

Dovern, Jonas et al.

Working Paper

Weltkonjunktur im Frühjahr 2010

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 476/477

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Dovern, Jonas et al. (2010) : Weltkonjunktur im Frühjahr 2010, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 476/477, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/30347>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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



Kieler **Diskussionsbeiträge**



Weltkonjunktur im Frühjahr 2010

Nr. 476/477 | April 2010

Institut für Weltwirtschaft Kiel

Web: www.ifw-kiel.de

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

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

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

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

ISSN 0455-0420

ISBN 3-89456-313-3

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2010.

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

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft 3

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

Kasten 1: Zur Arbeitsmarktentwicklung in den Vereinigten Staaten	9
Kasten 2: Zur Nachhaltigkeit der Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten	19

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte 36

Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

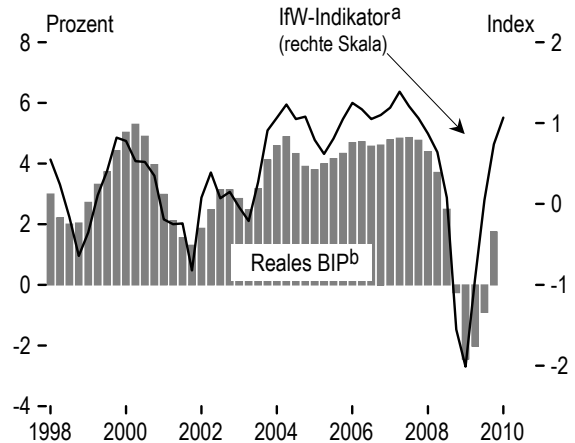
Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern,
Nils Jannsen, Björn van Roye und
Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Die Erholung der Weltwirtschaft hat im zweiten Halbjahr 2009 vor allem infolge einer raschen Expansion von Produktion und Handel in den Entwicklungs- und Schwellenländern eine beträchtliche Dynamik erreicht. In den Industrieländern war der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts allerdings weniger schwungvoll und wurde zudem von vorübergehenden Faktoren getrieben, deren Fortfall die Konjunktur im Prognosezeitraum dämpfen wird. So erwarten wir für 2010 weiterhin eine nur mäßige Ausweitung des globalen Bruttoinlandsprodukts, die mit 3,7 Prozent deutlich unter den in den Jahren vor der Krise verzeichneten Wachstumsraten bleibt. Für 2011 haben wir unsere Prognose vom Dezember sogar leicht – von 3,9 auf 3,6 Prozent – reduziert, da sich abzeichnet, dass die Wirtschaftspolitik in den Schwellenländern bereits recht bald gestrafft wird und der Produktionsanstieg in dieser Ländergruppe daher etwas geringer ausfällt als bislang prognostiziert.

Die weltwirtschaftliche Aktivität ist seit dem Frühjahr 2009 wieder aufwärtsgerichtet. Im Schlussquartal des vergangenen Jahres setzte sich die Erholung von Produktion und Handel mit beträchtlicher Dynamik fort. Das globale Bruttoinlandsprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal erneut mit einer laufenden Jahresrate von schätzungsweise 4 Prozent; sein Niveau vom entsprechenden Vorjahresquartal hat es zuletzt wieder merklich überstiegen. Der auf Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern basierende IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität lässt für den Jahresbeginn auf eine anhaltende konjunkturelle Aufwärtsentwicklung schließen (Abbildung 1). Allerdings sind die Einkaufsmanagerindizes in wichtigen Ländern, etwa in den Vereinigten Staaten und in China, zuletzt rückläufig gewesen. Dies spricht dafür, dass die weltweite konjunkturelle Erholung nach der Jahreswende an Schwung verloren hat.

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2010



^aAuf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr; 4. Quartal 2009 teilweise geschätzt.

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

Die Erholung der Weltproduktion im Verlauf des vergangenen Jahres vollzog sich vor dem Hintergrund einer zunehmenden Normalisierung an den Finanzmärkten und wurde getrieben von starken Impulsen sowohl vonseiten der

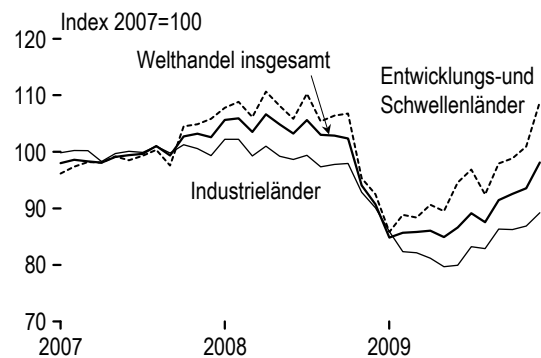
Geld- als auch der Finanzpolitik. Sinkende Risikoprämien und steigende Wertpapierkurse prägten das Bild. In den vergangenen Wochen sind jedoch im Zusammenhang mit den Problemen bei der Refinanzierung der griechischen Staatsschulden, aber auch mit ersten Bremsmanövern der Geldpolitik die Unsicherheiten stärker in den Vordergrund getreten, die insbesondere darüber bestehen, welche Konsequenzen die extrem expansive Wirtschaftspolitik auf mittlere Sicht haben wird. Es ist ungewiss, wann, auf welche Weise und in welchem Tempo der Kurs korrigiert werden muss, und welche Auswirkungen all dies auf die Konjunktur haben wird. In der Folge hat die Volatilität an den Devisenmärkten zugenommen, und die Aktienmärkte sind wieder unter Druck geraten. Anscheinend haben sich die Rahmenbedingungen für die weltwirtschaftliche Expansion seit der Jahreswende merklich verschlechtert.

Erholung der Weltkonjunktur mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten

Die Normalisierung des Welthandels nach dem dramatischen Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09 machte gegen Jahresende weitere Fortschritte. Das bereits hohe Tempo der Expansion beschleunigte sich im vierten Quartal nochmals; nach den Berechnungen des niederländischen Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) nahm das Welthandelsvolumen mit einer laufenden Jahresrate von rund 25 Prozent zu. Dabei war die Dynamik in den Entwicklungs- und Schwellenländern erheblich größer als in den Industrieländern. Vor allem in der Frühphase des Aufschwungs gingen von den Importen der Schwellenländer wichtige Impulse für die Erholung der Weltkonjunktur aus (Boysen-Hogrefe 2010a: 4). So ist die Tatsache, dass der reale Welthandel trotz der sehr kräftigen Ausweitung im zweiten Halbjahr immer noch um 6,5 Prozent niedriger ist als im Sommer 2008 ganz überwiegend auf das immer noch

deutlich niedrigere Niveau des Handels der Industrieländer zurückzuführen. In den Entwicklungs- und Schwellenländern wurden die Höchstwerte von vor anderthalb Jahren im Dezember 2009 nahezu wieder erreicht (Abbildung 2).

Abbildung 2:
Realer Welthandel 2007–2009

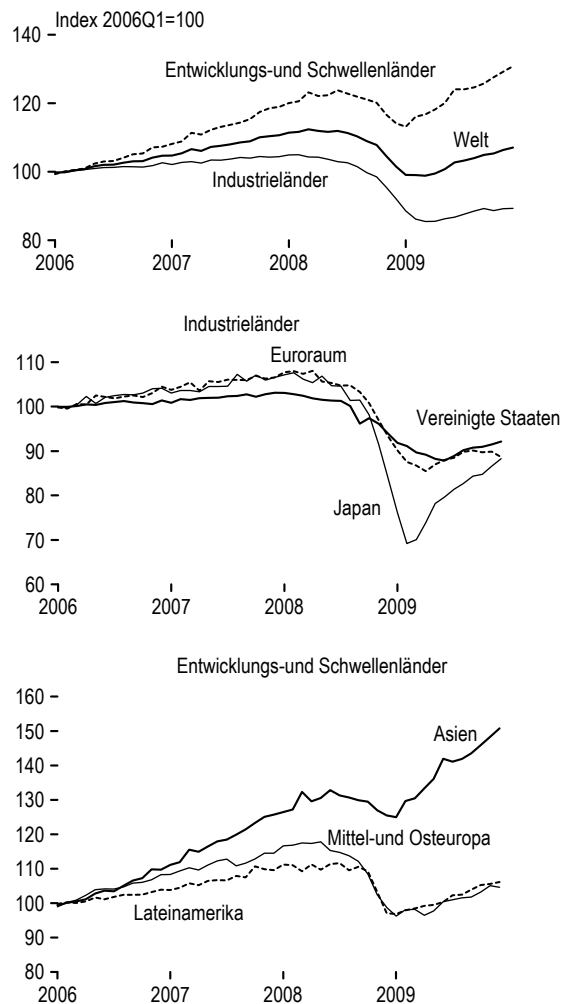


Quelle: CPB (2010); eigene Berechnungen.

Das Bild einer differenzierten Erholung der Weltkonjunktur zeigt sich auch bei der Industrieproduktion (Abbildung 3). In den Industrieländern ist sie seit ihrem Tiefpunkt im Frühjahr 2009 zwar spürbar – um etwa 5 Prozent – gestiegen. Doch ist hier der krisenbedingte Rückgang, der sich auf insgesamt 20 Prozent belief, erst zu einem geringen Teil wettgemacht worden. Hingegen überschreitet die Industrieproduktion in den Entwicklungs- und Schwellenländern ihr Vorkrisenniveau bereits im Sommer 2009 und lag am Jahresende rund 5 Prozent darüber. Betrachtet man die Gruppe der Industrieländer näher, so zeigt sich, dass die Dynamik der Erholung in Japan erheblich ausgeprägter war als die in den Vereinigten Staaten und im Euroraum, allerdings nach einer ebenfalls sehr viel stärkeren Talfahrt. Hinsichtlich des Niveaus der Industrieproduktion am Jahresende 2009 im Vergleich zum Frühjahr 2008 sind die Unterschiede zwischen den großen Industrieländern infolgedessen relativ gering: Überall ist der Abstand zum Vorkrisenniveau noch sehr deutlich. Innerhalb der Gruppe der Schwellenländer demgegenüber unterscheidet sich das Ausmaß der Erholung der

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Abbildung 3:
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2006–2009



Quelle: CPB (2010); eigene Berechnungen.

Industriekonjunktur gravierend. Während die Produktion im asiatischen Raum inzwischen nahezu 20 Prozent über ihrem Niveau vom Frühjahr 2008 liegt und sich ihrem mittelfristigen Wachstumspfad wieder angenähert hat, wurde das Niveau der Produktion von vor der Krise in Lateinamerika zuletzt noch um knapp 5 Prozent und in Mittel- und Osteuropa sogar um mehr als 10 Prozent unterschritten.

Schließlich zeigt sich auch am Arbeitsmarkt, dass die Erholung vom Konjunkturunbruch im Gefolge der Finanzkrise in den Industrie- und Schwellenländern in unterschiedlichem Maß vorangekommen ist. Zwar waren auch in den

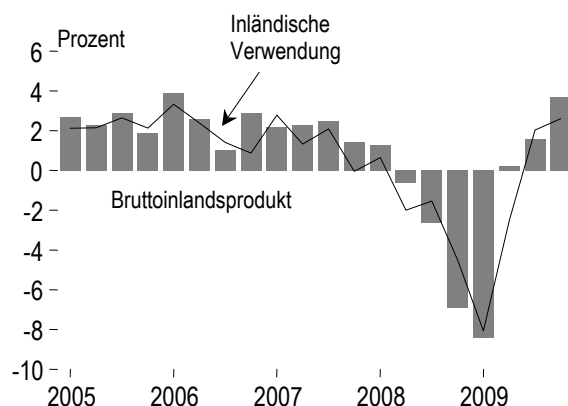
Schwellenländern kurzzeitig viele Arbeitsplätze verloren gegangen, etwa in China, wo im Herbst und Winter 2008/09 Millionen von Wanderarbeitern arbeitslos wurden. Doch erwies sich dieses Problem zumeist als vorübergehend, und im Zuge des Aufschwungs ab dem Frühjahr ging die Arbeitslosigkeit rasch wieder zurück. So ist der von der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) geschätzte Anstieg der weltweiten Arbeitslosenquote von 5,9 Prozent im Jahr 2008 auf 6,6 Prozent im Jahr 2009 zu einem weit überproportionalen Teil auf den Anstieg der Arbeitslosigkeit in den Industrieländern zurückzuführen (ILO 2010). Hier legte die Arbeitslosenquote von 5,7 Prozent auf 8,5 Prozent zu. Dieser Anstieg war bei einem Anteil an der weltweiten Beschäftigung von lediglich 16 Prozent zu mehr als 40 Prozent für die Zunahme der weltweiten Arbeitslosigkeit verantwortlich.

Alles in allem sind die Schwellenländer von der Finanzkrise deutlich weniger in Mitleidenschaft gezogen worden als die Industrieländer. Zwar bestätigte sich die noch im Oktober 2008 vorherrschende Einschätzung, dass die Produktion in den Schwellenländern trotz der zu erwartenden Rezession in den Industrieländern weiter expandieren würde, nicht; zu tief waren der Einbruch der Nachfrage in der industrialisierten Welt und zu groß die Probleme bei der Finanzierung des Welthandels. Doch zeigt sich nun, dass die Auswirkungen der Finanzkrise in den Schwellenländern insgesamt – und hier vor allem im asiatischen Raum und in Südamerika – aufgrund zumeist solider Finanzsektoren und allgemein günstiger Fundamentalfaktoren den mittelfristigen Wachstumspfad in geringerem Ausmaß nach unten verschoben haben. Insofern kann durchaus von einer Abkopplung wichtiger Schwellenländer von der Entwicklung in den Industrieländern gesprochen werden.

Konjunkturelle Erholung in den Industrieländern mit zweifelhafter Substanz

Die Erholung der Produktion in den Industrieländern, die um die Jahresmitte 2009 eingesetzt hatte, gewann im Verlauf des zweiten Halbjahrs insgesamt an Fahrt. Nach einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts in den G7-Ländern von annualisiert 2 Prozent im dritten Quartal dürfte sich im Schlussquartal ein Zuwachs von reichlich 3,5 Prozent ergeben haben (Abbildung 4). Allerdings verlief die Entwicklung uneinheitlich: Während sich in den Vereinigten Staaten und in Japan der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion deutlich beschleunigte, geriet die Erholung im Euroraum wieder ins Stocken. Bedenklich stimmt darüber hinaus, dass der Produktionschub in den Vereinigten Staaten zum überwiegenden Teil darauf zurückzuführen ist, dass die Unternehmen ihre Lagerdispositionen änderten. Außerdem dürften die Impulse, die die Konjunktur in den Industrieländern von der Wiederbelebung der Nachfrage im Automobilsektor erhielt, zu einem Gutteil vorübergehender Natur gewesen sein. Der Nachfrageanstieg

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



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. 4. Quartal 2009 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2010); eigene Berechnungen.

ist nämlich wesentlich auf Anreizprogramme zurückzuführen, die von den Regierungen nicht nur in den wichtigsten Industrieländern, sondern auch in zahlreichen Schwellenländern – und hier nicht zuletzt in China – als Reaktion auf den massiven Einbruch der Automobilnachfrage gegen Ende des Jahres 2008 beschlossen worden waren und die zum Teil eine sehr deutliche Zunahme der Pkw-Verkäufe zur Folge hatten (Abbildung 5). Diese Programme sind jedoch in aller Regel zeitlich befristet und gehen entweder in den kommenden Monaten zu Ende oder sind bereits ausgelaufen, so dass die Unterstützung für die Produktion nur vorübergehender Natur gewesen ist.

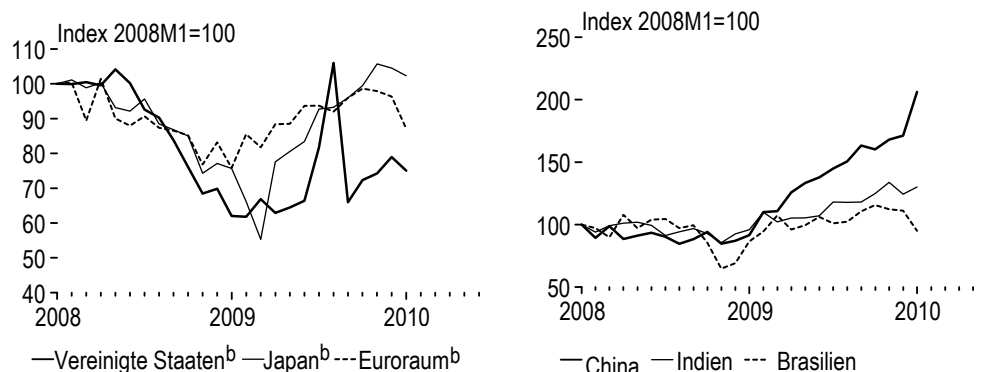
In den *Vereinigten Staaten* hat die konjunkturelle Erholung gegen Jahresende erheblich an Schwung gewonnen. Das reale Bruttoinlandsprodukt expandierte im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 5,9 Prozent so stark wie zuletzt im Jahr 2003 (Abbildung 6). Mehr als die Hälfte dieses Anstiegs (3,9 Prozent) ist allerdings darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen nicht mehr so stark auf Vorräte zurückgriffen, um die Nachfrage zu bedienen. Hohe Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen im Anschluss an Rezessionen sind in den Vereinigten Staaten häufig zu beobachten. Sie sind aber ein vorübergehendes Phänomen.¹ Die gesamtwirtschaftliche Endnachfrage expandierte hingegen nur mit einer Rate von 1,9 Prozent. So erhöhte sich der private Konsum mit 1,7 Prozent nach 2,8 Prozent im dritten Quartal in verlangsamttem Tempo, zum Teil wohl bedingt durch das Auslaufen des „Cash for Clunkers“-Programms zur Förderung des Autoabsatzes. Die Investitionen in Ausrüstungen und Software wurden hingegen verstärkt, mit einer Rate von 18,2 Prozent, ausgeweitet. Hier dürften Nachholeffekte eine Rolle gespielt haben, nachdem viele Unternehmen Ersatzinvestitionen zum Höhepunkt der Finanzkrise im Winterhalbjahr 2008/09 erst einmal zurückgestellt hatten. Der private Wohnungsbau legte hingegen zwar nochmals zu, mit einer Rate von

¹ Zur Rolle des Lagerzyklus im Anschluss an Rezessionen in den Vereinigten Staaten siehe Boysen-Hogrefe et al. (2010a: Kasten 2).

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Abbildung 5:

Pkw-Verkäufe^a in großen Industrieländern und großen Schwellenländern 2008–2010



^aSaisonbereinigt. — ^bNeuzulassungen.

Quelle: OECD (2010); nationale Statistiken über Thomson Financial Datastream.

5,0 Prozent jedoch deutlich schwächer als im dritten Quartal. Der Wirtschaftsbau befindet sich zurzeit in einer ähnlichen Korrekturphase, wie sie zuvor beim privaten Wohnungsbau zu beobachten war; er ging angesichts nach wie vor bestehenden Überkapazitäten um 13,9 Prozent zurück. Seit Beginn der Korrektur im dritten Quartal 2008 ist er damit bereits um mehr als 25 Prozent geschrumpft. Die Staatsausgaben sind gegen Ende des Jahres trotz des Konjunkturprogramms leicht zurückgegangen. Der Außenhandel expandierte hingegen rasch. Da die Exporte spürbar stärker ausgeweitet wurden als die Importe, lieferte er einen positiven Wachstumsbeitrag von 0,3 Prozentpunkten. Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage offenbar stabilisiert; die Arbeitslosenquote sank im Januar um 0,3 Prozentpunkte auf 9,7 Prozent und verharrte im Februar auf diesem Niveau. Die statistischen Zahlen sprechen derzeit aber keine einheitliche Sprache, von einem ausgeprägten Beschäftigungsaufbau kann daher noch nicht gesprochen werden (Kasten 1).

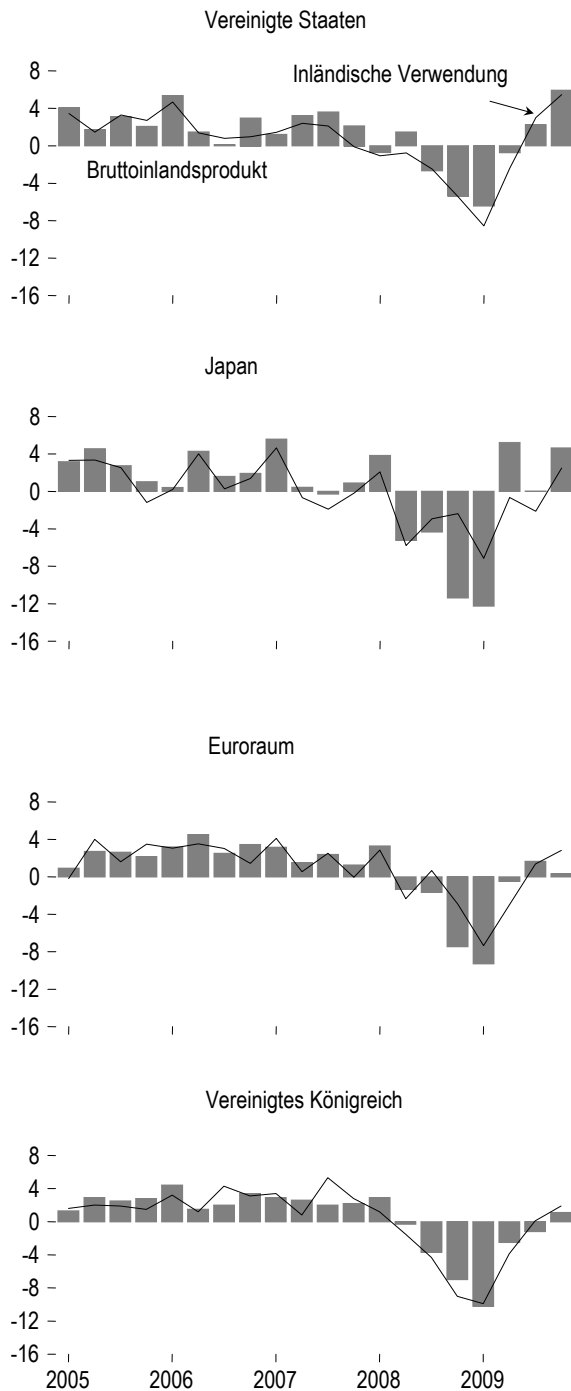
In *Japan* hat sich die Produktion in den vergangenen Monaten infolge außenwirtschaftlicher Impulse sowie einer expansiven Finanzpolitik deutlich erhöht. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im vierten Quartal 2009 mit einer laufenden Jahresrate von 4,6 Prozent. Die Erzeugung in der Industrie nahm sogar mit einer Rate von nahezu 20 Prozent zu, und der kräftige Zuwachs der Industrieproduktion im Ja-

nuar 2010 deutet daraufhin, dass die positive Konjunkturtendenz auch nach der Jahreswende angehalten hat. Wesentliche Triebkraft der Konjunktur blieben die Exporte, die im Januar ihren Vorjahreswert um 40 Prozent übertrafen (nominale Warenexporte).² Die reale Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen legte im vierten Quartal mit einer Rate von 22 Prozent zu, nachdem sie in den beiden Quartalen zuvor sogar noch rascher gestiegen war. Da die Importe gleichzeitig um nur 5 Prozent ausgeweitet wurden, ergab sich eine Zunahme des Außenbeitrags, die für knapp die Hälfte der Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts verantwortlich war. Zu den Impulsen von der Auslandsnachfrage kam gegen Jahresende eine Belebung der inländischen Verwendung hinzu, die erstmals seit dem ersten Quartal 2008 wieder stieg, mit einer laufenden Jahresrate von 2,5 Prozent sogar recht kräftig. Die Absatz- und Ertragsaussichten haben sich angesichts des anhaltenden Aufschwungs bei den Exporten soweit verbessert, dass die Unternehmen ihre Investitionen wieder ausweiten. Die Erholung beim privaten

² Diese hohe Zuwachsrate ist allerdings auch wesentlich dem tiefen Niveau im Vergleichszeitraum geschuldet, in dem Produktion und Handel im asiatischen Raum ihren Tiefpunkt im Verlauf der Finanzkrise verzeichneten. Trotz der beträchtlichen Zunahme seither lagen die japanischen Ausfuhren zuletzt immer noch um 20 Prozent unter ihrem Niveau vor Beginn der Krise.

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Abbildung 6:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen
Industrielländern 2005–2009^a



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

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

Konsum setzte sich fort. Stützend wirkten weiterhin Kaufanreize für langlebige Konsumgüter, die einen wichtigen Teil der Konjunkturprogramme bilden. Hinzu kam, dass die real verfügbaren Einkommen dank wieder steigender Beschäftigung, rückläufiger Verbraucherpreise sowie zunehmender Transferzahlungen trotz weiter sinkender Löhne merklich zunahmen. Konjunkturbelebend wirkte nicht zuletzt, dass die Staatsausgaben im Zuge der Umsetzung der Konjunkturprogramme mit einer Rate von 3 Prozent ausgeweitet wurden.

Die konjunkturelle Erholung im *Euroraum*, die im Sommer 2009 in Gang zu kommen schien, ist in den letzten Monaten des Jahres wieder ins Stocken geraten. Die fiskalischen Impulse ließen nach, und ein deutlicher Lagerabbau dämpfte die Produktion.³ Im vierten Quartal expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer Rate von annualisiert nur noch 0,5 Prozent, und auch zu Beginn des laufenden Jahres scheint sich die wirtschaftliche Aktivität nicht nennenswert belebt zu haben. Vor allem die Investitionen blieben deutlich abwärts gerichtet. Gleichzeitig haben sich die Ausgaben der privaten Haushalte lediglich stabilisiert, und der Staatskonsum, der in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres nicht zuletzt als Folge von Konjunkturprogrammen kräftig gestiegen war, nahm leicht ab. Impulse gingen gegen Jahresende vor allem von den Exporten aus, die mit einer laufenden Jahresrate von 7 Prozent merklich rascher zunahmen als die Importe, so dass sich der reale Außenbeitrag spürbar erhöhte. Am Arbeitsmarkt zeichnet sich angesichts der stockenden Konjunkturerholung noch keine Besserung ab, doch hat sich die Arbeitslosigkeit in den vergangenen Monaten nur noch wenig erhöht. Im Januar betrug die Arbeitslosenquote 9,9 Prozent, dieselbe Rate wie in den beiden letzten Monaten des vergangenen Jahres.

Die Konjunktur im *Vereinigten Königreich* fasst weiterhin nur zögerlich Tritt. Nachdem die Produktion anders als in den meisten großen Industrieländern noch bis ins dritte Quartal des

³ Für eine detailliertere Analyse der Konjunktur im Euroraum vgl. Boysen-Hogrefe et al. 2010c.

Kasten 1:

Zur Arbeitsmarktentwicklung in den Vereinigten Staaten

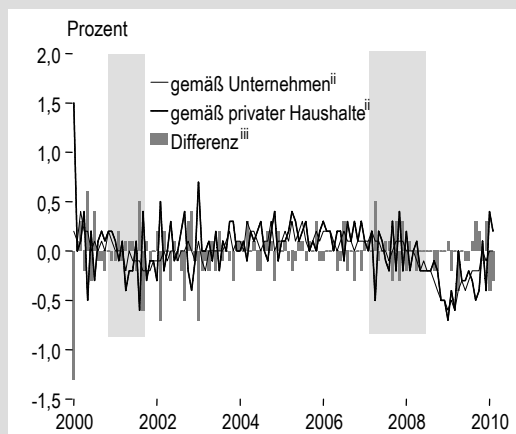
Die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten ist im Januar um 0,3 Prozentpunkte auf 9,7 Prozent gefallen und blieb im Februar konstant. Während sich die Arbeitslosenquote in den vorhergehenden Monaten vor allem durch einen kurzfristigen Rückgang der Erwerbsbevölkerung stabilisierte, ist der kräftige Rückgang im Januar und die Konstanz im Februar auf einen spürbaren Anstieg der Beschäftigung zurückzuführen. Darauf deuten zumindest die regelmäßigen Umfragen unter 60 000 privaten Haushalten (*household survey*) hin, auf deren Basis die Arbeitslosenquote berechnet wird. Eine Trendumkehr am Arbeitsmarkt mit einem raschen Rückgang der Arbeitslosenquote ist dennoch vorerst nicht zu erwarten. So ergaben die parallel erhobenen Beschäftigungsdaten im Unternehmenssektor (*establishment survey*) für den Januar und den Februar jeweils einen leichten Stellenabbau. Revisionen ergaben zudem, dass im Jahr 2009 etwa 1,5 Mill. Stellen mehr verloren gingen als zunächst angenommen. Seit Beginn der Rezession sind gemäß den Unternehmensbefragungen somit 8,4 Mill. Stellen verloren gegangen; ein Rückgang um 6,1 Prozent (*household survey*: 7,5 Mill. bzw. 5,2 Prozent).

Große Abweichungen zwischen den beiden Umfragen sind keineswegs ungewöhnlich. So ist die Differenz der Veränderung zwischen beiden Erhebungen im Januar mit 0,4 Prozentpunkten und im Februar mit 0,3 Prozentpunkten zwar relativ groß gewesen (Abbildung K1-1), solch große Differenzen waren aber bereits häufiger beobachtbar. Eine langfristige Betrachtung zeigt zudem, dass trendmäßig ein stärkerer Anstieg der Beschäftigung gemäß dem *household survey* im Anschluss an Rezessionen durchaus üblich ist, wohingegen im Verlauf von Rezessionen der *establishment survey* eine günstigere Beschäftigungsentwicklung ausweist (Abbildung K1-2).^a Die teilweise beträchtlichen Abweichungen werden dadurch verursacht, dass sich die beiden Erhebungen in mehreren Aspekten unterscheiden. So werden in den Haushaltsbefragungen beispielsweise auch selbstständige Beschäftigung und unter bestimmten Umständen auch unentgeltliche Beschäftigung berücksichtigt.^b Weitere Unterschiede bestehen darin, dass die Haushaltsbefragungen auch den Agrarsektor umfassen, sich lediglich auf die Bevölkerung ab einem Alter von 16 Jahren beziehen und anstatt der Anzahl der Arbeitsplätze die Anzahl der beschäftigten Personen erfassen.

Alles in allem gelten die Unternehmensbefragungen als zuverlässiger, da sie mit 140 000 Unternehmen auf einem umfangreicheren Panel beruhen und weniger Freiheitsgrade bei der Beantwortung der Fragen zulassen.

Abbildung K1-1

Beschäftigungsentwicklung in den Vereinigten Staaten 2000–2010ⁱ

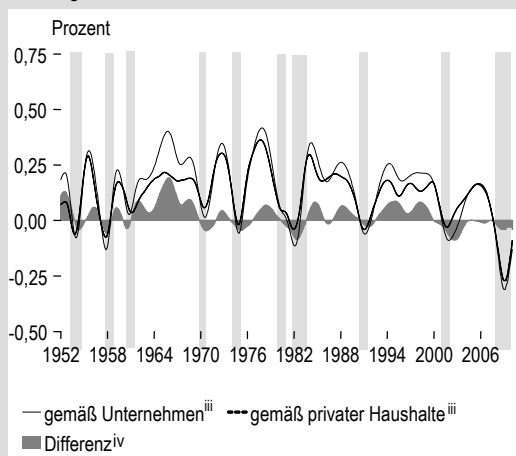


ⁱRezessionen sind grau unterlegt. — ⁱⁱIm Vergleich zum Vormonat. — ⁱⁱⁱProzentpunkte.

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

Abbildung K1-2:

Durchschnittliche Beschäftigungsentwicklung in den Vereinigten Staaten 1952–2010^{i, ii}



ⁱRezessionen sind grau unterlegt. — ⁱⁱDurchschnitt berechnet mittels eines Hodrick-Prescott-Filters. — ⁱⁱⁱIm Vergleich zum Vormonat. — ^{iv}Prozentpunkte.

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

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Im Folgenden soll untersucht werden, ob sich diese Einschätzung auch anhand ökonomischer Analysen nachvollziehen lässt. Die prozentuale Veränderung der Beschäftigung im Vergleich zum Vormonat gemäß des *establishment surveys* ist weniger kurzfristigen Schwankungen unterworfen als die des *household surveys*. Die aus dieser Beobachtung ableitbare Hypothese, dass die Ergebnisse des *establishment surveys* die Grundtendenz der aktuellen Arbeitsmarktentwicklung zumindest kurzfristig aber möglicherweise auch langfristig besser widerspiegeln, lässt sich empirisch mithilfe eines vektorautoregressiven Modells überprüfen.

Einheitswurzeltests ergeben, dass beide Zeitreihen eine Einheitswurzel aufweisen und der Johansen-Test deutet darauf hin, dass beide Zeitreihen kointegriert sind. Deshalb wird das vektorautoregressive Modell als Fehlerkorrekturmodell spezifiziert, in dem die Veränderungsrate der jeweiligen Zeitreihe im Vergleich zum Vormonat nicht nur anhand der Verzögerungen der Veränderungsrate beider Reihen, sondern auch anhand von Abweichungen von der Langfristbeziehung erklärt werden:

$$(1) \quad \begin{aligned} \Delta e_t &= \alpha_e(e_{t-1} - \beta h_{t-1} + c) + \sum_{i=1}^8 \delta_{e,i} \Delta e_{t-i} + \sum_{j=1}^8 \gamma_{e,j} \Delta h_{t-j} + u_{e,t} \\ \Delta h_t &= \alpha_h(e_{t-1} - \beta h_{t-1} + c) + \sum_{i=1}^8 \delta_{h,i} \Delta e_{t-i} + \sum_{j=1}^8 \gamma_{h,j} \Delta h_{t-j} + u_{h,t} \end{aligned} \quad \text{bzw.}$$

wobei e_t für die logarithmierte Beschäftigungszahl gemäß des *establishment surveys* und h_t für die logarithmierte Beschäftigungszahl gemäß des *household surveys* steht.^c

Die Ergebnisse in Tabelle K1-1 zeigen, dass Abweichungen von der Langfrist-Beziehung mit einem Koeffizienten von 0,026 (p-Wert: 0,00) stärker auf die Veränderungsrate des *household surveys* wirken als auf die des *establishment survey* mit einem Koeffizienten von 0,008 (p-Wert: 0,02). Auch die Kurzfristparameter zeigen, dass die Veränderungsrate des *establishment surveys* stärker auf die zukünftigen Veränderungsrate des *household surveys* wirken (mit einem kumulierten Parameterwert von 0,783) als umgekehrt (0,211). Insgesamt deuten die Ergebnisse der empirischen Analyse somit darauf hin, dass die Ergebnisse des *establishment surveys* die aktuellen Tendenzen am Arbeitsmarkt etwas besser widerspiegeln als die Ergebnisse des *household surveys*. In Hinblick auf die Ergebnisse der ersten beiden Monate des laufenden Jahres ist somit davon auszugehen, dass sich die Differenzen zwischen beiden Erhebungen in den kommenden Monaten eher über eine Korrektur der Beschäftigungsentwicklung des *household surveys* angleichen.

Tabelle K1-1:
Ergebnisse der Kointegrationsanalyseⁱ

	Δe_t	Δh_t
α	-0,008 (0,02)	-0,026 (0,00)
β	-0,857 (0,00)	-0,857 (0,00)
c	-1,756 (0,00)	-1,756 (0,00)
$\sum_{i=1}^8 \delta_i$	0,613 (0,00)	0,783 (0,00)
$\sum_{i=1}^8 \gamma_i$	0,211 (0,01)	-0,517 (0,00)

ⁱp-Werte in Klammern.

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

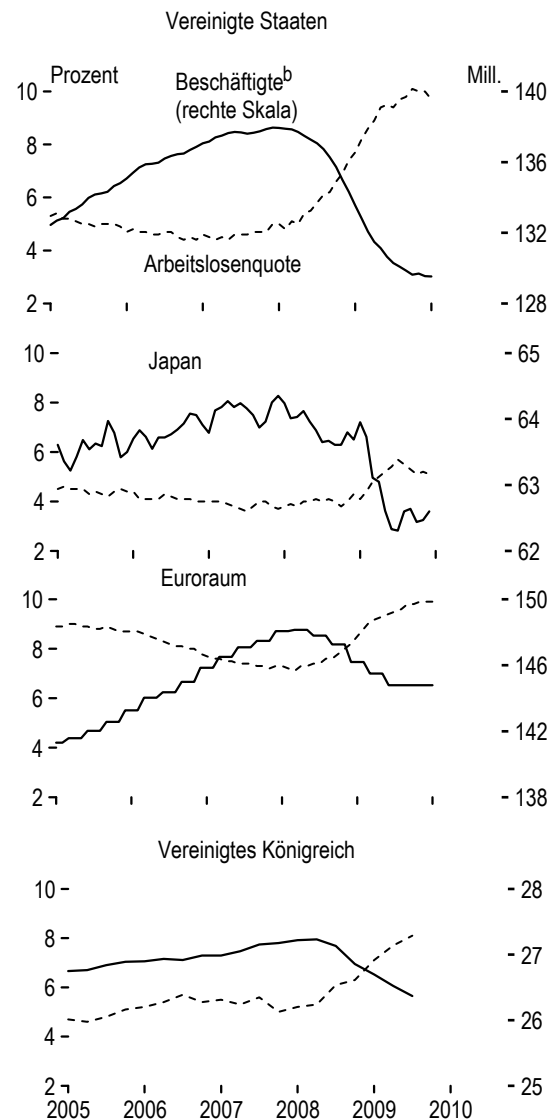
Somit lassen die Arbeitsmarktdaten in der Gesamtschau vermuten, dass es noch zu keinem ausgeprägten Beschäftigungsaufbau gekommen ist. Die Stimmungsindikatoren der Unternehmen deuten darauf hin, dass auch in den nächsten Monaten nicht mit einem nachhaltigen Rückgang der Arbeitslosenquote zu rechnen ist. Zwar signalisiert der Einkaufsmanagerindex für Industrieunternehmen im Februar, allerdings deutet der entsprechende Indikator für den ungleich größeren Dienstleistungssektor weiterhin auf einen Stellenabbau hin.^d Zudem sind gemäß Befragungen von kleinen und mittleren Unternehmen, die für Beschäftigungsentwicklung eine größere Rolle spielen dürften als die eher in den Einkaufsmanagerindizes erfassten größeren Unternehmen, in den kommenden Monaten kaum Neueinstellungen geplant.^e Zwar dürfte der Stellenabbau zu einem Ende gekommen sein, da sich die Konjunktur stabilisiert hat und die Unternehmen sehr schnell auf den Produktionseinbruch reagiert hatten, so dass die Produktivität spürbar angezogen hat. Allerdings ist aufgrund der stetig zunehmenden Erwerbsbevölkerung – in Folge des Bevölkerungsanstiegs und der zu erwartenden Rückkehr zuvor „entmutigter“ Arbeitssuchender auf den Arbeitsmarkt – im Durchschnitt ein Beschäftigungsaufbau von etwa 100 000 pro Monat nötig, allein um die Arbeitslosenquote konstant zu halten.

^aDer Trend wurde jeweils mit dem Hodirck-Prescott-Filter ermittelt. — ^bVgl. US Department of Labor (2010a). — ^cDie Wahl jeweils 8 Verzögerungen zu verwenden wurde anhand des Akaike Informationskriteriums getroffen. — ^dVgl. ISM (2010). Zur Interpretation der Werte des Einkaufsmanagerindex siehe Boysen-Hogrefe et al. (2010a: Kasten 1). — ^eVgl. NFI (2010).

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

vergangenen Jahres gesunken war, stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal zwar wieder. Die Zunahme war mit einer laufenden Jahresrate von 1,1 Prozent jedoch nur mäßig, bedenkt man, dass allein der langsamere Lagerabbau 2,1 Prozentpunkte zur Veränderung beitrug. Während die Investitionen nach einer kurzen Erholung im dritten Quartal um 11,7 Prozent sanken, stiegen die privaten Konsumausgaben, wohl bedingt durch Vorzieheffekte aufgrund der Rücknahme der temporären Umsatzsteuersenkung zu Beginn des laufenden Jahres. Gleichzeitig war die Arbeitsmarktentwicklung bis zuletzt negativ (Abbildung 7). Die Zahl freier Stellen stagnierte auf sehr niedrigem Niveau, die Arbeitslosenquote (nach Eurostat-Definition) verharrte im Januar wohl bei dem deutlich erhöhten Niveau von 7,9 Prozent. Die hartnäckige Schwächephase erklärt sich vor allem daraus, dass der Rückgang der Produktion im Vereinigten Königreich, anders als in Ländern wie z.B. Deutschland oder Japan, weniger einem Einbruch bei den Exporten als der wegbrechenden Binnennachfrage (-5,2 Prozent) geschuldet war. Deren rascher Erholung stehen strukturelle Probleme wie eine hohe Verschuldung der privaten Haushalte und gesunkene Immobilienvermögen entgegen. Ein Problem ist außerdem das hohe Gewicht des Finanzsektors in der Produktion. Zuletzt waren viele Konjunkturindikatoren zwar deutlich aufwärtsgerichtet. So beurteilten die Unternehmen im Groß- und im Einzelhandel die Lage per Saldo wieder positiv. Außerdem liegt der OECD-Frühindikator mittlerweile sehr deutlich über dem Tief vom vergangenen Februar, und das Konsumentenvertrauen lag Anfang des Jahres auf dem Niveau der Jahre 2005 bis 2007. Dies alles spricht dafür, dass die Produktion im ersten Quartal weiter zugenommen hat. Allerdings dürfte der Anstieg abermals wohl nur moderat ausgefallen sein. So war das Volumen der Konsumenten- und Unternehmenskredite weiter rückläufig, außerdem wurde zum Jahreswechsel die Umsatzsteuer um 2,5 Prozentpunkte auf das Niveau von 17,5 Prozent angehoben, wodurch die private Konsumnachfrage in der ersten Jahreshälfte gedämpft werden dürfte.

Abbildung 7:
Arbeitsmarkt in den großen Industrieländern 2005–2010^a

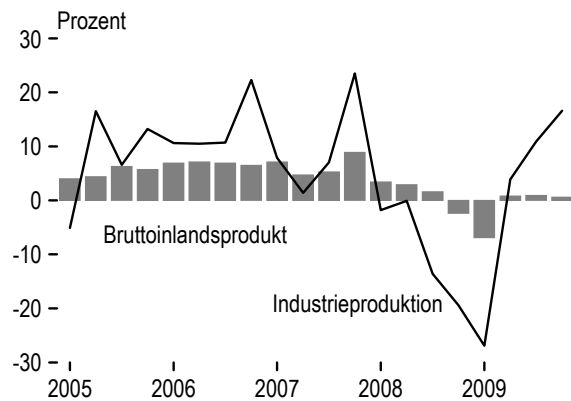


^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: EZB (2010); US Department of Labor (2010a); OECD (2010); Eurostat (2010); Office for National Statistics (2010).

In den *Beitrittsländern der EU* insgesamt hat sich die Produktion in der zweiten Jahreshälfte 2009 leicht erholt (Abbildung 8), doch ist das Konjunkturbild nach wie vor sehr differenziert. Während die Wirtschaft in einigen Ländern bereits seit dem Frühjahr zum Teil recht kräftig expandiert, hat sich der konjunkturelle Umschwung in anderen Ländern erst in der jüngsten

Abbildung 8:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2005–2009^a



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

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen.

Zeit vollzogen oder er lässt nach wie vor auf sich warten. Kaum Hinweise auf eine Besserung der Konjunktur sind bislang in Ungarn zu erkennen, wo die gesamtwirtschaftliche Produktion auch im vierten Quartal – und damit im nunmehr achten Quartal in Folge – gesunken ist. Auch in Rumänien, Bulgarien und Lettland ist der konjunkturelle Wendepunkt offenbar noch nicht erreicht. Hingegen hat die Wirtschaftsleistung in Litauen und Estland, ebenfalls Länder, deren Wirtschaft im vergangenen Jahr ausgesprochen stark geschrumpft ist, im Schlussquartal 2009 wieder zugenommen. Bereits seit dem Frühjahr vergangenen Jahres steigt die Produktion in Tschechien und der Slowakei, Länder, deren Wirtschaft stark von der Automobilkonjunktur beeinflusst wird. Die zunächst recht kräftige Erholung der Produktion hat sich zuletzt aber merklich verlangsamt. Sehr günstig blieb die Entwicklung in Polen, das eines der wenigen Industrieländer ist, das im Verlauf der Finanzkrise nicht in eine Rezession geraten ist. Hier legte die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits im Sommerhalbjahr recht kräftig zu, und Indikatoren wie Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze deuten darauf hin, dass die Konjunktur im Schlussquartal nochmals merklich an Schwung gewonnen hat. Im Jahresergebnis dürfte die polnische Wirtschaft

trotz der zum Teil sehr stark rückläufigen Aktivität in den Nachbarländern um knapp 2 Prozent zugelegt haben. Die außergewöhnlich günstige Entwicklung war eine Folge verschiedener Faktoren: Neben einer expansiven Wirtschaftspolitik halfen eine zeitweise sehr kräftige Abwertung des Złoty, die vergleichsweise geringe Exportabhängigkeit, ein intaktes Bankensystem und eine relativ niedrige Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten.

Fortgeschrittene Erholung in den Schwellenländern

Die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern war im vergangenen Jahr sehr differenziert. Während dem scharfen Einbruch der Produktion in den meisten Ländern Asiens und vielfach auch in Lateinamerika bereits ab dem Frühjahr eine kräftige Erholung folgte, waren die Folgen der Finanzkrise in anderen Ländern, insbesondere in Russland, nachhaltiger. Alles in allem verzeichneten die meisten Schwellenländer für das Jahr 2009 relativ moderate Produktionsrückgänge, in Indien und China, den beiden größten aufstrebenden Volkswirtschaften, dürfte das Bruttoinlandsprodukt trotz der schweren Rezession in den Industrieländern sogar kräftig – um 8,6 Prozent bzw. 5,7 Prozent – zugelegt haben. Die rasche Erholung ist vielerorts staatlichen Konjunkturprogrammen und expansiven Maßnahmen der Zentralbanken zuzurechnen. Zudem hat die merkliche Verbesserung der Rahmenbedingungen vonseiten der internationalen Finanzmärkte die Konjunktur belebt. So haben sich die Risikoprämien auf Staatsanleihen der Schwellenländer im Zuge der Normalisierung an den Kapitalmärkten zurückgebildet. Zwar wurden einige Länder wie z.B. Venezuela, Argentinien oder Mexiko in ihrer Bonität herabgestuft; der Großteil der Länder konnte aber dank solider Staatsfinanzen und hoher Währungsreserven von einem Rückgang der Finanzierungskosten profitieren. Auch wirkte der Wiederanstieg der Rohstoffpreise in

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

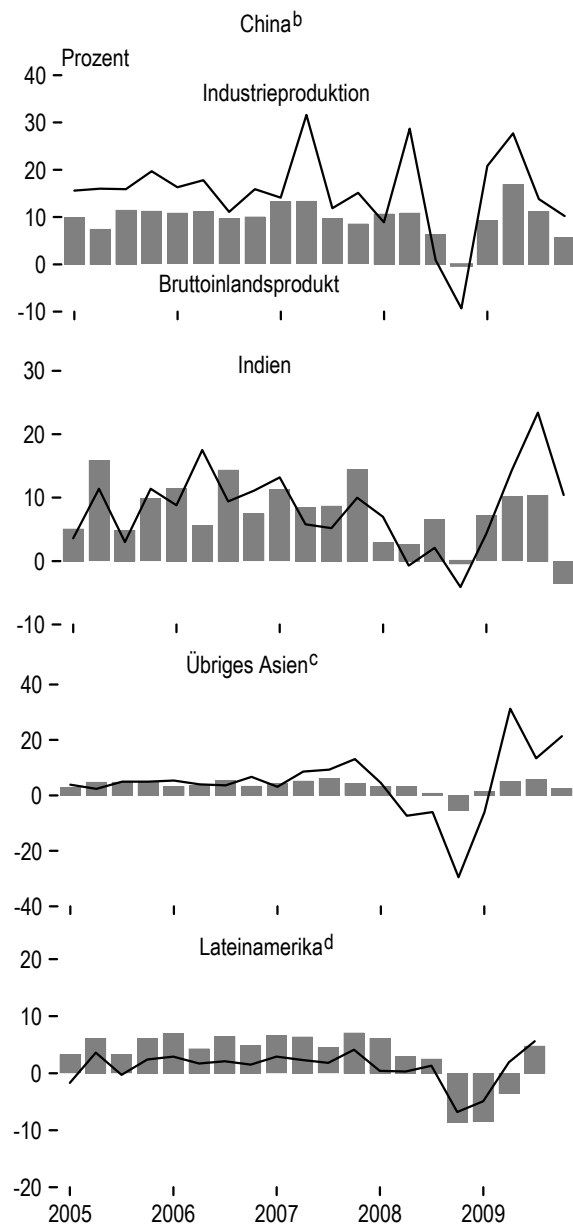
vielen Ländern. Der Höhepunkt der konjunkturellen Dynamik scheint aber insbesondere in Asien bereits überschritten zu sein, zumal in wichtigen Ländern der Expansionsgrad der Wirtschaftspolitik bereits spürbar verringert worden ist.

In *China* expandiert die Wirtschaft schon seit Anfang des vergangenen Jahres in hohem Tempo. Ausschlaggebend für die kräftige Expansion waren wohl die Impulse der äußerst expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Die Exporte erholten sich über weite Strecken des Jahres nur in mäßigem Tempo. Das Ende 2008 beschlossene umfangreiche Konjunkturprogramm stimulierte die Inlandsnachfrage im gesamten Jahr spürbar. Zudem gelang es der Zentralbank, die Kreditvergabe anzufachen, indem sie die Leitzinsen senkte, die Mindestreservesätze reduzierte und Kreditrestriktionen abbaute. In der Folge zogen die Investitionen an, wobei im Rahmen des Konjunkturprogramms in Angriff genommene staatliche Infrastrukturprojekte eine wesentliche Rolle spielten. Staatliche Anregungen waren auch mitverantwortlich dafür, dass der private Konsum kräftig zulegte; hinzu kam, dass sich die Realeinkommen – auch infolge eines zeitweisen Rückgangs der Verbraucherpreise – stark erhöhten. Im Schlussquartal 2009 verlor die wirtschaftliche Aktivität allerdings merklich an Schwung; nach unseren Berechnungen nahm das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorquartal mit einer laufenden Jahresrate von nur noch etwa 5 Prozent zu, nach rund 15 Prozent bzw. 10 Prozent in den beiden Quartalen zuvor (Abbildung 9).

Die ostasiatischen Schwellenländer haben sich vom kräftigen Einbruch der Produktion ebenfalls recht rasch erholt. Genauso wie diese Länder vom dramatischen Rückgang des Welt Handels besonders betroffen waren, profitierten sie von der Erholung der Weltkonjunktur. Vor allem die starke Expansion der Nachfrage in China schlug sich positiv in den Außenbeiträgen der ostasiatischen Schwellenländer nieder. Hinzu kamen kräftige Impulse seitens der Wirtschaftspolitik. Umfangreiche Konjunkturprogramme wurden beispielsweise in Südkorea, Taiwan, Malaysia, und Singapur aufgelegt. Auch

waren die Notenbankzinsen rasch auf niedrige Niveaus gesenkt worden.

Abbildung 9:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Schwellenländern 2005–2009^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: Abeyinghe (2008); Eurostat (2010); nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

In Indien ist das reale Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 trotz der Belastungen durch das internationale Umfeld mit 5,7 Prozent nur wenig langsamer gestiegen als im mittelfristigen Trend. Konjunkturlokomotive waren die privaten Investitionen und die durch ein Konjunkturprogramm insgesamt spürbar ausgeweiteten Staatsausgaben. Der private Konsum stieg gegenüber dem Vorjahr mit einer Rate von reichlich 3 Prozent ebenfalls deutlich. Im vierten Quartal ist das Bruttoinlandsprodukt allerdings spürbar gesunken. Zum einen wurden die Staatsausgaben in diesem Quartal wieder stark eingeschränkt. Zum anderen haben sich die durch den sehr schwachen Monsunregen ausgelösten Ernteaufschläge im landwirtschaftlichen Sektor im vierten Quartal niedergeschlagen.

In Lateinamerika belebte sich die Konjunktur im Sommerhalbjahr, und sie erscheint nach wie vor robust. Ausschlaggebend für die konjunkturelle Dynamik sind vor allem die noch immer expansiv ausgerichtete Geld- und Finanzpolitik, die stimulierend auf die Inlandsnachfrage wirkte. Auch die gestiegenen Rohstoffpreise und die anziehende Nachfrage nach Industrierohstoffen, insbesondere aus Asien, begünstigen die wirtschaftliche Erholung. In Brasilien dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal das Vorkrisenniveau nahezu wieder erreicht haben. Vor allem die Investitionen wurden – nicht zuletzt infolge der staatlichen Konjunkturstimulierung – merklich ausgeweitet. Aber auch der private Konsum, der unter anderem aufgrund von Steuerentlastungen angeregt wurde, trug maßgeblich zum Aufschwung bei. Auch in Mexiko hat die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte an Fahrt gewonnen. Das reale Bruttoinlandsprodukt expandierte mit einer laufenden Jahresrate von über 7,5 Prozent gegenüber dem ersten Halbjahr. Hier machten sich anziehende Exporte in die Vereinigten Staaten, auf die über 80 Prozent der mexikanischen Ausfuhren entfallen, bemerkbar.

Die Wirtschaft *Russlands* wurde im vergangenen Jahr besonders hart von der Finanzkrise getroffen. Zum einen belasteten der starke Rückgang der Rohstoffnachfrage und die Verschlechterung der Terms of Trade infolge des

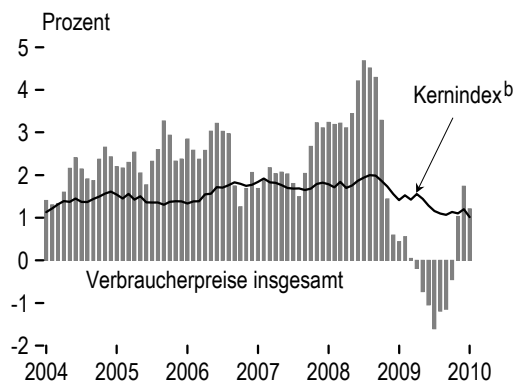
Einbruchs bei den Rohstoffpreisen die Nachfrage. Zum anderen kam es zu einem Ende des zum Teil spekulativen Immobilienbooms. Die Investitionen nahmen dramatisch ab, doch auch der private Konsum ging erheblich zurück. Die Wirtschaftspolitik reagierte auf den Konjekturbruch mit stark expansiven Maßnahmen. So senkte die Zentralbank den Refinanzierungssatz um 425 Basispunkte auf 8,5 Prozent. Auch die Finanzpolitik intervenierte unter anderem mit Hilfen für den Energiesektor, um dem Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität entgegen zu wirken. Dank dieser Maßnahmen und der kräftig anziehenden Rohstoffpreise hat sich die russische Wirtschaft seit Mitte des Jahres 2009 zügig erholt. Im dritten Quartal expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 9,3 Prozent. Die Indikatoren deuten daraufhin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion auch im vierten Quartal kräftig gestiegen ist. Die Industrieproduktion stieg um annualisiert 9,7 Prozent gegenüber dem Vorquartal. Die Exporte legten deutlich zu, wobei die Nachfrage aus Ostasien besonders stark aufwärts gerichtet ist. So stiegen beispielsweise die nominalen Ausfuhren nach China im dritten Quartal um über 60 Prozent. Trotz der Belebung in der zweiten Jahreshälfte dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im gesamten Jahr 2009 um knapp 8 Prozent geschrumpft sein. Dies war der stärkste Rückgang seit dem Zerfall der Sowjetunion.

Weiterhin geringer Inflationsdruck

Der Preisauftrieb ist weltweit nach wie vor generell gering. In den Industrieländern liegen die Verbraucherpreise zwar seit Ende 2009 wieder um reichlich 1 Prozent über ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie zuvor rückläufig gewesen waren (Abbildung 10). Noch stärker zog die Inflationsrate in einigen großen Schwellenländern an, etwa in China, wo die Inflationsrate Anfang dieses Jahres auf 3,5 Prozent kletterte,

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Abbildung 10:
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2010^a



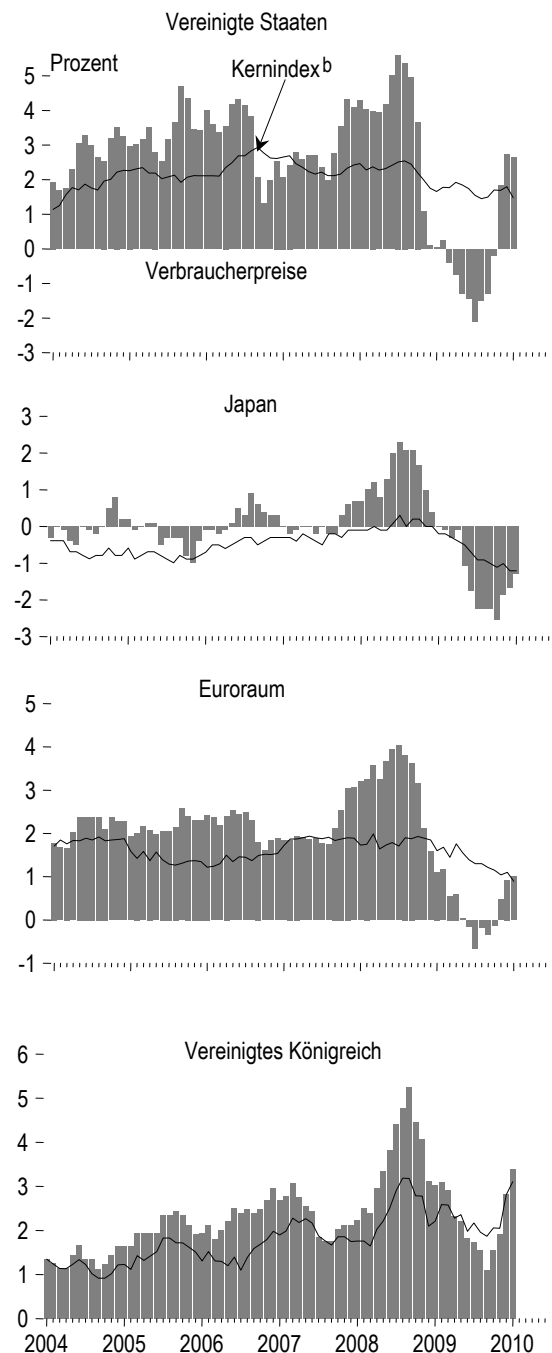
^aInflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2008. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: OECD (2010); eigene Berechnungen.

oder in Indien, wo sie inzwischen sogar bei 15 Prozent liegt. Die höhere Inflationsrate ist jedoch ganz überwiegend auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen, die zu Beginn der Finanzkrise stark gefallen waren und seit dem Frühjahr 2009 wieder aufwärts gerichtet sind. In einigen Schwellenländern, in denen die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung bereits wieder stark gestiegen ist, gibt es zwar inzwischen Anzeichen dafür, dass sich auch der zugrundeliegende Preisauftrieb zu beschleunigen begonnen hat. In den Industrieländern ist diese jedoch nicht der Fall. Hier hat sich die Kernrate der Inflation – berechnet ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise – sogar weiter abgeschwächt, wenn auch zuletzt nur noch leicht.

Besonders ausgeprägt war der Umschwung bei der Inflationsrate in den Vereinigten Staaten, wo die Verbraucherpreise zur Jahresmitte 2009 rund 2 Prozent unter ihr Vorjahresniveau gefallen waren und nun wieder eine Steigerungsrate von nahezu 3 Prozent aufweisen (Abbildung 11). Gleichzeitig hat sich die Kerninflationrate jedoch als Folge der hohen Arbeitslosigkeit auf nur noch 1,6 Prozent abgeflacht; der Kernindex ging im Januar erstmals seit 27 Jahren im Vormonatsvergleich zurück. Auch im Euroraum hat sich die Kernrate der Inflation weiter verringert;

Abbildung 11:
Verbraucherpreisanstieg in großen Industrieländern 2004–2010^a



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

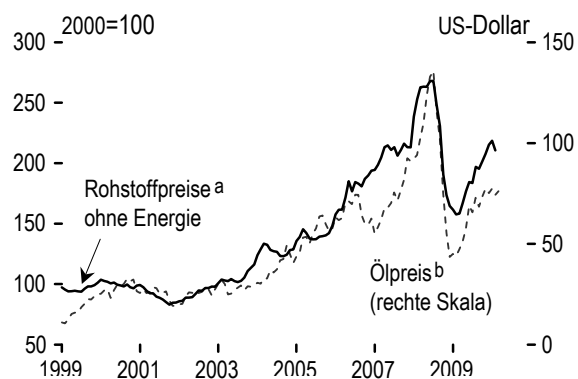
Quelle: US Department of Labor (2010b); Eurostat (2010); Office for National Statistics (2010); Statistics Bureau of Japan (2010); Eurostat (2010).

sie lag zuletzt bei 1 Prozent und damit deutlich unter dem Ziel der EZB, die eine Inflationsrate

von knapp zwei Prozent anstrebt. Seit längerem sogar rückläufig sind die Verbraucherpreise in der Grundtendenz in Japan. Die Deflation hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres kontinuierlich verschärft, von der angestrebten deutlich positiven Kerninflationsrate ist das Land weiter entfernt als je zuvor. Lediglich im Vereinigten Königreich hat sich die um die Entwicklung bei den Energie- und Nahrungsmitteln bereinigte Inflationsrate deutlich erhöht, was allerdings auf das Ende der temporären Mehrwertsteuersenkung um 2,5 Prozentpunkte zum Beginn dieses Jahres zurückzuführen ist.

Die Erholung der Rohstoffpreise, die sich ausgehend von ihren zu Beginn des Jahres 2009 erreichten Tiefständen nahezu verdoppelt haben, hat in den vergangenen Monaten an Schwung verloren. Der Ölpreis hat sich in einem Bereich zwischen 70 und 80 US-Dollar je Barrel (Brent) eingependelt (Abbildung 12). Wir unterstellen für die Prognose einen konstanten Ölpreis von 75 Dollar. Dies ist zwar in erster Linie eine technische Annahme, doch erscheint eine Stabilisierung des Ölpreises durchaus realistisch in einer Situation, die durch nur mäßig steigende Nachfrage und ein relativ reichliches Angebot gekennzeichnet ist. Der Markt ist derzeit durch relativ hohe Lager-

Abbildung 12:
Rohstoffpreise 1999–2010



^aHWWI-Index auf Dollarbasis. — ^bSpotpreis Sorte Brent per Barrel, London; letzter Wert: 04.03.2010.

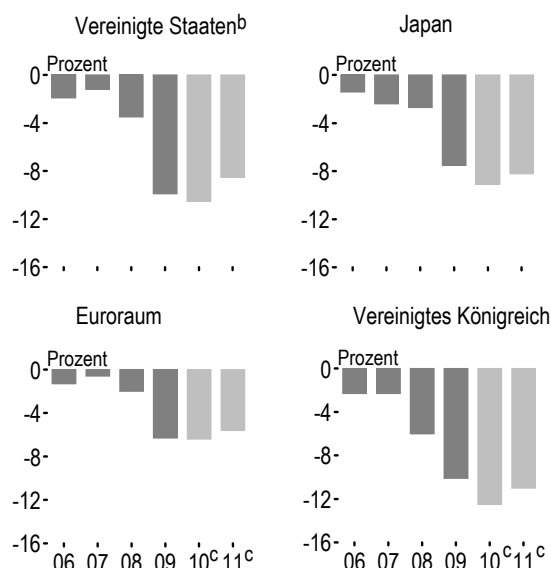
Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2010).

bestände gekennzeichnet, und das gegenwärtige Preisniveau konnte nur durchgesetzt werden, weil die OPEC ihre Förderung drosselte. Ob die Quotendisziplin bei inzwischen beträchtlichen und weiter zunehmenden ungenutzten Produktionskapazitäten auch in Zukunft hoch bleibt, erscheint durchaus fraglich.

Finanzpolitik vor großen Herausforderungen

Die Budgetdefizite in den Industrieländern sind im Zuge der Finanzkrise weltweit auf ein in Friedenszeiten nicht gekanntes Niveau gestiegen. In einer Reihe von Ländern, darunter in großen wie den Vereinigten Staaten, Japan und dem Vereinigten Königreich haben sie sich im vergangenen Jahr auf eine Größenordnung von 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erhöht (Abbildung 13). Hierzu haben konjunkturbe-

Abbildung 13:
Budgetsaldo des Staates in großen Industrieländern 2006–2011^a



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

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

dingte Einnahmeausfälle und Ausgabenzuwächse, Konjunkturprogramme zur Stimulierung der Wirtschaft und Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors beigetragen. Darüber hinaus sind aber die Defizite auch deshalb strukturell gestiegen, weil sich das Produktionspotential durch die Krise verringert hat. In der Folge werden sich insbesondere die Einnahmen auf längere Sicht ungünstiger darstellen als vor der Krise – etwa in mittelfristigen Projektionen – angenommen worden war.

Die expansive Finanzpolitik hatte großen Anteil daran, dass die Talfahrt der Konjunktur im vergangenen Jahr gestoppt wurde, doch treten nun verstärkt die Fragen nach den mittelfristigen Belastungen durch die galoppierende Staatsverschuldung in den Vordergrund. Bislang haben die Regierungen der großen Länder es vermieden, Maßnahmen zu ergreifen, die die Haushaltsdefizite bereits bald wieder deutlich zurückführen. Zu unsicher erscheint ihnen das Fundament der gegenwärtigen konjunkturellen Erholung. Bereits das Fehlen zusätzlicher Impulse könnte sichtbar machen, wie gering die Dynamik der privaten Nachfrage in vielen Ländern angesichts stark gestiegener Arbeitslosigkeit und immer noch hoher Verschuldung der privaten Haushalte nach wie vor ist. Inzwischen wird jedoch die Solvenz des Staates in einigen kleineren Industrieländern an den Finanzmärkten ernsthaft in Zweifel gezogen, und es wird zunehmend dringlich, glaubwürdige Konsolidierungsstrategien zu präsentieren, um das Vertrauen der Märkte zu stabilisieren.

Dabei ist es in vielen Fällen nicht hinreichend, die Neuverschuldung über einen Zeitraum von mehreren Jahren so weit zu reduzieren, dass die Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt anschließend nicht weiter zunehmen. Denn in einer Reihe von Ländern droht, die Schuldenquote in einigen Jahren auf ein Niveau zu steigen, von dem aus finanzpolitische Spielräume zur Reaktion auf neuerliche krisenhafte Entwicklungen in der Wirtschaft zu verschwinden drohen. Hinzu kommen die absehbaren Belastungen für den Staatshaushalt, die aus der demografischen Entwicklung resultieren. Bei unveränderter Politik würden die Staatsschulden in den meisten Industrieländern

auf längere Sicht untragbare Niveaus erreichen.⁴ Wie groß die Herausforderung ist, zeigen Berechnungen des Internationalen Währungsfonds nach denen sich der Konsolidierungsbedarf – gemessen an der Verringerung des strukturellen Primärsaldos,⁵ die notwendig ist, um den Schuldenstand auf mittlere Sicht auf einem akzeptablen Niveau zu stabilisieren – in einer Reihe von Industrieländern auf 10 Prozent und mehr beläuft.⁶

So stehen die Regierungen vor der schwierigen Entscheidung, ob sie frühzeitig beginnen sollen, den Staatshaushalt zu konsolidieren, auf die Gefahr hin, dass die beginnende konjunkturelle Erholung abgewürgt wird, oder die steigende Verschuldung tolerieren sollen, mit dem Risiko adverser Reaktionen an den Kapitalmärkten. Trotz der in zahlreichen Ländern desolaten Finanzlage des Staates sind Einschnitte bei Staatsausgaben und Steuererhöhungen zur Eindämmung der Defizite in diesem Jahr nur in wenigen, zumeist kleineren Ländern beschlossen oder zu erwarten.⁷ Zu nennenswerten über die bisher beschlossenen expansiven Maßnahmen hinausgehenden finanzpolitischen Impulsen wird es aber wohl nicht mehr kommen. Im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik dann in vielen Ländern zum Teil deutlich restriktiv wirken, weil zum einen die Konjunkturprogramme auslaufen, zum anderen in den meisten großen Ländern die strukturellen Haushaltsdefizite reduziert werden.

In den *Vereinigten Staaten* wird sich das Budgetdefizit den neusten Planungen zufolge

4 Nach Simulationen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich würde der Bruttoschuldenstand bis zum Jahr 2040 in den meisten Industrieländern auf Werte von 300 bis 500 Prozent des Bruttoinlandsprodukts steigen (Cecchetti et al. 2010).

5 Der Primärsaldo ist der Budgetsaldo nach Abzug der Zinszahlungen.

6 Länder mit besonders hohem Anpassungsbedarf sind insbesondere Griechenland, Irland, Japan, die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Spanien (IMF 2010b: Tabelle 3a).

7 Nennenswerte Maßnahmen zur Defizitreduzierung wurden z.B. in Irland, Spanien und zuletzt in Griechenland beschlossen; eine restriktive Finanzpolitik wird darüber hinaus auch in Ländern verfolgt, die auf Stützungsprogramme des IWF zurückgegriffen haben, etwa Lettland, Rumänien und Ungarn.

im Haushaltsjahr 2010 auf 10,6 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts belaufen, nach 9,9 Prozent im vergangenen Haushaltsjahr. 2011 soll es auf 8,3 Prozent sinken.⁸ Solch hohe Defizitquoten sind für wenige Jahre hinweg tragbar und aufgrund der schweren Finanzkrise nachvollziehbar, da die tiefe Rezession beträchtliche Zusatzausgaben und Einnahmeausfälle verursacht hat. Hinzu kommen die Ausgaben für das Konjunkturprogramm und die Stützung der Finanzmärkte, die in ihrem Volumen und der Ausgestaltung zwar durchaus kritisch gesehen werden können, zu deren Durchführung es im vergangenen Jahr letztlich aber kaum eine Alternative gab. Da zudem der gesamtstaatliche Schuldenstand der Vereinigten Staaten vor Beginn der Finanzkrise in Relation zum Bruttoinlandsprodukt mit deutlich weniger als 50 Prozent im internationalen Vergleich sehr niedrig war, galten US-Staatsanleihen bis zuletzt als „sicherer Hafen“ und konnten zu niedrigen Zinssätzen abgesetzt werden.⁹

Die langfristige Haushaltsplanung offenbart jedoch, dass ein beträchtlicher Teil des derzeitigen Defizits strukturell ist, d.h. ohne Maßnahmen der Finanzpolitik unabhängig von der konjunkturellen Lage bestehen bleiben wird. In den offiziellen Projektionen beträgt das Defizit in den Jahren von 2011 bis 2020 im Durchschnitt 4,5 Prozent. Dabei liegt es nicht in einem einzigen Jahr unterhalb der selbstgesteckten Zielmarke von 3 Prozent. Hinzu kommt, dass in den Planungen bereits beträchtliche Steuererhöhungen – in Form der Nichtverlängerungen eines Teils der Steuersenkungen von 2001 und 2003 für Besserverdienende – enthalten sind und dass sie auf relativ optimistischen Annahmen über die weitere wirtschaftliche Entwicklung beruhen. So wird die durchschnittliche Zuwachsrate des realen

Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 2011 bis 2020 im Basisszenario auf 3,4 Prozent und für die Jahre 2011 bis 2015 sogar auf rund 4 Prozent veranschlagt. Zieht man die umfangreiche Evidenz heran, die besagt, dass es nach Finanzkrisen in der Regel nur zu schleppenden Aufschwüngen kommt und sogar das Potentialwachstum negativ betroffen sein kann, scheinen die Abwärtsrisiken dieser Prognose die Aufwärtsrisiken deutlich zu überwiegen.¹⁰ Hinzu kommt, dass auf Zehnjahressicht durchaus wieder mit einer Rezession gerechnet werden muss, die dann bei einem bereits hohen Budgetdefizit und einer wesentlich höheren Schuldenstandsquote einsetzen würde. Alles in allem kann die derzeitige langfristige Haushaltsplanung nicht als nachhaltig bezeichnet werden (Kasten 2).

Ein Grund für die Pläne zu weiteren Konjunktur stimulierenden Maßnahmen dürfte, neben der hohen Arbeitslosigkeit, darin zu sehen sein, dass das im vergangenen Jahr verabschiedete Konjunkturprogramm in den nächsten Quartalen wohl kaum noch zusätzlich stimulierende Effekte haben dürfte. Dies lässt sich auch aus den Ergebnissen einer aktuellen Studie des Congressional Budget Office (CBO 2010) ableiten. Das CBO hat die Wirkung des Konjunkturprogramms auf das Niveau des Bruttoinlandsprodukts im Quartalsverlauf geschätzt (Abbildung 14). Dazu hat es für einzelne Maßnahmen Schätzungen bezüglich der Multiplikatorwirkungen aus der Literatur entnommen und anhand des geplanten zeitlichen Ablaufs dieser Ausgaben zwei Szenarien für die Wirkung abgeleitet. Unabhängig davon, ob man eine hohe oder eine niedrige Wirkung des Konjunkturprogramms unterstellt, zeigt sich, dass die größte Wirkung auf das Niveau des Bruttoinlandsprodukts wohl in der ersten Jahreshälfte erreicht wird, die größten Wirkungen auf die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts aber bereits im Jahr 2009 erfolgt sein dürften und für das Jahr 2010 allenfalls mit geringen zusätzlichen Im-

⁸ Vgl. Office of Management and Budget (2010).

⁹ Die Angaben zur gesamtstaatlichen Schuldenstandsquote beziehen sich auf die Verschuldung gegenüber der „Öffentlichkeit“. Hinzu kommt eine innerstaatliche Verschuldung, die beispielweise gegenüber der Rentenkasse besteht und sich aus Rücklagen für zukünftige Verpflichtungen speist.

¹⁰ Vgl. z.B. Boysen-Hogrefe et al. (2010b), IMF (2009a) und Furceri and Mourougane (2009).

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Kasten 2:

Zur Nachhaltigkeit der Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten

Die Finanzpolitik einer Volkswirtschaft kann als nachhaltig bezeichnet werden, sofern sie einen Abbau, zumindest aber die Konstanz der Schuldenstandquote gewährleistet. Die Nachhaltigkeit kann anhand des Verhältnisses der langfristigen Zinsen zur Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts, des Schuldenstands, sowie des Primärsaldos, also der Summe zwischen Budgetsaldo und Zinsausgaben, beurteilt werden. Liegen die langfristigen Zinsen, die hier als die durchschnittliche Verzinsung von Staatstiteln interpretiert werden, oberhalb der Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts, so ist ein Primärüberschuss notwendig. Dies ist gewöhnlich der Fall. So lag die durchschnittliche Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten zwischen 1980 und 2007 um 1,2 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts.^a Für die langfristige Haushaltsplanung in den Vereinigten Staaten ist vom *Office of Management and Budget* unterstellt worden, dass der langfristige Zins in den Jahren von 2011–2020 im Durchschnitt mit 5,1 Prozent lediglich um 0,2 Prozentpunkten über der durchschnittlichen Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts liegt. Wie hoch der Überschuss des primären Budgetsaldos p dann ausfallen muss, damit sich die gegenwärtige Schuldenstandquote d_t nicht weiter erhöht und die Haushaltsplanung somit als nachhaltig bezeichnet werden kann, kann gemäß der Formel

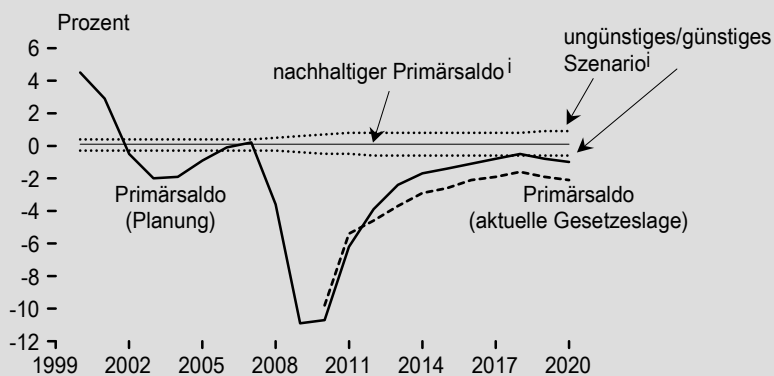
$$(1) \quad p = d_t(i - g)$$

berechnet werden, wobei i für den langfristig zu erwartenden durchschnittlichen Zins steht und g für die durchschnittlich zu erwartende Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts.^b Unter Verwendung der Annahmen des *Office of Management and Budget* ergibt sich für das Haushaltsjahr 2010 ein Primärüberschuss von 0,1 Prozent, der notwendig wäre, um die Schuldenstandquote in den Vereinigten Staaten langfristig konstant zu halten, bei einem geplanten Budgetsaldo von mehr als 10 Prozent. Auch wenn man berücksichtigt, dass ein Teil des derzeitigen Defizits noch auf die tiefe Rezession zurückzuführen ist, bleibt ein erheblicher Konsolidierungsbedarf. Da in den Vereinigten Staaten die aktuelle Haushaltplanung bis ins Jahr 2020 vorgenommen wird, kann auch berechnet werden, ob man sich im Zeitablauf dem Ziel eines nachhaltigen Haushalts annähert. Abbildung K2-1 zeigt das Primärdefizit gemäß der aktuellen Haushaltplanung und gemäß der aktuellen Gesetzeslage.^c Der für einen nachhaltigen Haushalt notwendige Primärsaldo ist zusammen mit einem günstigen Szenario abgetragen, für das unterstellt wurde, dass der langfristige Zins im Durchschnitt 0,5 Prozent niedriger ist und der Zuwachs des nominalen Bruttoinlandsprodukts um 0,5 Prozent höher ausfällt, sowie mit einem ungünstigen Szenario, für das die umgekehrten Annahmen getroffen wurden.^d

Es zeigt sich, dass die Haushaltsplanungen die Anforderungen an einen nachhaltigen Haushalt nicht erfüllen, obwohl die Annahmen bezüglich der ökonomischen Rahmenbedingungen im Vergleich zu den historischen Erfahrungen eher günstig sind und sich die Haushaltsposition ab 2012 spürbar verbessert. Zudem zeigt sich, dass die Planungen im Vergleich zur aktuellen Gesetzeslage langfristig eine deutliche Verringerung des Primärdefizits beinhalten. Es ist bei der gegenwärtigen politischen Lage jedoch eher fraglich, ob alle geplanten Maßnahmen umgesetzt werden können.

Abbildung K2-1:

Nachhaltiges und geplantes Budgetdefizit in den Vereinigten Staaten 2000–2020



ⁱBerechnet unter der Annahme, dass der langfristige Zins 5,1 Prozent und die Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts 4,9 Prozent beträgt.

Quelle: Office of Management and Budget (2010); eigene Berechnungen.

Eine Konsolidierung des Haushalts erscheint somit unabdingbar, um langfristig höhere Zinssätze für Staatstitel oder gar aufkeimende Zweifel an der Bonität der Vereinigten Staaten zu vermeiden. Zur kurzfristigen Haushaltskonsolidierung wurden bereits erste Schritte unternommen, beispielsweise die Einführung von Ausgabenstopps für die Regierung und den Kongress, die besagen, dass Ausgabenerhöhungen nur vorgenommen werden können, wenn Einsparungen in gleicher Höhe erfolgen. Allerdings wurde eine Reihe von Ausnahmetatbeständen geschaffen, und das Gesamtvolumen der Sparmaßnahmen nimmt sich im Verhältnis zum Haushaltsdefizit bisher gering aus. Auf kurze Sicht erscheint es zwar geboten, die automatischen Stabilisatoren weiter wirken zu lassen und nicht durch zu große Sparanstrengungen, den Aufschwung zu gefährden. Doch könnte durch die Kürzung unproduktiver Ausgaben, wie beispielsweise Subventionen, die Haushaltskonsolidierung weiter vorangetrieben werden, bei mittelfristig zu erwartenden positiven Effekten für das Wirtschaftswachstum. Wichtiger noch als die kurzfristige Konsolidierung scheint es aber, eine glaubwürdige langfristige Strategie zur Haushaltskonsolidierung zu entwerfen. Dies könnte sowohl einem übermäßigen Anstieg der Kapitalmarktzinsen als auch einer Erhöhung der Inflationserwartungen vorbeugen und wäre somit auch kurzfristig einer konjunkturellen Erholung zuträglich.

Vor diesem Hintergrund erscheinen weitere Konjunkturprogramme, wie sie derzeit diskutiert werden, wenig förderlich. Im aktuellen Haushaltsentwurf sind bereits 167 Mrd. Dollar für temporäre Steuerleichterungen sowie 100 Mrd. Dollar für die Subventionierung von Neueinstellungen eingeplant, der größte Teil davon in den Haushaltsjahren 2010 und 2011. Hier böte sich eine Möglichkeit zu beträchtlichen Einsparungen, zumal die Subventionierung von Neueinstellungen große Mitnahmeeffekte mit sich bringen dürfte und temporäre Steuererleichterungen wohl eines der konjunkturpolitischen Instrumente mit der geringsten Multiplikatorwirkung sein dürfte.^e Zudem besteht die Gefahr, dass der Staat durch schuldenfinanzierte Steuerleichterungen die Entschuldung der privaten Haushalte konterkariert.

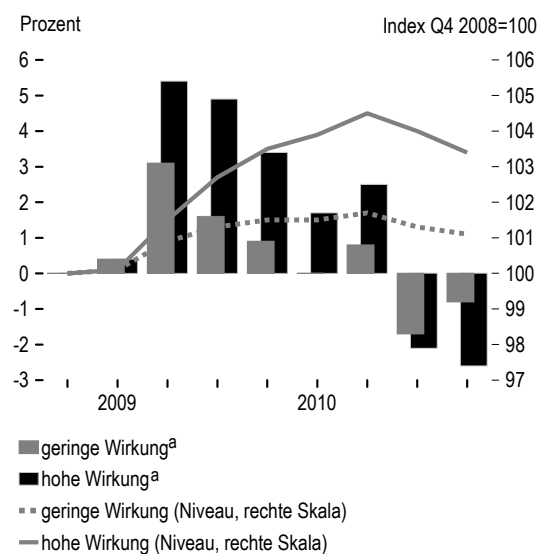
^aAuch historisch gesehen ist es bisher äußerst selten zu beobachten gewesen, dass eine Volkswirtschaft die Verschuldung durch eine dauerhaft über dem langfristigen Zins liegenden Zuwachsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts verringern konnte (IMF 2010c). — ^bVgl. Boss und Lorz (1995). — ^cFür die Berechnung des notwendigen Primärsaldos vor 2010 sind ebenfalls die Annahmen eines langfristigen Zinssatzes in Höhe von 5,1 sowie eines nominalen Potentialwachstums von 4,9 Prozent unterstellt worden. — ^dDas ungünstige Szenario spiegelt demnach gerade den Abstand zwischen langfristigem Zins und nominalem Potentialwachstum wider, wie er auch im Durchschnitt der Jahre 1980 bis 2007 zu beobachten war. — ^eVgl. beispielsweise die Schätzungen zur Multiplikatorwirkung einzelner Instrumente des Konjunkturprogramms in den Vereinigten Staaten in CBO (2010).

pulsen gerechnet werden kann.¹¹ Ab Mitte 2010 ist dann sogar mit negativen Effekten zu rechnen, die auch bis in das Jahr 2011 hinein anhalten dürften.

In *Japan* wurde im Januar ein weiteres Konjunkturprogramm im Umfang von 1,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts in Kraft gesetzt. Die zusätzlichen Impulse für die Wirtschaft entsprechen aber wohl lediglich 0,3 Prozent der Wirtschaftsleistung, da der größte Teil des Programms entweder in früheren Programmen enthaltene Ausgaben umwidmet oder Ausgaben beinhaltet, die ansonsten ausgelaufen wären.

¹¹ Unserer Einschätzung zu Folge dürfte die Wirkung des Konjunkturprogramms eher bei dem vom CBO geschätzten Szenario „niedrige Wirkung“ liegen. Dabei erwarteten wir für das erste Halbjahr 2010, wie das CBO allenfalls geringe zusätzlich stimulierende Effekte. Für das Jahr 2009 ist die Wirkung unserer Einschätzung zu Folge im 2. Quartal etwas schwächer als vom CBO unterstellt, dafür aber in den beiden darauffolgenden Quartalen etwas stärker (Gern et al. 2009: Kasten 2).

Abbildung 14: Wirkung des Konjunkturprogramms auf das Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten 2009–2010 nach Schätzung des CBO



^aLaufende Jahresrate.

Quelle: CBO (2010); eigene Berechnungen.

Der für das im April beginnende Fiskaljahr 2010/11 vorgelegte Haushaltsentwurf beinhaltet zudem ein Rekordausgabenvolumen, welches zu mehr als der Hälfte durch Neuverschuldung finanziert werden soll. In der Folge wird das Budgetdefizit im laufenden Jahr trotz einer merklichen Konjunkturbelebung voraussichtlich auf etwa 9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt steigen. Für 2011 ist zwar kein ausgeprägter Restriktionskurs zu erwarten, obwohl der Bruttoschuldenstand weiter rasch steigt und im laufenden Jahr nach Schätzungen des IWF mehr als 220 Prozent betragen wird. Eine Regierungskommission hat noch vor der Unterhauswahl im letzten Herbst das Zieldatum für das Erreichen eines positiven Primärsaldos von 2011 auf 2018 verschoben. Dennoch dürften sich mit dem Auslaufen der Konjunkturprogramme leicht restriktive Wirkungen der Finanzpolitik ergeben.

Auch das zusammengefasste Budgetdefizit im *Euroraum* wird im laufenden Jahr nochmals höher ausfallen als 2009, vor allem weil die Ausgaben für die Finanzierung der Arbeitslosigkeit steigen und Einnahmen konjunkturbedingt weiter sinken, aber auch infolge der Konjunkturprogramme. Allerdings ist der finanzpolitische Kurs nicht einheitlich. Während in den meisten Ländern, darunter Deutschland, Frankreich und Italien, die Politik noch expansiv oder weitgehend neutral ausgerichtet ist, beginnen Länder wie Irland, Spanien, Griechenland oder Portugal, letztere unter erheblichem Druck seitens der EU-Kommission und der Finanzmärkte, bereits mit Maßnahmen zur Konsolidierung. Diese beinhalten in erheblichem Umfang Erhöhungen von Steuern und Abgaben, aber auch zum Teil empfindliche Einschnitte bei öffentlichen Ausgaben. Im kommenden Jahr wird wohl verbreitet die finanzpolitische Ausrichtung restriktiv werden. Hierzu trägt bei, dass die Kommission für den Großteil der Länder des Euroraums ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) eingeleitet hat. Sie dürfte nach den Erfahrungen mit Griechenland ihren Druck erhöhen, dass den Bestimmungen des SWP Rechnung getragen und die in den Stabilitätsprogrammen formu-

lierten Ziele eingehalten werden. Letztere sehen in aller Regel für 2011 den Beginn einer Konsolidierungsphase vor, in deren Verlauf das Defizit bis 2012, spätestens 2013, auf höchstens 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinkt. Wir halten es zwar für wenig wahrscheinlich, dass diese Vorgaben vollständig realisiert werden, doch dürfte das Bemühen um deren Einhaltung eine für den Euroraum insgesamt spürbar restriktive Wirkung der Finanzpolitik zur Folge haben. Wir erwarten für 2011 einen Rückgang des Budgetdefizits von 6,4 auf 5,6 Prozent.

Im *Vereinigten Königreich* ist die Situation der Staatsfinanzen bei einem Defizit von 10,1 Prozent im vergangenen Jahr und voraussichtlich 12,5 Prozent in diesem Jahr besonders bedrohlich. Angesichts der bislang sehr zögerlichen Konjunkturerholung und der bevorstehenden Parlamentswahlen sind umfangreiche Maßnahmen zur Eindämmung des Defizits in diesem Jahr, die über das Auslaufen der befristeten Mehrwertsteuersenkung zu Beginn dieses Jahres hinausgehen, zwar nicht beschlossen worden, doch richtet sich der Fokus der Wirtschaftspolitik zunehmend auf Schritte zur mittelfristigen Haushaltskonsolidierung. So ist derzeit beispielsweise geplant, die Sozialversicherungsbeiträge zum Frühjahr 2011 anzuheben, die Schwelle, über welcher der höchste Einkommensteuersatz gezahlt werden muss, ab 2012 vorerst nicht zu erhöhen, Steuererleichterungen für Pensionäre mit hohem Einkommen ab Frühjahr 2011 einzuschränken und die Lohnzuwächse im öffentlichen Sektor in den Jahren 2011 und 2012 auf maximal 1 Prozent zu begrenzen. Außerdem sollen durch Umstrukturierungen und Effizienzgewinne bis 2013 insgesamt 16 Mrd. Pfund Sterling gespart werden. Auf diese Weise soll das Budgetdefizit bis 2014 auf 5,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sinken.¹²

¹² Vgl. hierzu im Einzelnen HM Treasury (2009).

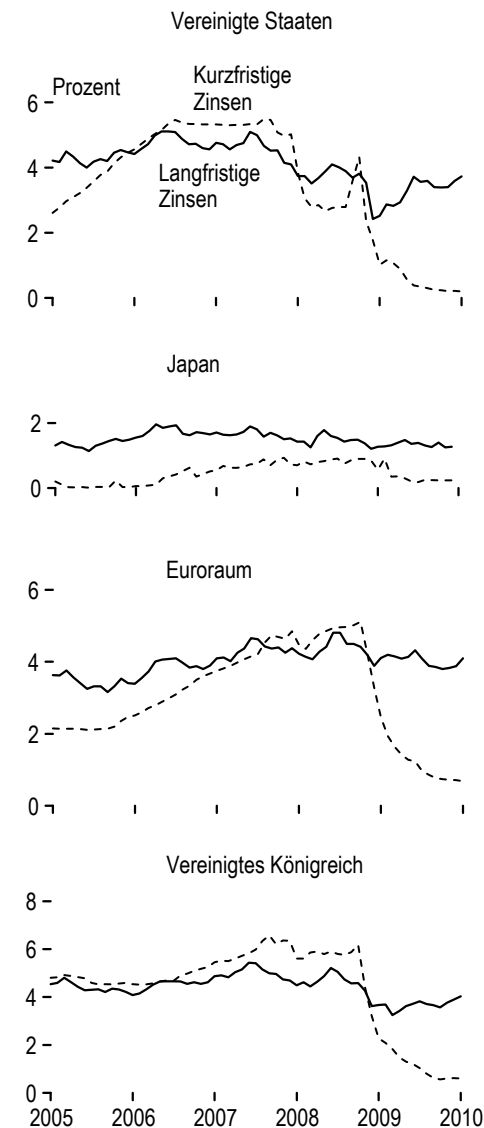
Geldpolitik bleibt expansiv

Die Notenbanken haben im Zuge der Finanzkrise ihre Zinsen sehr rasch und entschieden, häufig bis in die Nähe von null, gesenkt und darüber hinaus vielfach mit Maßnahmen einer quantitativen Lockerung versucht, der Wirtschaft Impulse zu geben. Mit fortschreitender Erholung der Weltkonjunktur stellt sich nun zunehmend die Frage, wann und in welchem Tempo die extrem lockere Politik gestrafft werden sollte. Die Antwort darauf ist nicht einheitlich. In Ländern, die von der Finanzkrise vergleichsweise wenig betroffen waren (Norwegen, Australien), haben die Notenbanken ihre Zinsen erhöht. Auch die chinesische Zentralbank hat bereits begonnen, die Zügel anzuziehen. Auf der anderen Seite wurden die Zinsen in einigen Ländern, in denen die Geldpolitik zunächst nur wenig lockern konnte, weil die Währung unter Druck geraten war, bis zuletzt gesenkt (z.B. Ungarn, Rumänien, Tschechien). In den großen Industrieländern bereiten die Notenbanken die Märkte zwar auf einen Ausstieg aus der äußerst expansiven Geldpolitik vor. In den Vereinigten Staaten wurde auch mit der Diskontsatzanhebung ein erster Schritt zur Normalisierung unternommen. Angesichts der voraussichtlich weiter wenig dynamischen konjunkturellen Erholung wird eine spürbare Straffung der Geldpolitik wohl nicht vor Mitte des kommenden Jahres erfolgen (Tabelle 1).

Trotz der starken Beanspruchung der Kapitalmärkte durch die Kreditaufnahme der öffentlichen Haushalte befinden sich die langfristigen Zinsen nach wie vor auf niedrigem Niveau, wenngleich in den vergangenen Monaten eine leichte Aufwärtstendenz zu verzeichnen war (Abbildung 15). Dies deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach Fremdkapital zur Finanzierung von Ausgaben im privaten Sektor nach wie vor gedämpft ist. Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass die Rendite von Staatsanleihen in den Industrieländern merklich anzieht, zum einen weil die Kapitalnachfrage im privaten Sektor allmählich zunehmen dürfte, zum anderen, weil Inflationserwartungen und Risikoprämien steigen. Einen drasti-

sehen Verfall der Bondpreise unterstellen wir freilich nicht, er ist in der gegenwärtigen Situation allerdings ein nicht zu vernachlässigendes Risiko.

Abbildung 15:
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen Industrieländern 2005–2010



Quelle: OECD (2010).

Vonseiten der Aktienmärkte haben sich die Finanzierungsbedingungen leicht eingetrübt. Die Kurse gaben zuletzt etwas nach (Abbildung 16). Hintergrund ist eine insgesamt erhöhte Nervosität an den Finanzmärkten, die vermut-

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

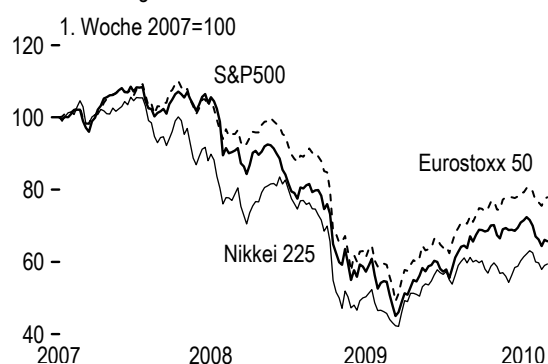
Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2009–2011

	2009				2010				2011			
	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 ^b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	1,0
Japan (Tagesgeldzins)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroland (Leitzins ^c)	1,50	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,31	1,40	1,46	1,46	1,38	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Yen/US-Dollar	93,7	97,3	93,6	89,7	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	45,0	59,1	68,4	74,5	75,4	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	146,7	162,0	188,1	206,3	222,4	225,1	227,3	229,6	231,0	232,7	235,0	237,6

^aPrognose. — ^bSei Dezember 2008 Bandbreite von 0 bis 0,25 Prozent. — ^cHauptrefinanzierungssatz.

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

Abbildung 16:
Aktienkurse in großen Industrieländern 2007–2010^a



^aLetzter Wert: 26. Februar 2010.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

lich mit der zunehmenden Diskussion um die Konsequenzen der hohen Staatsverschuldung zusammenhängt. Sie hat auch zu einer erhöhten Volatilität an den Devisenmärkten geführt, wo der Euro deutlich an Wert verloren hat.

In den *Vereinigten Staaten* ist die Geldpolitik nach wie vor stark expansiv ausgerichtet. Nachdem die kurzfristige Liquiditätszufuhr in den Bankensektor mit der Stabilisierung der Finanzmärkte zunehmend an Bedeutung verloren hat, hat die Federal Reserve Bank of St. Louis (Fed) versucht, die Kreditmärkte durch den Kauf von Wertpapieren direkt zu stützen. Dabei konzentrierte sie sich auf den Kauf von mit Hypotheken unterlegten Wertpa-

pieren, die mit einem Volumen von etwas über einer Billion Dollar nahezu die Hälfte der derzeitigen Bilanzsumme der Fed ausmachen. Die Fed dürfte die quantitativen Maßnahmen zur Stützung der Kreditmärkte kaum noch weiter erhöhen, zumal die vorgesehene Obergrenze von 1,25 Billionen Dollar für den Kauf von mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren bald erreicht sein dürfte. Auch hat die Fed der Öffentlichkeit erneut Strategien zum Ausstieg aus den Maßnahmen der quantitativen Lockerung vorgestellt, zum einen um die Märkte auf eben jenen Ausstieg vorzubereiten, und zum anderen um Inflationserwartungen entgegenzuwirken, die bei fortgesetzter wirtschaftlicher Erholung angesichts der massiv ausgeweiteten Geldbasis aufkeimen könnten. Die jüngst von Fed-Präsident Bernanke beschriebenen Ausstiegsstrategien unterscheiden sich nur wenig von den im Sommer 2009 vorgestellten Ansätzen.¹³ Auch wenn sich die Fed noch nicht auf eine konkrete Reihenfolge bei der Durchführung der Maßnahmen festlegte, scheint klar, dass ein umfangreicher Verkauf der gerade erst erworbenen Wertpapiere zunächst einmal nicht vorgesehen ist. Das wichtigste Instrument der Fed, um Liquidität abzuschöpfen, dürfte die Anhebung des Zinssatzes für Überschussreserven der Banken sein. Die Möglichkeit, Zinsen für Überschussreserven zu zahlen, wurde erst vor Kurzem ein-

¹³ Vgl. Bernanke (2009) und Bernanke (2010).

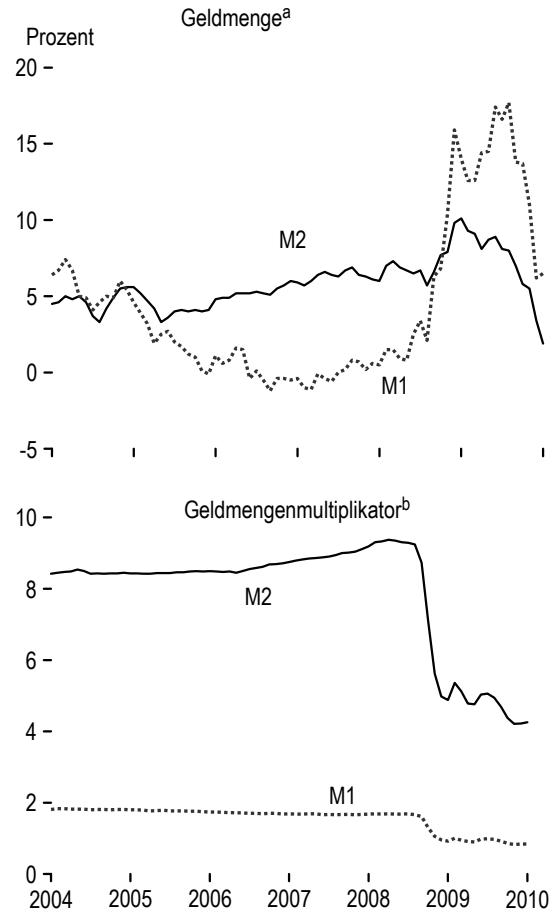
geführt und ist das flexibelste Instrument, das der Fed derzeit zur Verfügung steht. Ferner können die Zielvorgaben für Bankreserven erhöht sowie festverzinsliche Wertpapiere an Geschäftsbanken verkauft werden.

Allerdings ist in näherer Zukunft nicht mit einem großangelegten Ausstieg aus den quantitativen Maßnahmen oder gar einer Erhöhung des wichtigsten Leitzinses zu rechnen. So ist am Arbeitsmarkt noch keine klare Trendumkehr zu erkennen, die in der Vergangenheit regelmäßig einer Straffung der Geldpolitik vorausging. Zudem wirkt die Geldpolitik weiterhin nicht wie gewohnt auf die Realwirtschaft. Darauf deuten auch die im historischen Vergleich nach wie vor niedrigen Multiplikatoren der Geldmengen M1 und M2 (Abbildung 17).

Die Ausweitung der Geldmengenaggregate M1 und M2 im Vorjahresvergleich hat sich zuletzt wieder spürbar verlangsamt, zudem ist das Kreditvolumen – wenn auch zu einem Gutteil nachfragebedingt – weiter rückläufig. Vor diesem Hintergrund ist auch die Erhöhung des Diskontzinssatzes, zu dem sich Geschäftsbanken kurzfristig gegen Sicherheiten Liquidität verschaffen können, von 0,5 auf 0,75 Prozent lediglich als Schritt zu einer Normalisierung der Geldpolitik zu sehen – der Abstand zur Federal Funds Rate betrug vor Beginn der Finanzkrise 1 Prozentpunkt und liegt derzeit immer noch darunter. Auch die Inflationsentwicklung gibt der Fed derzeit keinen Anlass, die Geldpolitik zu straffen.

Führende Vertreter der Bank von Japan haben in den vergangenen Monaten bekräftigt, dass die Notenbank ein Ende der Deflation anstrebt und Preisniveaustabilität bei einer Inflationsrate von 1 Prozent erreicht sieht. Gleichzeitig erwartet sie ausweislich ihrer offiziellen Inflationsprognose vom Januar 2010 für dieses Fiskaljahr einen Rückgang der Verbraucherpreise (ohne frische Nahrungsmittel) um etwa 0,5 Prozent und auch im darauf folgenden Jahr nochmals eine leichte Abnahme des Preisniveaus. So ist eine geldpolitische Straffung in Japan in weiter Ferne. Tatsächlich wurde angekündigt, die im vergangenen Jahren getroffene Politik der quantitativen Lockerung, die vor allem darin bestand, verstärkt Wertpapiere (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Aktien,

Abbildung 17:
Geldmenge und Geldmengenmultiplikator in den Vereinigten Staaten 2004–2010



^aVorjahresvergleich. — ^bBerechnet im Verhältnis zur monetären Basis.

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

Asset-Backed Securities, kurzfristige Schuldverschreibungen etc.) aufzukaufen, bis auf Weiteres fortzusetzen und das Volumen nochmals kräftig aufzustocken. Eine Erhöhung des Leitzinses erwarten wir für den Prognosezeitraum nicht.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat in den vergangenen drei Monaten den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik unverändert gelassen. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt weiter bei 1 Prozent und die Liquiditätsversorgung der Banken ist nach wie vor so reichlich, dass der Tagesgeldsatz (Eonia) und der Satz für unbesichertes Dreimonatsgeld weiter unterhalb des

Hauptrefinanzierungssatzes liegen. Zudem setzte die EZB ihr Ankaufprogramm für Pfandbriefe zur Stützung der Finanzmärkte fort, wenn auch das Volumen der Käufe zuletzt etwas nachgelassen hat. Die EZB wird an ihrer expansiven Ausrichtung auf absehbare Zeit wenig ändern. Sie wird das Aufkaufprogramm im Verlauf dieses Jahres weiterführen und das niedrige Zinsniveau beibehalten, sieht sie sich doch einer schwachen Preisentwicklung und einer sehr schwachen Entwicklung der breiten Geldmenge M3 gegenüber.¹⁴ So erwarten wir für den Prognosezeitraum lediglich eine vorsichtige Rückführung der unkonventionellen Politikmaßnahmen, z.B. die Einschränkung längerfristiger Refinanzierungsoperationen oder die teilweise bereits angekündigte Umstellung der Geschäfte von Mengen- auf Zinstender. In der Folge werden die Geldmarktsätze leicht ansteigen, auch ohne dass die Leitzinsen schon erhöht werden. Erst für Mitte 2011 rechnen wir damit, dass mit der Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes begonnen wird. Dafür spricht auch die geschätzte empirische Reaktionsfunktion für die EZB.¹⁵

Im *Vereinigten Königreich* hat die Notenbank ihre Politik der quantitativen Lockerung angesichts der anhaltend schwachen konjunkturellen Entwicklung zu Jahresbeginn nochmals akzentuiert. Im Prognosezeitraum bleibt sie voraussichtlich bei der expansiven Politik, auch wenn das Volumen der Wertpapierkäufe wohl nicht mehr erhöht wird. Mit einer spürbaren Anhebung der Leitzinsen von dem derzeitigen extrem niedrigen Niveau rechnen wir nicht, da die Geldpolitik bemüht sein dürfte, den restriktiven Wirkungen der zu erwartenden Konsolidierungsmaßnahmen der Finanzpolitik entgegen zu wirken. Auch die Preisentwicklung spricht nicht für eine baldige Zinserhöhung.

¹⁴ Es ist sogar nicht auszuschließen, dass entgegen der Ankündigungen von Ende vergangenen Jahres auch nach dem Sommer 2010 noch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte angeboten werden, um den Bankensektor zu stützen; dies auch vor dem Hintergrund der schwelenden Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Notierungen griechischer Staatsanleihen.

¹⁵ Vgl. hierzu im einzelnen Boysen-Hogrefe et al. (2010c).

Der sprunghafte Anstieg der Inflationsrate Ende des vergangenen Jahres ist fast vollständig auf Basiseffekte bei den Energiepreisen und das Ende der temporären Senkung der Umsatzsteuer zurückzuführen. Aufgrund der bis auf Weiteres niedrigen Kapazitätsauslastung und hohen Arbeitslosigkeit ist bis zum Ende des Prognosezeitraums mit einer tendenziellen Abnahme des Preisauftriebs zu rechnen.

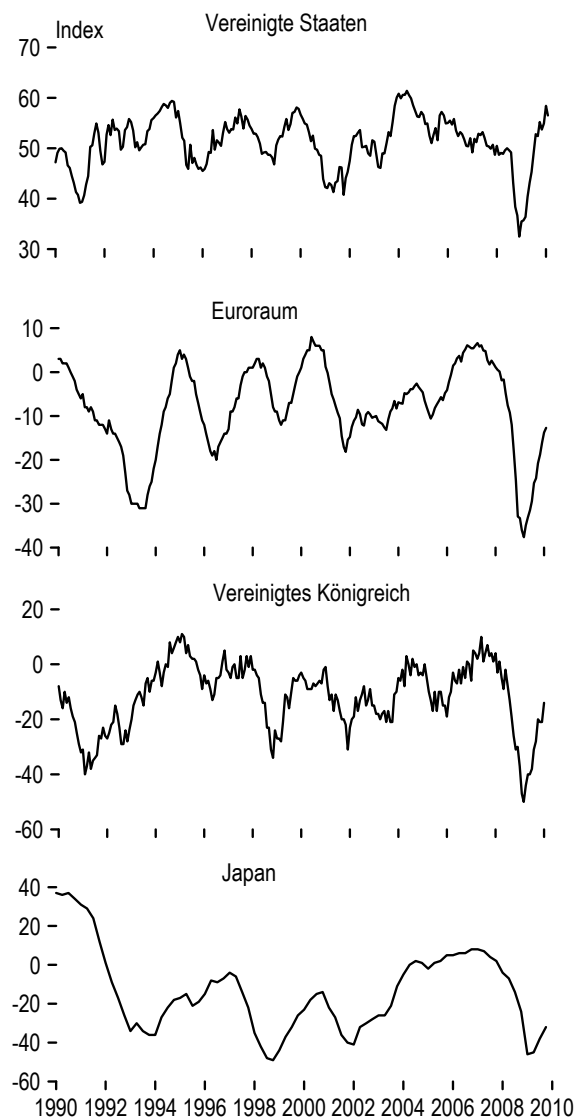
Ausblick: Weltwirtschaft expandiert mit mäßiger Dynamik

Die weltwirtschaftliche Erholung wurde im vergangenen Jahr angeführt von der kräftigen Entwicklung in Asien. Inzwischen ist die Produktion aber nahezu überall wieder aufwärts gerichtet. Auch in den Industrieländern ist die Wirtschaft verbreitet wieder auf Expansionskurs. Allerdings erwarten wir trotz des kräftigen Anstiegs der Stimmungsindikatoren (Abbildung 18) nicht, dass dem Einbruch der Produktion im vergangenen Jahr nun ein ebenso kräftiger Aufschwung folgt. Nach wie vor belasten die Anpassungsprozesse die wirtschaftliche Aktivität, die durch das Platzen von Immobilienpreislagen, niedrigere Aktienkurse sowie die Turbulenzen an den Finanzmärkten ausgelöst wurden und die vielfach zu höherer Sparneigung, Investitionszurückhaltung und ausgeprägterem Risikobewusstsein geführt haben. Hinzu kommen nun verstärkt die Unsicherheiten, die aus der massiven Reaktion der Wirtschaftspolitik resultieren, denn über kurz oder lang müssen die Geldpolitik normalisiert und die Staatshaushalte konsolidiert werden.

Diese Faktoren belasten die Konjunktur in besonderem Maße in den Industrieländern. Für dieses und das kommende Jahr erwarten wir, dass zwar die Geldpolitik auf einem expansiven Kurs bleibt, dass aber die Finanzpolitik allmählich auf einen restriktiven Kurs einschwenkt, der in einzelnen Ländern sogar recht ausgeprägt ausfallen kann. Die Binnennachfrage bleibt in wichtigen Ländern, insbesondere in den

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Abbildung 18:
Geschäftsklima in großen Industrieländern 1990–2010



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

Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, gedrückt. So dürfte das Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern im Prognosezeitraum nach dem starken Rückgang um 3,5 Prozent im vergangenen Jahr nur moderat – um 1,6 Prozent in diesem und 1,9 Prozent im nächsten Jahr – expandieren (Tabelle 2).

Gleichzeitig verliert die bislang recht dynamische Erholung in den Schwellenländern als Folge wirtschaftspolitischer Straffung und der Tatsache, dass die krisenbedingten Einbußen

inzwischen vielfach weitgehend aufgeholt sind, merklich an Fahrt. So wird die Weltproduktion 2010 und 2011 mit Raten von 3,7 Prozent bzw. 3,6 Prozent nur in moderatem Tempo zunehmen (Tabelle 3). Der Welthandel steigt in diesem Jahr sehr kräftig, um knapp 10 Prozent, doch resultiert dies zu einem großen Teil aus dem hohen statistischen Überhang, der sich aufgrund der sehr starken Zuwächse im zweiten Halbjahr 2009 ergibt. Im Verlauf des Jahres 2010 wird die Expansionsrate ebenso wie im Jahresdurchschnitt 2011 mit etwa 6,5 Prozent deutlich geringer sein.

Die Prognose im Einzelnen:

In den *Vereinigten Staaten* bleibt die Konjunktur in der Grundtendenz zwar weiter aufwärts gerichtet, doch wird sich die Expansion nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres zunächst spürbar verlangsamen. Maßgeblich hierfür ist, dass sich die stimulierenden Effekte des Lagerzyklus und des Konjunkturprogramms, auf die nahezu der gesamte Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Halbjahr zurückzuführen ist, spürbar abschwächen und schließlich gänzlich entfallen werden. Auf eine nur noch mäßige gesamtwirtschaftliche Expansion deuten auch das Konsumentenvertrauen und die Zuversicht der kleinen und mittleren Unternehmen hin, die sich weiterhin auf niedrigem Niveau befinden. Zwar hat sich die Stimmung in der Industrie, gemessen anhand der Einkaufsmanagerindizes, in den vergangenen Monaten deutlich verbessert, jedoch spricht auch die entsprechende Erhebung für den ungleich größeren Dienstleistungssektor für eine schwache Expansion.

Der private Konsum dürfte weiterhin expandieren, jedoch in geringerem Tempo als vor der Finanzkrise, denn die privaten Haushalte sind angesichts eines immer noch hohen Schuldenstands und insgesamt kräftiger Vermögensverluste nach wie vor dabei, ihre Verschuldung zurückzuführen. Dies unterscheidet die derzeitige Erholungsphase deutlich von früheren, in denen der private Konsum meist frühzeitig wie

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Tabelle 2:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2008–2011

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

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

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

Tabelle 3:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2008–2011

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

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

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

der kräftig expandierte.¹⁶ Seitens der Anlageinvestitionen sind zunächst ebenfalls keine größeren Impulse zu erwarten, da die nach wie vor niedrige Kapazitätsauslastung in Verbindung mit weiter gedämpften Absatz- und Ertragserwartungen den Bedarf an Erweiterungsinvestitionen begrenzt. Der private Wohnungsbau dürfte im Prognosezeitraum nur leicht aufwärts gerichtet sein. Zwar ist die Korrektur der ver-

gangenen Jahre wohl weitgehend abgeschlossen, doch dämpfen weiterhin hohe Überkapazitäten die Investitionstätigkeit. Zudem wurde der Wohnungsbau zuletzt kräftig durch staatliche Maßnahmen, wie durch zinslose Darlehen und durch künstlich niedrig gehaltene Hypothekenzinsen gestützt, die nach derzeitigem Stand bald entfallen. Der Wirtschaftsbau wird aufgrund hoher Leerstände und der weiterhin zögerlichen Kreditvergabe der Banken voraussichtlich weiter schrumpfen. Schließlich ist

¹⁶ Vgl. Moore und Palumbo (2010).

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

auch vom Außenbeitrag vor allem aufgrund einer weiteren Erholung der Importe nicht mit kräftigen Impulsen zu rechnen. Alles in allem erwarten wir einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,5 Prozent für das laufende Jahr (Tabelle 4). Für 2011 rechnen wir in der laufenden Entwicklung zwar mit etwas höheren Zuwachsraten. Da jedoch der statistische Überhang spürbar schwächer ausfallen wird als 2010, wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahresdurchschnitt lediglich um 2,2 Prozent zulegen. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahr 2010 durchschnittlich 9,7 Prozent betragen und 2011 auf 9,2 Prozent sinken. Die Verbraucherpreis-inflation wird im Jahr 2011 auf 1,2 Prozent zurückgehen, nach 1,6 Prozent im laufenden Jahr.

Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2008–2011

	2008	2009	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	0,4	-2,4	2,5	2,2
Inlandsnachfrage	-0,7	-3,3	2,3	2,2
Privater Verbrauch	-0,2	-0,6	1,7	1,8
Staatsnachfrage	3,1	1,9	1,2	1,1
Anlageinvestitionen	-5,1	-18,3	0,1	0,7
Ausrüstungen und Software	-2,6	-16,7	7,0	6,0
Gewerbliche Bauten	10,3	-19,6	-10,5	-0,2
Wohnungsbau	-22,9	-20,4	3,9	5,3
Lagerinvestitionen ^c	-0,4	-0,7	0,9	0,2
Außenbeitrag ^c	1,1	0,8	0,2	0,1
Exporte	5,4	-9,6	10,1	6,8
Importe	-3,2	-13,9	8,1	5,4
Verbraucherpreise	3,9	-0,3	1,6	1,2
Arbeitslosenquote ^d	5,8	9,2	9,7	9,2
Leistungsbilanzsaldo ^e	-4,7	-3,3	-3,1	-2,9
Budgetsaldo des Bundes ^e	-3,3	-9,9	-10,5	-8,5

^aPrognose. — ^bReal; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: US Department of Commerce (2010); US Department of Labor (2010a, 2010b); US Department of the Treasury (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Der Aufschwung in *Japan* beruht weitgehend auf einer Erholung der Exporte und ist zu wesentlichen Teilen der kräftigen Expansion von Produktion und Nachfrage in den asiatischen Nachbarländern geschuldet. Da sich die Konjunktur dort aber voraussichtlich weniger dy-

namisch entwickelt und die Produktionsausweitung in der übrigen Welt gleichzeitig wohl nicht an Schwung gewinnt, werden die Impulse für die japanische Wirtschaft von der außenwirtschaftlichen Seite her kleiner. Eine nennenswerte Beschleunigung der binnenwirtschaftlichen Dynamik halten wir für wenig wahrscheinlich. Die Finanzpolitik wirkt vor allem im kommenden Jahr bremsend, und die Wirkungen der niedrigen Notenbankzinsen bleiben in dem anhaltend deflationären Umfeld begrenzt. So dürfte sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr auf 1,5 Prozent verringern, nach einem Zuwachs von 2,2 Prozent im laufenden Jahr (Tabelle 5). Die Verbraucherpreise dürften bei unseren Annahmen über Ölpreis und Wechselkurse weiter zurückgehen; die Arbeitslosigkeit wird nur leicht sinken.

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2008–2011

	2008	2009	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	-1,2	-5,0	2,2	1,5
Inlandsnachfrage	-1,4	-3,2	0,9	1,3
Privater Verbrauch	-0,7	-1,0	1,9	1,4
Staatsverbrauch	0,3	1,7	1,6	1,0
Anlageinvestitionen	-1,9	-15,2	0,2	1,4
Unternehmensinvestitionen	0,1	-19,3	1,9	3,2
Wohnungsbau	-8,2	-14,2	-5,6	2,2
Öffentliche Investitionen	-8,5	5,8	-2,3	-6,2
Lagerinvestitionen ^c	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Außenbeitrag ^c	0,2	-2,0	1,3	0,2
Exporte	1,6	-24,0	16,5	5,1
Importe	0,9	-17,0	8,6	5,0
Verbraucherpreise	1,4	-1,4	-0,7	-0,4
Arbeitslosenquote ^d	4,0	5,1	4,8	4,5
Leistungsbilanzsaldo ^e	3,2	2,5	3,5	3,2
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^e	-2,7	-7,5	-9,1	-8,2

^aPrognose. — ^bReal; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Cabinet Office (2010); OECD (2009, 2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Für den *Euroraum* erwarten wir eine zunächst weiter stockende konjunkturelle Erholung; gegen Ende des laufenden Jahres und im

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Jahr 2011 wird die wirtschaftliche Aktivität wohl etwas an Schwung gewinnen. So dürfte die expansive Geldpolitik der EZB, die derzeit durch die Verschuldungskrisen in einigen Ländern des Euroraums sowie den Konsolidierungsbedarf im Bankensektor behindert wird, zunehmend anregend wirken. In der Folge dürften sich die Unternehmensinvestitionen und der private Konsum beleben. Allerdings laufen die anregenden Effekte der Konjunkturprogramme aus, und im Prognosezeitraum wird die Finanzpolitik in einer zunehmenden Zahl von Ländern die Konsolidierung des Staatshaushalts in Angriff nehmen. Bei einer lediglich moderat expandierenden Weltproduktion dürften sich auch die Impulse aus dem Ausland in Grenzen halten, wenngleich sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Produzenten im Euroraum in den vergangenen Monaten merklich verbessert hat. So erwarten wir für den Prognosezeitraum eine nur moderate wirtschaftliche Expansion. Einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr um 0,7 Prozent dürfte eine Ausweitung um 1,5 Prozent folgen (Tabelle 6).

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2008–2011

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

^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 (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im *Vereinigten Königreich* wird die Konjunktur ebenfalls nur wenig Dynamik entfalten. Die Binnennachfrage wird aufgrund des Sparurses der öffentlichen Haushalte, der weiter hohen Arbeitslosigkeit und der geringen Verschuldungsspielräume der privaten Haushalte bis ins Jahr 2011 hinein nur sehr mäßig zulegen. Dagegen dürften die Exporte aufgrund der Abwertung des Pfund Sterlings von der Expansion der Weltkonjunktur überproportional profitieren, und der Außenbeitrag wird sowohl im laufenden als auch im kommenden Jahr einen positiven Beitrag zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts leisten. Insgesamt wird das reale Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr mit einer Rate von 0,4 Prozent und im Jahr 2011 mit einer Rate von 1,6 Prozent zulegen (Tabelle 7). Aufgrund der schwachen Konjunktur wird die Arbeitslosenquote bis Mitte 2011 auf knapp 8,5 Prozent steigen. Im Jahresdurchschnitt dürfte sie im laufenden Jahr 8,0 und im Jahr 2011 8,2 Prozent betragen. Die Verbraucherpreise werden in den Jahren 2010 und 2011 wohl um 2,3 bzw. 1,4 Prozent zulegen.

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2008–2011

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

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

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

In den *Beitrittsländern zur EU* dürfte sich die konjunkturelle Erholung im Prognosezeitraum fortsetzen. Eine robuste Expansion erwarten wir vor allem für Polen, wo zu der anhaltend rege expandierenden Binnennachfrage eine allmähliche Belebung bei den Exporten hinzu kommt. Eine solide Aufwärtsentwicklung erscheint auch für Tschechien und die Slowakei wahrscheinlich, wenngleich die Zunahme der Industrieproduktion angesichts verhaltener Absatzaussichten im Automobilssektor an Dynamik verlieren dürfte. In den baltischen Ländern scheint der Tiefpunkt der Anpassungskrise inzwischen erreicht oder bereits durchschritten zu sein. Angesichts des dramatisch gesunkenen Niveaus der gesamtwirtschaftlichen Produktion dürften vorübergehend recht hohe Zuwachsraten verzeichnet werden. Weniger günstig sind die Aussichten auf eine baldige Erholung in Ungarn, wo die Konsolidierungsprozesse sowohl im öffentlichen wie im privaten Sektor noch nicht abgeschlossen sind und die Konjunktur weiter belasten. Insgesamt rechnen wir für die Beitrittsländer mit einer moderaten Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,4 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 8). 2011 dürfte sich die Binnennachfrage deutlich erhöhen, und der Produktionsanstieg wird sich voraussichtlich auf rund 3 Prozent beschleunigen.

Die wirtschaftliche Expansion in den *asiatischen Schwellenländern* bleibt im Prognosezeitraum kräftig, sie verliert aber gegenüber der hohen Dynamik, die im Verlauf des Jahres 2009 verzeichnet wurde, an Schwung. Dies trifft insbesondere auf China zu, wo die Wirtschaftspolitik um eine Dämpfung der Nachfrageexpansion bemüht ist, um Überhitzungserscheinungen wie exzessiver Kreditausweitung und Investitionsdynamik, rasch steigenden Preisen für Immobilien und Unternehmensanteile sowie anziehender Inflation entgegenzutreten. So ist die Geldpolitik auf einen Kurs der Straffung eingeschwenkt; die Mindestreservesätze wurden erhöht und die Kreditvergabe per Dekret eingeschränkt. Eine sehr ausgeprägte Verlangsamung der Konjunktur halten wir aber für wenig wahrscheinlich. Die Exporte haben wieder an Fahrt aufgenommen und dürften bei fortgesetzter, wenn auch moderater Expansion

der Nachfrage in den Industrieländern weiter deutlich zunehmen. Zudem bleibt der Spielraum für die Geld- und Finanzpolitik angesichts der hohen Devisenreserven und einer geringen Staatsverschuldung sehr groß. Im Jahr 2010 dürfte die chinesische Wirtschaft um 9,4 Prozent zulegen, für das Jahr 2011 rechnen wir mit einem Zuwachs von 8,2 Prozent (Tabelle 9). Für die übrigen asiatischen Schwellenländern rechnen wir mit einem stabilen Aufschwung, wenngleich auch hier die Dynamik in der laufenden Entwicklung im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2009 nachlassen wird. In Indien wird sich die konjunkturelle Grundtendenz im Prognosezeitraum ebenfalls abflachen. Der Produktionsrückgang im Schlussquartal 2009 war zwar temporärer Natur. Doch wird die Zentralbank vermutlich bald mit Zinserhöhungen beginnen, um dem zunehmenden Preisauftrieb entgegen zu wirken. Auch dürften die fiskalischen Maßnahmen in den Jahren 2010 und 2011 zurückgefahren werden, da sich die finanzpolitische Position Indiens spürbar verschlechtert hat. So erwarten wir, dass sich die Zuwachsrate des indischen Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr 6,2 Prozent betragen wird und sich im nächsten Jahr auf 5,5 Prozent verringert.

Für *Lateinamerika* insgesamt rechnen wir mit einem robusten konjunkturellen Aufschwung, der zum einen von soliden makroökonomischen Fundamentaldaten und einem daher günstigen finanziellen Umfeld und zum anderen von der steigenden Nachfrage nach Industrierohstoffen angeregt wird. Günstig sind die Aussichten nach unserer Einschätzung insbesondere für Brasilien. In einer Reihe anderer Länder gibt es allerdings auch hemmende Faktoren. So dürfte sich in Mexiko die konjunkturelle Dynamik im Verlauf des Prognosezeitraums abflachen. Die öffentlichen Haushalte werden durch Einnahmeausfälle infolge einer rückläufigen Ölförderung belastet. Darauf hat die Regierung mit einer Steuererhöhung reagiert, die den privaten Konsum im Prognosezeitraum dämpfen dürfte. Auch seitens der Geldpolitik sind hier keine stimulierenden Impulse zu erwarten, da der Preisauftrieb zuletzt wieder etwas zunahm und die Zentralbank darauf bedacht sein dürfte, die Inflationserwartun-

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Tabelle 8:

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

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2009	2010 ^e	2011 ^e	2009	2010 ^e	2011 ^e	2009	2010 ^e	2011 ^e
Deutschland	19,9	-5,0	1,2	1,8	0,2	0,6	0,8	7,6	7,6	7,4
Frankreich	15,6	-2,2	1,3	1,5	0,1	0,7	1,0	9,4	10,2	10,0
Italien	12,5	-4,9	0,5	1,1	0,8	1,1	1,0	7,8	8,9	9,0
Spanien	8,8	-3,6	-0,7	1,1	-0,3	0,9	1,1	18,0	19,3	19,2
Niederlande	4,8	-4,0	1,0	1,9	1,0	0,2	0,7	3,5	4,3	4,1
Belgien	2,8	-3,0	1,1	1,7	0,0	0,5	0,9	7,9	8,4	8,3
Österreich	2,3	-3,4	1,1	2,0	0,4	0,9	0,8	5,0	5,2	4,9
Griechenland	1,9	-1,3	-2,0	0,0	1,3	1,2	0,9	9,5	11,1	11,4
Irland	1,5	-7,0	-1,0	3,1	-1,7	-0,4	1,0	11,9	14,0	12,5
Finnland	1,5	-7,8	0,6	2,0	1,6	0,8	1,6	8,2	9,3	9,5
Portugal	1,3	-2,8	0,4	0,9	-0,9	0,6	0,9	9,6	10,9	11,0
Slowakei	0,5	-4,7	3,2	3,1	0,9	1,0	2,3	11,8	13,5	12,5
Luxemburg	0,3	-4,0	1,3	2,2	0,0	1,1	1,8	5,7	5,8	5,3
Slowenien	0,3	-8,0	1,3	2,6	0,9	0,8	1,7	6,0	7,1	6,4
Zypern	0,1	-1,5	-0,2	1,1	0,2	0,3	1,7	5,3	7,1	7,0
Malta	0,0	-2,3	1,0	2,0	1,8	0,0	2,2	7,0	7,3	6,9
Vereinigtes Königreich	14,5	-5,0	0,4	1,6	2,1	2,3	1,4	7,7	8,0	8,2
Schweden	2,6	-4,2	1,9	2,3	1,9	0,7	1,8	6,2	8,5	8,9
Polen	2,9	1,6	2,9	3,7	4,0	3,3	3,0	8,2	8,7	7,8
Dänemark	1,9	-4,8	1,6	2,0	1,1	1,5	1,2	6,0	7,2	6,9
Tschechien	1,2	-4,3	2,2	2,5	0,6	1,5	2,1	6,8	8,0	7,5
Rumänien	1,1	-7,2	0,5	4,0	5,6	3,8	3,5	6,9	7,7	7,5
Ungarn	0,8	-6,3	-0,5	0,8	4,0	4,5	2,8	10,0	10,5	10,0
Litauen	0,3	-14,4	-2,0	3,5	4,2	-0,5	-0,4	14,0	15,0	14,0
Bulgarien	0,3	-6,2	-1,5	3,5	2,5	1,8	2,0	6,7	8,1	7,7
Lettland	0,3	-17,5	-3,5	4,0	3,3	-2,8	-2,0	17,6	22,5	21,0
Estland	0,1	-14,5	0,5	4,5	0,2	-0,5	0,5	13,8	14,9	14,0
Europäische Union	100,0	-4,2	0,8	1,7	1,0	1,1	1,1	8,9	10,0	9,8
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	92,1	-4,2	0,7	1,6	0,6	1,0	1,0	9,0	10,1	10,0
Beitrittsländer ^f	7,9	-3,9	1,4	3,1	3,2	2,5	2,4	8,6	9,6	8,9
Euroraum	74,1	-4,1	0,7	1,5	0,3	0,7	1,0	9,4	9,9	9,7
Euroraum ohne Deutschland	54,2	-3,6	0,5	1,4	0,3	0,8	1,0	9,7	10,7	10,6

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

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

gen zu verankern. In anderen Ländern der Region sind die Rahmenbedingungen noch deutlich ungünstiger. So hat sich die finanzpolitische Situation in Argentinien dramatisch verschlechtert. Auch die externen Finanzierungsbedingungen haben sich drastisch verschärft. So ist der Risikoaufschlag argentinischer Anleihen

in die Höhe geschneit, da die Anleger eine erneute Zahlungsunfähigkeit des Landes befürchten. In Venezuela sind mit der jüngsten Währungsabwertung die Risiken für eine weitere Erhöhung der Inflation gestiegen, und angesichts der Tatsache, dass die Indikatoren für die realwirtschaftliche Aktivität eine schwache

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

Tabelle 9:

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

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2008	2009 ^c	2010 ^d	2011 ^d	2008	2009	2010 ^d	2011 ^d
Südkorea	5,4	2,2	0,1	5,2	4,1	4,7	2,8	2,5	2,9
Indonesien	3,9	6,1	4,5	5,5	4,3	9,5	4,8	5,5	5,5
Taiwan	3,1	0,7	-1,9	7,2	4,5	3,5	-0,9	0,8	0,7
Thailand	2,4	2,5	-2,3	5,5	3,8	5,4	-0,9	2,0	3,5
Philippinen	1,4	3,8	0,9	3,9	3,2	9,3	3,3	4,0	4,2
Malaysia	1,6	4,6	-1,7	5,5	3,8	5,4	0,6	0,9	1,4
Hongkong	1,3	2,1	-2,7	4,5	3,5	4,3	0,6	0,8	1,8
Singapur	1,0	1,5	-2,2	4,8	3,5	6,6	0,6	1,1	0,8
Insgesamt ^e	20,1	3,0	0,0	5,5	4,0	6,0	1,8	2,5	2,9
China	33,5	9,0	8,6	9,4	8,2	5,9	-0,7	2,8	2,5
Indien	14,0	6,3	5,7	6,2	5,5	8,4	10,9	10,1	6,3
Asien insgesamt ^e	67,6	6,7	5,4	7,6	6,4	6,4	2,4	3,8	3,3
Brasilien	8,4	5,1	-0,4	4,9	4,2	6,6	5,1	4,1	4,5
Mexiko	6,6	1,5	-6,6	5,4	2,1	5,1	5,3	4,4	3,5
Argentinien	2,4	5,7	-1,2	0,5	2,2	8,6	6,3	7,1	7,0
Kolumbien	1,7	2,4	0,3	3,1	2,5	7,0	4,2	4,0	4,2
Chile	1,0	2,9	-1,7	3,5	4,5	8,7	0,4	1,5	2,3
Peru	1,0	9,8	1,2	5,5	4,5	5,8	2,9	2,1	2,5
Venezuela	1,5	4,9	-2,8	-3,1	0,1	30,4	27,1	33,0	35,0
Lateinamerika insgesamt ^e	22,7	4,0	-2,4	3,9	3,0	8,1	6,4	6,2	6,3
Russland	9,7	5,6	-7,9	3,9	4,5	14,1	11,7	8,1	8,8
Insgesamt ^e	100,0	6,0	2,4	6,4	5,4	7,6	4,2	4,8	4,5

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cTeilweise geschätzt. — ^dPrognose. — ^eAufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2009b, 2010a); OECD (2009); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

konjunkturelle Entwicklung signalisieren, ist die Gefahr einer Stagflation im Prognosezeitraum erheblich.

In *Russland* dürfte sich die kräftige Erholung der Wirtschaft vorerst fortsetzen. Die aus dem äußerst starken Einbruch zuvor resultierende Aufholdynamik dürfte in der ersten Jahreshälfte 2010 weiter anhalten. Durch den Anstieg der Rohstoffpreise hat auch die Finanzpolitik wieder größeren Spielraum, die Realeinkommen der Bevölkerung durch Anhebung von Löhnen und Transfers zu stützen. So wird das Budgetdefizit im laufenden Jahr weniger stark steigen als bisher angenommen. Die öffentliche Verschuldung, welche mit 6,4 Prozent in Rela-

tion zum Bruttoinlandsprodukt sehr gering ist, wird nur leicht steigen. Die Geldpolitik wird expansiv bleiben, um die Kreditvergabe zu beleben. Eine Senkung der Leitzinsen, die derzeit bei 8,5 Prozent liegen, erscheint wahrscheinlich, sofern der Außenwert des Rubel stabil bleibt und sich die Verlangsamung der Inflation – sie ist zuletzt auf nur noch bei 8 Prozent zurückgegangen – fortsetzt. Jahresdurchschnittlich dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt 2010 um 3,9 Prozent zulegen. Für das Jahr 2011 rechnen wir mit einem Anstieg um 4,5 Prozent.

Risiken

Gegenwärtig besteht eine Reihe von gewichtigen Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung, die über die üblichen Prognoserisiken hinausgehen. Die galoppierende Staatsverschuldung hat bisher lediglich in einigen kleineren Ländern zu beträchtlichen Risikoaufschlägen bei den Renditen geführt. Sollte jedoch auch in großen Ländern die Entwicklung der Staatsfinanzen außer Kontrolle zu geraten drohen, dann wäre wohl ein kräftiger Anstieg des Zinsniveaus am Kapitalmarkt die Folge, der die weltwirtschaftliche Erholung gefährden würde. Neben dem Risiko, dass Staaten ihrem Schuldendienst nicht mehr (vollständig) nachkommen, dürften die Märkte auch einer Politik, die darauf abzielt, den Staat durch höhere Inflation zu entschulden, eine größere Wahrscheinlichkeit beimessen. Inflationsrisiken resultieren darüber hinaus aus der Liquidität im Finanzsektor, die im Zuge der Politik extrem niedriger Zinsen und zusätzlicher unkonventioneller expansiver Maßnahmen drastisch aufgebläht worden ist. Es mag zwar möglich sein, diese im Falle einer Normalisierung der Geldmengen-

multiplikatoren rasch und ohne erhebliche Friktionen wieder aus dem Markt zu nehmen, doch existieren keinerlei Erfahrungen mit einer solchen Normalisierung der geldpolitischen Situation. Eine zu zögerliche Haltung der Notenbanken könnte dazu beitragen, dass sich die Inflationserwartungen erhöhen und ein ausgeprägter monetärer Restriktionskurs erforderlich würde, um sie wieder zu verankern. Eine zu rasche geldpolitische Straffung könnte hingegen die Wirtschaft in einen deflationären Prozess führen, der, wie die Erfahrung in Japan zeigt, nur schwer wieder zu beenden ist. Nach wie vor besteht darüber hinaus die Gefahr, dass die Eigenkapitalbasis der Banken durch Abschreibungen soweit reduziert wird, dass das Volumen der ausstehenden Kredite verringert werden muss. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios würde sich erhöhen, wenn es zu erheblichen Ausfällen bei Krediten an Regierungen oder Staatsanleihen kommen würden. Die Folge wäre ein unangemessen geringes Kreditangebot, das eine konjunkturelle Erholung verzögern könnte.

Literatur

- Abeysinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (9. September 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabe/gdpdata.xls>>.
- Bernanke, B.S. (2009). Federal Reserve's Exit Strategy. *The Wall Street Journal*, 21. Juli. Via Internet (8. März 2010) <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203946904574300050657897992.html>>.
- Bernanke, B.S. (2010). Federal Reserve's Exit Strategy. Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>>.
- Boss, A., und J.O. Lorz (1995). Die öffentliche Verschuldung in der Bundesrepublik Deutschland. Ausmaß und Belastungswirkung. *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften* (46): 152–183.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010a). Erholung der Weltkonjunktur ohne große Dynamik. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009*. Kieler Diskussionsbeiträge 470/471. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen und C.-P. Meier (2010b). The Ugly and the Bad: Banking and Housing Crisis Strangle Output Permanently, Ordinary Recessions Do Not. Kieler Arbeitspapiere 1586. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

- Boysen-Hogrefe, J. Dovern, K.-J. Gern, und C.-P. Meier (2010c). Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 476/477. IfW, Kiel.
- Cabinet Office (2010). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Cecchetti, S.G., M.S. Mohanty und F. Zampolli (2010). The Future of Public Debt: Prospects and Implications. Conference Draft. Bank for International Settlements. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.bis.org/publ/othp09.pdf?noframes=1>>.
- CBO (Congressional Budget Office) (2010). Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output From October 2009 Through December 2009. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/110xx/doc11044/02-23-ARRA.pdf>>.
- CPB (The Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) (2009). World Trade Monitor. September. Via Internet (14. Dezember 2009) <<http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>>
- Europäische Kommission (2010). Business and Consumer Surveys. Via Internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm>.
- Eurostat (2010). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2010). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (Fed) (2010). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (2010). Statistics: Releases and Historical Data. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>>.
- Furceri, D., and A. Mourougane (2009). The Effect of Financial Crises on Potential Output. OECD Economics Department Working Papers 699. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2009). Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- HM Treasury (2009). Pre-Budget Report 2009, Dezember, London.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut eGmbH) (2010). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.hwwi.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- ILO (2010) (International Labour Office), *Global Employment Trends*. Januar. Genf.
- IMF (International Monetary Fund) (2009a). From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? *World Economic Outlook*. April. Washington D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2009b). *World Economic Outlook*. Oktober. Washington, D.C. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2009/01/pdf/0109.pdf>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2010a). *International Financial Statistics*. Februar. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2010b). Strategies for Fiscal Consolidation in the Post Crisis World. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/020410a.pdf>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2010c). Strategies for Fiscal Consolidation in the Post Crisis World. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/020410a.pdf>>.

Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft

- Moore, K.B., und M.G. Palumbo (2010). The Finance of American Households in the Past Three Recessions: Evidence from the Survey of Consumer Finances. Finance and Economic Discussion Series 2010-6. Federal Reserve Board. Washington, D.C.
- NFIB (National Federation of Independent Business) (2010). NFIB Small Business Economic Trends. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.nfib.com/research-foundation/>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2009). *Economic Outlook*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2010). *Main Economic Indicators*. März. Paris.
- Office for National Statistics (2010). Economy. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Office of Management and Budget (2010). Budget of the United States Government, Fiscal Year 2011.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009). *Zögerliche Belebung – steigende Staatsschulden. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2009*. Essen.
- Statistics Canada (2010a). Canadian Economic Observer. Via Internet (8. März 2010) <http://cansim2.statcan.gc.ca/cgi-win/cnsmcgi.pgm?Lang=E&SP_Action=Sub&SP_ID=1803&SP_Mode=2>.
- Statistics Canada (2010b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.statcan.gc.ca/nea-cen/index-eng.htm>>.
- US Department of Commerce (2010). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2010a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.bls.gov/news.release/empstoc.htm>>.
- US Department of Labor (2010b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of the Treasury (2010). Monthly Treasury Statement. Via Internet (8. März 2010) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

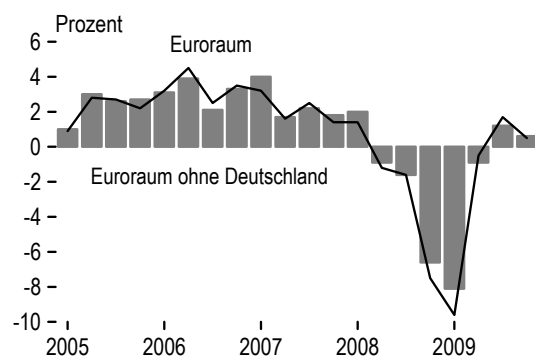
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern,
Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier
und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Nach dem Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09 stabilisierte sich die Produktion im Euroraum im weiteren Verlauf des Jahres 2009. Trotz der weiterhin expansiv ausgerichteten Geldpolitik zeichnet sich im Prognosezeitraum aber nur eine schwache Belebung ab. Die Wirtschaft wird von den Folgen von Verschuldungskrisen in einigen Mitgliedsländern belastet. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg der Produktion um 0,7 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland wird die Dynamik noch etwas schwächer sein. Daran dürfte sich auch im Jahr 2011 kein starker Aufschwung anschließen. Mit Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 Prozent im Euroraum und 1,4 Prozent im übrigen Euroraum wird sich die Konjunktur aber wohl leicht beleben.

Im Jahr 2009 sank das Bruttoinlandsprodukt zum ersten Mal seit Bestehen der Währungsunion. Der Rückgang lag im Euroraum bei 4,1 Prozent; im Euroraum ohne Deutschland nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion um 3,6 Prozent ab. Vom Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09 konnte sich die Wirtschaft im Euroraum im Verlauf des Jahres 2009 lediglich geringfügig erholen. Im vierten Quartal expandierte das Bruttoinlandsprodukt annualisiert nur um 0,5 Prozent nach 1,7 Prozent im Vorquartal (Abbildung 1). Im übrigen Euroraum lag

Abbildung 1:
Reales Bruttoinlandsprodukt 2005–2009^a



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

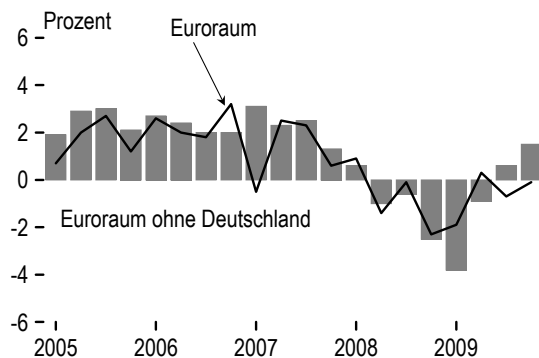
Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen.

die Zuwachsraten im vierten Quartal mit 0,6 Prozent leicht höher. Dass es überhaupt einen Zuwachs der Produktion im Euroraum gab, ist dem positiven Außenbeitrag geschuldet. Die Bruttoanlageinvestitionen hingegen gingen erneut zurück und der private Konsum stagnierte (Abbildung 2). Unter den größeren Ländern des Euroraums verzeichnete nur Frankreich eine spürbare Ausweitung der Produktion, die vor allem auf einen verringerten Lagerabbau und dem im Zuge der dortigen Abwrackprämie gestärkten privaten Konsum fußte. In Spanien und Italien dagegen war das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal rückläufig.

Die Inflation hat sich zuletzt wieder etwas beschleunigt. Die Verbraucherpreise lagen im Februar um 0,9 Prozent über dem Vorjahreswert (Abbildung 3). Im Euroraum ohne Deutschland war die Rate mit 1,1 Prozent etwas höher.

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

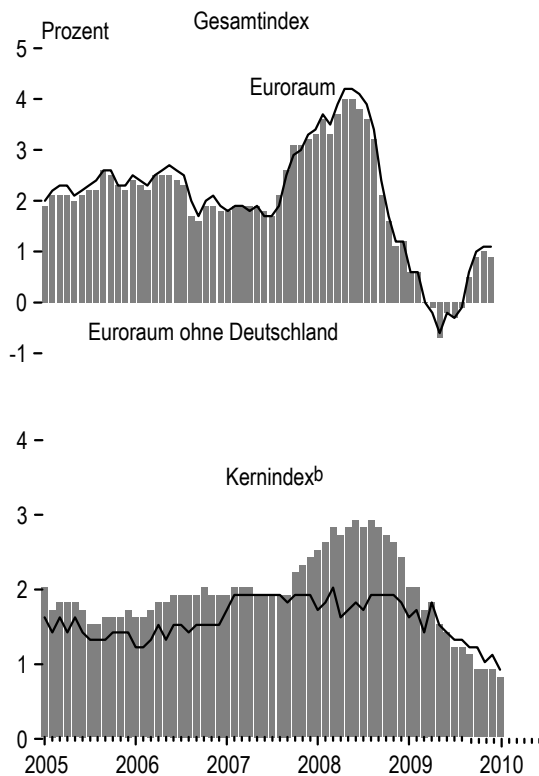
Abbildung 2:
Privater Konsum 2005–2009^a



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

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen.

Abbildung 3:
Verbraucherpreise 2005–2010^a



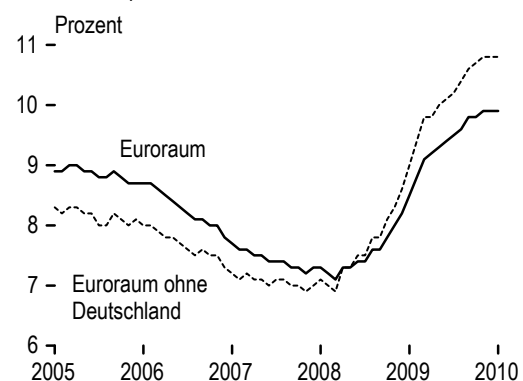
^aAnstieg gegenüber dem Vorjahr. — ^bGesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen.

Die leichte Beschleunigung ist ausschließlich auf den spürbaren Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Die Kernrate sank dagegen im Januar auf 0,9 Prozent, nach 1,0 Prozent im Vormonat. Die weiterhin niedrige Kapazitätsauslastung ließ keine größeren Preissteigerungen zu, und in Irland gibt es sogar deutlich deflationäre Tendenzen.

Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage stabilisiert. Nach einem leichten Anstieg im Herbst 2009 verharrte die Arbeitslosenquote von November bis Januar bei 9,9 Prozent (Abbildung 4). Im Euroraum ohne Deutschland ist die Quote mit 10,7 Prozent merklich höher. Hier war die Arbeitslosigkeit insbesondere im ersten Halbjahr 2009 rasch angestiegen. Jüngst zeigt sich allerdings wie im gesamten Euroraum eine abflachende Dynamik. Die Stabilisierungstendenzen sind jedoch nicht gleichmäßig in allen Mitgliedsländern zu beobachten, so ist die Arbeitslosigkeit in Irland weiter drastisch gestiegen. Eine spürbare Eintrübung am Arbeitsmarkt ist in den vergangenen Monaten auch in Italien festzustellen. Nachdem die Krise in den Arbeitslosenzahlen dort – ähnlich wie in Deutschland – in der ersten Hälfte 2009 kaum widerspiegelte, kam es im Verlauf der zweiten Jahreshälfte zu einem rasanten Anstieg der Arbeitslosenquote, die nach 7,4 Prozent im Mai in Januar 8,6 Prozent betrug.

Abbildung 4:
Arbeitslosenquote im Euroraum 2005–2010^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen.

Insgesamt wurde der Euroraum sehr stark von der „großen Rezession“ getroffen, obwohl diese ihren Ausgangspunkt in den Vereinigten Staaten hatte. Dazu beigetragen haben die starke weltweite Verflechtung der Güter- und Finanzmärkte sowie das zeitgleiche Ausbrechen von Krisen innerhalb des Euroraums, die zumindest zum Teil mit Divergenzen zwischen den einzelnen Mitgliedsländern zusammenhängen.

Divergenzen im Euroraum: Ursachen und Folgen

Seit Beginn der Währungsunion haben sich die Leistungsbilanzpositionen der Mitgliedsländer auseinander entwickelt. Auf der einen Seite ist eine Gruppe von Staaten wie Deutschland, die Niederlande oder Österreich, die deutlich steigende Leistungsbilanzüberschüsse verzeichneten, während auf der anderen Seite insbesondere Spanien, Portugal, Griechenland sowie Irland hohe Leistungsbilanzdefizite aufbauten (Abbildung 5). Entsprechend haben sich auch die Nettoauslandsvermögenspositionen¹ auseinander entwickelt (Abbildung 6). Gleichzeitig unterschieden sich die Inflationsraten der Mitgliedsländer dauerhaft (Boysen-Hogrefe et al. 2009).² Ein Teil dieser Entwicklung ist vermutlich fundamental gerechtfertigt. Schließlich ist es vertretbar, dass gerade die Länder der Peripherie mit einstmal niedrigeren Einkommen nach Beginn der Währungsunion im Zuge von Einkommenskonvergenzprozessen vorübergehend höhere Leistungsbilanzdefizite aufbauen.³ Ebenso ist ein Teil der Inflationsunterschiede mit dem Balassa-Samuelson-Effekt erklärbar.

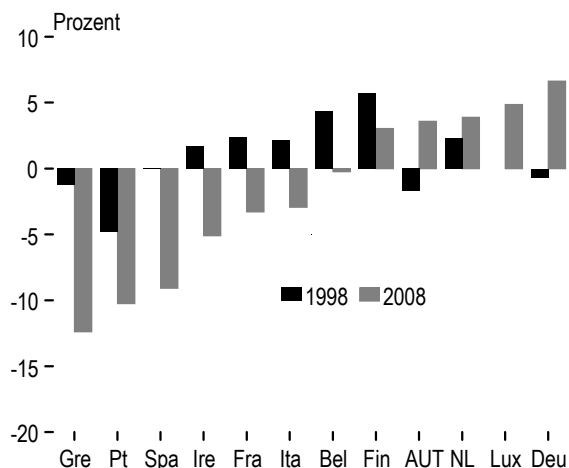
¹ Diese reflektieren zum Teil zwar auch Wertveränderungen von Vermögenspositionen; in erste Linie geben sie aber die kumulierte Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos wider.

² Vgl. auch Busetti et al. (2006) oder Angeloni und Ehrmann (2007).

³ Zu den peripheren Ländern der Währungsunion zählen Griechenland, Irland, Portugal und Spanien.

Doch waren die Divergenzen ausgesprochen groß und haben über eine relativ lange Zeit Bestand gehabt. Folglich stellt sich momentan die Frage, ob es zu Übertreibungen gekommen ist, deren Korrektur die Krise derzeit sogar noch verschärft.

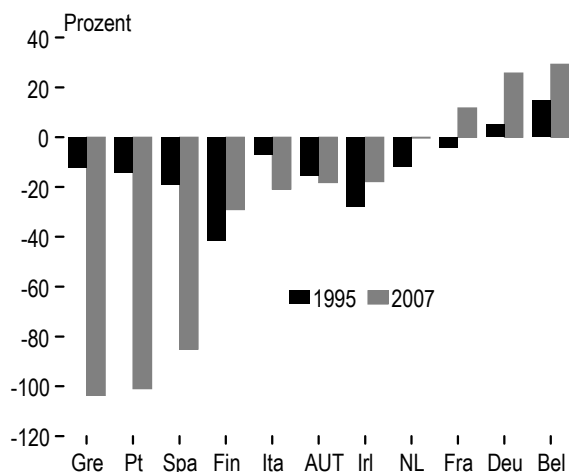
Abbildung 5: Leistungsbilanzsalden in ausgewählten Ländern des Euroraums 1998 und 2008^a



^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Europäische Kommission (2010a).

Abbildung 6: Nettoauslandsvermögensposition ausgewählter Länder des Euroraums 1995 und 2007^a



^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Lane (2009).

Sind Divergenzen im Euroraum ein Problem?

Bis zur Einführung des Euro hätten die Länder des Euroraums auf untereinander divergierende Wirtschaftsentwicklungen grundsätzlich mit einer entsprechenden Ausrichtung der nationalen Geldpolitik reagieren können, die sich dann unter den Bedingungen des Europäischen Währungssystems in nominalen Abwertungen der nationalen Währungen gegenüber der D-Mark, der effektiven Leitwährung des Systems, niederschlug. Seit 1999 wird die Geldpolitik allerdings einheitlich von der Europäischen Zentralbank durchgeführt. Ihr erklärtes Ziel ist die Wahrung der Preisstabilität im Euroraum insgesamt. Dabei kann und darf sie keine Rücksichten auf Entwicklungen in einzelnen Ländern nehmen. Eine geldpolitische Flankierung der realwirtschaftlichen Anpassungsprozesse, die bei Divergenzen im Euroraum zwischen den einzelnen Ländern hilfreich ist, ist somit ausgeschlossen. Inwieweit bei Divergenzen im Euroraum die fehlende Flankierung realwirtschaftlicher Anpassungsprozesse durch eine nationale Geldpolitik ein Problem darstellt, hängt davon ab, ob anstelle der nationalen Geldpolitik andere Mechanismen zur Wirkung kommen. Generell gilt, dass realwirtschaftliche Divergenzen zwischen den Ländern des Euroraums auch bei einheitlicher Geldpolitik tendenziell Anpassungsprozesse in den einzelnen Ländern auslösen. Ohne nationale Geldpolitik müssen die für die Anpassung notwendigen Veränderungen der relativen Preise statt durch Veränderungen des nominalen Wechselkurses durch Veränderungen bei den nationalen Güter- und Faktorpreisen zustande kommen. Bleiben die notwendigen Preisreaktionen aus oder erfolgen sie zu langsam, können auch Mengenreaktionen, d. h. Wanderungen der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit zwischen den Ländern, für eine Anpassung sorgen.

Es bestehen folglich auch in der Währungsunion Kräfte, die zur Einebnung von wirtschaftlichen Divergenzen zwischen den Ländern führen können. Diese mögen freilich geringer sein, als es bei geldpolitischer Autonomie der einzelnen Länder der Fall wäre, das hängt davon ab, wie flexibel Güter- und Faktormärkte

reagieren. Tendenziell bleiben unter den Bedingungen der Währungsunion Divergenzen zwischen den einzelnen Ländern umso länger bestehen, je träger sich die Preise und die Löhne an ein verändertes gesamtwirtschaftliches Umfeld anpassen und je größer die Hemmnisse für die Wanderung der Produktionsfaktoren sind. Empirisch ist belegt, dass die Güterpreise in den Ländern des Euroraum nur langsam reagieren (Angeloni et al. 2006), was aber zum Beispiel wohl auch in den Vereinigten Staaten der Fall ist (Gadzinski und Orland 2004). Im Gegensatz zu diesem Währungsraum ist jedoch die Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit im Euroraum durch Sprachbarrieren, kulturelle Differenzen aber auch bürokratischen Hürden eingeschränkt.

Wie gravierend die aus der verzögerten Anpassung resultierenden Kosten und Divergenzen sind, ist schwer zu beurteilen. In jedem Fall sind die mit der Währungsunion verbundenen Kosten zu verrechnen mit dem Nutzen der Währungsunion. Vorteile bestehen insbesondere in den niedrigeren Transaktionskosten, aber auch in den geringeren Kapitalkosten, zumindest für jene Länder, in denen die Geldpolitik tendenziell unstagig und der Kapitalmarkt klein und daher wenig liquide war.

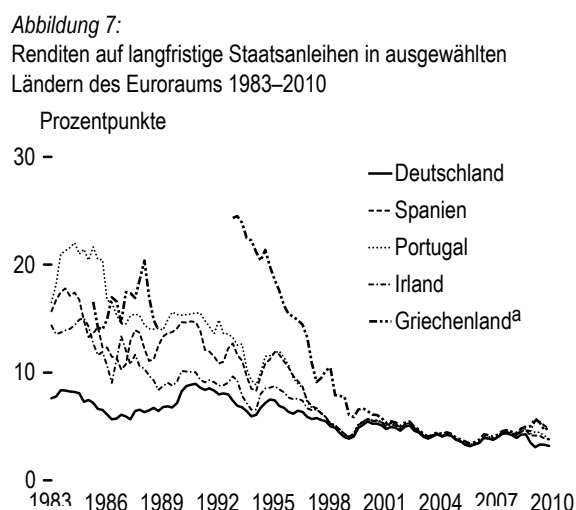
Muster der Divergenzen

Die jetzige Situation dürfte maßgeblich darauf zurückzuführen sein, dass im Zuge des Maastricht-Prozesses und der Gründung der Währungsunion die Zinsen in vielen Ländern deutlich sanken. Der Wegfall des Währungsrisikos hat den Zugang der peripheren Länder zu günstigeren Finanzierungsbedingungen am weltweiten Kapitalmarkt deutlich verbessert.

Durch die Konvergenz der Zinsen wurden in den einzelnen Ländern unterschiedliche Nachfrageimpulse ausgelöst.⁴ Während sich in Deutschland das Zinsniveau kaum änderte, waren die Anpassungen des nominalen wie des realen Zinsniveaus in anderen Ländern erheblich

⁴ Vgl. auch Honohan und Lane (2003).

(Abbildung 7). Da die induzierte zusätzliche Nachfrage wiederum die Inflation trieb, blieben die Realzinsen unter dem Durchschnitt des Euroraums. Die gemeinsame Geldpolitik wirkte hier expansiver als zum Beispiel in Deutschland (Doern et al. 2009). So entstand ein Zirkel aus Nachfrageimpulsen, höherer Inflation und relativ expansiver Geldpolitik. Dem stand zwar entgegen, dass die höhere Inflation einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit bedeutete, der für sich genommen die Nachfrage bremste. Tatsächlich bewegten sich die Leistungsbilanzen jedoch erheblich auseinander. Während Deutschland immer größere Überschüsse verzeichnete, sind die Leistungsbilanzdefizite in Portugal und Griechenland auf Werte von über 10 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gestiegen; auch die Auslandsvermögenspositionen divergierten merklich. Die durch die sinkende Wettbewerbsfähigkeit ausgelöste Exportschwäche der Peripherieländer war nicht so stark, dass er die Konjunkturimpulse vonseiten der Inlandsnachfrage zu kompensieren vermochte. Eine Anpassung über Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit (Wettbewerbsfähigkeitskanal) kam nicht zur Geltung (Europäische Kommission 2006).



^aDaten nicht über vollen Zeitraum verfügbar.

Quelle: IMF (lfd. Jgg.).

Dabei ist zu bedenken, dass die Zinsbewegungen zu Beginn der Währungsunion in den Ländern der Peripherie nicht nur als Impulse oder Schocks zu verstehen sind, die den Zyklus beeinträchtigen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass durch den Wegfall der Währungsrisiken und der Integration der Finanzmärkte auch die Gleichgewichtssituation verändert wurde.⁵ Das bedeutet, dass die Länder der Peripherie seit 1999 auf dem Weg zu einer neuen Gleichgewichtssituation sind. Durch die verbesserten Finanzierungsbedingungen dürften das Produktionspotential und somit die Konsummöglichkeiten gestiegen sein. Eine gesamtwirtschaftlich höhere Verschuldung sowie steigende Vermögenspreise erscheinen folglich plausibel.⁶ So stiegen zum Beispiel in Spanien die Kreditvolumina der privaten Haushalte sowie der Unternehmen überaus deutlich. Doch bis zu welchem Ausmaß eine solche Entwicklung gerechtfertigt ist, ist typischerweise unbekannt. Minsky (1975) argumentiert, dass Übergangsprozesse zu neuen Gleichgewichten häufig von Übertreibungen begleitet werden. Dies scheint zumindest in Spanien und Irland in Form von Hauspreisblasen eingetreten zu sein. Die mit den Vermögenspreisanstiegen einhergehende Euphorie wurde auch von internationalen Investoren geteilt, so dass sich die Leistungsbilanzdefizite vergrößerten und sich die Vermögenspositionen gegenüber dem Ausland deutlich verschlechterten. Der lang anhaltende Boom kann auch die fortdauernden Inflationsdifferenzen erklären, die eher auf länderspezifische Nachfrageschocks zurückzuführen sind als auf die asymmetrische Verarbeitung von globalen Schocks.⁷

⁵ Zur Integration der Finanzmärkte siehe z.B. Pagano und von Thadden (2004).

⁶ Angesichts des höheren Produktionspotentials steigt das zukünftige zu erwartende Einkommen. Geht man davon aus, dass die Konsumenten bestrebt sind, ihren Konsum zu glätten, wird der Konsum bereits vorweg ausgeweitet und schuldenfinanziert. Sofern die Antizipation der zukünftigen Einkommen korrekt ist, führt der zunächst höhere Schuldenstand zu keinen langfristigen Problemen.

⁷ Angeloni und Ehrmann (2007) unterscheiden Schocks auf das Potential nicht von Nachfrageschocks. Altissimo et al. (2005) unterstreichen ebenfalls die Bedeutung länderspezifischer Schocks, da

Die Situationen in Portugal und Griechenland weichen dabei von denen in Spanien und Irland durchaus ab; so kam es hier jüngst nicht zu außergewöhnlichen Vermögenspreisblasen. Im Hinblick auf den Verlauf der Divergenz zum übrigen Euroraum und ihrer Auswirkungen kann Portugal jedoch als Beispiel herangezogen werden (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2009: Kasten 2.1). Portugal hat bereits Ende der 90er Jahre einen starken Investitionsboom erlebt, der von einem erheblichen Anstieg des Leistungsbilanzdefizits begleitet wurde. In den Jahren 2000/01 platzte diese Investitionsblase. In den Folgejahren passte sich die Lohnentwicklung noch nicht an die neue Situation an, so dass die notwendige reale Abwertung ausblieb (Blanchard 2007). Die vergangene Dekade in Portugal zeigt also, dass nach dem Ende des Booms, der vom Beitritt zur Währungsunion ausging, eine lange Phase der Stagnation folgen kann, in der die Leistungsbilanzdefizite hoch bleiben und es schwierig ist, wieder an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. In Griechenland war insbesondere die Finanzpolitik auf einem zu expansiven Pfad. Insgesamt haben die lang anhaltenden Vermögenspreisblasen bzw. die von ihnen ausgehende Nachfrigestimulanz sowie – insbesondere in Griechenland – die unangemessenen finanzpolitischen Reaktionen begleitet von einer zu expansiv wirkenden einheitlichen Geldpolitik wohl dazu geführt, dass der Wettbewerbsfähigkeitskanal seine Wirkung nicht entfalten konnte.

Geldpolitik und Ungleichgewichte im Euroraum

Mit der Bildung der Währungsunion haben die einzelnen Länder des Euroraums ihre geldpolitische Autonomie an die EZB abgetreten. Diese richtet die Geldpolitik nach den Erfordernissen des gesamten Währungsraums aus, nationale Entwicklungen spielen dabei nur insoweit eine Rolle, wie sie in den Daten für den Euroraum

laut ihrer Analyse insbesondere die Sektoren nicht-handelbarer Güter zu den Inflationsdifferenzen beitragen.

als Ganzes reflektiert werden. Insbesondere ist es seit Einführung der gemeinsamen Geldpolitik nicht mehr möglich, das Leitzinsniveau an die makroökonomischen Bedingungen der einzelnen Mitgliedsstaaten anzupassen; stattdessen orientiert sich die EZB an der aggregierten Preis- und Konjunktorentwicklung des gesamten Euroraums. Per Konstruktion ist das von der EZB gewählte Leitzinsniveau für jedes einzelne Land weniger angemessen auf die makroökonomische Entwicklung abgestimmt, als es ein nationaler Leitzins sein könnte.

Sofern Preise völlig flexibel wären und es totale Faktormobilität zwischen den verschiedenen Einheiten des Währungsraums gäbe, wäre die auf die aggregierte Entwicklung abgestimmte einheitliche Geldpolitik weniger problematisch, da sich durch Schocks verursachte Ungleichgewichte über Veränderung der relativen Preise oder Faktorbewegungen zügig abbauen würden.⁸ Eine auf das Aggregat ausgerichtete Geldpolitik würde in diesem Fall auch für jedes einzelne Land zügig zum Gleichgewicht führen. Es gibt sogar Argumente dafür, dass eine einheitliche Geldpolitik dabei helfen kann, die Konjunkturverläufe in den einzelnen Mitgliedsstaaten der Währungsunion zu synchronisieren (Frankel und Rose 1998).

Streuung der „optimalen“ Zinsniveaus

Als Maß für das „optimale“ Zinsniveau für jedes Land⁹ soll im Folgenden der Taylor-Zins dienen, der nach der ursprünglich von Taylor (1993) vorgeschlagenen Formel berechnet wird. Zwar ist dieser Zinssatz nicht optimal im Sinne einer in einem Modell des allgemeinen Gleichgewichts hergeleiteten wohlfahrtstheoretisch

⁸ Würde in einem Land beispielsweise eine erhöhte Nachfrage zu höherer Inflation führen, so verlöre dieses Land direkt an preislicher Wettbewerbsfähigkeit und über eine fallende Exportnachfrage ginge die gesamte Nachfrage nach Produkten dieses Landes zurück, mit dämpfenden Folgen für die Inflation. Das Gleichgewicht wäre wieder hergestellt.

⁹ Die 11 großen Länder des Euroraums werden in der Analyse berücksichtigt: Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Belgien, Österreich, Griechenland, Portugal, Finnland und Irland.

optimalen Geldpolitik; üblicherweise wird er aber als konsistent mit einer auf makroökonomische Stabilität ausgerichteten Geldpolitik angesehen. Für jedes Land j berechnen wir den Taylor-Zins (i_{jt}) für jede Periode als

$$i_{jt} = \Delta y_{jt}^* + \pi_{jt} + 0,5 (\pi_{jt} - \pi_j^*) + 0,5 (y_{jt} - y_{jt}^*),$$

wobei die Variablen folgende Größen bezeichnen:

Δy_{jt}^* : Das Potentialwachstum in Periode t . Hier berechnet auf Basis der Produktionspotential-schätzung der OECD (2010).¹⁰

π_j^* : Die Zielinflationsrate. Ausgegangen wird von einer Zielinflationsrate von 2 Prozent für den Euroraum; die länderspezifischen Werte berücksichtigen zu erwartende Unterschiede aufgrund des Balassa-Samuelson-Effekts nach Hofmann und Remsberger (2005: 410).

π_{jt} : Die Inflationsrate in Periode t .

y_{jt} : Das (logarithmierte) reale Bruttoinlandsprodukt in Periode t .

y_{jt}^* : Das (logarithmierte) reale Produktionspotential. Hier berechnet auf Basis der Produktionspotential-schätzung der OECD (2010).

Die auf diese Weise berechneten Taylorzinsen weichen zum Teil stark von den tatsächlich beobachteten Zinsniveaus¹¹ ab (Abbildung 8). Für die Periode Anfang der 1990er liegt der Taylorzins für viele Länder weit unter dem tatsächlichen Leitzins. Dies kann dadurch erklärt werden, dass viele Länder einen Disinflationprozess einleiten mussten, um die Kriterien zum Beitritt zur Währungsunion zu erfüllen. Für den Zeitraum nach 1999 fällt auf, dass das von der EZB gesetzte Zinsniveau für viele Länder zu niedrig war. Dies gilt insbesondere für die Staaten an der Peripherie des Euroraums. Während der vergangenen Wirtschaftskrise zeigt

der Taylorzins für die meisten Länder ein negatives Zinsniveau an, so dass der tatsächliche Leitzins seit Anfang 2009 mehrheitlich deutlich über dem Taylorzins liegt. Die durchschnittlichen Abweichungen zwischen den beiden Zinsniveaus nach 1999 reichen von 0,3 Prozentpunkten für Deutschland, dem einzigen Land, für das das Zinsniveau demnach zu hoch war, bis zu -6,1 Prozentpunkten für Irland (Tabelle 1).

Tabelle 1:

Durchschnittliche Differenz zwischen tatsächlichem Zins und Taylorzins^a

	Vor 1999	1999–2009
Deutschland	1,02	0,29
Frankreich	1,95	-1,04
Italien	4,41	-0,18
Spanien	3,49	-2,94
Niederlande	0,04	-1,6
Belgien	0,62	-1,52
Österreich	-0,51	-1,13
Griechenland	10,59	-2,84
Portugal	3,75	-1,24
Finnland	3,74	-1,57
Irland	-1,52	-6,05

^aIn Prozentpunkten.

Quelle: Europäische Zentralbank (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Wenn die Volkswirtschaften der Währungsunion konvergierten, könnte man auch eine Abnahme der Differenzen zwischen den „optimalen“ Zinsniveaus erwarten. Eine Betrachtung der Standardabweichung der Taylorkraten für die betrachteten Länder im Zeitverlauf zeigt, dass dies nach 1999, abgesehen von der Periode von 2007 bis 2008, fast nicht der Fall war (Abbildung 9). Ein Blick auf die einzelnen „Komponenten“ der Taylorregel zeigt, dass die leichte Abnahme der Streuung vor allem darauf zurückzuführen ist, dass sich die Trendwachstumsraten der Länder angeglichen haben (Abbildung 10).¹² Demgegenüber ist bei den zyklischen Faktoren, der Inflations- und Produktionslücke, nach 1999 keine signifikante Angleichung mehr zu beobachten.

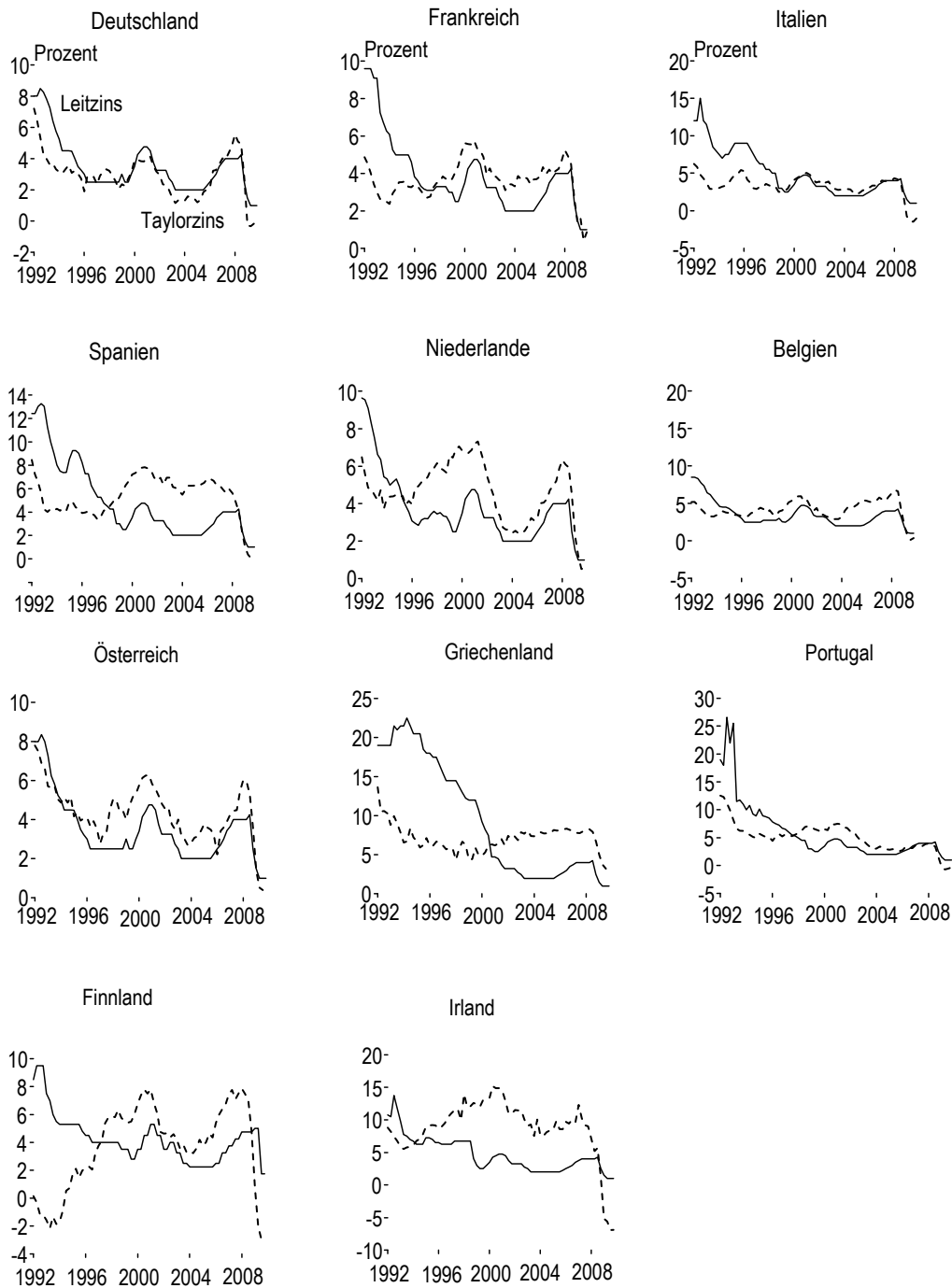
¹⁰ Für einzelne Länder publiziert die OECD für bestimmte Perioden nur jährliche Werte; in diesen Fällen wurden die vierteljährlichen Daten mittels der Methode von Chow und Lin (1971) auf Basis eines linearen Trends interpoliert.

¹¹ Ab 1999 ist dies der Hauptrefinanzierungssatz der EZB; für die Zeit davor sind es die jeweiligen Leitzinsen der nationalen Notenbanken.

¹² Hierbei ist nicht beachtet, dass auch die Entwicklung der Korrelation zwischen den „Komponenten“ die Streuung beeinflussen kann.

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

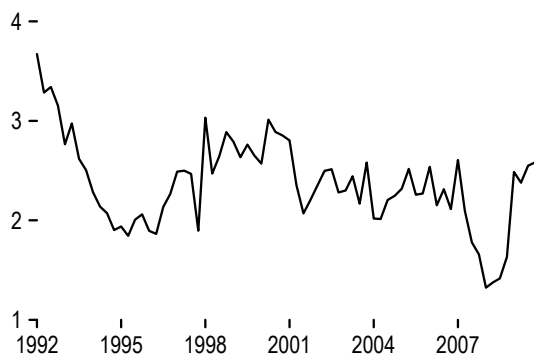
Abbildung 8 :
Taylorzinsen und Leitzinsen für Länder des Euroraums 1992–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

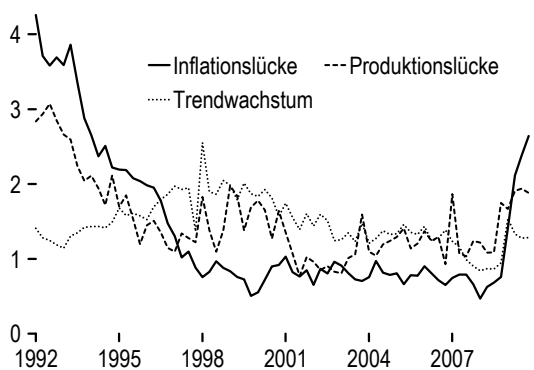
Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

Abbildung 9:
Standardabweichung der nationalen Taylorzinsen im Zeitablauf
1992–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Abbildung 10:
Standardabweichungen der nationalen Einflussgrößen für den
Taylorzins 1992–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

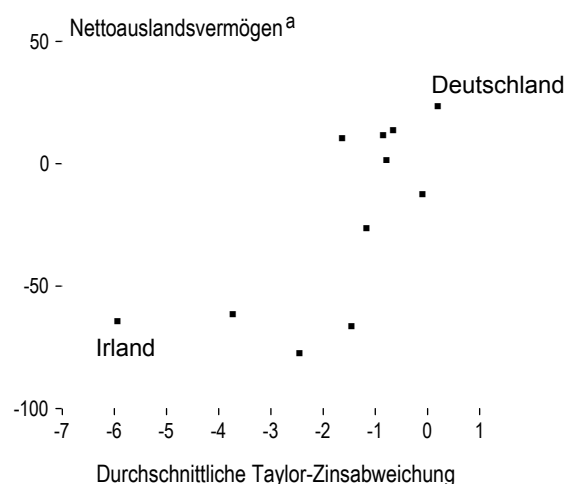
Uneinheitliche Wirkung der Geldpolitik und Entwicklung der Auslandsvermögens- positionen

Würde der gemeinsame Zinssatz für jedes Land oft zwischen „zu expansiv“ und „zu restriktiv“ wechseln, wäre das gemeinsame Zinsniveau zwar mit Wohlfahrtsverlusten verbunden (wenn man positive Effekte außer Acht lässt); es käme aber nicht zum Aufbau von Divergenzen. Liegt jedoch, wie oben gezeigt, der „Einheitszins“

persistent unter bzw. über dem für ein einzelnes Land angemessenen Niveau, dann können sich Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion aufbauen, wenn die anderen Ausgleichsmechanismen zu wenig wirkungsvoll sind.

Ein Maß, das üblicherweise als Indikator für sich bildende makroökonomische Ungleichgewichte herangezogen wird, ist die Veränderung des Nettoauslandsvermögens eines Landes. Sollte die „falsche“ Geldpolitik für einzelne Länder dazu beigetragen haben, dass sich Ungleichgewichte bilden, müsste sich ein Zusammenhang zwischen den Differentialen zwischen EZB-Zins und den Taylorraten und der Entwicklung des Nettoauslandsvermögens der Länder zeigen. In der Tat lässt sich eine lineare Beziehung zwischen dem durchschnittlichen Zinsdifferential im Zeitraum von 1999 bis 2009 und der Veränderung der Auslandsvermögensposition in Relation zum Bruttoinlandsprodukt über den gleichen Zeitraum zeigen (Abbildung 11). Eine Regression ergibt, dass ein durchschnittlich um 1 Prozentpunkt zu niedriger Zinssatz (gegenüber dem Taylorzins) einhergeht mit einer Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition (in Relation zum Brut-

Abbildung 11:
Zusammenhang zwischen Abweichungen vom nationalen
Taylorzins und Veränderung der Nettoauslandsvermögens-
position



^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Über den Zeitraum 1999–2007 (für Finnland von 1997–2007).

Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; Lane (2009); eigene Berechnungen.

toinlandsprodukt) von rund 15 Prozentpunkten.¹³

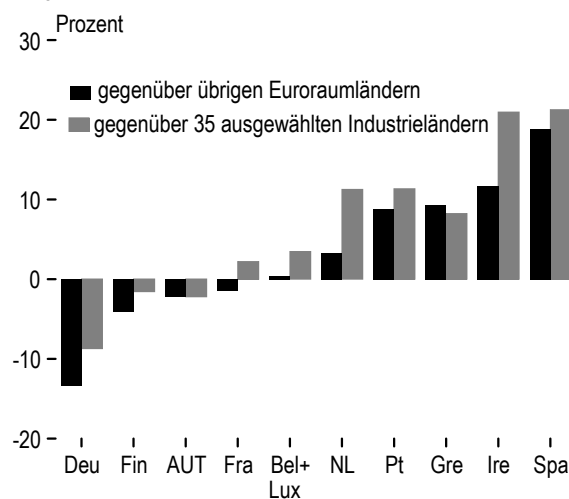
Insgesamt lässt sich also feststellen, dass a) der Taylorzins für die meisten Länder des Euroraums deutlich anders verlief als der tatsächliche Leitzins, b) dass es nach 1999 bis auf einen leichten durch die Angleichung der Trendwachstumsraten bedingten Effekt keine Konvergenz der Taylorraten gab und c) dass eine relativ starke positive Beziehung zwischen der durchschnittlichen Differenz des Leitzinses nach 1999 und der länderspezifischen Taylorrate und der Entwicklung der Nettoauslandsvermögensposition in Relation zum Bruttoinlandsprodukt über den gleichen Zeitraum besteht. Eine ähnliche Beziehung besteht auch zwischen der Auslandsvermögensentwicklung und der Veränderung des realen effektiven Wechselkurses innerhalb des Euroraums. Offenbar sind Ausgleichsmechanismen, wie die Mobilität von Arbeitskräften, die für das Absorbieren von asymmetrischen Schocks in einer Währungsunion nötig sind, im Euroraum nicht stark genug ausgeprägt, um Abweichungen des euroraumweiten Zinsniveaus von dem Niveau, das für ein einzelnes Land angebracht ist, auszugleichen.

Schlussfolgerungen und Ausblick

Die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, verursacht durch die Bildung der Währungsunion, hat in den peripheren Ländern zu einer deutlichen Zunahme von Investitionen und Kreditvolumina geführt. In Spanien und Irland entwickelten sich regelrechte Vermögenspreisblasen. Die einheitliche Geldpolitik hat dabei verstärkend gewirkt. Mechanismen, die den Divergenzen entgegenwirken sollten, wie der Wettbewerbsfähigkeitskanal oder Faktorwanderungen, haben dagegen offenbar wenig Einfluss gehabt. Die Divergenz der Leis-

tungsbilanzen sowie der ausländischen Vermögenspositionen sind Folgen dieser Entwicklung. Die peripheren Länder der EWU haben erheblich an Wettbewerbsfähigkeit verloren (Abbildung 12). Löhne und Preise wurden als Folge der kräftigen Expansion der Binnennachfrage überdurchschnittlich stark angehoben, was in der jüngsten Rezession merkliche Konsequenzen nach sich zog. Insbesondere in den Leistungsbilanzdefizitländern kam es zu starken Verwerfungen an den Arbeitsmärkten. Die Produktivitäten ist in einigen Ländern in der Rezession sogar gestiegen. Es findet sich ein Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzposition vor und Produktivitätsveränderung während der Rezession (Abbildung 13).¹⁴ Während die Lohnstückkosten in Spanien gesunken sind, sind sie zum Beispiel in Deutschland spürbar gestiegen. Die Krise hat also bereits zu einer Verminderung der Ungleichgewichte geführt.

Abbildung 12:
Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in ausgewählten Ländern des Euroraums 1998–2008^a



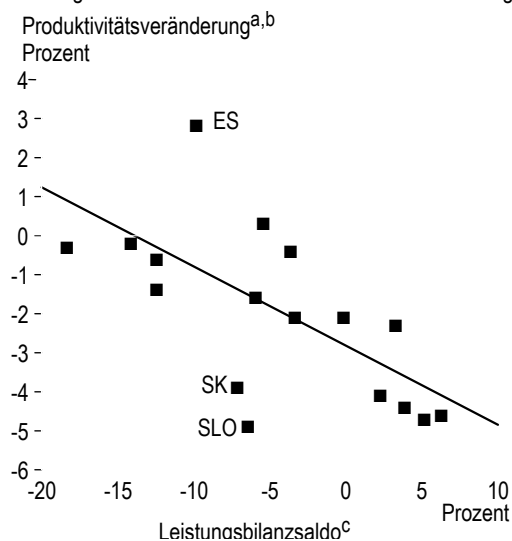
^aPositive Werte bedeuten eine Verschlechterung.

Quelle: Europäische Kommission (2010a).

¹³ Dieser Zusammenhang ist auf dem 5-Prozentsniveau signifikant. Die Regression weist ein R^2 von 0,50 auf. Nimmt man Irland aus der Stichprobe, erhöht sich der Effekt bei fast gleichbleibender Signifikanz auf 23,7 Prozentpunkte und der Erklärungsgehalt der Gleichung steigt auf 0,53.

¹⁴ Das R^2 der Regression liegt über 0,4; nimmt man Slowenien und die Slowakei heraus liegt es sogar über 0,6.

Abbildung 13:
Leistungsbilanzsaldo 2008 und Produktivitätsveränderung 2009



^aZuwachsraten. — ^bPrognosen der Europäischen Kommission aus dem Herbst 2009. — ^cIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Europäische Kommission (2009b); eigene Berechnungen.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass weitere Anpassungen notwendig sind. Angesichts der teilweise sehr hohen Arbeitslosigkeit dürfen einige Länder ihr Lohnniveau spürbar senken. Entsprechende flankierende politische Maßnahmen, wie die Lockerung des Kündigungsschutzes und Einschnitte bei Sozialtransfers, wirken vor diesem Hintergrund angemessen.¹⁵ Wie groß die notwendigen Anpassungen sind und über welchen Zeitraum sie vollzogen werden, hängt davon ab, wie entschlossen die anstehende Reformpolitik betrieben wird. In Irland zeichnet sich ab, dass die eingeleiteten Reformen der Regierung zwar im laufenden Jahr die Konjunktur spürbar belasten werden. Mittelfristig ist aber mit einer deutlichen Besserung zu rechnen, da sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessern wird. Insgesamt ist damit zu rechnen, dass von der Binnennachfrage der peripheren Länder geringere Impulse

¹⁵ Vgl. auch Zemanek et al. (2009), die für eine Wachstumsorientierung der Wirtschaftspolitik in den Peripherieländern zum Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euroraums argumentieren.

auf den Euroraum ausgehen als in den Jahren vor der Krise.

Exkurs: Zu einer möglichen Zahlungsunfähigkeit Griechenlands

Nachdem bekannt wurde, dass in Griechenland mit deutlich höheren Defiziten für das Jahr 2009 sowie für die kommenden Jahre gerechnet werden muss als vorher angenommen, kam es zu deutlichen Anstiegen bei den Renditen auf Staatsanleihen, absolut wie in Relation zu den Renditen deutscher Staatsanleihen. Es stellt sich in Folge dessen die Frage einer drohenden Insolvenz des griechischen Staates. Eine Übersetzung von Renditen oder von CDS-Prämien in eine Insolvenzwahrscheinlichkeit ist allerdings nur sehr bedingt möglich,¹⁶ da gerade in Krisenzeiten in einem größeren Maß neben Solvenz- ebenfalls Liquiditätsrisiken eine Rolle spielen (vgl. Beber et al. 2009 sowie Aßmann und Boysen-Hogrefe 2009). Ferner ist davon auszugehen, dass im Fall Griechenlands Anleger nicht nur als Preisnehmer, sondern auch aus strategisch-spekulativen Überlegungen agieren. Im Folgenden werden die Möglichkeit einer Insolvenz Griechenlands sowie Konsequenzen und Lösungsansätze der aktuellen Krise diskutiert.

Zunächst ist festzustellen, dass Insolvenzen von Staaten ein häufiges Phänomen sind. Darauf verweisen nicht zuletzt die Arbeiten von Borensztein und Panizza (2008), die Staatsinsolvenzen der vergangenen 200 Jahre betrachten, sowie von Reinhart und Rogoff (2008), die sogar Beispiele aus acht Jahrhunderten heranziehen.¹⁷ Betrachtet man einen kürzeren Zeit-

¹⁶ Pescatori und Sy (2004) ermitteln aus Daten für Entwicklungs- und Schwellenländern einen Aufschlag im Vergleich zu US-Staatsanleihen von etwa 1000 Basispunkten als Signal für einen drohende Insolvenz des Staates. Von diesem Niveau sind griechische Staatsanleihen noch weit entfernt.

¹⁷ Dabei hat Griechenland selbst seit der Existenz des neuzeitlichen Staates 1829 wiederholt seine Zahlungen einstellen müssen oder Staatsausgaben durch

raum finden sich aber keine wirklich vergleichbaren Beispiele, welche die Prognose einer Insolvenz des griechischen Staates stützen könnten. In der jüngeren Vergangenheit hingen Staatsinsolvenzen, die vor allem in Entwicklungs- und Schwellenländern auftraten, außer mit politischen Verwerfungen wie Kriegen oder Bürgerkriegen häufig mit Wechselkursstürzen zusammen. Da die Staatseinnahmen der betroffenen Länder zumeist in heimischer Währung erzielt werden, Auslandsschulden aber häufig in Fremdwährungen notieren, können Währungskrisen in solchen Fällen zu einer plötzlichen Vervielfachung der Schuldenlast führen. Die unter anderem von Manasse et al. (2003), Kruger und Messmacher (2004), van Rijckeghem und Weder (2004) oder Manasse und Roubini (2005) vor einem solchen Hintergrund entwickelten Prognosemodelle für Staatsinsolvenzen, die makroökonomische und institutionelle Gegebenheiten auf Ausfallwahrscheinlichkeiten abbilden, sind daher nicht auf die aktuelle Situation Griechenlands übertragbar, da Griechenland Mitglied der europäischen Währungsunion ist.

Gerade der Zusammenhang zwischen Währungsturbulenzen und Staatsinsolvenzen ist ein starker Anreiz für Griechenland, im Euroraum zu verbleiben und nicht, wie gegenwärtig auch spekuliert wird, wegen der aktuellen Probleme den Währungsraum zu verlassen, um per Inflation das Verschuldungsproblem zu lösen. Die griechischen Schulden würden schließlich weiterhin auf Euro lauten und nach Verlassen der Währungsunion wäre die Attrahierung von

Ausweitung der Geldmenge finanziert. Es liefert sogar ein historisches Beispiel für eine Insolvenz innerhalb einer Währungsunion. Im Jahr 1893 stellte der Staat Griechenland seinen Schuldendienst gegenüber ausländischen Gläubigern ein, während er zumindest formal der Lateinischen Münzunion angehörte. Als Auslöser dieser Insolvenz gelten der hohe Schuldenstand sowie eine Vertrauenskrise an den internationalen Finanzmärkten hervorgerufen durch die vorherige Staatsinsolvenz Portugals sowie anderer Turbulenzen (Lazaretou 2005). Es ist jedoch fraglich, ob dieses Beispiel auf die heutige Zeit übertragbar ist, schließlich war Griechenlands Bindung an die Lateinische Münzunion nur wenig glaubwürdig und die damalige Drachme konnte trotz der formalen Währungsunion mit dem französischen Franc nicht als harte Währung gelten.

ausländischen Gläubigern nur zu sehr hohen Kosten möglich.¹⁸ Welch positiven Einfluss die Euroeinführung auf die griechische Finanzsituation hatte, zeigt sich daran, dass die Aufwendungen für den Schuldendienst trotz des aktuell sehr hohen Schuldenstands 2009 mit rund 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts immer noch deutlich niedriger sind als im Durchschnitt zwischen 1992 und 1996 mit gut 11 Prozent.

Die Frage nach einer Insolvenz hängt entscheidend davon ab, ob die griechische Regierung auf einen nachhaltigen Ausgabenpfad einschwenkt und dies auch glaubwürdig signalisieren kann. Der Anpassungsbedarf angesichts des griechischen Budgetdefizits ist enorm. Im Jahr 2009 lag das Primärdefizit bei 7,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.¹⁹ Anhand einer einfachen Formel, in die das langfristige Zinsniveau sowie das langfristige nominelle Potentialwachstum einfließen, lässt sich der nachhaltig nötige primäre Budgetsaldo berechnen.²⁰ Da Unsicherheit über diese beiden Determinanten besteht, werden in Tabelle 2 mehrere Varianten berechnet. Typischerweise ist davon auszugehen, dass die relevanten Zinssätze über dem nominalen Potentialwachstum liegen und der nachhaltig nötige primäre Budgetsaldo positiv ist. Selbst in dem sehr unrealistischen Fall, dass der

Tabelle 2:
Nachhaltig nötiger primärer Budgetsaldo^a

		Nominales Potentialwachstum		
		2	3,5	5
Verzinsung	3	1,27	-0,63	-2,48
	4,5	3,19	1,26	-0,62
Staatsschulden	6	5,10	3,14	1,24
	8	7,65	5,65	3,71

^aAusgehend von einem Schuldenstand von 130 Prozent in Relation zum BIP; in Prozent in Relation zum BIP.

Quelle: Eigene Berechnungen.

¹⁸ Vgl. auch Calvo und Reinhart (2002), die die Konsequenzen von Wechselkurschwankungen für die Auslandsverschuldung als ein bedeutendes Argument für Wechselkursbindungen identifizieren.

¹⁹ Das Primärdefizit bezeichnet den Budgetsaldo exklusive der Ausgaben für den Schuldendienst.

²⁰ Siehe zum Beispiel Sturzenegger und Zettelmeyer (2006: Appendix 2).

durchschnittliche Zinssatz auf Staatsschulden um zwei Prozentpunkte des unterhalb nominalen Potentialwachstums liegt, müsste das primäre Budgetdefizit von 7,7 auf rund 2,5 Prozent reduziert werden.

Der Europäische Rat fordert, dass Griechenland sein Budgetdefizit bis 2012 um nahezu 10 Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts auf 3 Prozent senkt. Erschwerend kommt hinzu, dass bedingt durch die demographische Entwicklung zusätzliche Belastungen auf Griechenland zukommen (Europäische Kommission 2009a). Außerdem ging das gewaltige Budgetdefizit mit einem beachtlichen Leistungsbilanzdefizit einher. Die staatlich finanzierte Überbetonung des inländischen Konsums hat ein spürbares Nachlassen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die als langfristige Determinante für die Bedienung von Auslandsschulden gesehen werden kann, nach sich gezogen.

Um die Budgetposition zu verbessern und Glaubwürdigkeit wiederherzustellen, sind folglich nicht nur erhebliche Sparmaßnahmen der griechischen Regierung – unter anderem eine merkliche Anhebung des Renteneintrittsalters –, sondern auch eine spürbare Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit, z.B. durch ein sinkendes allgemeines Lohnniveau notwendig (Langhammer 2010). Zuerst würde dies zwar deflationäre Tendenzen auslösen, die eine zusätzliche Belastung für den Staatshaushalt nach sich ziehen würden und die Schuldenlast sogar erhöhen könnte, doch mittel- bis langfristig ist eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und des Potentialwachstums unabdingbar.

Griechenland selbst hat ein hohes Interesse, die Staatsschulden weiter zu bedienen. Denn eine Zahlungseinstellung, wie sie z.B. in Island erwogen wird, würde erhebliche Kosten mit sich bringen. Kurzfristig könnte es zu merklichen Problemen im Finanzsektor Griechenlands kommen, da davon auszugehen ist, dass griechische Banken viele Anleihen des Staates halten und die Zahlungseinstellung zum einen das Eigenkapital direkt belasten würde und zum anderen den Zugang zu Liquidität bei der EZB behindern würde, die bisher griechische Staatsanleihen noch als Sicherheiten angenommen

hat.²¹ Zu langfristigen Folgen könnte es kommen, da sich internationale Investoren Insolvenzfälle über lange Zeiträume „merken“ können (Reinhart et al. 2003). Dies könnte insbesondere bei der Bewertung Griechenlands eine Rolle spielen, weil die Insolvenz nicht nur der schlechten Konjunkturlage geschuldet wäre, sondern auch auf jahrelange nicht nachhaltige Haushaltspolitik und betrügerischem Verhalten gegenüber der Europäischen Kommission und damit auch den internationalen Anlegern fußen würde. Grossmann und van Huyck (1988) haben darauf hingewiesen, dass Investoren im Hinblick auf die zukünftige Bonität durchaus die Umstände einer Staatsinsolvenz berücksichtigen. Somit hätte Griechenland nach einer solchen mit sehr hohen Aufschlägen zu rechnen.

Andere Staaten des Euroraums könnten nach einer Insolvenz Griechenlands ebenfalls in erhebliche Turbulenzen geraten; schließlich würde ein großer Schuldner ausfallen und im Hinblick auf die Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums ist mit Ansteckungseffekten zu rechnen, da das dann vorhandene Beispiel einer Staatsinsolvenz eines Mitgliedslandes der Europäischen Währungsunion sicherlich die Risikoinschätzung der Anleger verändern würde. Es könnten sich also zum einen die Finanzierungsbedingungen anderer peripherer Staaten des Euroraums deutlich verschlechtern und zum anderen könnten die Gläubiger Griechenlands, darunter viele bereits durch die Finanzkrise geschwächte Banken, in Schieflage geraten. Vor diesem Hintergrund scheinen Überlegungen eines Hilfsprogramms für Griechenland, zum Beispiel in Form von Bürgschaften, kurzfristig Vorteile zu versprechen, sofern damit mögliche Liquiditätsengpässe überbrückt werden.²² Langfristig hilft dies jedoch nicht bei

²¹ Trotz der Herabstufung der Bonität akzeptiert die EZB griechische Staatsanleihen bisher als Sicherheit. Es scheint wahrscheinlich, dass sich an diesem Status griechischer Staatsanleihen, solange diese bedient werden, nichts ändern wird.

²² Cohen und Portes (2006) weisen auf das Problem multipler gleichgewichtiger Zinssätze hin. Ist erstmal ein höheres Zinsniveau erreicht, zum Beispiel wegen vorübergehender Zweifel an der Bonität eines Landes, steigt der Schuldendienst und die Budgetsitua-

der Überwindung der strukturellen Probleme in Griechenland. Letztlich handelt es sich ausschließlich um ein Problem des griechischen Haushalts, das nur durch eine glaubwürdige Finanzpolitik Griechenlands zu lösen ist. Ein Weg, den finanzpolitischen Kurs zu kontrollieren, ist die Einberufung einer Schuldenkommission, die über das Maß der derzeitigen Einflussnahme der Europäischen Union die griechische Finanzpolitik steuert und somit die Durchführung finanzpolitischer Reformen sicherstellt (Snower 2010).²³

Leitzinsen weiterhin niedrig

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat in den vergangenen drei Monaten den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik unverändert gelassen. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt weiter bei 1 Prozent und es wird den Banken immer noch Zentralbankgeld in unbegrenztem Volumen zur Verfügung gestellt. In der Folge ist die Liquiditätsversorgung der Banken so reichlich, dass der Tagesgeldsatz (Eonia) und der Satz für unbesichertes Dreimonatsgeld unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes verharrt. Auch die gehandelten Volumina am besicherten und unbesicherten Geldmarkt dürften bei sinkenden Risikoaufschlägen wieder zugelegt haben, nachdem sie im Zuge der Finanzkrise deutlich eingebrochen waren (EZB 2010: 71–85). Neben der

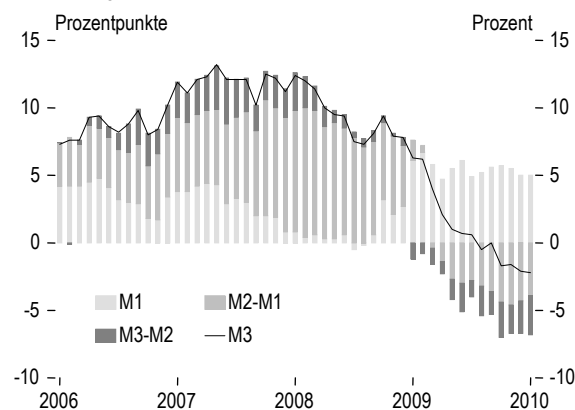
tion des Schuldnerlandes verschlechtert sich, wodurch das höhere Zinsniveau wiederum fundamental gerechtfertigt erscheint. Umgekehrt ist denkbar, dass sich bei hinreichender Glaubwürdigkeit des Schuldners ein niedrigeres Zinsniveau einstellt, wodurch dann die Budgetsituation entlastet wird.

²³ Ein historisches Beispiel für das Wirken einer Schuldenkommission liefert wiederum die griechische Geschichte. Nach der Insolvenz von 1893 stimmte Griechenland schließlich 1897 im Rahmen eines Umschuldungsprogramms der Bildung einer Europäischen Finanzkommission zu, die die Kontrolle über die griechische Finanz- und Geldpolitik erhielt (Bernholz 2008). In der ersten Dekade des 20. Jahrhunderts erlebte Griechenland daraufhin getrieben von einer aufblühenden Exportindustrie eine Phase raschen Wachstums (Lazaretou 2005).

Beibehaltung der niedrigen Refinanzierungskosten setzte die EZB auch ihr Ankaufprogramm für Pfandbriefe zur Stützung der Finanzmärkte fort. Bis Ende Februar hatte sie solche Titel mit einem Volumen von insgesamt 39 Mrd. Euro aufgekauft; zuletzt erhöhte sie das Tempo der Käufe sogar leicht gegenüber den letzten Monaten des vergangenen Jahres.

Die EZB wird das Aufkaufprogramm im Verlauf dieses Jahres weiterführen und auch das niedrige Zinsniveau beibehalten, sieht sie sich doch einer schwachen Preisentwicklung gegenüber. Besorgniserregend ist die laufende Entwicklung von M3 seit verganginem Sommer. Zum ersten Mal seit Bestehen des Euroraums geht sie über einen längeren Zeitraum hinweg zurück; in den sechs Monaten bis Januar 2010 mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent. Dazu trug vor allem der starke Rückgang von längerfristigen Einlagen bei, während allein die starke Zunahme von M1 einem noch stärkeren Rückgang von M3 entgegenwirkte (Abbildung 14). Analog zur schwachen Entwicklung von M3 sinkt das Kreditvolumen an Unternehmen seit Februar 2009. Der konjunkturell bedeutsame Kreditimpuls war im vierten Quartal 2009 allerdings positiv. Eine Kreditklemme ist anders als befürchtet bisher nicht eingetreten. Die Kreditkonditionen wurden jüngst so gut wie nicht mehr verschärft (Abbildung 15).

Abbildung 14:
Entwicklung von M3 im Euroraum 2006–2010^a

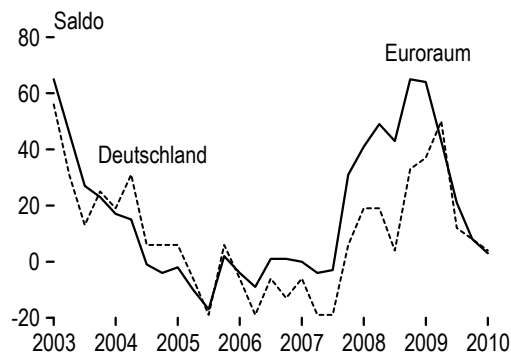


^aAnnualisierter Sechsmonatsvergleich.

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

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

Abbildung 15:
Kreditvergabekonditionen 2003–2010

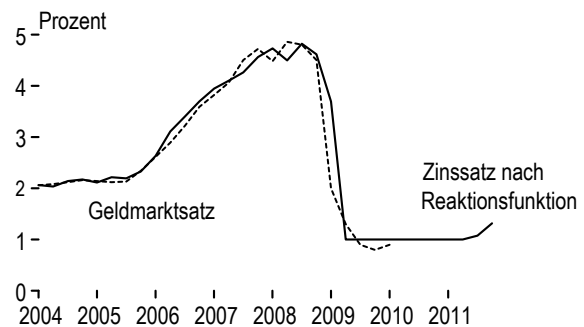


Quelle: EZB (2010); Deutsche Bundesbank (2010).

Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine leichte Straffung der Geldpolitik, die sich jedoch als erstes in einer vorsichtigen Rückführung der unkonventionellen Politikmaßnahmen äußern wird, z.B. in der Einschränkung längerfristiger Refinanzierungsoperationen oder in der Umstellung der Geschäfte von Mengen- auf Zins-tender. Dadurch werden die Geldmarktsätze auch schon gegen Ende des laufenden Jahres ohne Leitzinserhöhungen ansteigen.²⁴ Mit Letzteren wird aufgrund der vorerst noch schwachen konjunkturellen Entwicklung wohl erst Mitte des kommenden Jahres begonnen. Für ein anhaltend niedriges Zinsniveau spricht auch die Projektion mittels einer empirischen Reaktionsfunktion für die EZB, bei der als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt wurde (Abbildung 16).

²⁴ Für längerfristige Refinanzierungsgeschäfte hat die EZB eine solche Umstellung ab Mitte des laufenden Jahres bereits bekannt gegeben.

Abbildung 16:
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2011^a



^aPrognose ab dem 1. Quartal 2010 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen.

Schwacher Lohnanstieg

Seit Ende 2008, dem zyklischen Höhepunkt beim Anstieg der Arbeitskostenindikatoren, hat sich die Lohnentwicklung im Euroraum unter dem Eindruck der massiv verschlechterten Lage am Arbeitsmarkt stark abgeschwächt. Im dritten Quartal 2009 – neuere Daten liegen noch nicht vor – betrug die Zuwachsrates bei den Tariflöhnen (Vorjahresvergleich) nur noch 2,3 Prozent, nach 3,6 Prozent im vierten Quartal. Noch stärker, auf nur noch 1,4 Prozent, verringerte sich der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Maßgeblich für die stärkere Abschwächung bei diesem Indikator waren Einschnitte bei flexiblen, übertariflichen Lohnbestandteilen sowie eine geringere Arbeitszeit als Reaktion infolge der stark zurückgegangenen Produktion.

Deutlich stärker ist nach wie vor der Anstieg der Arbeitskosten je Stunde. Zwar war auch hier die Zuwachsrates zuletzt rückläufig. Da jedoch eine geringere Arbeitszeit aufgrund von tariflichen oder betrieblichen Vereinbarungen bzw. gesetzlichen Regelungen nicht in vollem Umfang zu einem entsprechenden Lohnrückgang führte, war es gegen Ende 2008 und im ersten Halbjahr 2009 hier zu sehr kräftigen Zuwäch-

sen von reichlich 4 Prozent gekommen. Besonders ausgeprägt war die Diskrepanz zwischen der Entwicklung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und der bei den Arbeitskosten je Stunde in der Industrie. Während das Arbeitnehmerentgelt pro Kopf im Vorjahresvergleich praktisch stagnierte, erhöhten sich die Arbeitskosten je Stunde in diesem Sektor mit einer Rate von 6 Prozent. Zuletzt deutete sich aber auch bei den Arbeitskosten je Stunde eine Entspannung an; für die Gesamtwirtschaft ergab sich im dritten Quartal ein Rückgang der Zuwachsrates auf 3,2 Prozent.

Wir erwarten, dass sich der Lohnanstieg abschwächt; das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer dürfte in diesem und im nächsten Jahr im Euroraum insgesamt lediglich mit einer Rate von knapp 1,5 Prozent zunehmen (Tabelle 3). Bei wieder etwas steigender Produktion und noch weitgehend stagnierender Beschäftigung wird sich die Produktivität, die im Zuge der Rezession vor allem in der Industrie stark gesunken ist, erholen. Im Ergebnis werden die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten im Jahr 2010 voraussichtlich um 0,4 Prozent sinken, und 2011 werden sie wohl in etwa stagnieren, so dass im Zuge der konjunkturellen Erholung eine Wiederherstellung der rezessionsbedingt stark gesunkenen Gewinne möglich sein sollte, ohne dass es zu ausgeprägten Preisanhebungen kommt.

Tabelle 3:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2008–2011

	2008	2009	2010 ^a	2011 ^a
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer^b				
Euroraum	3,4	1,5	1,4	1,3
Euroraum ohne Deutschland	3,9	2,2	1,4	1,4
Arbeitsproduktivität^{b,c}				
Euroraum	0,6	-2,2	1,8	1,2
Euroraum ohne Deutschland	0,8	-0,7	1,9	0,7
Lohnstückkosten^b				
Euroraum	2,8	3,7	-0,4	0,1
Euroraum ohne Deutschland	3,0	2,9	-0,5	0,7

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

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

Der Lohnentwicklung kommt in der Währungsunion eine Schlüsselfunktion für den Ausgleich realwirtschaftlicher Divergenzen zu. In der gegenwärtigen Situation ist es insbesondere für die peripheren Länder entscheidend, dass es ihnen gelingt, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Produzenten zu stärken, um die notwendige Neuausrichtung der Wirtschaft von einer übermäßigen Binnennachfrage hin zu einer stärker exportgetragenen Entwicklung zu unterstützen. Gegenwärtig wird eine reale Abwertung durch Lohnzurückhaltung dadurch erschwert, dass die Lohnzuwächse angesichts schwacher Arbeitsnachfrage allgemein sehr niedrig sind, so dass eine rasche und spürbare Veränderung der Lohnkostenrelationen zwischen den Ländern es erforderlich macht, dass die Löhne in einzelnen Ländern sogar deutlich sinken. Betrachtet man die Lohnentwicklung in den einzelnen Ländern, so ist Irland auf diesem Weg bereits weit fortgeschritten; hier waren die Löhne bereits im vergangenen Jahr rückläufig (Tabelle 4). Für Griechenland erwarten wir für den Prognosezeitraum einen Rückgang des Lohnniveaus, der von erheblichen Lohninschnitten im öffentlichen Sektor

Tabelle 4:
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2008–2011^a

	2008	2009	2010 ^b	2011 ^b
Deutschland	2,1	-0,1	1,3	0,9
Frankreich	2,7	1,2	1,4	1,5
Italien	3,3	1,7	1,3	1,2
Spanien	6,1	3,6	2,0	1,8
Niederlande	3,8	2,5	1,8	1,8
Portugal	3,1	4,5	1,8	1,5
Österreich	3,1	3,0	2,0	2,5
Belgien	3,0	0,7	1,0	1,5
Griechenland	5,9	2,3	-0,2	-1,5
Slowakei	8,7	3,5	3,5	4,0
Finnland	5,3	3,4	2,4	2,0
Irland	5,5	-1,6	-2,5	1,5
Luxemburg	2,0	1,0	1,5	2,0
Slowenien	6,7	2,9	1,8	2,3
Zypern	4,0	2,0	2,0	1,5
Malta	3,4	2,5	2,0	2,0
Euroland	3,4	1,5	1,4	1,3
Euroland ohne Deutschland	3,9	2,1	1,4	1,4

^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^bPrognose.

Quelle: Europäische Kommission (2009b); eigene Prognosen.

getrieben wird. Hingegen ist für Spanien keine Verbesserung der relativen Lohnkostenposition absehbar. Dem steht entgegen, dass die Löhne nach wie vor in erheblichem Umfang an die Inflation gebunden sind;²⁵ zudem wurden erst kürzlich die Mindestlöhne angehoben.

Finanzpolitik schwenkt auf restriktiven Kurs

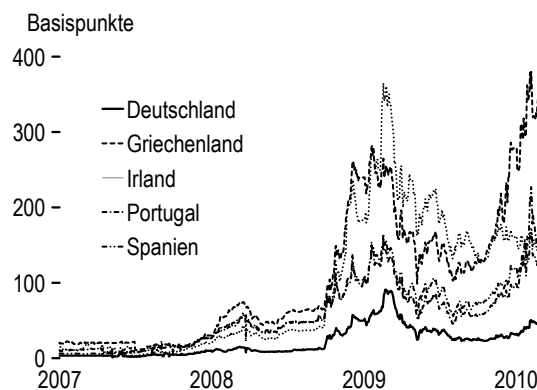
Die Finanzpolitik hat in den Ländern des Euroraums durch die Inkaufnahme von konjunkturbedingten Defiziten und die Implementierung von Konjunkturprogrammen im Jahr 2009 stark expansiv gewirkt. Nun sind verstärkt die Fragen nach den mittelfristigen Belastungen durch die galoppierende Staatsverschuldung in den Vordergrund gerückt. Zugespitzt hat sich die Situation zu Beginn dieses Jahres, als an den Finanzmärkten die CDS-Prämien für Staatsschuldtitel einiger Länder stark anzogen (Abbildung 17), aus denen abgeleitet werden kann, dass einem Staatsbankrott für diese Länder eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit beigemessen wird.²⁶ Betroffen sind zurzeit vor allem Griechenland und Portugal sowie Spanien und Irland, Länder, in denen das Budgetdefizit besonders hoch ist und die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt besonders stark steigt (Tabelle 5).

Bereits im Verlauf des vergangenen Jahres hatte die Europäische Kommission auf die Verschlechterung der Budgetsituation reagiert und sukzessive für nahezu alle Länder des Euroraums

²⁵ Für etwa zwei Drittel der Beschäftigten im privaten Sektor gelten Klauseln, nach denen die Löhne angepasst werden, wenn die Inflation höher ausfällt, als in den Tarifverträgen veranschlagt. Für eine Übersicht über noch existierende Lohnindexierungsmechanismen und ihre Bedeutung im Euroraum vgl. EZB (2008: Box 5).

²⁶ Credit Default Swaps (CDS) sind Finanzmarktinstrumente, mit denen sich Investoren gegen das Risiko eines Zahlungsausfalls versichern kann. Bei der Interpretation der Prämien ist zu bedenken, dass ihr Preis durch spekulative Transaktionen beeinflusst werden kann.

Abbildung 17:
CDS-Prämien in ausgewählten Ländern des Euroraums 2007–2010^a



^aKosten einer Ausfallversicherung der jeweiligen 10-jährigen Staatsanleihe.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Tabelle 5
Bruttoschuldenstand in Prozent des Bruttoinlandsprodukts 2008 und 2011

	2008	2011 ^a
Deutschland	65,9	79,2
Frankreich	67,4	87,6
Italien	105,8	117,8
Spanien	39,7	74,0
Niederlande	58,2	69,7
Belgien	89,8	104,0
Österreich	62,6	77,0
Griechenland	99,2	135,4
Irland	44,1	96,2
Finnland	34,1	52,7
Portugal	66,3	91,1
Slowakei	27,7	42,7
Luxemburg	13,5	17,7
Slowenien	22,5	48,2
Zypern	48,4	63,4
Malta	63,8	72,5
Euroraum insgesamt	69,3	88,2

^aPrognose der EU-Kommission vom Herbst 2009; Deutschland: eigene Prognose.

Quelle: Europäische Kommission (2009b).

ein übermäßiges Defizit festgestellt sowie entsprechende im Vertrag von Lissabon („Vertrag über das Funktionieren der Europäischen Union“) vorgesehene Verfahren eingeleitet.²⁷

²⁷ Verfahren bei einem übermäßigen Defizit laufen auch für die meisten übrigen Mitgliedsländer der Eu-

Die Kommission setzt dabei den Regierungen der Länder einen Termin, bis zu dem wirksame Maßnahmen zur Beseitigung des übermäßigen Defizits umgesetzt sein müssen. Dieser Termin ist nicht einheitlich; besonders rasch sollen die Länder reagieren, in denen der Schuldenstand bereits sehr hoch ist, während Länder mit Schuldenquoten, die derzeit noch unter oder in der Nähe der 60-Prozentmarke liegen, etwas mehr Zeit zur Anpassung der Politik gegeben wird (Tabelle 6).

Tabelle 6:

Budgetsaldo und Bruttoschuldenstand im Jahr 2009 sowie von der Kommission gesetzter Termin zur Beseitigung eines übermäßigen Defizits für Länder mit laufendem Defizitverfahren

	Budgetsaldo ^a	Bruttoschuldenstand ^a	Termin zur Korrektur der Budgetposition ^b
Deutschland	-3,3	72,2	2013
Frankreich	-8,2	76,1	2013
Italien	-5,3	114,6	2012
Spanien	-11,2	54,3	2013
Niederlande	-4,9	59,8	2013
Belgien	-5,9	97,2	2012
Österreich	-3,5	69,1	2013
Griechenland	-12,8	112,6	2010
Irland	-12,0	65,8	2014
Portugal	-8,0	69,1	2013
Slowakei	-6,3	34,6	2013
Slowenien	-5,7	35,1	2013
Zypern	-3,5	53,2	2013
Malta	-3,8	68,5	2013

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bZeitpunkt, bis zu dem wirksame Maßnahmen zur Beseitigung des übermäßigen Defizits getroffen sein müssen.

Quelle: Europäische Kommission (2009b, 2010b); eigene Schätzungen und Prognosen.

In den aktualisierten Stabilitätsprogrammen haben die Regierungen nahezu aller Länder Pläne vorgelegt, bei denen das Budgetdefizit im Jahr 2013 auf 3 Prozent oder darunter gesenkt wird.²⁸ Allerdings wird in diesen Programmen nicht im Einzelnen dargelegt, mit welchen Maß-

nahmen die Haushaltskonsolidierung betrieben werden soll. Die Kommission wird verfolgen, ob die tatsächlich betriebene Finanzpolitik im Einklang mit den Projektionen steht. Die Instrumente, die im Vertrag von Lissabon dafür vorgesehen sind, Verletzungen der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Ziele für die Finanzpolitik zu begegnen, haben sich in der Vergangenheit als nicht sehr effektiv erwiesen. Gleichwohl dürfte der Druck aus Brüssel, mit einer Konsolidierung der Staatshaushalte bald zu beginnen oder eine begonnene Konsolidierung fortzusetzen, groß sein. Hinzu kommt nun die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte.

Im laufenden Jahr wird das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt nochmals höher ausfallen als 2009, vor allem weil die Ausgaben für die Finanzierung der Arbeitslosigkeit steigen und die Einnahmen konjunkturbedingt gedrückt bleiben. In einer Reihe von Ländern gehen aber auch von den im vergangenen Jahr beschlossenen Konjunkturprogrammen noch zusätzliche Impulse aus, oder es sind – wie zum Beispiel in Deutschland und in Frankreich – noch weitere expansive Maßnahmen beschlossen worden. Es gibt aber auch Länder, die bereits begonnen haben, durch Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen die Budgetdefizite zu begrenzen. Dies gilt etwa für Irland und Spanien; Griechenland und Portugal werden spürbar restriktive Maßnahmen in den kommenden Monaten umsetzen. Insgesamt wird die Finanzpolitik im Euroraum aber im laufenden Jahr die Nachfrage noch leicht stimulieren; das Defizit steigt voraussichtlich auf 6,7 Prozent (Tabelle 7).

Für das kommende Jahr ist zu erwarten, dass in den meisten Ländern die Finanzpolitik auf einen restriktiven Kurs einschwenkt. Dabei wird eine Begrenzung der öffentlichen Ausgaben etwa durch Zurückhaltung bei Lohnabschlüssen für den öffentlichen Dienst und Abbau der Beschäftigung im öffentlichen Sektor, aber auch durch Einschnitte bei Sozialausgaben und Subventionen im Vordergrund stehen. Vor allem in den Ländern, die besonders große Anstrengungen unternehmen müssen, werden aber auch Steuern erhöht werden. Insgesamt erwarten wir für 2011 einen Rückgang des zusammengefassten Budgetdefizits im Euroraum

²⁸ Einzige Ausnahme ist Irland, wo dies im Jahr 2014 der Fall ist.

auf 5,6 (um nahezu einen Prozentpunkt). Bei dem erwarteten sehr mäßigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts ist der Rückgang des strukturellen Defizits sogar etwas größer.

Tabelle 7:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2008–2011^a

	2008	2009	2010 ^b	2011 ^b
Deutschland	0,0	-3,3	-5,2	-5,1
Frankreich	-3,4	-8,2	-8,0	-6,7
Italien	-2,7	-5,3	-5,5	-4,1
Spanien	-4,1	-11,2	-10,0	-8,0
Niederlande	0,7	-4,9	-5,5	-4,5
Belgien	-1,2	-5,9	-5,5	-4,7
Österreich	-0,4	-3,5	-4,7	-4,0
Griechenland	-7,7	-12,8	-9,3	-7,2
Irland	-7,1	-12,0	-10,8	-9,5
Finnland	4,4	-2,2	-4,0	-3,0
Portugal	-2,7	-8,0	-7,6	-6,5
Slowakei	-2,3	-6,3	-5,7	-4,5
Luxemburg	2,5	-1,1	-3,5	-2,7
Slowenien	-1,8	-6,5	-6,3	-4,8
Zypern	0,9	-3,5	-5,0	-4,5
Malta	-4,7	-3,8	-4,0	-3,2
Euroraum	-2,0	-6,3	-6,7	-5,6
Euroraum ohne Deutschland	-2,7	-7,4	-7,2	-5,8

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bPrognose.

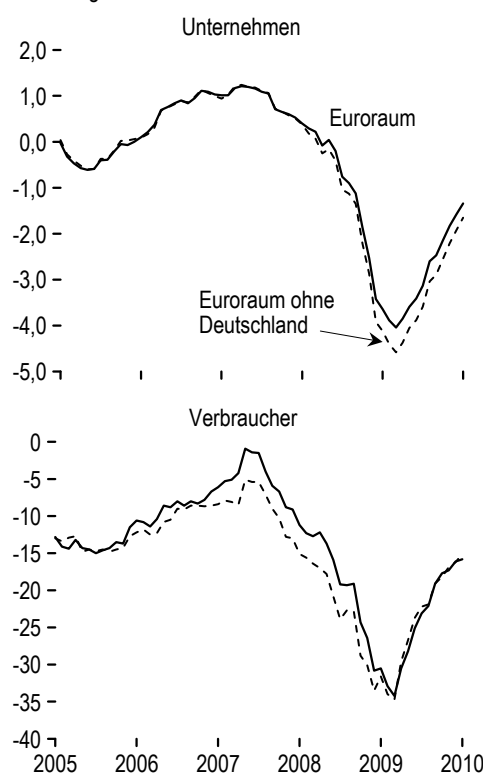
Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Ausblick

Nach der leichten Beschleunigung in der zweiten Jahreshälfte 2009 deutet sich für das erste Quartal 2010 ein Rückgang der Wirtschaftsleistung an. Die Produktion dürfte in vielen Ländern des Euroraums neben der allgemeinen konjunkturellen Zurückhaltung zusätzlich von dem ungewöhnlich strengen Winter beeinträchtigt worden sein, so dass allerdings für das zweite Quartal wegen entsprechender Aufholprozesse mit einer spürbaren Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität zu rechnen ist. Die darauf folgende Dynamik bleibt vermutlich schwach. So ist das Konsumentenvertrauen ausgehend von einem immer noch relativ nied-

rigen Niveau das erste Mal seit nahezu einem Jahr im Februar gesunken (Abbildung 18). Das Unternehmensvertrauen konnte zwar erneut leicht zulegen, doch weisen auch andere Frühindikatoren, wie der EUROFRAME-Indikator auf eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik hin. Die Produktionsverluste aus der vorhergegangenen Rezession werden wohl im Prognosezeitraum nicht aufgeholt werden können (Abbildung 19).

Abbildung 18:
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2005–2010

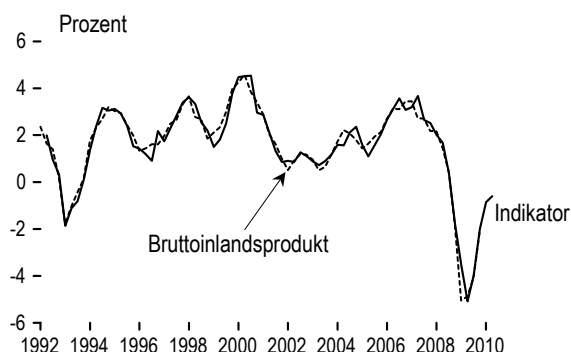


Quelle: Europäische Kommission (2010c); eigene Berechnungen.

Die Konjunktur im Euroraum wird im Prognosezeitraum von den Folgen der Verschuldungskrisen in den peripheren Ländern belastet. Dabei wird die expansive Geldpolitik der EZB nur teilweise die gewünschte Wirkung entfalten können, da zum Beispiel in Spanien Haushalte und Unternehmen sich dem notwendigen Abbau großer Schuldenstände gegenüber sehen. Auch wird die Finanzpolitik in vielen Mitgliedsländern, insbesondere in Griechenland,

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

Abbildung 19:
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2010^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

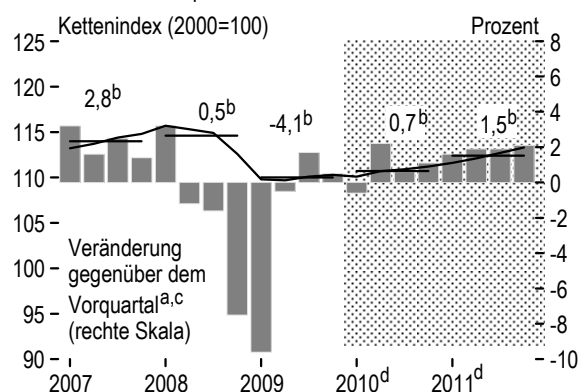
Quelle: Eurostat (2010); EUROFRAME (2010).

restriktiv wirken. Um die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu bewahren und einem Aufbau an Staatsverschuldung zu vermeiden, die schwer kontrollierbar wird, sind die Sparmaßnahmen jedoch alternativlos. Für Länder ohne ausgeprägte binnenwirtschaftliche Krisen, wie die Niederlande und Deutschland, werden sich die Anpassungsprozesse in den peripheren Ländern durch eine gedrückte Exportnachfrage bemerkbar machen. Einige positive Impulse dürften im laufenden Jahr hingegen vom Außenhandel bedingt durch die Expansion in den Schwellenländern ausgehen, im kommenden Jahr wird wohl angesichts einer etwas zurückgehenden Arbeitslosigkeit und weiterhin niedriger Zinsen eine leichte Beschleunigung beim privaten Konsum einsetzen.

Für das Jahr 2010 erwarten wir insgesamt einen leichten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum um 0,7 Prozent (Abbildung 20), im übrigen Euroraum wird die Produktion wohl um 0,5 Prozent zunehmen (Abbildung 21). Gegen Ende des Jahres wird sich die konjunkturelle Dynamik leicht beschleunigen, so dass 2011 die gesamtwirtschaftliche Produktion wohl um 1,5 Prozent expandiert (Tabelle 8). Wiederum erwarten wir, dass der Zuwachs im Euroraum ohne Deutschland etwas geringer ist (Tabelle 9).

Der Anstieg der Verbraucherpreise dürfte im laufenden Jahr sehr moderat bleiben. Wir erwarten eine Inflationsrate von 0,7 Prozent für

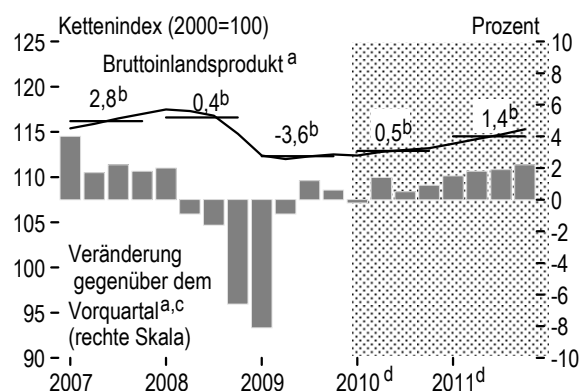
Abbildung 20:
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2007–2011



^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb dem 1. Quartal 2010: Prognose.

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

Abbildung 21:
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2007–2011



^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb dem 1. Quartal 2010: Prognose.

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

den Euroraum sowie von 0,8 Prozent für den Euroraum ohne Deutschland (Tabelle 10). Im kommenden Jahr wird sich der Preisauftrieb wohl leicht auf 0,9 Prozent bzw. 1,0 Prozent beschleunigen.

Für den Arbeitsmarkt rechnen wir im laufenden Jahr nach der jüngsten Stabilisierung mit einer erneuten aber nur geringfügigen Verschlechterung, so dass die Arbeitslosenquote im Euroraum im Jahresdurchschnitt 2010 bei 9,9

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

Tabelle 8:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2009, 2010 und 2011

	2009				2010				2011				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2009	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	-9,6	-0,5	1,7	0,5	-0,6	2,2	0,6	1,2	1,6	1,9	1,8	2,0	-4,1	0,7	1,5
Inlandsnachfrage	-8,4	-3,3	1,5	-0,9	-0,4	2,8	1,4	1,2	1,6	1,6	1,5	1,4	-3,3	0,5	1,5
Privater Verbrauch	-1,9	0,3	-0,7	-0,1	0,5	0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	1,5	1,6	-1,0	0,3	1,2
Staatsverbrauch	2,2	2,4	3,1	-0,5	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,7	0,7	0,9	1,0	2,2	0,7	0,5
Anlageinvestitionen	-19,9	-6,7	-3,7	-3,3	-3,0	6,8	2,7	4,9	2,3	3,1	3,6	3,9	-11,0	-0,4	3,5
Vorratsveränderungen ^c	-3,5	-2,6	2,1	0,0	-0,2	1,1	0,4	-0,3	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,7	0,3	0,0
Außenbeitrag ^c	-1,3	2,8	0,1	1,3	-0,2	-0,6	-0,7	0,0	0,1	0,3	0,4	0,6	-0,8	0,2	0,0
Exporte	-29,3	-4,5	11,9	7,0	5,0	5,0	4,7	5,7	6,3	6,6	6,8	7,2	-13,2	5,6	6,1
Importe	-27,2	-11,0	11,8	3,7	5,6	6,8	6,6	5,9	6,3	6,0	6,0	5,9	-11,8	5,2	6,2

^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.

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

Tabelle 9:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2009, 2010 und 2011

	2009				2010				2011				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2009	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	-8,1	-1,4	1,2	0,6	-0,2	1,4	0,5	1,0	1,6	1,8	1,8	2,0	-3,6	0,5	1,4
Inlandsnachfrage	-10,0	-2,5	0,0	2,0	-0,6	0,5	0,1	0,6	1,2	1,5	1,6	1,9	-3,8	0,2	1,1
Privater Verbrauch	-3,8	-0,9	0,6	1,5	0,3	-0,3	0,3	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7	-1,6	0,4	1,0
Staatsverbrauch	0,9	2,5	2,4	0,2	0,0	0,0	-0,3	-1,0	0,5	0,6	0,9	1,0	2,0	0,4	0,2
Anlageinvestitionen	-16,6	-10,3	-6,5	-3,6	-3,0	4,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	3,5	-11,8	-1,9	2,7
Vorratsveränderungen ^c	-4,7	-0,3	0,5	1,9	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,7	0,3	-0,1
Außenbeitrag ^c	2,6	0,9	1,2	-1,7	0,4	1,0	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4
Exporte	-26,1	-5,3	10,9	4,4	4,0	5,0	4,0	5,0	6,0	6,2	6,4	7,0	-12,7	4,5	5,7
Importe	-30,1	-7,4	7,4	8,9	3,0	2,5	3,0	4,0	5,0	5,5	6,0	6,8	-13,0	3,9	4,7

^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.

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

Prozent liegen dürfte. Im Euroraum ohne Deutschland gehen wir von einer spürbar höheren Quote von 10,7 Prozent aus. Gegen Ende des laufenden Jahres und im Verlauf des kommenden Jahres wird wohl eine leichte Entspannung eintreten, so dass 2011 die Arbeitslosenquote im Euroraum insgesamt auf 9,7 Prozent und im Euroraum ohne Deutschland auf 10,6 Prozent sinkt.

Angesichts der rapide gestiegenen Staatsverschuldung ist ein erhebliches Risiko einer neuen Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten entstanden. Sollte es zu einer Staatsinsolvenz in Griechenland kommen, könnte dies Signalwirkung für die Bewertung der Staatsanleihen an-

derer Mitgliedsländer haben. Erneut könnte es zu einem spürbar negativen Vermögenseffekt kommen, der direkt Einfluss auf das Bankensystem nehmen würde; schließlich halten Banken viele Staatsanleihen der Euroländer, da diese von der EZB als Sicherheiten bei der Liquiditätsbereitstellung akzeptiert werden. Da noch keine hinreichenden Reformen durchgeführt worden sind, die das Bankensystem nachhaltig stabilisieren, könnte eine solche Krise eine erhebliche Verschärfung der Kreditkonditionen und eine weitere Rezession zur Folge haben. Für unsere Prognose gehen wir aber davon aus, dass dieser Fall nicht eintritt.

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

Tabelle 10:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2009, 2010 und 2011

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2009	2010 ^e	2011 ^e	2009	2010 ^e	2011 ^e	2009	2010 ^e	2011 ^e
Deutschland	27,0	-5,0	1,2	1,8	0,2	0,6	0,8	7,6	7,6	7,4
Frankreich	21,1	-2,2	1,3	1,5	0,1	0,7	1,0	9,4	10,2	10,0
Italien	17,1	-4,9	0,5	1,1	0,8	1,1	1,0	7,8	9,0	9,0
Spanien	11,7	-3,6	-0,7	1,1	-0,3	0,9	1,1	18,0	19,3	19,2
Niederlande	6,3	-4,0	1,0	1,9	1,0	0,2	0,7	3,4	4,3	4,1
Belgien	3,7	-3,0	1,1	1,7	-0,1	0,5	0,9	7,9	8,4	8,3
Österreich	3,0	-3,4	1,1	2,0	0,4	0,9	0,8	5,0	5,2	4,9
Griechenland	2,5	-1,3	-2,0	0,0	1,3	1,2	0,9	9,5	11,1	11,4
Irland	2,1	-7,0	-1,0	3,1	-1,7	-0,4	1,0	11,8	14,0	12,5
Finnland	2,0	-7,8	0,6	2,0	1,6	0,8	1,6	8,2	9,3	9,5
Portugal	1,8	-2,8	0,4	0,9	-0,9	0,6	0,9	9,6	10,9	11,0
Slowakei	0,6	-4,7	3,2	2,1	0,9	1,0	2,3	11,8	13,5	12,5
Luxemburg	0,4	-4,0	1,3	2,2	0,0	1,1	1,8	5,7	5,8	5,3
Slowenien	0,4	-8,0	1,3	2,6	0,8	0,8	1,7	6,0	7,1	6,4
Zypern	0,2	-1,5	-0,2	1,1	0,2	0,3	1,7	5,3	7,1	7,0
Malta	0,1	-2,3	1,0	2,0	1,8	0,0	2,2	7,1	7,3	6,9
Euroraum	100,0	-4,1	0,7	1,5	0,3	0,7	0,9	9,2	9,9	9,7
Euroraum ohne Deutschland	73,0	-3,6	0,5	1,4	0,3	0,8	1,0	9,7	10,7	10,6

^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 (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Literatur

- Altissimo, A., P. Benigno und D.R. Palenzuela (2005). Long-Run Determinants of Inflation Differentials in a Monetary Union. NBER Working Paper 11473. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Angeloni, I., und M. Ehrmann (2007). Euro Area Inflation Differentials. *The B.E. Journal of Macroeconomics* 7 (1): Article 24.
- Angeloni, I., L. Aucremanne, M. Ehrmann, J. Galí und A.T. Levin (2006). New Evidence on Inflation Persistence and Price Stickiness in the Euro Area: Implications for Macro Modelling. *Journal of the European Economic Association* 4 (2/3): 562–574.
- Aßmann, C., und J. Boysen-Hogrefe (2009). Determinants of Government Bond Spreads in the Euro Area – In Good Times as in Bad. Kieler Arbeitspapiere 1548. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Beber, A., M.-W. Brandt und K.-A. Kavajecz (2009). Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market. *Review of Financial Studies* 22 (3): 925–957.
- Bernholz, P. (2008). Government Bankruptcy of Balkan Nations and their Consequences for Money and Inflation Before 1914: A Comparative Analysis. Bank of Greece Working Paper 74. Athen.

- Blanchard, O. (2007). Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal. *Portuguese Economic Journal* 6 (1): 1–21.
- Borensztein, E., und U. Panizza (2008). The Costs of Sovereign Default. IMF Working Paper 08/238. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- 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.
- Buseti, F., L. Forni, A. Harvey und F. Venditti (2006). Inflation Convergence and Divergence within the European Monetary Union. ECB Working Paper Series 574. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Calvo, G.A., und C.M. Reinhart (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 379–408.
- Chow, G.C., und A.-I. Lin (1971). Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by Related Series. *The Review of Economics and Statistics* 53 (4): 372–375.
- Cohen, D., und R. Portes (2006). Toward a Lender of First Resort. IMF Working Paper 06/66. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Dovern, J., N. Jannsen und J. Scheide (2009). Die Bedeutung monetärer Größen für die deutsche Wachstumsschwäche 1995–2005. *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften* 60 (1): 17–36.
- EUROFRAME (2010). Economic Assessment of the EuroArea. Winter Report 2009. Dezember. Via Internet (24. Februar 2010) <http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/konjunkt/2009/euroframe_winter_09.pdf>.
- Europäische Kommission (2006). Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges. *The EU Economy: 2006 Review*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2009a). Sustainability Report 2009. *European Economy* 9. Brüssel.
- Europäische Kommission (2009b). European Economic Forecast – Autumn 2009. *European Economy* 10. Brüssel.
- Europäische Kommission (2010a). Annual Macro-economic Database. Via Internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm>.
- Europäische Kommission (2010b). Overview of Ongoing Excessive Deficit Procedures. Via Internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm>.
- Europäische Kommission (2010c). Business and Consumer Surveys. Via Internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm>.
- Eurostat (2010). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008). Wage Indexation Mechanisms in Euro Area countries. *Monthly Bulletin* (May): 51–52.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2010). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Frankel, J.A., und A.K. Rose (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal* 108: 1009–1025.
- Gadzinski, G., und F. Orlandi (2004). Inflation Persistence in the European Union, the Euro Area and the United States. EZB-Arbeitspapier 414. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Grossman, H.I., und J.B. van Huyck (1988). Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation. *American Economic Review* 78 (5): 1088–1097.
- Hofmann, B., und H. Remsberger (2005). Inflation Differentials Among the Euro Area Countries: Potential Causes and Consequences. *Journal of Asian Economics* 16: 403–419.
- Honohan, P., und P. Lane (2003). Divergent Inflation Rates in EMU. *Economic Policy* 18: 357–394.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.

- Kruger, M., und M. Messmacher (2004). Sovereign Debt Defaults and Financing Needs. IMF Working Paper 04/53. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lane, P.R. (2009). Updated and Extended “External Wealth of Nations” Dataset, 1970-2007. Via Internet (3. März 2010) <<http://www.philiplane.org/EWN.html>>.
- Langhammer, R. (2010). Griechenlands Schuldenstabilisierung läuft über die Exporte. IfW-Fokus 73. Via Internet (1. März 2010) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2010/fokus73>>.
- Lazaretou, S. (2005). The Drachma, Foreign Creditors and the International Monetary System: Tales of a Currency During the 19th and the Early 20th Century. *Explorations in Economic History* 42 (2): 202–236.
- Manasse, P., und N. Roubini (2005). “Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 05/42. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Manasse, P., N. Roubini und A. Schimmelpfennig (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 03/221. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Minsky, H. (1975). *John Maynard Keynes*. Columbia University Press: New York.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2010). *Economic Outlook*. Februar. Paris.
- Pagano, M., und E.-L. von Thadden (2004). The European Bond Markets under EMU. *Oxford Review of Economic Policy* 20 (4): 531–554.
- Pescatori, A., und A.N.R. Sy (2004). Debt Crises and the Development of International Capital Markets. IMF Working Paper 04/44. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009). *Zögerliche Belebung – steigende Staatsschulden*. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2009. Essen.
- Reinhart, C.M., und K.S. Rogoff (2008). This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper 13882. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Reinhart, C.M., K.S. Rogoff und M.A. Savastano (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity* 2003 (1): 1–62.
- van Rijckeghem, C., und B. Weder (2004). The Politics of Debt Crises. CEPR Discussion Paper 4683. Center for Economic Policy Research, London.
- Snower, D.J. (2010). IfW-Präsident Snower fordert unabhängige Schuldenkommission für Griechenland. Pressemitteilung vom 25. Februar. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/pressemitteilungen/2010/ifw-prasident-snowe-fordert-unabhangige-schuldenkommis-sion-fur-griechenland>>.
- Sturzenegger, F., und J. Zettelmeyer (2006). Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises. MIT Press, Cambridge, Mass.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (1993): 195–214.
- Zemanek, H., A. Belke und G. Schnabl (2009). Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness. CESifo Working Paper 2639. Center for Economic Studies, München.

463. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2009
Kiel, März 2009. 42 S. 9 Euro.
464. Konjunktur für den Klimaschutz? Klima- und Wachstumswirkungen
weltweiter Konjunkturprogramme
Gernot Klepper, Sonja Peterson, Sebastian Petrick und Wilfried Rickels
Kiel, April 2009. 28 S. 9 Euro.
465. Globalisierung in der Wirtschaftskrise: Wie sicher sind die Jobs
in Deutschland?
Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser
Kiel, Mai 2009. 31 S. 9 Euro.
- 466./467. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2009
Kiel, Juni 2009. 47 S. 18 Euro.
- 468./469. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2009
Kiel, Oktober 2009. 69 S. 18 Euro.
- 470./471. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2009
Kiel, Januar 2010. 68 S. 18 Euro.
- 472./473. Droht in Deutschland eine Kreditklemme?
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern, Dominik Groll, Björn van Roye und Joachim Scheide
Kiel, Januar 2010. 38 S. 18 Euro.
- 474./475. Die Hartz IV-Falle: Wenn Arbeit nicht mehr lohnt
Alfred Boss, Björn Christensen und Klaus Schrader
Kiel, März 2010. 40 S. 18 Euro.
- 476./477. Weltkonjunktur im Frühjahr 2010
Kiel, April 2010. 59 S. 18 Euro.