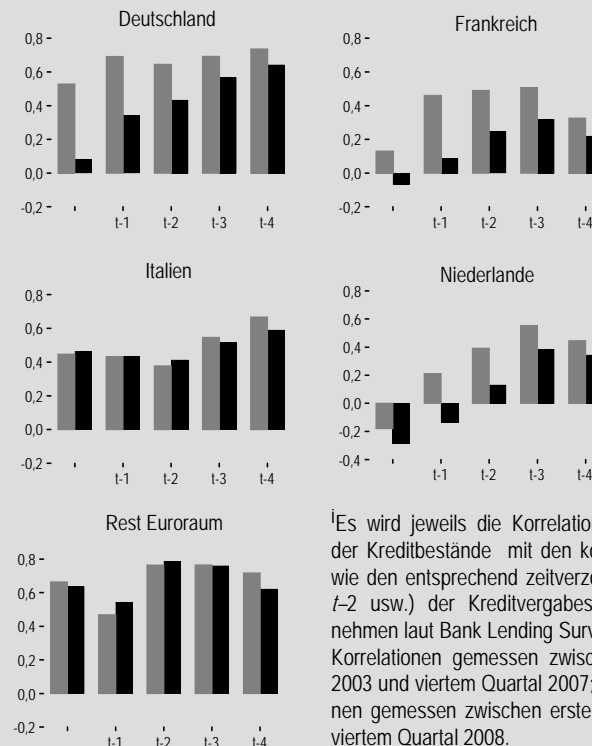
Seit 2003 werden in allen Ländern des Euroraums führende Manager von Geldinstituten quartalsweise befragt, ob die Kreditvergabekonditionen ihrer Institute verschärft oder gelockert werden; dabei werden nicht nur die allgemeinen Konditionen, sondern auch detailliert z.B. die Gründe für die Veränderung der Konditionen abgefragt (vgl. Boss et. al. 2009). Die Salden der Antworten nach der Veränderung der Konditionen werden zur Einschätzung der Lage des Kreditmarktes herangezogen und gelten als Indikatoren des Kreditgeschäfts. In Europäische Kommission (2008b) wird auf die signifikante Korrelation zwischen den Salden der Kreditvergabestandards für Unternehmen und den Vorquartalszuwächsen der Kreditbestände im Euroraum hingewiesen, während eine Untersuchung des Zusammenhangs für deutsche Daten (deutsche Teilergebnisse des Bank-Lending-Surveys) zwischen den Kreditvergabestandards und den Zuwächsen der Kreditvolumina nur einen verzögerten Zusammenhang findet, bei dem die Kreditvergabestandards einen Vorlauf von etwa drei bis vier Quartalen haben (vgl. Deutsche Bundesbank 2009b).

Wir analysieren die Korrelationen der gleichzeitigen und zeitverzögerten Kreditvergabestandards mit den Zuwächsen des Kreditbestandes an Unternehmen für vier große Länder des Euroraums sowie einem Aggregat der übrigen Länder des Euroraums (Abbildung K3-1). Zum Vergleich werden die Korrelationen basierend auf zwei verschiedenen Zeiträumen dargestellt: einmal für den Zeitraum vom ersten Quartal 2003 bis zum vierten Quartal 2007 und dann für alle Beobachtungen, also auch inklusive der vier Quartale des Jahres 2008. Diese Unterscheidung wurde auch in Europäische Kommission (2008b) vorgenommen und soll eventuelle Effekte der Finanzmarktkrise auf die Korrelationsergebnisse ausschließen. Die Korrelationen unterscheiden sich tatsächlich erheblich im Fall von Deutschland, Frankreich und den Niederlanden über die verschiedenen Stützzeiträume der Korrelationsberechnung. Ferner sind erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern

festzustellen, so weisen insbesondere die übrigen Länder eine erhebliche Korrelation zwischen den Kreditvergabestandards und den Zuwächsen an Kreditbeständen auf. Nur leicht schwächer ist der Zusammenhang in Italien sowie in Deutschland, sofern nur Daten bis 2007 berücksichtigt werden. Für Frankreich und die Niederlande sind die Zusammenhänge höchsten schwach und erheblich verzögert.

Abbildung K3-1:

Korrelation der Kreditvergabestandards laut Bank Lending Survey mit den Zuwachsraten des Kreditbestandesⁱ



ⁱEs wird jeweils die Korrelation der Zuwachsraten der Kreditbestände mit den kontemporären (t) sowie den entsprechend zeitverzögerten Werten ($t-1$, $t-2$ usw.) der Kreditvergabestandards für Unternehmen laut Bank Lending Survey dargestellt. Grau: Korrelationen gemessen zwischen erstem Quartal 2003 und viertem Quartal 2007; schwarz: Korrelationen gemessen zwischen erstem Quartal 2003 und viertem Quartal 2008.

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

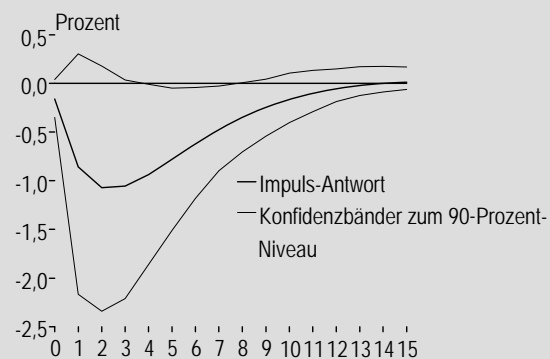
Konjunkturreinbruch im Euroraum

Der Nachteil der einfachen Korrelationsanalyse besteht darin, dass der Einfluss von anderen Variablen, wie die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität oder die Inflation, die unter anderem die Kreditnachfrage treiben, sowie dynamische Effekte unberücksichtigt bleiben. Wir passen daher ein vektorautoregressives Modell (VAR) an das vorliegende Panel aus den vier großen Ländern des Euroraums und den übrigen Ländern an.^a Durch die VAR-Modellierung ist es möglich, den Einfluss der Kreditvergabestandards auf das Kreditangebot zu identifizieren, da für Größen, die die Kreditnachfrage beeinflussen, kontrolliert wird. Dieser Einfluss lässt sich dann als Impuls-Antwort darstellen, bei der dargestellt wird, wie eine Verschärfung der Kreditvergabestandards über die Zeit auf die anderen Variablen des Modells wirkt. Wegen des geringen Datenumfangs wird im vorliegenden VAR-Modell nur eine Verzögerte berücksichtigt und die Daten werden für die Schätzung „gepoolt“.^b Als zusätzliche Variablen, neben den Kreditvergabestandards für Unternehmen und den Zuwächsen der entsprechenden Kreditbestände, werden die Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts und der Preisanstieg des HVPI herangezogen.^c Im Gegensatz zu den unbedingten Korrelationen erweisen sich die Schätzungen des VAR-Modells als relativ robust gegenüber der Aufnahme der Beobachtungen am aktuellen Rand.

Die geschätzte Impuls-Antwort ist in Abbildung K3-2 dargestellt. Der Impuls ist eine Verschärfung der Kreditvergabestandards, der sich in einer Erhöhung des entsprechenden Saldos um 18,5 Punkte zeigt. Der Zuwachs der Kreditbestände reduziert sich im Quartal des Impulses kaum; jedoch werden die Folgen in den anschließenden Quartalen deutlich stärker, so ist die Zuwachsrate des Kreditbestandes im zweiten und dritten Quartal des Impulses etwa einen Prozentpunkt niedriger als bei Ausbleiben desselben. Die geschätzte Impuls-Antwort ist als erhebliche und dauerhafte Einschränkung des Kreditangebots durch einen entsprechenden Anstieg des Saldos zu interpretieren.^d Einschränkung ist jedoch zu bemerken, dass die 90-Prozent-Konfidenzbänder über die gesamte Zeit nahe an der Nulllinie sind, der beschriebene Effekt also statistisch kaum signifikant ist. Dies liegt auch an der geringen Anzahl an Beobachtungen, die eine umfangreichere Modellierung und sicherere Inferenz verhindert.

Abbildung K3-2:

Wirkung einer Änderung der Kreditvergabestandards auf die Zuwachsraten des Kreditbestandesⁱ

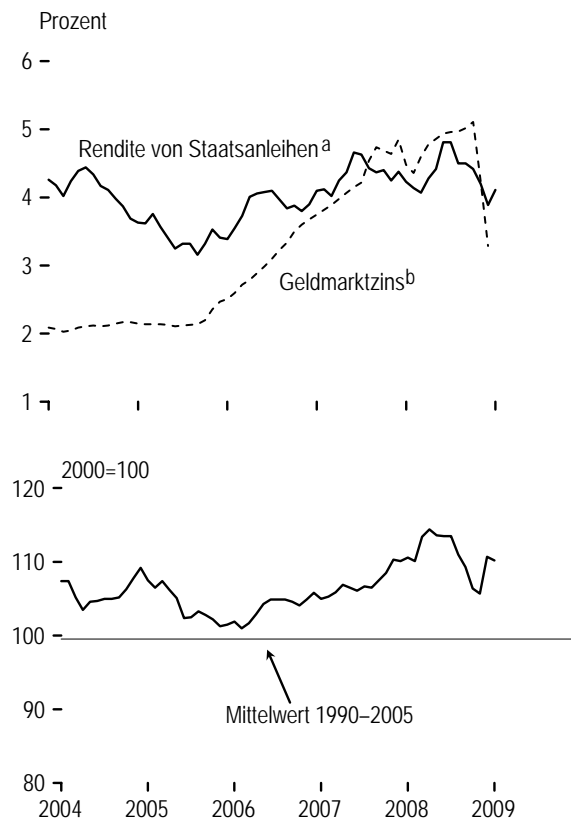


ⁱBasierend auf Paneldaten für Länder des Euroraums von 2003 bis 2008.

Quelle: Eigene Berechnungen.

^aVAR-Modelle werden für die Analyse von Kreditvergabestandards für die Vereinigten Staaten unter anderem von Lown und Morgan (2006) verwendet. — ^bEine Schätzung des VAR-Modells mit „festen Effekten“ weist keine signifikant verschiedenen Impuls-Antworten der Kreditvergabekonditionen auf. — ^cZinsen werden in keiner Form berücksichtigt, da im vorliegenden Zeitraum die Zinsen nahezu durchgehend gestiegen sind. — ^dDer Bank-Lending-Survey besitzt ebenfalls Vorlaufeigenschaften für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Im Verlauf ähnelt die Impuls-Antwort des Bruttoinlandsprodukts auf eine Verschärfung der Kreditvergabekonditionen der des Kreditbestandes in Abbildung K3-2. Vgl. auch Boss et al. (2008b).

Abbildung 7:
Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum 2004–2009



^aMit 10-jähriger Restlaufzeit. — ^bDreimonatsgeld.

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

Leitzinsen nahe null: Zeit für unkonventionelle Geldpolitik?

Die Entwicklungen der vergangenen Monate haben den Fokus der Geldpolitik weltweit dramatisch verschoben. Waren die auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Notenbanken noch bis zur Mitte des vergangenen Jahres besorgt, die Kerninflationen und Inflationserwartungen könnten aufgrund der lang anhaltenden Verteuerung von Rohstoffen signifikant ansteigen, stehen derzeit die Gefahren eines sich verschärfenden Einbruchs der Konjunktur mit deflationären Folgen im Vordergrund. Nachdem die Leitzinsen in wichtigen Währungsräumen

schon auf Niveaus von nahe null Prozent zurückgeführt worden waren, ohne dass bislang der konjunkturelle Negativtrend gestoppt wurde, treten die Probleme der konventionellen Geldpolitik in den Fokus.

Das Problem der konventionellen Geldpolitik besteht darin, dass null Prozent eine natürliche Untergrenze für den Leitzins darstellt. Eine Notenbank kann also auf dem Wege der Zinspolitik nichts weiter unternehmen, um die Wirtschaft stärker zu stimulieren. Über die normalen Transmissionskanäle des Bankensystems gelangt keine zusätzliche Liquidität in die Realwirtschaft, wenn die Banken selbst die für null Prozent Zinsen zur Verfügung gestellte Zentralbankliquidität nicht in Kredite für die Realwirtschaft umwandeln, sei es, weil sie aufgrund eigener Probleme das Kreditangebot dramatisch zurückfahren, oder sei es, weil vonseiten der Realwirtschaft bei gegebenem Niveau der langfristigen Zinsen keine Nachfrage nach Krediten besteht. Im Extremfall sinkt der Geldmengenmultiplikator auf null, d.h., selbst eine massive Ausweitung der Geldbasis lässt die weiter gefassten Geldmengenaggregate unverändert. Eine solche Situation – und nicht die einfache Tatsache, dass der Leitzins bei null Prozent liegt – stellt eine Art „Liquiditätsfalle“ dar. Sie kann auch schon erreicht werden, wenn der Zins leicht positiv ist.

Der Begriff der Liquiditätsfalle stammt von Keynes, der ihn allerdings auf den langfristigen Zins bezog. Zumeist wird in diesem Zusammenhang auf die Situation in der Großen Depression verwiesen. Damals schien es, als ob die Geldpolitik unwirksam geworden sei, denn die kurzfristigen Zinsen waren bereits sehr niedrig. Daraus schlossen viele, dass die Notenbank machtlos gewesen sei und nichts unternehmen konnte, um einen Rückgang der Geldmenge zu verhindern. Tatsächlich sanken die breiter gefassten Geldmengenaggregate in vielen Ländern, auch in Deutschland, drastisch. Letztlich führte dies zur These, dass die Geldpolitik in jener Phase unwirksam geworden sei und der Realwirtschaft keine Impulse geben konnte, weil die Nachfrage nach Geld vollkommen elastisch gewesen sei. Eine ähnliche These wurde für die japanische Wirtschaft in den 1990er Jahren vertreten; dort waren die kurzfristigen Zinsen

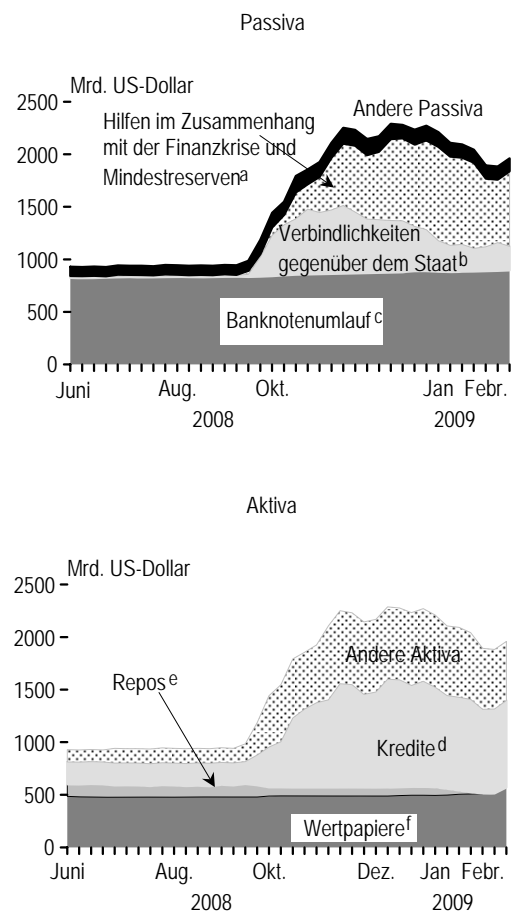
praktisch auf null gesunken. Es ist jedoch nicht korrekt, eine Liquiditätsfalle, wenn sie denn tatsächlich vorliegen sollte, gleichzusetzen mit einer generellen Unwirksamkeit der Geldpolitik. Denn dies würde bedeuten, dass die Notenbank keinen Einfluss auf wichtige relative Preise hat. Eine solche Situation ist sehr unwahrscheinlich (Laidler 2004).

Unkonventionelle Geldpolitik kann ein Weg sein, eine mögliche Liquiditätsfalle zu überwinden und der Wirtschaft Impulse zu geben. Gewöhnlich wird unter unkonventioneller Geldpolitik eine Politik der „quantitativen Lockerung“ verstanden, bei der die Notenbank die Geldbasis ausweitet, indem sie, über die üblichen kurzfristigen sicheren Staatsanleihen hinaus, risikoreichere Anlagen erwirbt oder als Sicherheiten von den Banken akzeptiert.³ Auf diese Weise ist es ihr dann möglich, bestimmte Zinssätze (relative Preise) direkt zu beeinflussen. So kann sie z.B. durch den Ankauf von Staatsanleihen mit hoher Restlaufzeit das Niveau der langfristigen Zinsen drücken oder durch den direkten Ankauf von Unternehmensanleihen den Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen verringern.

Die japanische Notenbank hat unkonventionelle Geldpolitik von März 2001 bis März 2006 praktiziert⁴ und ist Mitte Dezember 2008 zu dieser Praxis zurückgekehrt (BoJ 2008).⁵ In jüngster Zeit hat aber vor allem die Federal Reserve Bank (Fed) über die Senkung des Leitzinses auf 0-0,25 Prozent hinaus versucht, durch unkonventionelle Mittel die Wirtschaft zu stimulieren. Sie verlängerte als Reaktion auf die Zuspitzung der Finanzkrise im vergangenen Herbst ihre Bilanz dadurch von rund 950 Mrd. US-Dollar Anfang September auf mehr als

2 000 Mrd. US-Dollar Ende Januar (Abbildung 8). Dabei wurde vor allem der Bestand an Krediten ausgeweitet, während das Volumen von kurzfristigen Staatsanleihen im Bestand der Fed um rund ein Drittel zurückgefahren wurde.⁶

Abbildung 8:
Bilanzpositionen der Fed 2008–2009



^aService and Reserve Balances. — ^bTreasury Account. — ^cCurrency in Circulation. — ^dLoans. — ^eRepurchase agreements. — ^fSecurities held outright.

Quelle: Fed (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

³ Zuweilen wird hier der Unterschied zwischen „quantitativer Lockerung“, der einfachen Ausweitung der Geldbasis bei Beibehaltung der relativen Gewichte einzelner Posten in der Zentralbankbilanz, und „qualitativer Lockerung“, der Veränderung der Gewichte einzelner Posten in der Zentralbankbilanz in Richtung risikoreicherer Anlagen, gemacht (Buiter 2008).

⁴ Vgl. dazu die ausführliche Beschreibung in Ugai (2007).

⁵ Am 3. Februar 2009 hat die Bank of Japan sogar angekündigt, zur Stützung des Finanzsektors bis April 2010 japanischen Banken Aktien im Wert von 11,5 Mrd. US-Dollar abkaufen zu wollen (BoJ 2009).

⁶ Einer drohenden unkontrollierten Ausweitung der Geldmenge steuerte die Fed entgegen, indem sie in Zusammenarbeit mit den Fiskalbehörden auch die Zusammensetzung ihrer Passiva signifikant änderte; im Detail begaben die Fiskalbehörden zusätzliche Schuldtitel, deponierten die dadurch generierten Mittel bei der Fed und absorbierten dadurch eine gewisse Geldmenge.

Konjunkturreinbruch im Euroraum

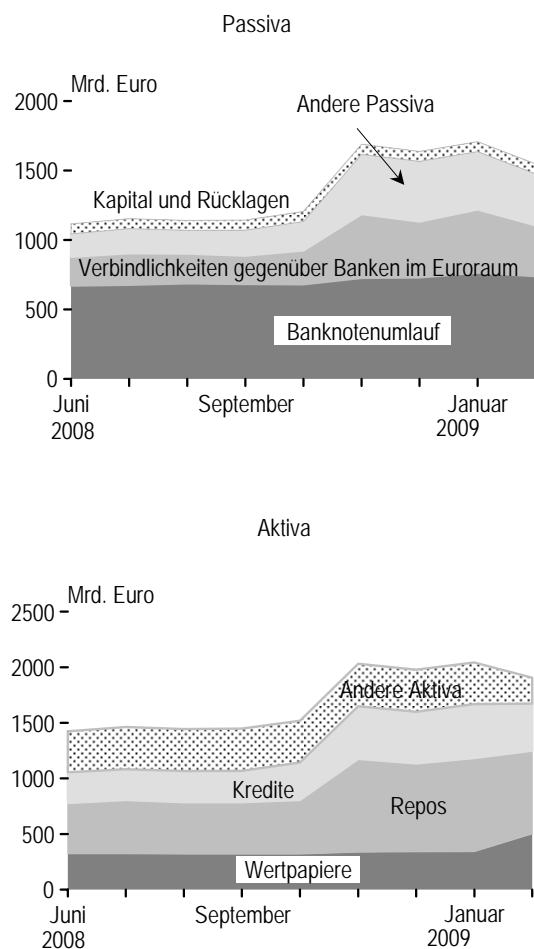
Obleich sich auch die Bilanz des Eurosystems in den vergangenen Monaten deutlich vergrößert und sich auch die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva signifikant verändert hat (Abbildung 9), kann dies im Vergleich zu den Aktionen der anderen Zentralbanken nicht als unkonventionelle Geldpolitik bezeichnet werden. Die EZB hat bislang stets betont, so agieren zu wollen, dass sie nicht in die Notwendigkeit gerät, unkonventionelle Geldpolitik anwenden zu müssen. Dies ist verständlich, stünde sie doch als transnationale Zentralbank in diesem Fall vor einer Reihe von Problemen. Die beiden wichtigsten davon sind wohl, dass die EZB zum einen vor immensen politischen Problemen stünde, wenn sie entscheiden müsste, Anleihen welcher Länder und in welchem Um-

fang die EZB erwerben solle.⁷ Zum anderen ist unklar, wie etwaige Verluste, die durch Ausfälle der dann erworbenen risikoreichen Anlagen entstehen könnten, auf die Mitgliedsstaaten verteilt würden.⁸

Als Reaktion auf die Krise hat die EZB das Hauptinstrument der konventionellen Geldpolitik, den Leitzins, von Oktober bis März um 275 Basispunkte zurückgenommen. Auch wenn diese Zinssenkungsphase die deutlichste in der Geschichte der EZB ist, ist die Zinspolitik der EZB im internationalen Vergleich als zögerlich zu bezeichnen. Gerade weil die genannten Gründe bestehen, die die Anwendung von unkonventioneller Geldpolitik im Eintrittsfall erschweren würden, sollte die EZB aber ein Interesse daran haben, der Konjunktur über niedrigere Refinanzierungskosten für die Geschäftsbanken so schnell wie möglich Impulse zu geben, um einer weiteren Verschlechterung der konjunkturellen Aussichten entgegenzuwirken. Um dieses Ziel zu erreichen, könnte sie zusätzlich zu raschen Zinssenkungen auch verbindlich erklären, das Leitzinsniveau für eine bestimmte Zeit (oder auch konditioniert auf die wirtschaftliche Lage) auf einem niedrigen Niveau zu halten, um dadurch die längerfristigen Zinssätze stärker nach unten zu bewegen.

Die Forderung nach raschen und dauerhaften Zinssenkungen auf ein Niveau nahe null lässt sich auch aus der empirischen Reaktionsfunktion ableiten. Diese legt, bedingt auf die hier vorgelegte Konjunkturprognose, sogar nahe, dass die Zinsen gegen Ende 2009 unter null Prozent sinken und bis zum Ende des Prognosezeitraums dort verharren sollten. Die EZB sollte also den Hauptrefinanzierungssatz bis zum Ende des Jahres weiter senken, auf

Abbildung 9:
Bilanzpositionen der EZB 2008 und 2009



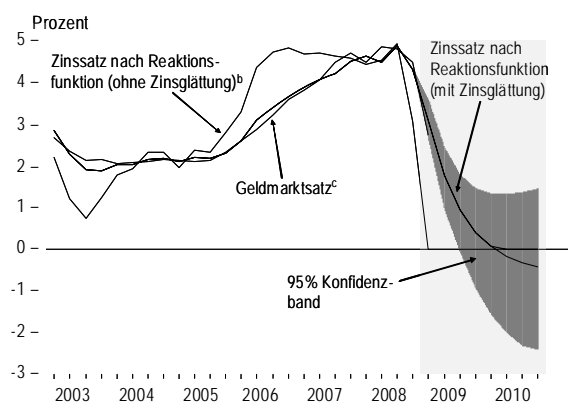
Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

⁷ Es ist z.B. eine extrem schwierige Entscheidung, ob die EZB in diesem Fall versuchen sollte, die Zinsdifferenzen zwischen den Anleihen einzelner Länder konstant zu halten oder sie zu verringern; oder ob sie die Aufteilung der Investitionen über die Länder proportional zum Volumen der gesamten eines Landes ausstehenden Anleihen kaufen sollte.

⁸ Wir gehen hier davon aus, dass eine Ausgleichung möglicher Verluste durch die Schaffung zusätzlichen Geldes wegen der davon ausgehenden Inflation keine Option für die EZB wäre.

deutlich unter 1 Prozent.⁹ Da das Zinsniveau aber nicht, wie von der Reaktionsfunktion nahegelegt, unter null Prozent sinken kann (und im Fall der EZB nicht davon auszugehen ist, dass sie den Hauptrefinanzierungssatz wirklich bis auf null Prozent senken wird), sollten zusätzlich unkonventionelle Maßnahmen ergriffen werden, um eine Stimulationswirkung auf die Realwirtschaft zu erreichen, die zu einem hypothetischen Leitzinsniveau von unter null Prozent korrespondiert (Abbildung 10).¹⁰

Abbildung 10:
Geldmarktzinsen im Euroraum und Zinsprognose 2003–2010



^aPrognose ab dem ersten Quartal 2009 auf Basis der Reaktionsfunktion für die EZB. Konfidenzband ermittelt über eine Bootstrap-Simulation mit 1 000 Replikationen. — ^bZur Verdeutlichung wurde hier null Prozent als Untergrenze gesetzt. — ^cSchätzung für das erste Quartal 2009.

Quelle: EZB (2009); eigene Schätzungen und Prognosen.

Lohnkostenanstieg schwächt sich spürbar ab

Die Arbeitskosten im Euroraum haben sich im vergangenen Jahr in deutlich beschleunigtem Tempo erhöht. Nach einer Phase mit moderater und recht stetiger Entwicklung seit 2004 begannen sie im vierten Quartal 2007 merklich anzuziehen, und die Aufwärtstendenz bei den Zuwachsraten (Vorjahresvergleich) hielt bis zum dritten Quartal 2008 an.¹¹ Der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer lag ebenso wie jener der Tarifverdienste bei 3,2 Prozent, verglichen mit 2,6 Prozent (Arbeitnehmerentgelt) bzw. 2,1 Prozent (Tarifverdienste) ein Jahr zuvor; die Arbeitskosten je Stunde nahmen zuletzt sogar um 4 Prozent zu. Der beschleunigte Lohnanstieg reflektiert zum einen die Tatsache, dass in einer Reihe von Ländern am Ende des Aufschwungs Arbeitskräfte zunehmend knapp geworden waren. Zum anderen spielte das deutliche Anziehen des Preisauftriebs eine Rolle. Die Gewerkschaften waren angesichts der niedrigen Arbeitslosigkeit in der Lage, höhere Lohnsteigerungen zur Begrenzung des Kaufkraftverlustes durchzusetzen. Hinzu kam die lohnsteigernde Wirkung von Indexierungsmechanismen, die in den meisten Ländern des Euroraums wirksam sind und rund ein Drittel der Beschäftigten im Euroraum ohne Deutschland betreffen.¹²

Die im dritten Quartal verzeichneten Zuwachsraten bei den Arbeitskostenindikatoren dürften aber die Spitze der Lohnentwicklung markieren. Die Rahmenbedingungen für die Lohnsetzung haben sich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres massiv verändert. Im Zuge der Rezession hat die Arbeitslosigkeit be-

⁹ Geht man davon aus, dass die Kreditmärkte im Euroraum zumindest teilweise gestört sind, kann man argumentieren, dass die EZB sogar von ihrem historischen Zinsglättungsverhalten abweichen und das Zinsniveau merklich schneller senken sollte.

¹⁰ Vergleichbare Berechnungen von Goldman Sachs für die Vereinigten Staaten legen nahe, dass dort nach einer einfachen Taylor-Regel das angemessene Zinsniveau knapp unter -6 Prozent liegen dürfte (vgl. Krugman 2009).

¹¹ Dies ist gegenwärtig der letzte Zeitraum, für den belastbare Daten vorliegen.

¹² Formale Indexierungsmechanismen sind vor allem in Belgien, Spanien, Slowenien und Griechenland von Bedeutung und betreffen etwa 16 Prozent der Beschäftigten. Die Orientierung der Lohnsetzung an der Inflationsrate der Vergangenheit ist jedoch Umfragen zufolge bei der Lohnsetzung im Euroraum ohne Deutschland (vergleichbare Daten liegen für Deutschland nicht vor) auch darüber hinaus von Bedeutung (EZB 2009: 74).

Konjunkturerinbruch im Euroraum

gonnen zu steigen; in den meisten Ländern ist diese Entwicklung bereits länger im Gange als in Deutschland, und vereinzelt – vor allem in Spanien und Irland, wo die Bauwirtschaft massiv Beschäftigte freigesetzt hat – hat die Arbeitslosenquote sehr deutlich zugenommen. Gleichzeitig ist die Inflation stark gefallen. Beides dürfte im laufenden Jahr den Lohnanstieg sichtbar dämpfen. Daten über die Lohnkostentwicklung in einzelnen Ländern deuten darauf hin, dass sich die Zuwächse gegen Ende des vergangenen Jahres wieder abgeschwächt haben. So dürfte sich der Lohnanstieg im Euroraum schon im laufenden Jahr wieder auf ein moderates Niveau reduzieren, das sogar unter dem liegen dürfte, was zwischen 2004 und 2006 verzeichnet worden war. Für das kommende Jahr erwarten wir ein weiteres Absinken der Lohnzuwächse auf eine Rate von lediglich 0,8 Prozent (Tabelle 2). Damit wirkt die Lohnentwicklung im Jahr 2010 darauf hin, dass die Inflationsrate zwar niedriger als die Obergrenze von 2 Prozent ist, welche die EZB als mit Preisniveaustabilität vereinbar erachtet, aber noch über null ausfällt. Die Lohnstückkosten werden

Tabelle 2:
Lohnanstieg im Euroraum 2007–2010^a

	2007	2008	2009 ^b	2010 ^b
Deutschland	1,2	2,0	0,0	0,5
Frankreich	2,9	2,8	1,7	1,0
Italien	1,9	3,9	1,0	0,3
Spanien	3,6	4,1	0,1	0,0
Niederlande	3,2	3,4	2,0	1,3
Portugal	3,4	3,6	1,1	0,6
Österreich	2,1	2,3	1,4	0,7
Belgien	3,7	3,5	2,1	1,1
Griechenland	9,1	8,1	6,0	5,0
Slowakei	8,8	9,0	6,1	4,0
Finnland	3,5	5,5	3,8	2,7
Irland	6,0	3,5	0,4	0,3
Luxemburg	4,3	2,7	2,1	2,3
Slowenien	6,3	8,7	6,5	4,8
Zypern	3,3	5,5	4,9	4,1
Malta	1,7	2,8	2,0	2,5
Euroland	2,6	3,2	1,1	0,8
Euroland ohne Deutschland	3,2	3,7	1,5	0,9

^aArbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^bPrognose.

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

dann voraussichtlich leicht sinken, nachdem sie 2008 und 2009 mit einem Zuwachs von 3,4 bzw. 2,6 Prozent Inflationsimpulse gegeben haben werden (Tabelle 3) – im vergangenen Jahr vor allem wegen des hohen Lohnanstiegs, im laufenden Jahr insbesondere wegen der konjunkturbedingt sinkenden Arbeitsproduktivität.

Tabelle 3:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2007–2010

	2007	2008	2009 ^a	2010 ^a
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ^b				
Euroraum	2,6	3,2	1,1	0,8
Euroraum ohne Deutschland	3,2	3,7	1,5	0,9
Arbeitsproduktivität ^{b,c}				
Euroraum	0,9	-0,2	-1,5	1,6
Euroraum ohne Deutschland	1,0	-0,3	-1,1	1,6
Lohnstückkosten ^b				
Euroraum	1,7	3,4	2,6	-0,8
Euroraum ohne Deutschland	2,2	4,0	2,6	-0,7

^aPrognose. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cReales BIP je Beschäftigten.

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

Starker Anstieg der Budgetdefizite

Die Phase der Konsolidierung der Staatshaushalte im Euroraum ist 2008 zu Ende gegangen. Das zusammengefasste Budgetdefizit stieg im vergangenen Jahr von 0,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 auf schätzungsweise 1,7 Prozent. Die Verschlechterung der Haushaltsposition war dabei ausschließlich auf die Entwicklung im übrigen Euroraum zurückzuführen, wo sich das Defizit von 0,9 Prozent auf 2,3 Prozent erhöhte, während es sich in Deutschland sogar leicht verringerte (Tabelle 4). Die höheren Defizite waren zum einen dem konjunkturellen Abschwung geschuldet, der sich vor allem in Spanien und Irland bereits sehr deutlich in den öffentlichen Haushalten niedergeschlagen hat. Zusätzliche Ausga-

Konjunkturinbruch im Euroraum

Tabelle 4:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2007–2010^a

	2007	2008	2009 ^b	2010 ^b
Deutschland	-0,2	-0,1	-2,4	-4,3
Frankreich	-2,7	-3,2	-5,7	-5,8
Italien	-1,6	-2,8	-4,4	-4,2
Spanien	2,2	-3,4	-6,7	-6,2
Niederlande	0,3	1,0	-2,1	-2,4
Belgien	-0,3	-0,9	-3,6	-4,0
Österreich	-0,4	-0,7	-3,5	-3,7
Griechenland	-3,5	-3,4	-4,5	-5,0
Irland	0,2	-6,3	-11,0	-13,0
Finnland	5,3	4,5	1,0	-1,0
Portugal	-2,6	-2,2	-4,8	-4,7
Luxemburg	3,2	3,0	0,0	-1,0
Slowenien	0,5	-0,9	-3,5	-3,6
Zypern	3,5	1,0	-2,0	-2,2
Malta	-1,8	-2,0	-3,7	-3,5
Euroraum	-0,7	-1,7	-4,2	-4,8
Euroraum ohne Deutschland	-0,9	-2,3	-4,9	-5,0

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bPrognose.

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

ben zur Finanzierung der stark gestiegenen Arbeitslosigkeit und Steuerausfälle im Zusammenhang mit der Krise am Immobilienmarkt spielen hier eine große Rolle. Auch waren in diesen Ländern bereits relativ früh im vergangenen Jahr beträchtliche Konjunkturprogramme in Kraft getreten, um den dort bereits sichtbaren rezessiven Tendenzen zu begegnen. Auch in anderen Ländern waren expansive Maßnahmen wirksam, etwa Steuer- und Abgabensenkungen in Deutschland, Frankreich und Italien, die aber in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nur ein vergleichsweise geringes Gewicht hatten.

Angesichts der dramatischen konjunkturellen Talfahrt hat der Europäische Rat im November 2008 einen „European Economic Recovery Plan“ beschlossen. Dieser soll die Konjunktur durch einen fiskalischen Impuls von 200 Mrd. Euro (1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) in Form von Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen stimulieren und darüber hinaus durch einen Fokus auf Investitionen in Humankapital, Energieeffizienz und Infrastruktur die längerfristigen Wachstumsperspektiven in der EU verbessern helfen.

Im Einklang mit diesen Vorgaben sind in den vergangenen sechs Monaten in den meisten Ländern des Euroraums Konjunkturpakete geschnürt worden. Allerdings ist der Umfang der Programme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, was vor allem die sehr verschiedenen Ausgangspositionen hinsichtlich der Solidität der Staatsfinanzen widerspiegelt. In einigen Ländern wird eine expansive Politik dadurch erschwert, dass die Budgetdefizite im Aufschwung nicht hinreichend zurückgeführt worden waren. Angesichts der absehbaren fiskalischen Belastungen durch die Rezession ist bereits ohne zusätzliche Maßnahmen in Ländern wie Italien, Frankreich, Portugal oder Griechenland ein deutliches Überschreiten der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Obergrenze für die Neuverschuldung von 3 Prozent zu erwarten. Tatsächlich wurde dieser Wert bereits im vergangenen Jahr von einer Reihe von Ländern überschritten, und von der Kommission wurde gegen Frankreich, Spanien, Irland, Griechenland, Malta und Lettland ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits eingeleitet. In Irland, wo die Rezession besonders früh und heftig eingesetzt hatte, wurde schon im Jahr 2008 ein sehr hohes Defizit von 6,3 Prozent verzeichnet. Zunehmende Zweifel daran, dass Länder ihre fiskalische Position auf mittlere Sicht werden konsolidieren können, haben dazu geführt, dass die Emittenten von Staatsanleihen in den fiskalisch schwach aufgestellten Ländern hohe Aufschläge im Vergleich zu den Zinsen etwa auf deutsche Bundesanleihen zahlen müssen. Die erhöhten Zinsen stellen nicht zuletzt auch eine erhebliche finanzielle Belastung für die betroffenen Regierungen dar.

Ein deutlicher Impuls für die Nachfrage wird insbesondere in Deutschland (zwei Programme im Umfang von 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts), Zypern (zwei Programme; 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) in Österreich (zwei Konjunkturprogramme sowie eine Steuerreform; 2,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) und Spanien (zu dem Konjunkturprogramm vom Sommer kommen expansive Maßnahmen in der Größenordnung von 2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sowie staatliche Kreditlinien

für mittelständische Unternehmen im Umfang von 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) erwartet. In Frankreich wurde ein Paket beschlossen, das zusätzliche Ausgaben und Maßnahmen zur Stützung kleiner und mittlerer Unternehmen im Umfang von 1,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts enthält. Nennenswerte Konjunkturpakete sind auch in Finnland, den Niederlanden und Portugal verabschiedet worden. Allerdings laufen all diese Programme zumeist über zwei Jahre, im Fall Spaniens sogar zum Teil über einen noch längeren Zeitraum. Auch brauchen viele Maßnahmen, insbesondere die in nahezu allen Paketen prominent geführte Ausweitung der öffentlichen Investitionen, Zeit um anzulaufen, und es ist durchaus nicht sicher, ob die vorgesehenen Mittel bis Ende kommenden Jahres überhaupt umgesetzt werden können.¹³ Der kurzfristige Nachfrageimpuls dürfte daher geringer ausfallen als vielfach erwartet. Im Gegensatz zu den Ländern mit beträchtlichen fiskalischen Impulsen steht die Umsetzung der Konjunkturprogramme etwa in Italien und Griechenland. Dort sind nur Programme in sehr geringem Umfang verabschiedet worden. In Griechenland wurden im Wesentlichen Einkommenshilfen für arme Haushalte beschlossen, die sich auf 0,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen; in Italien soll eine Reihe von kleineren Maßnahmen, die zur Konjunkturanregung beschlossen worden sind, sogar ohne Auswirkung auf das Defizit bleiben, also durch Ausgabenkürzungen und Einnahmensteigerungen an anderer Stelle finanziert werden. In Irland wird angesichts einer für das laufende Jahr absehbaren weiteren gravierenden Verschlechterung der Haushaltslage bereits geplant, die Abgaben zu erhöhen, um die Staatseinnahmen zu stabilisieren. Alles in allem veranschlagen wir den konjunkturellen Impuls der Finanzpolitik im Euroraum in diesem und im nächsten Jahr auf jeweils reichlich 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Hinzu kommen allerdings die Wirkung der automatischen

¹³ So könnten Kapazitätsengpässe in der Planung und in den ausführenden Wirtschaftsbereichen eine massive Ausweitung der öffentlichen Investitionen verhindern; dies ist jedenfalls für Deutschland zu befürchten (Boss et al. 2009).

Stabilisatoren und eine spürbare Belastung durch die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, so dass das Haushaltsdefizit im Euroraum insgesamt 2009 weiter kräftig steigen wird. Es dürfte in diesem Jahr bei 4,2 Prozent liegen und im nächsten Jahr auf 4,8 Prozent steigen. Dabei fällt das Haushaltsdefizit im Euroraum ohne Deutschland 2009 erheblich höher aus als in Deutschland. In beiden Jahren dürfte der entsprechende Wert nahe 5 Prozent liegen.

Die zum Jahresbeginn 2009 vorgelegten aktualisierten Stabilitätsprogramme gehen ohne Ausnahme von einer wesentlich günstigeren realwirtschaftlichen Entwicklung aus, als sie derzeit absehbar ist (Tabelle 5). Sie wurden zumeist bereits im Herbst erstellt, als die Regierungen noch von einem milden Abschwung

Tabelle 5:
Kennzahlen der aktualisierten Stabilitätsprogramme der EWU-Länder

	Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts ^{a,b}	Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^{a,c}	
		2009–2012	2008 2012
Deutschland	1,17	0,0	-0,5
Frankreich	1,84	-2,9	-1,1
Italien	1,70	-2,2	0,0
Spanien ^d	0,73	-3,4	-3,9
Niederlande ^d	1,75	1,2	1,1
Belgien	2,00	0,0	1,0
Griechenland ^d	1,67	-3,7	-2,6
Österreich	2,55	-0,7	0,4
Irland ^d	-0,05	-6,3	-4,8
Finnland	1,75	4,4	0,9
Portugal	0,33	-2,2	-2,3
Luxemburg ^d	3,90	2,3	1,0
Slowenien	4,30	-0,9	0,0
Zypern	2,68	1,0	-2,2
Malta	2,50	-3,3	1,2
Slowakei	5,40	-2,3	-0,8

^aDurchschnittliche jährliche Veränderungsrate über vier Jahre in Prozent. — ^bIn Prozent zum Bruttoinlandsprodukt. — ^cLetztes Stabilitätsprogramm veröffentlicht für den Zeitraum 2008–2011. — ^dDer letzte verfügbare Wert ist aus dem Jahr 2011.

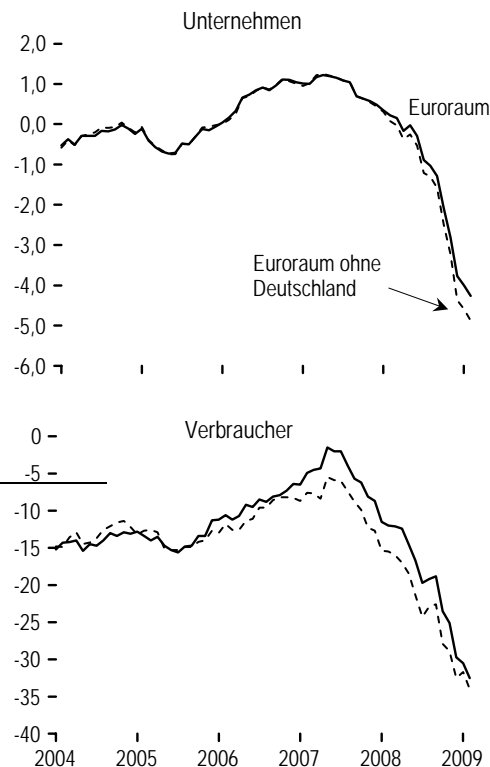
Quelle: Nationale Stabilitätsprogramme mit der Projektion 2009–2012; eigene Berechnungen.

ausgingen.¹⁴ Entsprechend wird auch die voraussichtliche Entwicklung der Budgetdefizite massiv zu günstig eingeschätzt. Der in diesen Programmen für die mittlere Frist in Aussicht gestellte Pfad für die Staatsfinanzen befindet sich zwar im Einklang mit den Bestimmungen des Stabilität- und Wachstumspakts, ist aber angesichts der geänderten Rahmenbedingungen bereits Makulatur.

Ausblick: Noch keine Anzeichen für Erholung

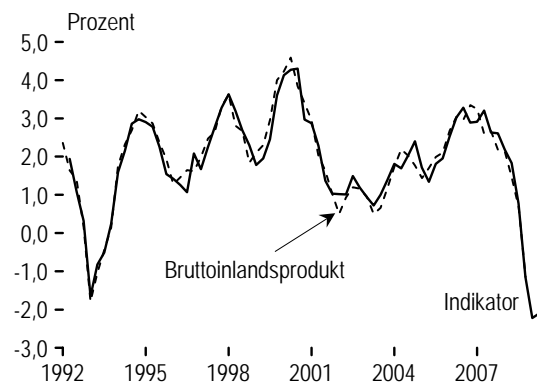
Es deutet sich für das erste Quartal 2009 ein weiterer, in einigen Ländern des Euroraums sogar ein noch stärkerer Einbruch der Konjunktur als im vierten Quartal 2008 an. Viele Frühindikatoren für den Euroraum haben im Februar abermals nachgelassen, so verzeichnen Konsumenten- und Unternehmensvertrauen die niedrigsten je gemessenen Werte (Abbildung 11). Immerhin ein Ende des Negativtrends zeigt der „Euroframe“-Indikator an, der im März erstmals wieder etwas angestiegen ist (Abbildung 12). Es ist davon auszugehen, dass die expansiven Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik diese Tendenz unterstützen werden und es in der Mitte des Jahres zu einer Bodenbildung kommen wird. Diese konjunkturelle Trendwende dürfte jedoch nicht der Beginn eines starken Aufschwungs sein. Vielmehr sorgt eine Reihe von dämpfenden Faktoren wohl dafür, dass das Bruttoinlandsprodukt selbst gegen Ende des Prognosezeitraums nur schwach expandieren wird. Die Verspannungen an den Finanzmärkten werden sich belastend auswirken. Ferner erleben viele Länder des Euroraums im Zuge der Krise erhebliche Anpassungsprozesse, die eine rasche Rückkehr zu einer höheren gesamtwirtschaftlichen Dynamik behindern. So werden die Folgen der Immobilienkrisen Spa-

Abbildung 11:
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2004–2009



Quelle: Europäische Kommission (2009); eigene Berechnungen.

Abbildung 12:
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2009^{a,b}



^aReal. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

nien und Irland zu einer erheblichen Umstrukturierung der Produktion zwingen, die dann mit einer deutlichen Reduktion der dortigen Leis-

¹⁴ Die Bundesregierung hat im laufenden Jahr ihre Aussichten überarbeitet. Dies ist in die Darstellung hier noch nicht eingeflossen.

Konjunkturerinbruch im Euroraum

tungsbilanzdefizite einhergehen wird. Für bisher stark exportorientierte Länder, wie Deutschland oder die Niederlande, wird es angesichts der mittelfristigen Aussichten für den Welthandel ebenfalls längere Durststrecken geben (Gern et al. 2009). Wir erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt im übrigen Euroraum ohne Deutschland im Jahr 2009 um 3,1 Prozent und im Jahr 2010 um 0,2 Prozent schrumpfen wird (Tabelle 6). Dabei werden angesichts der Immobilienkrisen in einigen Ländern insbesondere die Investitionen im laufenden Jahr dramatisch und im kommenden Jahr noch merklich zurückgehen. Negative Vermögenseffekte und insbesondere die stark steigende Arbeitslosigkeit bewirken in beiden Jahren eine Reduktion des privaten Konsums. Im gesamten Euroraum dürfte der Einbruch im Jahr 2009 noch ausgeprägter sein (Tabelle 7, Abbildung 13), wobei dies alleine dem Außenbeitrag geschuldet ist.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Arbeitslosenquote bis in das kommende Jahr weiter erheblich steigen und im Jahresdurchschnitt

2009 einen Wert von 9,3 sowie im Jahr 2010 von 10,2 erreichen (Tabelle 8, Abbildung 14). Frühestens dann ist mit einer Trendwende am Arbeitsmarkt zu rechnen. Der mit der Arbeitslosigkeit einhergehende Anstieg der Sozialausgaben wird die bereits durch sinkende Steuereinnahmen und Ausgaben für Konjunkturprogramme angespannte Lage der staatlichen Haushalte deutlich verschärfen.

Angesichts der stark sinkenden Kapazitätsauslastung und der sich abflachenden Lohndynamik ist davon auszugehen, dass der Preisauftrieb auf dem derzeit sehr niedrigen Niveau verharret. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg der Verbraucherpreise von 0,8 Prozent. Im Jahr 2010 wird sich die Inflation, da die Effekte der deutlich gesunkenen Preise für Energie und Nahrungsmittel auslaufen werden, wieder etwas auf 1,2 Prozent beschleunigen und somit das Niveau der Kerninflation erreichen. Die Kerninflation wiederum dürfte sich im Verlauf des Prognosezeitraums von 1,5 Prozent im Jahr 2009 auf 1,2 Prozent in 2010 verlangsamen.

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2008	2009 ^a	2010 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	1,4	-0,6	-0,5	-4,7	-6,8	-2,2	0,1	-0,1	-1,0	0,2	1,1	1,3	0,6	-3,1	-0,2
Inlandsnachfrage	0,0	-0,5	-0,1	-3,1	-5,5	-1,5	0,1	-0,1	-1,0	0,2	0,7	1,0	0,5	-2,3	-0,1
Privater Verbrauch	1,3	0,2	0,3	-4,6	-3,2	-1,0	0,0	-0,5	-1,0	0,0	0,5	1,0	0,8	-1,9	-0,3
Staatsverbrauch	2,1	2,9	4,4	-3,3	4,0	2,0	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	1,5
Anlageinvestitionen	1,7	-4,3	-3,7	-10,6	-13,0	-6,0	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	1,0	1,0	-0,5	-7,4	-0,9
Vorratsveränderungen ^c	-1,6	-0,2	-0,3	2,7	-1,6	0,0	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,1
Außenbeitrag ^c	1,2	-0,1	-0,3	-1,5	-1,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,8	0,0
Exporte	6,3	0,5	0,5	-26,0	-25,0	-10,0	-1,1	0,0	3,0	3,0	4,0	5,0	1,3	-13,8	1,3
Importe	3,3	0,7	1,3	-23,0	-22,0	-8,0	-1,0	0,0	3,0	3,0	3,0	4,0	0,9	-11,9	1,3
Verbraucherpreise ^d													3,4	0,8	1,2
Arbeitslosenquote ^e													7,3	9,7	10,4
Budgetsaldo ^f													-2,3	-4,9	-5,0

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Konjunkturreinbruch im Euroraum

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2008	2009 ^a	2010 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,8	-1,0	-1,0	-5,8	-6,7	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	1,1	1,5	0,7	-3,3	-0,2
Inlandsnachfrage	1,8	-1,5	1,5	-2,3	-3,7	-4,1	-0,6	0,0	-0,3	0,9	1,7	2,1	0,7	-2,1	0,1
Privater Verbrauch	0,6	-0,5	0,5	-3,4	-2,6	-1,3	-0,9	-0,6	-0,3	0,4	0,9	1,4	0,5	-1,6	-0,1
Staatsverbrauch	2,6	3,0	3,5	-2,4	3,6	2,1	2,8	2,1	1,4	1,2	1,0	1,0	2,0	1,9	1,6
Anlageinvestitionen	5,0	-4,6	-2,5	-10,5	-12,3	-3,7	-1,1	-0,5	-1,0	0,1	2,2	3,6	0,6	-6,6	-0,2
Vorratsveränderungen ^c	-0,2	-0,7	1,0	2,6	-0,2	-3,0	-0,4	0,0	-0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,2
Außenbeitrag ^c	1,0	0,5	-2,4	-3,6	-3,1	2,7	0,4	-0,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1	-1,2	-0,3
Exporte	7,4	-0,1	0,1	-26,1	-27,0	-8,4	0,2	1,3	3,5	3,7	5,0	6,0	1,6	-14,0	2,3
Importe	5,3	-1,1	5,8	-20,2	-21,4	-14,5	-0,7	2,3	5,3	5,6	6,6	7,3	1,7	-11,8	3,0
Verbraucherpreise ^d													3,2	0,8	1,2
Arbeitslosenquote ^e													7,3	9,3	10,2
Budgetsaldo ^f													-1,7	-4,2	-4,8

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Tabelle 8:
Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2008, 2009 und 2010

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2008	2009 ^e	2010 ^e	2008	2009 ^e	2010 ^e	2008	2009 ^e	2010 ^e
Deutschland	27,0	1,3	-3,7	-0,1	2,6	0,7	0,9	7,2	8,0	9,5
Frankreich	21,1	0,7	-2,9	-0,2	3,2	0,8	1,1	7,7	9,3	9,8
Italien	17,1	-0,9	-3,4	-0,1	3,5	1,0	1,2	6,8	9,0	9,5
Spanien	11,7	1,2	-3,2	-0,6	4,1	0,5	1,0	11,3	16,5	17,6
Niederlande	6,3	2,0	-3,1	0,3	2,2	1,1	1,4	2,8	4,6	5,2
Belgien	3,7	1,3	-3,2	0,2	4,5	0,7	1,3	7,1	8,3	8,7
Griechenland	3,0	3,2	-2,0	-0,3	4,2	1,6	2,6	8,0	9,3	9,8
Österreich	2,5	1,6	-3,5	-0,4	3,2	0,8	1,2	3,8	5,5	6,4
Irland	2,1	-1,6	-6,5	-1,2	3,1	0,6	1,0	6,5	9,8	10,6
Finnland	2,0	0,9	-2,9	0,1	3,9	1,2	1,8	6,4	8,1	8,6
Portugal	1,8	0,2	-3,9	0,1	2,7	0,6	1,3	7,7	9,7	10,1
Slowakei	0,6	6,5	0,9	1,4	3,9	2,0	2,3	9,6	10,8	11,2
Luxemburg	0,4	1,0	-2,5	0,0	4,1	0,2	1,0	4,4	5,8	6,5
Slowenien	0,4	4,0	-0,1	0,6	5,5	0,8	2,6	4,5	5,8	6,3
Zypern	0,2	3,7	0,9	1,5	4,4	1,7	2,2	3,8	4,6	5,1
Malta	0,1	2,4	0,3	1,4	4,7	1,5	2,1	5,8	6,6	7,1
Euroraum	100,0	0,7	-3,3	-0,2	3,2	0,8	1,2	7,3	9,3	10,2
Euroraum ohne Deutschland	73,0	0,6	-3,1	-0,2	3,4	0,8	1,2	7,3	9,7	10,4

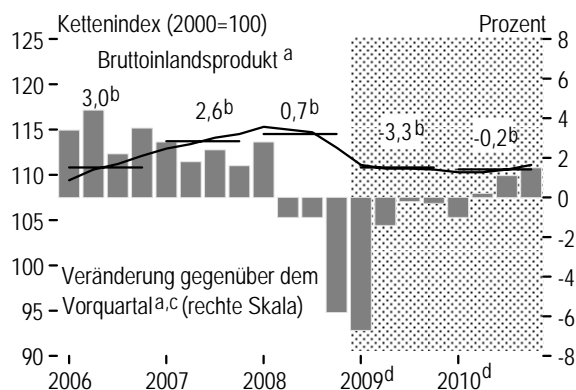
^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2007 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage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

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

Konjunkturreinbruch im Euroraum

Abbildung 13:

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2006–2010

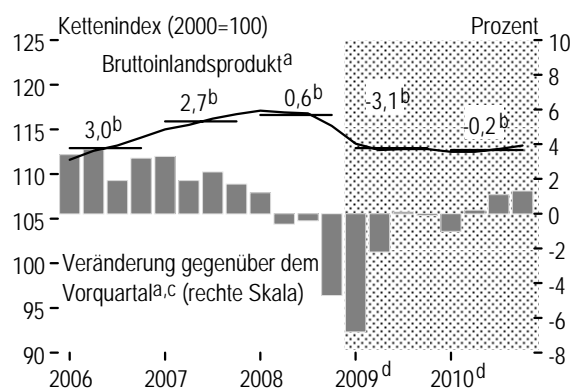


^aLaufende Jahresrate. — ^bUrsprungswerte. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2009 I: Prognose.

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

Abbildung 14:

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2006–2010



^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2009 I: Prognose.

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

Literatur

- BoJ (Bank of Japan) (2008). On Monetary Policy Decisions. Stellungnahme vom 19. Dezember. Via Internet (20. Februar 2009) <<http://www.boj.or.jp/en/theme/seisaku/kettei/index.htm>>.
- BoJ (Bank of Japan) (2009). The Bank of Japan to Resume Stock Purchases Held by Financial Institutions. Ad-hoc-Mitteilung vom 2. Februar. Via Internet (20. Februar 2009) <<http://www.boj.or.jp/en/type/release/adhoc09/fss0902a.pdf>>.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier und J. Scheide (2008a). Deutsche Konjunktur: Leichte Rezession absehbar. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2008b). Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 459/460. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, D. Groll, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2009). Die deutsche Wirtschaft im Sog der Weltrezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 463. IfW, Kiel.
- Bureau of Labour Statistics (2009). Database Prices. Via Internet (10. März 2009) <<http://www.bls.gov>>.
- Buiter, W. (2008). Quantitative Easing and Qualitative Easing: A Terminological and Taxonomic Proposal. Via Internet (20. Februar 2009) <<http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/>>.
- Deutsche Bundesbank (2009a). Bank Lending Survey des Eurosystems – Ergebnisse für Deutschland. Via Internet (24. Februar 2009) <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo_bank_lending_survey.pdf>.
- Deutsche Bundesbank (2009b). Bank-Lending-Survey: eine Zwischenbilanz und aktuelle Entwicklungen. *Monatsbericht* (Januar): 15–32.

- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.
- 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.
- Égert, B., D. Ritzberger-Grunwald und M. Silgoner (2004). Inflation Differentials in Europe: Past Experience and Future Prospects. *Monetary Policy and Economy* (1): 47–72.
- Europäische Kommission (2006). *Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges. The EU Economy: 2006 Review*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2008a). Economic Forecasts. Autumn. *European Economy* (2). Brüssel.
- Europäische Kommission (2008b). Bank Lending and Transmission to the Real Economy. *Quarterly Report on the Euro Area* 7 (4): 26–31.
- Europäische Kommission (2009). Business and Consumer Surveys. Via Internet (10. März 2009) <http://ec.europa.eu/economy_finance/bcs>.
- EUROFRAME (2009). Eurogrowth Indicator. Via Internet (10. März 2009) <<http://www.euroframe.org>>.
- Eurostat (2009). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Fed (Federal Reserve Bank) (lfd. Jgg.). Factors Affecting Reserve Balances. Via Internet (6. März 2009) <www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/h41.htm>.
- Fratscher, M., J. Juvenal und L. Sarno (2007). Asset Prices, Exchange Rates and the Current Account. ECB Working Paper 790. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., N. Janssen, B. van Roye und J. Scheide (2009). Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- IfW (Institut für Weltwirtschaft) (2009). *Ursachenanalyse der langen Phase wirtschaftlicher Schwäche in Deutschland – Schlussfolgerungen für Wachstumspotential, mittelfristige Finanzplanung und zukünftigen Reformbedarf im internationalen Vergleich*. Gutachten für das Bundesministerium der Finanzen. Kiel, Februar.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Krugman, P. (2009). Zero Lower Bound Blogging. Via Internet (23. Februar 2009) <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/17/zero-lower-bound-blogging/>>.
- Laidler, D. (2004). Monetary Policy after Bubbles Burst: The Zero Lower Bound, the Liquidity Trap and the Credit Crunch. *Canadian Public Policy* 30 (3): 333–340.
- Lown, C., und D.P. Morgan (2006). The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey. *Journal of Money, Credit and Banking* 38 (6): 1575–1597.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2008). *Economic Outlook*. November. Paris.
- Taylor, J.B. (2009). The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong. NBER Working Paper 14631. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses. *Monetary and Economic Studies* 25 (1): 1–48.

- 447./448. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007
Kiel, Dezember 2007. 55 S. 18 Euro.
- 449./450. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2008
Kiel, April 2008. 69 S. 18 Euro.
451. Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten. Historischer Vergleich
und Implikationen für den Konjunkturverlauf
Jonas Dovern und Nils Jannsen
Kiel, April 2008. 17 S. 9 Euro.
- 452./453. Der Kieler Subventionsbericht: eine Aktualisierung
Alfred Boss und Astrid Rosenschon
Kiel, Mai 2008. 74 S. 18 Euro.
- 454./455. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2008
Kiel, Juni 2008. 37 S. 18 Euro.
- 456./457. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008
Kiel, Oktober 2008. 79 S. 18 Euro.
458. Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen
Nils Jannsen
Kiel, Oktober 2008. 20 S. 9 Euro.
- 459./460. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008
Kiel, Dezember 2008. 55 S. 18 Euro.
- 461./462. Weltkonjunktur im Frühjahr 2009
Kiel, März 2009. 64 S. 18 Euro.