



# *Kieler* **Diskussionsbeiträge**



## **Weltkonjunktur im Frühjahr 2011**

Nr. 488/489 | März 2011

Institut für Weltwirtschaft Kiel

Web: [www.ifw-kiel.de](http://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](mailto:harmen.lehment@ifw-kiel.de)

**ISSN 0455-0420**

**ISBN 3-89456-320-6**

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2011.

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

# Inhalt

---

## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig 3

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

Kasten 1: Zur Lage am Ölmarkt	6
Kasten 2: Ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zu expansiv ausgerichtet?	19

## Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt 34

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

Kasten 1: Zur Analyse des Gleichlaufs der Produktionsdynamik in den Mitgliedsländern des Euroraums	37
Kasten 2: Zum italienischen Export	50



## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

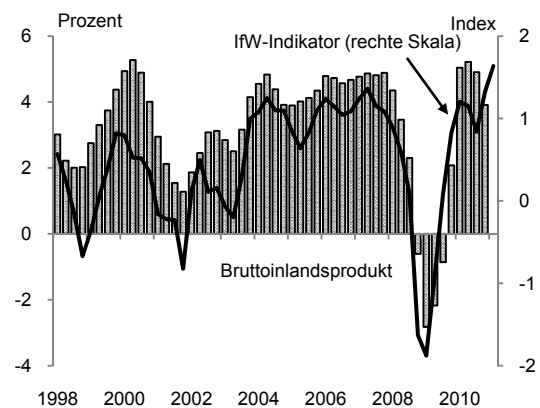
Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Björn van Roye und Joachim Scheide

### Zusammenfassung:

Der Aufschwung der Weltwirtschaft hat sich in den vergangenen Monaten wieder beschleunigt. Allerdings lässt eine Reihe von Faktoren erwarten, dass die weltwirtschaftliche Dynamik im Verlauf dieses Jahres wieder an Schwung verliert. In den Schwellenländern ergeben sich aus der kräftigen Konjunktur Stabilitätsgefahren, denen die Regierungen mit restriktiven Maßnahmen entgegentreten. In den fortgeschritten Volkswirtschaften wirken Konsolidierungsmaßnahmen der Finanzpolitik dämpfend; zum Teil wird auch der Expansionsgrad der Geldpolitik verringert. Kurzfristig dürfte der Anstieg der Ölpreise die weltwirtschaftliche Expansion merklich bremsen. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion im laufenden Jahr von 4,3 Prozent; dies bedeutet eine deutliche Aufwärtsrevision gegenüber unserer Prognose vom Dezember (3,6 Prozent). Für 2012 haben wir hingegen unsere Erwartungen leicht auf 3,9 Prozent reduziert.

Die Weltwirtschaft expandiert zu Beginn des Jahres 2011 erneut kräftig. Die konjunkturelle Verlangsamung, zu der es im Sommerhalbjahr 2010 gekommen war, erwies sich als vorübergehend. Zwar ist das globale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2010 wohl nochmals nur verhalten gestiegen. Die Stimmungsindikatoren verbesserten sich gegen Jahresende jedoch wieder deutlich und deuten für das erste Quartal des laufenden Jahres auf einen ausgesprochen kräftigen Produktionsanstieg hin (Abbildung 1). Auch der Welthandel belebte sich

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2011



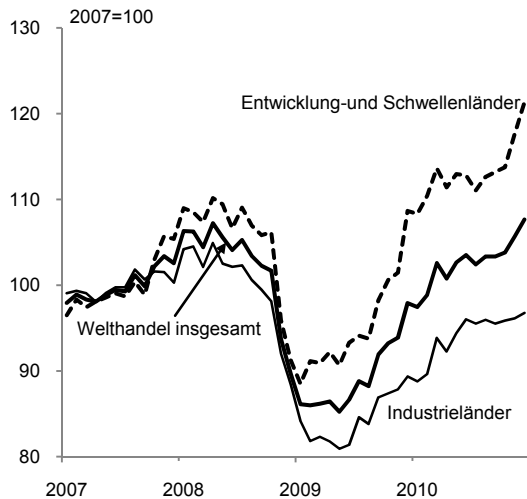
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr, 4. Quartal 2010 teilweise geschätzt.

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

ausgehend von den asiatischen Schwellenländern zuletzt spürbar, nachdem er nach dem Frühjahr des vergangenen Jahres über mehrere Monate annähernd stagniert hatte (Abbildung 2). Die kurze Periode einer lediglich moderaten Ausweitung der weltwirtschaftlichen Aktivität lässt sich wohl vor allem damit erklären, dass die Phase der unmittelbaren Erholung von dem tiefen Einbruch im Gefolge der Finanzmarktkrise, die mit einer Wiederaufstockung der in der Krise drastisch zurückgefahrenen Lagerbestände einherging, im Verlauf des vergangenen Jahres weitgehend abgeschlossen wurde. Hinzu kam, dass in zahlreichen Ländern die anregenden Wirkungen von Konjunkturprogrammen

geringer wurden oder die Finanzpolitik sogar schon auf einen restriktiven Kurs schwenkte.

Abbildung 2:  
Welthandel 2007–2010



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

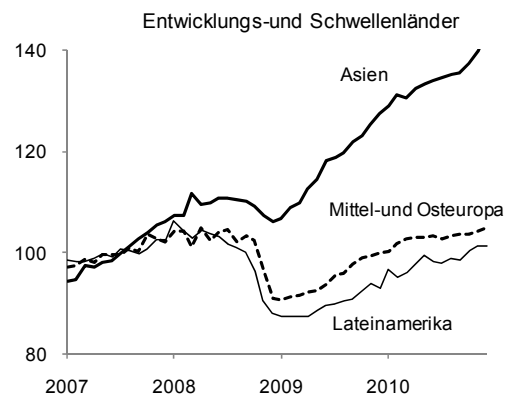
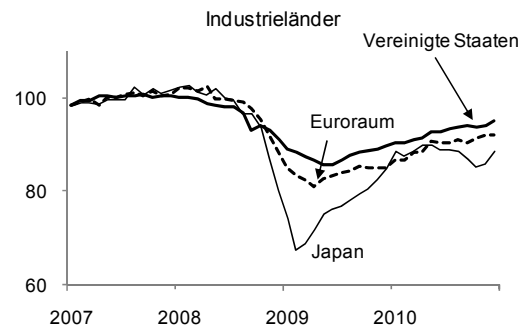
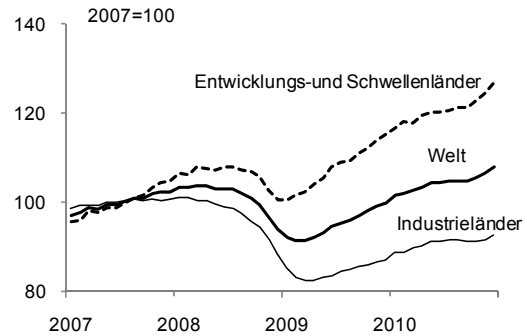
Quelle: CPB, *World Trade Monitor*, eigene Berechnungen.

Die weltweite Industrieproduktion, die nach dem Frühjahr bis in den Herbst hinein kaum gestiegen war, erhöhte sich zuletzt wieder deutlich. Dabei war die Expansion erneut auf die Schwellenländer, und hier insbesondere die asiatische Region, konzentriert (Abbildung 3). Während die Industrieproduktion hier ihr Vorkrisenniveau inzwischen um 30 Prozent überschreitet, haben die Länder Lateinamerikas und die Mittel- und Osteuropas den im Zuge der Krise erlittenen Produktionseinbruch gerade erst wettgemacht. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften liegt die Produktion nach wie vor deutlich – um knapp 10 Prozent – unter dem Vorkrisenniveau.

Zunehmende Impulse gingen im Verlauf des vergangenen Jahres von den Ausgaben der privaten Haushalte aus. Der private Konsum legte zuletzt auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften spürbar zu, während er in den Schwellenländern mit sehr hoher Dynamik expandierte. Hingegen verlor die Investitionskontunktur nach der Jahresmitte deutlich an Schwung. Bemerkenswert ist, dass das Niveau der Investitionen in den fortgeschrittenen

Volkswirtschaften immer noch erheblich niedriger ist als vor der Krise (Abbildung 4).

Abbildung 3:  
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2007–2010



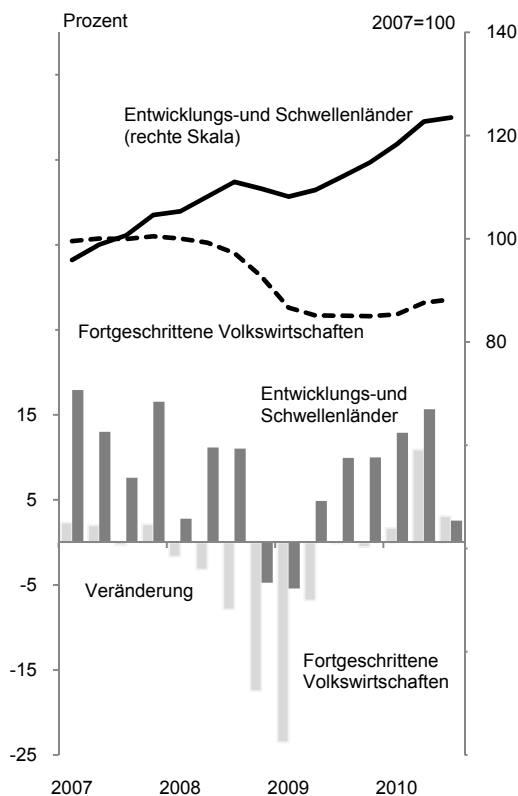
Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

Alles in allem ist das Bild der Weltkonjunktur nach wie vor gespalten. In den Entwicklungs- und Schwellenländern hat die Produktion vielfach bereits den vor der Krise verzeichneten Wachstumspfad erreicht oder bereits überschritten, so dass bei einer Fortsetzung der

kräftigen wirtschaftlichen Expansion eine konjunkturelle Überhitzung droht. Dies gilt vor allem für Volkswirtschaften im asiatischen Raum, aber auch für Teile Lateinamerikas. Hingegen ist die Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Allgemeinen nach wie vor anämisch. Schwach ist die Erholung insbesondere in Ländern, die – wie etwa die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich oder Spanien – direkt von einer Banken- oder Immobilienkrise betroffen sind. Damit folgt die derzeitige Konjunkturentwicklung einem Muster, das in der Vergangenheit im Gefolge von Rezessionen im Zusammenhang mit solchen Krisen zu beobachten war (Jannsen und Scheide 2011).

Abbildung 4:  
Bruttoanlageinvestitionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den Schwellenländern 2007–2010



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

Quelle: IWF, *World Economic Outlook – Update*.

### Widerstreitende Triebkräfte für die Konjunktur

Erhebliche Impulse für die Weltkonjunktur gehen von der Geldpolitik aus, die nach wie vor auf dem extrem expansiven Kurs ist, den sie im Zuge der Finanzmarktkrise eingeschlagen hatte. Mit der nochmaligen Ausweitung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen in den Vereinigten Staaten wurde im Herbst sogar ein zusätzlicher monetärer Impuls gesetzt. Die hohe weltweite Liquidität und die niedrigen Zinsen wirken in den Ländern besonders stark, in denen nicht die Nachwirkungen von Finanz- oder Immobilienkrisen die geldpolitische Transmission behindern.

Allerdings haben sich auch einige Rahmenbedingungen für den weiteren Konjunkturverlauf verschlechtert. So hat sich die Staatsschuldenkrise in den Ländern der europäischen Peripherie im November 2010 erneut zugespitzt, und eine überzeugende Lösung ist bislang nicht in Sicht. Anders als während der Episode der Schuldenkrise im vergangenen Frühjahr führten die Finanzmarkturbulenzen im Zusammenhang mit der Refinanzierung der öffentlichen Schulden in Irland und Portugal in diesem Winter allerdings nicht zu einem verbreiteten Rückgang der Bereitschaft von Anlegern, in Risikopapiere zu investieren – die Aktienmärkte blieben in den meisten Regionen aufwärts gerichtet, und es kam nicht zu einer Flucht in die Staatsanleihen der Länder mit höchster Bonität –, so dass die Belastungen gegenwärtig weitgehend auf einige Länder des Euroraums beschränkt sind.

Auch wird die globale Konjunktur wohl durch den Umschwung zu einer Politik der fiskalischen Konsolidierung gedämpft, der in mehr und mehr Ländern – wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß – vollzogen wird. Allerdings gehen wichtige Länder angesichts der fragilen konjunkturellen Erholung auf dem Wege zur Konsolidierung nur langsam voran. Zudem belastet eine überzeugende Konsolidierungsstrategie die Konjunktur nicht notwendigerweise, sofern die private Nachfrage über positive Vertrauenseffekte und steigende Vermögenspreise als Folge niedrigerer Kapitalmarktzinsen gestützt wird.

**Kasten 1:**  
Zur Lage am Ölmarkt

Die politischen Unruhen im arabischen Raum, die Mitte Januar in Tunesien ihren Anfang nahmen und rasch auf eine Reihe weiterer Länder der Region übergriffen, haben mit Libyen inzwischen auch ein Land erfasst, das zu den wichtigen Erdölproduzenten gehört. Mit einer Produktion von 1,8 Mill. Barrel täglich (2009) trägt das Land knapp 2 Prozent zur weltweiten Ölproduktion bei; gemessen an den Nettoexporten liegt es auf Rang 12 einer Liste der bedeutendsten Ölnationen (Tabelle K 1-1). Der Produktionsausfall bei Öl und Gas beläuft sich nach Angaben der US Energy Information Agency (2011) derzeit auf schätzungsweise 60 bis 90 Prozent.

Die Ölverknappung trifft auf einen relativ entspannten Weltmarkt für Rohöl. Die Preise hatten zwar bereits vor dem Ausbruch der Unruhen im Zuge konjunkturbedingt steigender Nachfrage kräftig angezogen. Anders als in den Jahren der Ölpreishausse 2004 bis 2008 sind die Lagerbestände aber im längerfristigen Vergleich relativ reichlich (Abbildung K 1-1). Ebenfalls im Unterschied zur Situation Mitte des vergangenen Jahrzehnts bestehen zudem umfangreiche ungenutzte Förderkapazitäten in den OPEC-Ländern und hier vor allem in Saudi-Arabien (Tabelle K 1-2). Auch auf Seiten der Raffinerie- und der Transportkapazitäten sind derzeit keine Engpässe erkennbar. Ein Ausfall der libyschen Produktion kann daher im Grundsatz kurzfristig durch Mehrproduktion in anderen OPEC-Ländern ausgeglichen werden, und Saudi-Arabien hat auch bereits signalisiert, seine Förderung hochzufahren. Der Ölpreisanstieg reflektiert also nicht eine tatsächliche Knappheit am Markt. Vielmehr ist er vor allem als Risikoprämie zu interpretieren, als Resultat der Befürchtung, dass es im Falle einer Ausweitung der Unruhen auf andere bedeutende Ölproduzentenländer zu Engpässen kommen könnte.

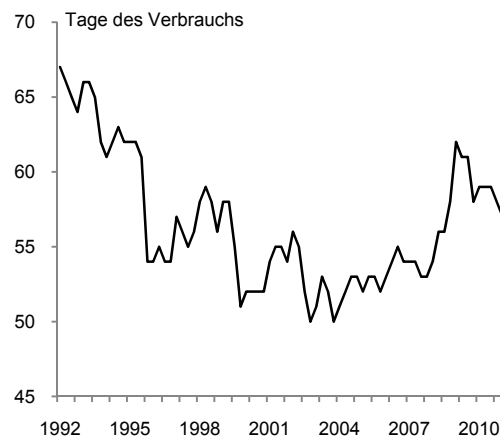
Im Zuge des jüngsten Ölpreisanstiegs haben sich die im internationalen Handel als Benchmark verwendeten Notierungen für Brent Nordseeöl und US-Leichtöl der Sorte West Texas Intermediate (WTI) in ungewöhnlicher Weise auseinanderentwickelt. Während beide Sorten normalerweise nur ein geringes Preisdifferential aufweisen, in der Regel zugunsten von WTI, war Brent in den vergangenen Wochen erheblich, zeitweise um bis zu 15 US-Dollar je Barrel, teurer als das amerikanische Pendant (Abbildung K 1-2). Ursächlich hierfür war zwar auch ein besonders starker Anstieg des Brent-Preises infolge einer vergleichsweise engen Marktlage und einer höheren Risikoprämie, aufgrund der größeren räumlichen Nähe zum arabischen Raum sowie der größeren Bedeutung Libyens als Lieferant für den europäi-

**Tabelle K 1-1:**  
Die 15 weltweit größten Erdölexporteure 2009

Land	Nettoexporte (1 000 Barrel/Tag)
Saudi Arabien	7 322
Russland	7 194
Iran	2 486
Verein. Arabische Emirate	2 303
Norwegen	2 132
Kuwait	2 121
Nigeria	1 939
Angola	1 878
Algerien	1 807
Irak	1 764
Venezuela	1 748
<b>Libyen</b>	<b>1 525</b>
Kasachstan	1 299
Kanada	1 144
Katar	1 066

Quelle: Energy Information Agency, *International Energy Statistics*.

**Abbildung K 1-1:**  
OECD-Lagerbestände an Ölprodukten (Industrie) 1992–2011



Quelle: International Energy Agency, *Oil Market Report*.

**Tabelle K 1-2:**  
Produktion und Produktionskapazitäten in der OPEC (Mill. Barrel/Tag)

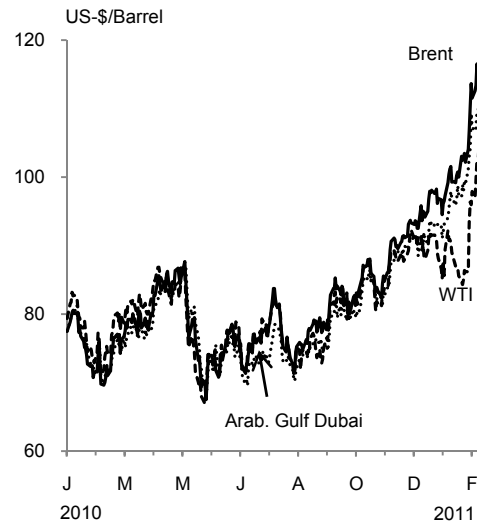
	Produktion Januar 2011	Produktions- kapazität	Freie Kapazität
OPEC	29,85	35,05	5,19
<i>darunter:</i>			
Algerien	1,27	1,30	0,03
Angola	1,65	1,84	0,19
Iran	3,66	2,70	0,04
Kuwait	2,32	2,55	0,23
Nigeria	2,24	2,50	0,26
Saudi-Arabien	8,60	12,10	3,50
Venezuela	2,21	2,35	0,14
Verein. Arab. Emirate	2,37	2,70	0,33

Quelle: International Energy Agency, *Oil Market Report*.



schen Markt. Der Hauptgrund für das ungewöhnliche Preisdifferential liegt aber offenbar in den Vereinigten Staaten. Diesen Schluss legt ein Vergleich mit der Notierung für eine arabische Ölsorte (Arab Gulf Dubai) nahe, die die Preisentwicklung beim Brent weitgehend nachvollzieht und kein außergewöhnlich großes Preisdifferential zu Brent aufweist. Maßgeblich ist wohl, dass die Läger in Cushing, Oklahoma, einem der Hauptumschlagsplätze für Erdöl in den Vereinigten Staaten und Erfüllungsort für den WTI-Future, seit Monaten nahezu voll ausgelastet sind und neue Lieferungen deshalb mit einem Abschlag gehandelt werden. In den kommenden Monaten dürften sich die US-Läger bei anziehender Konjunktur allmählich etwas leeren und das Preisdifferential zwischen Brent und WTI dürfte sich wieder verringern. Die Futureskurse signalisieren, dass dies auch die Markterwartung ist.

Abbildung K 1-2:  
Notierungen verschiedener Ölsorten: Brent, WTI und Dubai 2010–2011



Tageswerte.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Hinzu kommt gegenwärtig der konjunkturelle Gegenwind, der von den stark gestiegenen Rohstoffpreisen ausgeht. Die Preise für Industrierohstoffe haben sich von dem rezessionsbedingten Rückschlag rasch erholt und notieren inzwischen auf historischen Höchstständen. Auch der Preis für Rohöl der Sorte Brent erhöhte sich seit seinem zyklischen Tiefpunkt von rund 40 US-Dollar je Barrel bis zum Januar 2011 auf mehr als das Doppelte. Die Wirkungen höherer Ölpreise auf die gesamtwirtschaftliche Produktion unterscheiden sich je nachdem, ob sie das Resultat einer starken Nachfrageentwicklung im Zuge einer kräftigen Weltkonjunktur sind oder Ergebnis einer Verknappung des Angebots (IMF 2007: 17–19). Problematisch ist insofern insbesondere der zusätzliche Preissprung um rund 20 US-Dollar, zu dem es im Februar infolge der politischen Ereignisse im arabischen Raum und insbesondere nach ihrem Übergreifen auf Libyen in den vergangenen Wochen kam (Kasten 1). Während der Preisanstieg zuvor nicht zuletzt Ausdruck einer hohen konjunkturellen Dynamik und großenteils nachfragegetrieben war, stellt der jüngste Preisschub einen Angebotsschock dar. Für die Prognose

unterstellen wir, dass die politischen Unsicherheiten im arabischen Raum noch einige Monate anhalten, dass eine Zuspitzung der Situation, welche die Ölproduktion in weiteren wichtigen Produzentenländern gefährdet, aber ausbleibt. Der Ölpreis wird in diesem Szenario bis zur Jahresmitte in etwa auf dem derzeitigen Niveau verbleiben, bevor er mit allmählich zunehmendem Vertrauen in die Verlässlichkeit der Ölversorgung nach und nach wieder auf das vor Beginn der Ereignisse verzeichnete Niveau zurückgeht (Tabelle 1). Zwar ist das Ausmaß dieses Schocks gegenwärtig nicht mit dem zu vergleichen, dem die Weltwirtschaft 1973/74 und 1979/80 ausgesetzt war, als sich der Ölpreis in kurzer Zeit vervielfachte, während er zuletzt um etwa 20 Prozent zugelegt hat. Doch sind auch von einem Preisanstieg in dieser Größenordnung spürbare dämpfende Wirkungen auf die Konjunktur zu erwarten. Simulationen mit makroökonomischen Modellen kommen zwar abhängig von den Annahmen über die Reaktion der Geldpolitik und die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte zu unterschiedlichen Ergebnissen (Arbeitsgemeinschaft 2005: 19–20; Boss et al. 2009; OECD 2004: 135). Die

Tabelle 1:  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2010–2012

	2010				2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroraum	1,5	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,3	1,5	1,8	2,3	2,5
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,30	1,36	1,43	1,36	1,36	1,38	1,38	1,38	1,38	1,38	1,38	1,38
Yen/US-Dollar	90,7	92,0	85,9	82,6	82,0	82,0	82,0	82,0	82,0	82,0	82,0	82,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	76,7	78,1	76,5	87,2	107,8	110,0	105,0	100,0	95,0	95,0	95,0	95,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	91,1	97,7	101,7	109,4	119,8	126,0	131,0	135,0	137,0	140,0	143,0	146,0

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

Quelle: HWWI, Rohstoffpreisindex; IMF, *International Financial Statistics*; Federal Reserve Bank of St. Louis; EZB, *Monatsbericht*; ab 2011 I: Prognose des IfW.

Berechnungen lassen aber in der Regel darauf schließen, dass ein um 10 US-Dollar höherer Ölpreis den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften im ersten Jahr um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte drückt.<sup>1</sup>

Zu dem Ölpreisanstieg kommt gegenwärtig ein drastisch gestiegener Preis für die meisten Grundnahrungsmittel hinzu. Im Sommer 2010 waren zunächst vor allem die Weizennotierungen infolge schlechter Ernteaussichten massiv gestiegen (Gern et. al. 2010: Kasten 1), im Herbst und Winter weitete sich die Hausse auf weitere Getreidesorten und Soja aus. Der mit den Entwicklungen bei Energie und Nahrungsmitteln verbundene Preisanstieg auf der Verbraucherstufe entzieht den Konsumenten Kaufkraft und droht, den Konsumaufschwung abzuwürgen, oder er führt zu einem Rückgang der Gewinnmargen bei den Unternehmen außerhalb des Rohstoffsektors. Dort, wo aufgrund einer hoch ausgelasteten Wirtschaft Preisüberwälzungsspielräume groß sind und die Gefahr einer Preis-Lohnspirale besteht, also vor allem in einer Reihe von Entwicklungs- und Schwellenländern, dürfte die Entwicklung bei den Rohstoffpreisen zudem zu einer verschärften geldpolitischen Straffung führen.

<sup>1</sup> Eine Schätzung für Deutschland mithilfe eines VAR-Ansatzes liegt eher am unteren Ende dieser Spanne (Boss et al. 2011: Kasten 4).

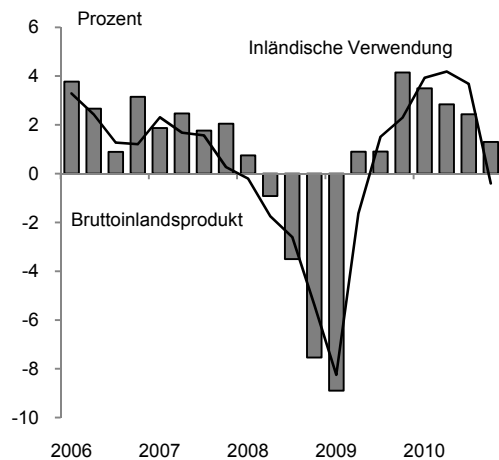
## Zähe Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist im Jahr 2010 insgesamt mit einer Rate von rund 2,3 Prozent zwar wieder spürbar gestiegen. Allerdings wurde der Produktionseinbruch des Jahres 2009 noch nicht wieder wettgemacht. Zudem verlangsamte sich das Expansionstempo im Jahresverlauf spürbar. In den G7-Ländern legte das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal nur noch mit einer laufenden Jahresrate von etwas mehr als 1 Prozent zu, nachdem zu Beginn des Jahres noch ein Zuwachs von rund 4 Prozent zu verzeichnen gewesen war (Abbildung 5). Hinter diesem Gesamtbild stehen im Einzelnen unterschiedliche Entwicklungen. Während sich der Produktionsanstieg in den Vereinigten Staaten in geringfügig beschleunigtem Tempo fortsetzte, schwächte sich die konjunkturelle Dynamik in den Ländern des Euroraums, im Vereinigten Königreich und in Japan zum Teil sogar deutlich ab.

In den *Vereinigten Staaten* legte das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2010 mit einer laufenden Jahresrate von 2,8 Prozent (Abbildung 6). Damit hat die gesamtwirtschaftliche Produktion erstmals wieder ihr Vorkrisenniveau vom vierten Quartal 2007 erreicht.

## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

**Abbildung 5:**  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern  
2006–2010

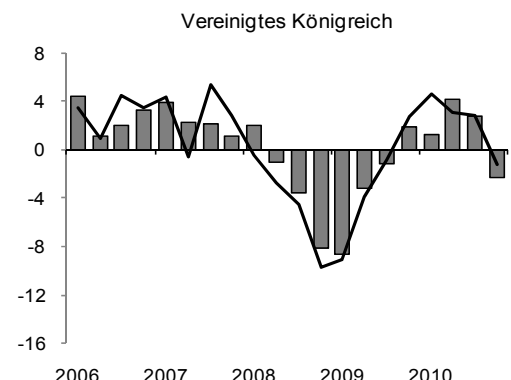
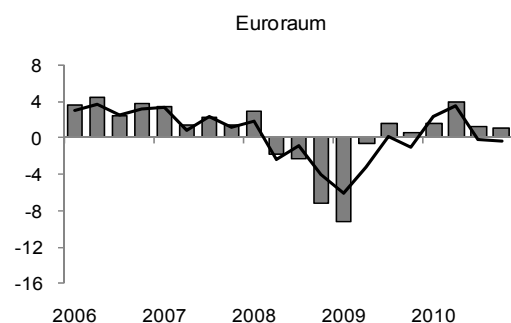
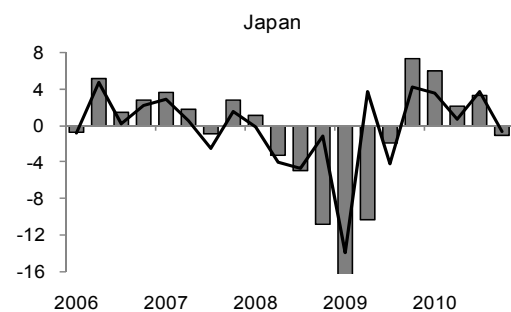
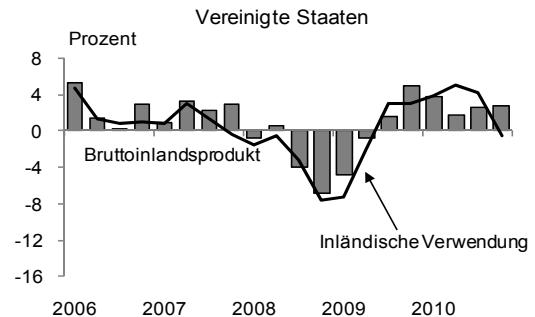


Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich; 4. Quartal 2010 teilweise geschätzt.

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

Maßgeblich für die Expansion im vierten Quartal war die kräftige Ausweitung des privaten Konsums in Höhe von 4,1 Prozent. Besonders deutlich stiegen die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und darunter vor allem für Personenkraftfahrzeuge, deren Anstieg für sich genommen 0,9 Prozentpunkte zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts beitrug. Eine Ursache dürfte gewesen sein, dass die privaten Haushalte bei zunehmenden verfügbaren Einkommen und stabilen Beschäftigungsaussichten verstärkt Käufe nachholten, die sie während der Rezession zurückgestellt hatten. Zudem dürfte das Weihnachtsgeschäft durch die Entscheidung belebt worden sein, Steuerentlastungen zu verlängern, die Sozialversicherungsabgaben zeitlich befristet zu senken und die ausgedehnte Bezugsdauer der Arbeitslosenunterstützung vorerst beizubehalten. Die starke Nachfrage der privaten Haushalte nach Konsumausgaben überraschte offenbar die Unternehmen. Darauf deutet zumindest die Entwicklung der Läger hin, die, nachdem die Unternehmen sie in den vergangenen Quartalen noch kräftig aufgebaut hatten, nahezu unverändert blieben. Die Vorratsveränderungen lieferten somit einen Beitrag

**Abbildung 6:**  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen  
fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2010



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

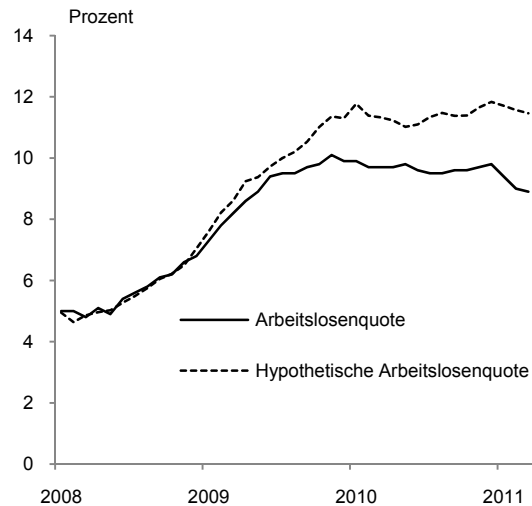
Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office for National Statistics, *Economy*.

von -3,7 Prozentpunkten, wobei rund die Hälfte davon auf die Automobilbranche zurückgeführt werden kann. Eine Sonderentwicklung gab es auch bei den Importen, die um 13,6 Prozent zurückgingen. Ein Großteil des Rückgangs ist auf geringere Importe von Erdöl und verwandten Produkten zurückzuführen, nachdem die Erdölläger in den vorherigen Monaten aufgefüllt worden und die Preise zuvor spürbar gestiegen waren. Am Immobiliensektor schreitet die Erholung allmählich voran. So expandierten die privaten Wohnungsbauinvestitionen und erstmals seit dem zweiten Quartal 2008 auch der Wirtschaftsbau leicht. Bei den Investitionen in Ausrüstungen und Software legten die Unternehmen dagegen eine Verschnaufpause ein, so dass der Anstieg mit rund 6 Prozent spürbar schwächer ausfiel als in den Vorquartalen. Die staatlichen Investitionen bremsten die Konjunktur leicht. Vor allem bei den Kommunen und bei den Bundesstaaten sorgen die Budgetprobleme zunehmend für Kürzungen.

Am Arbeitsmarkt war bis zuletzt keine durchgreifende Verbesserung zu beobachten. Zwar sank die Arbeitslosenquote von Dezember bis Februar um 0,9 Prozentpunkte auf 9 Prozent. Allerdings ist diese Entwicklung rund zur Hälfte auf den Rückgang der Partizipationsrate zurückzuführen. Bereits seit Beginn der Rezession wurde die Arbeitslosenquote durch die Verringerung der Partizipationsrate gedämpft, die seitdem um rund 2 Prozentpunkte auf 64,2 Prozent sank. Wäre sie stattdessen konstant geblieben, würde die Arbeitslosenquote derzeit bei 11,5 Prozent liegen (Abbildung 7). Der Rückgang der Partizipationsrate ist zu einem Gutteil auf demographische Veränderungen zurückzuführen, so dass von dieser Seite her nicht mit einem raschen Wiederanstieg der Arbeitslosenquote zu rechnen ist. Gleichwohl stellt sich dadurch keine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage ein, da sich – bei einer konstanten Arbeitslosenquote – die Beschäftigungsquote verringert und die Wachstumskräfte der Volkswirtschaft geschwächt werden. Das Verhältnis der Beschäftigten zur Gesamtbevölkerung ist seit Beginn der Rezession um 3 Prozentpunkte gesunken, und es fehlen derzeit rund 10 Mill.

Beschäftigte, um das alte Verhältnis wieder herzustellen (Abbildung 8).

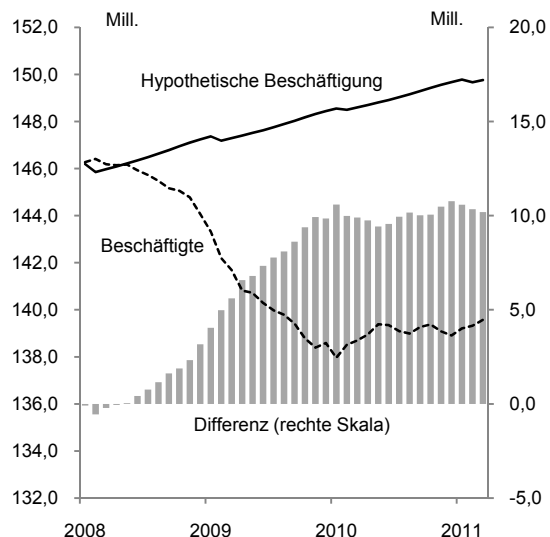
Abbildung 7: Tatsächliche und hypothetische Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten 2008–2011



Monatsdaten. Hypothetische Arbeitslosenquote unter der Annahme konstanter Partizipationsrate vom Dezember 2007.

Quelle: US Department of Labor, *Employment Situation*; eigene Berechnungen.

Abbildung 8: Tatsächliche und hypothetische Beschäftigung in den Vereinigten Staaten 2008–2011



Monatsdaten; hypothetische Beschäftigung unter der Annahme einer konstanten Beschäftigungsquote vom Dezember 2007.

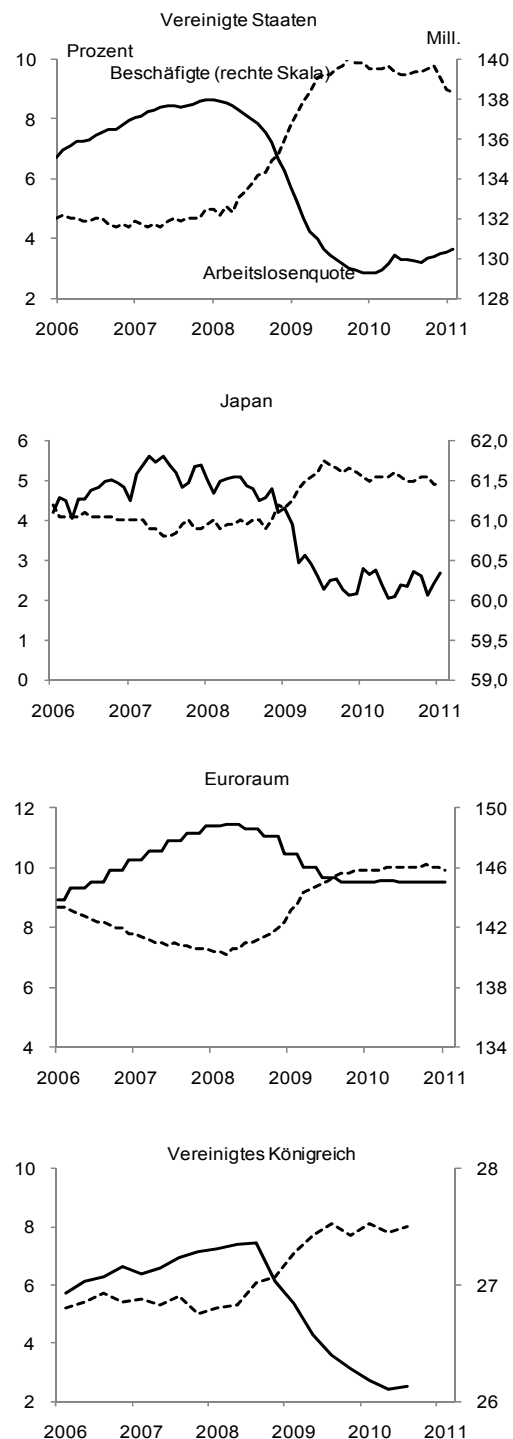
Quelle: US Department of Labor, *Employment Situation*; eigene Berechnungen.

## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

Die schwache Lage am Arbeitsmarkt zeigt sich auch an der Beschäftigungsentwicklung gemäß der Befragungen von Unternehmen, die die aktuelle Entwicklung häufig besser widerspiegelt (Dovern et al. 2010: Kasten 1). So wurden seit Beginn der Erholung nur rund 1 Mill. zusätzliche Stellen geschaffen, nachdem im Verlauf der Rezession rund 8,5 Mill. Stellen verloren gegangen waren. Im Februar hat sich der Beschäftigungsaufbau etwas beschleunigt. Allerdings dürfte die Beschleunigung dadurch begünstigt worden sein, dass im Januar aufgrund der schlechten Witterungsbedingungen vorübergehend Beschäftigte entlassen wurden, die nun wieder eingestellt worden sind.

In den *fortgeschrittenen Volkswirtschaften im asiatischen Raum* legte die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr ausgesprochen kräftig zu, nachdem diese Volkswirtschaften allerdings in der Großen Rezession auch besonders starke Rückgänge hatten hinnehmen müssen. So stieg das Bruttoinlandsprodukt in Japan 2010 um 4 Prozent, in Südkorea um 6,1 Prozent, in Taiwan um 9,9 Prozent und in Singapur sogar um 14,8 Prozent. Allerdings ließ die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf stark nach, vor allem wegen geringerer Impulse vom Außenhandel und einer daraus folgenden schwächeren Expansion der Unternehmensinvestitionen. In Japan schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt im Schlussquartal 2010 sogar mit einer laufenden Jahresrate von 1,1 Prozent. Zu den genannten Faktoren kam hier hinzu, dass der private Konsum in Reaktion auf das Auslaufen fiskalischer Kaufanreize für langlebige Konsumgüter deutlich zurückging. Anders als in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens liegt die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan nach wie vor deutlich unter ihrem Vorkrisenniveau. Die vergleichsweise schwache konjunkturelle Erholung spiegelt sich auch am Arbeitsmarkt, wo die Zahl der Beschäftigten und die Arbeitslosenquote in der Grundtendenz auf den Niveaus verharren, sie in der Rezession 2009 erreicht hatten (Abbildung 9). Demgegenüber ist die Arbeitslosigkeit in Korea, Taiwan und besonders in Singapur bereits wieder auf recht niedrige Stände gesunken.

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



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

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

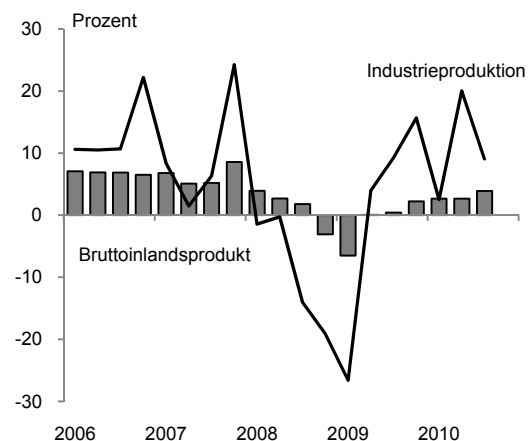
Im Euroraum hat die konjunkturelle Erholung im Jahr 2010 zwar Tritt gefasst. Zu einer rasanten Aufholjagd wie in einzelnen Mitgliedsländern kam es im Euroraum insgesamt aber nicht. Im Vergleich zum Vorjahr ist die Produktion um 1,7 Prozent gestiegen. Dabei ließ die konjunkturelle Dynamik zuletzt wieder nach. Die anhaltende Verbesserung bei den Stimmungsindikatoren sowie der Einfluss von Witterungseffekten deuten aber daraufhin, dass die im vierten Quartal 2010 verzeichnete Expansion des Bruttoinlandsprodukts von annualisiert 1,1 Prozent im Vergleich zum Vorquartal die konjunkturelle Grundtendenz leicht unterzeichnet. Nach wie vor sind die Unterschiede in der Konjunkturdynamik zwischen den einzelnen Ländern im Euroraum groß. So expandierte das Bruttoinlandsprodukt in Finnland mit einer laufenden Jahresrate von rund 7 Prozent und das des neuen Mitgliedslands Estland mit einer Rate von über 9 Prozent, während die Produktion in Griechenland abermals einbrach (-6,6 Prozent). Große Unterschiede sind entsprechend nach wie vor auf dem Arbeitsmarkt zu beobachten. Im Einklang mit der alles in allem sehr moderaten Expansion der gesamtwirtschaftlichen Aktivität verbesserte sich die Lage am Arbeitsmarkt im Euroraum kaum. Die Beschäftigung legte nur geringfügig zu, und die Arbeitslosenquote liegt nach wie vor bei 10 Prozent.

Im Vereinigten Königreich ist die in der ersten Hälfte des Jahres 2010 recht kräftige konjunkturelle Erholung zum Jahresende hin ins Stocken geraten. Im Schlussquartal sank das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 2,4 Prozent. Zwar wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion durch ungewöhnlich harsches Winterwetter spürbar gedrückt, doch auch ohne diesen Faktor hätte sich nach Angaben des Statistikamtes lediglich eine Stagnation ergeben. Die schwache konjunkturelle Grundtendenz ist wohl vor allem Ergebnis der fiskalischen Straffung, die im zweiten Halbjahr 2010 eingeleitet wurde. Der Arbeitsmarkt sendete zuletzt unterschiedliche Signale: Während die standardisierte Arbeitslosenquote gegen Jahresende wieder leicht – auf 7,8 Pro-

zent – stieg, ging die Zahl der Antragsteller auf Arbeitslosenunterstützung bis zuletzt zurück.

In den übrigen Ländern der Europäischen Union hat sich die konjunkturelle Erholung, die zu Beginn des vergangenen Jahres spürbar Fahrt aufgenommen hatte, zwar zuletzt ebenfalls verlangsamt, doch blieb die Produktion insgesamt deutlich aufwärts gerichtet. Eine geringere konjunkturelle Dynamik wurde vor allem in den mitteleuropäischen Ländern verzeichnet, die über ihre Industrie in hohem Maße mit der Entwicklung von Produktion und Nachfrage in Westeuropa verflochten sind, also etwa in der Tschechischen Republik und in Ungarn; aber auch in Polen verlangsamt sich die gesamtwirtschaftliche Expansion, die zuvor freilich sehr kräftig gewesen war. Hingegen beschleunigte sich der Produktionsanstieg in Ländern nochmals, in denen die konjunkturelle Erholung noch besonders jung ist, etwa im Baltikum und in Bulgarien. In den neuen Mitgliedsländern insgesamt verlor der Produktionsanstieg zuletzt an Fahrt (Abbildung 10), wobei die Verlangsamung bei den Anlageinvestitionen am stärksten ausgeprägt war.

Abbildung 10:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2006–2010



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

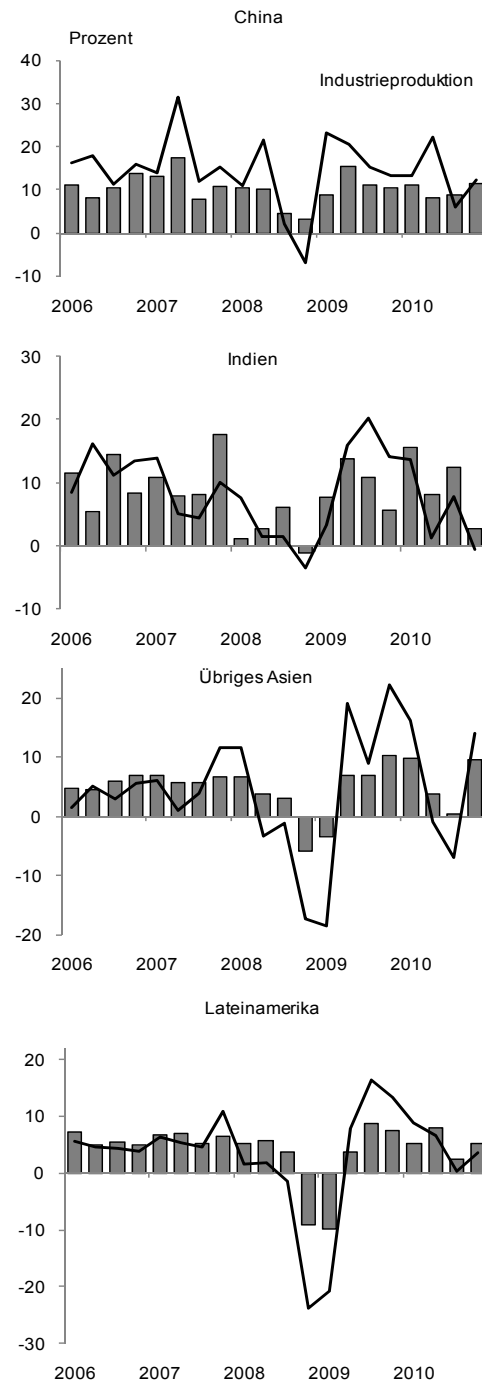
## Zuletzt wieder höhere Dynamik in den Schwellenländern

In den Schwellenländern nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr besonders rasch zu. Nachdem sich die Konjunktur im dritten Quartal – nach einem überaus kräftigen ersten Halbjahr – deutlich abgeflacht hatte, nahm die wirtschaftliche Expansion zum Jahresende wieder spürbar an Fahrt auf. Für den beschleunigten Produktionsanstieg im vierten Quartal dürfte die rege Investitionsdynamik maßgeblich gewesen sein. Zudem nahmen die Impulse vom Außenhandel deutlich zu. Im Jahr 2010 legte die Produktion in China und Indien mit Zuwachsraten von 10,3 Prozent und schätzungsweise 8,8 Prozent sehr kräftig zu. In den übrigen asiatischen Schwellenländern stieg das Bruttoinlandsprodukt teilweise noch stärker. In Lateinamerika war das wirtschaftliche Expansionstempo im vergangenen Jahr ebenfalls sehr hoch. Hier wirkte in den meisten Ländern eine deutliche Verbesserung der Terms of Trade stimulierend. Dies galt auch für Russland, allerdings wurde hier die Produktion im Sommer durch die Auswirkungen der verheerenden Brände erheblich gedämpft.

In *China* legte das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal nach unseren Berechnungen mit einer laufenden Jahresrate von 11,5 Prozent wieder sehr kräftig zu (Abbildung 11). Ausschlaggebend für die hohe Dynamik war abermals die sehr starke Ausweitung der Investitionen. Zudem zogen die Exporte wieder an, die im vierten Quartal in die übrigen asiatischen Schwellenländer spürbar stärker ausgeweitet wurden im Quartal zuvor.

Auch in *Indien* weitete sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr sehr rasch aus. Vor allem im Dienstleistungssektor und im Verarbeitenden Gewerbe legte die Produktion mit Raten um die 10 Prozent äußerst dynamisch zu. Die Produktion im landwirtschaftlichen Sektor expandierte mit gut 2 Prozent eher schwach. Nachfrageseitig dominierten vor allem die privaten Investitionen und die kräftig expandierende Staatsnachfrage. Zwar scheint der Produktionsanstieg gegen Jah-

Abbildung 11:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Schwellenländern 2006–2010



Quartalsdaten: preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; Daten für China basierend auf Abey-singhe (2008); fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik; übriges Asien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; 4. Quartal 2010 teilweise geschätzt.

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

resende an Schwung verloren zu haben; darauf deutet jedenfalls die Entwicklung der Industrieproduktion hin. Umfragedaten und Frühindikatoren lassen jedoch erwarten, dass diese Verlangsamung vorübergehender Natur ist.

In *Lateinamerika* war die wirtschaftliche Expansion im vergangenen Jahr deutlich schwächer als in den asiatischen Schwellenländern. Zwar nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion insbesondere im ersten Halbjahr des Jahres 2010 auch hier kräftig zu; im zweiten Halbjahr schwächte sich die konjunkturelle Dynamik jedoch deutlich ab. Insbesondere verlangsamte sich der Lageraufbau. Zudem wurde das Exportgeschäft dadurch belastet, dass die Währungen als Folge massiver Kapitalzuflüsse aufwerteten. Die Inlandsnachfrage blieb bis zuletzt stark; der private Konsum wurde in nahezu allen Ländern weiter kräftig ausgeweitet, was vor allem auf eine günstige Entwicklung der Beschäftigung und auf spürbar höhere Löhne zurückzuführen war. Zudem beflügelte die äußerst günstige Entwicklung der Terms of Trade die Investitionstätigkeit, da die exportierenden Unternehmen die zusätzlichen Exporterlöse wohl vermehrt für den stärkeren Aufbau ihres Kapitalstocks verwendeten.

In *Russland* legte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2010 nach ersten offiziellen Angaben um 4 Prozent zu. Offenbar wurde ein erheblicher Teil der gesamtwirtschaftlichen Produktionsverluste, zu denen es im Sommer als Folge der katastrophalen Brände im europäischen Teil des Landes gekommen war, bis zum Jahresende wieder aufgeholt. Hauptmotor der Konjunktur waren die Investitionen, aber auch der private Konsum expandierte lebhaft. Gestützt wurde die Konjunktur in Russland durch die infolge höherer Rohstoffpreise stark steigenden Exporterlöse. Diese schlugen sich nicht zuletzt auch in erhöhten Staatseinnahmen nieder, welche es der Regierung ermöglichten, ihre Ausgaben spürbar zu steigern, und gleichzeitig das Haushaltsdefizit wie geplant deutlich zurückzuführen. Der Produktionseinbruch des Jahres 2009 (–7,9 Prozent) ist allerdings bei weitem noch nicht wieder wettgemacht worden.

Im Gegensatz dazu war die gesamtwirtschaftliche Produktion in der *Türkei* 2010 be-

reits wieder deutlich höher als vor der Krise. Der Aufschwung, der im zweiten Quartal 2009 eingesetzt hatte, entfaltete eine große Dynamik. Sowohl die Exporte als auch die Binnennachfrage stiegen kräftig; besonders ausgeprägt war die Zunahme dank erheblich gesunkener Finanzierungskosten bei den Investitionen. Für das Jahr 2010 rechnen wir mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 8 Prozent. Die Arbeitslosigkeit ist im vergangenen Jahr spürbar zurückgegangen, sie war zuletzt aber immer noch deutlich höher als vor der Krise.

---

## Inflationsrisiken nehmen zu

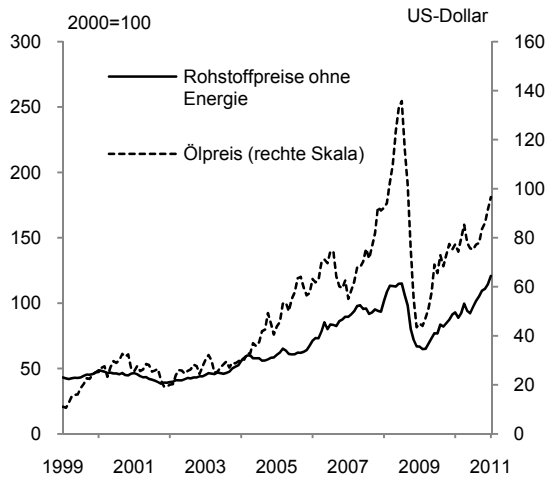
---

Das Preisklima hat sich in den vergangenen Monaten weltweit eingetrübt. Vor allem höhere Preise für Energie und Nahrungsmittel ließen die Inflationsraten steigen. Aber auch die Preise für Industrierohstoffe haben in den vergangenen Monaten weiter kräftig zugelegt; sie haben ihr hohes Niveau von vor der Krise inzwischen sogar überschritten (Abbildung 12). In einigen Ländern trugen auch Verbrauchsteuererhöhungen zu einem verstärkten Preisauftrieb bei. All diese Inflationsimpulse sind für sich genommen vorübergehend; zum Teil – etwa bei Preisanstiegen für Nahrungsmittel aufgrund witterungsbedingt ausgeprägter Knappheit – kann sogar mit einem Rückgang der Preise in absehbarer Zeit gerechnet werden. Allerdings mehrten sich die Anzeichen, dass die Risiken für eine merkliche Beschleunigung der Grundtendenz der Inflation zugenommen haben. Zum einen scheinen die Anstiege bei den Rohstoffpreisen auch mit der sehr reichlichen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken in Zusammenhang zu stehen, so dass bei Fortsetzung der expansiven Politik der großen Notenbanken mit weiteren Rohstoffpreisschüben gerechnet werden müsste. Zum anderen ist die Kapazitätsauslastung in zahlreichen Schwellenländern, aber auch in einzelnen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, bereits wieder so hoch, dass die Lohnstückkosten inzwischen deutlich verstärkt anziehen und Unternehmen ihre Gewinnmarge erhöhen.



## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

Abbildung 12:  
Rohstoffpreise 2000–2011



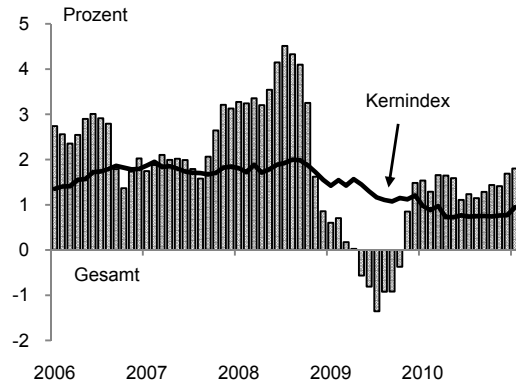
Monatsdaten; Rohstoffpreise: HWWI-Index auf US-Dollarbasis; Ölpreis: Spotpreis Sorte Brent.

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

In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt hat sich der Verbraucherpreisanstieg in den vergangenen Monaten wieder leicht von 1 Prozent im Frühsommer 2010 auf 1,8 Prozent im Januar 2011 erhöht. Der größere Teil dieses Anstiegs geht auf die höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise zurück, aber auch die Kernrate der Inflation, bei deren Berechnung diese Warengruppen ausgeklammert werden, nahm zuletzt etwas zu, nachdem sie seit Mitte 2008 nahezu kontinuierlich zurückgegangen war (Abbildung 13). Allerdings trugen sowohl im Euroraum als auch in Japan Verbrauchsteuererhöhungen zu dieser Entwicklung erheblich bei. Auffällig ist das hohe Niveau der Kerninflation im Vereinigten Königreich (Abbildung 14), das sich allerdings im Wesentlichen durch die Auswirkung der Mehrwertsteuererhöhungen jeweils zu Beginn dieses und des vergangenen Jahres erklärt. Bereinigt um die Effekte der Erhöhung von indirekten Steuern liegt die Inflationsrate in der Nähe des von der Regierung gesetzten Ziels von 2 Prozent.

Für die kommenden Monate ist mit einem weiteren Anziehen der Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu rechnen, da der in den vergangenen Wochen verzeichnete Schub bei den Ölpreisen in den derzeit verfügba-

Abbildung 13:  
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011

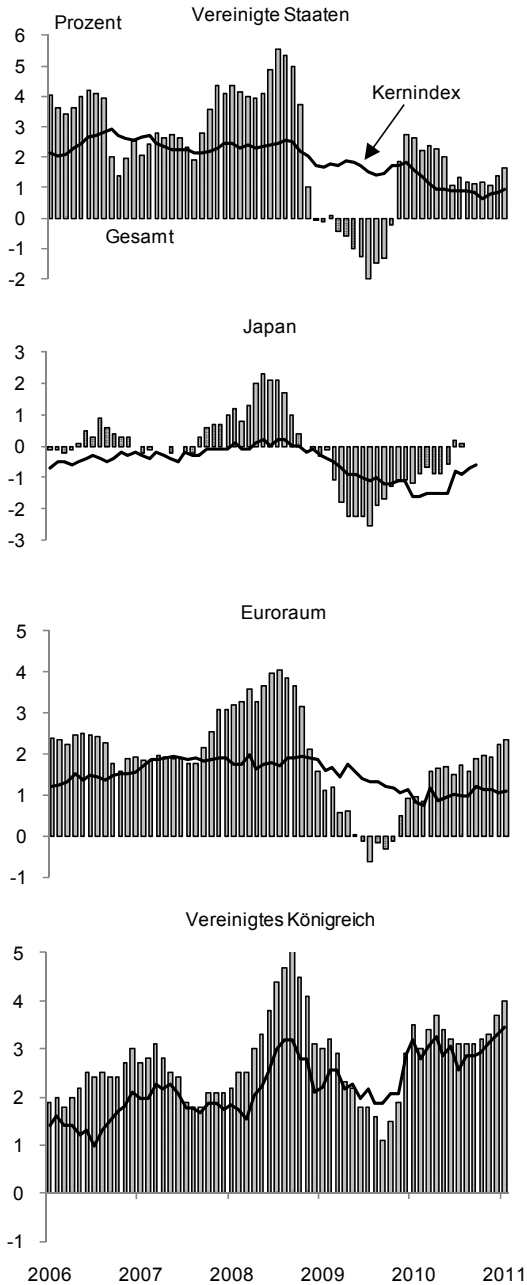


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2009; Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

ren Inflationsszahlen noch nicht enthalten ist. Die konjunkturellen Einflüsse dürften im Prognosezeitraum nur vereinzelt schon zu einer spürbaren Inflationsbeschleunigung führen. In den meisten Ländern wirkt eine hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit eher auf einen weiter nachlassenden Lohndruck hin. Allerdings besteht angesichts der Verfestigung der Arbeitslosigkeit zunehmend das Risiko, dass Arbeitsplatzbesitzer (Insider) auch bei anhaltend hoher Zahl von Arbeitslosen (Outsidern) mehr und mehr Lohnverhandlungsmacht gewinnen und sich der Lohnanstieg beschleunigt, obwohl die Arbeitslosigkeit noch hoch ist. Auch könnte das Produktionspotential in der Krise in einzelnen Ländern größeren Schaden genommen haben, als bei den Berechnungen der Produktionslücke häufig angenommen wird, so dass die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften überschätzt wird. Alles in allem scheint bei der von uns unterstellten Entwicklung des Ölpreises im Prognosezeitraum sowie einem deutlich abgeschwächten weiteren Anstieg der Preise für Industrierohstoffe wahrscheinlich, dass die Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Prognosezeitraum weiter leicht anzieht; angesichts des erheblichen Gewichts vor-

Abbildung 14:  
Verbraucherpreise in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



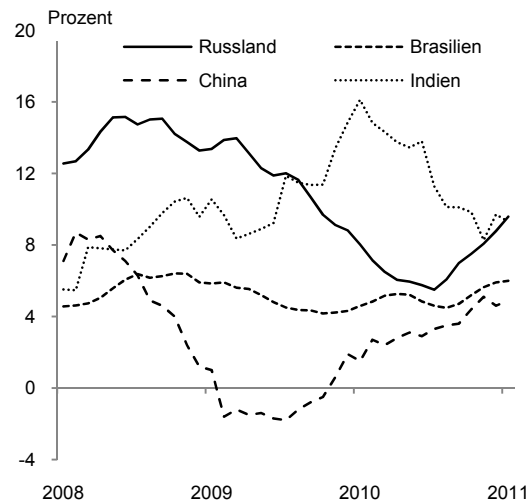
Monatswerte. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

übergewandter preistreibender Faktoren bleibt sie gleichwohl voraussichtlich moderat.

Größere Stabilitätsrisiken existieren in den Schwellenländern, denn hier sind die Produktionskapazitäten inzwischen vielfach stark ausgelastet, so dass sich der Lohnstückkostenauftrieb bereits verstärkt hat. Kurzfristig wird die Inflationsdynamik in vielen Ländern stark durch die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise geprägt, denn in den Entwicklungs- und Schwellenländern, aber auch in einigen Ländern der EU mit relativ geringem Pro-Kopf-Einkommen haben Nahrungsmittel in den repräsentativen Warenkörben dieser Länder ein deutlich größeres Gewicht als in denen der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. So erhöhte sich die Inflationsrate in Russland von 6 Prozent im vergangenen Juli auf 9,6 Prozent im Januar, in China nahm sie im gleichen Zeitraum von 3,2 auf 4,9 Prozent zu (Abbildung 15). In Lateinamerika war die Beschleunigung bei der Inflation dagegen weniger stark ausgeprägt. In Indien ging die Inflationsrate im Verlauf des vergangenen Jahres aufgrund eines Basiseffekts – die Nahrungsmittelpreise waren bereits im

Abbildung 15:  
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2011



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

Jahr 2009 drastisch gestiegen – zwar zurück; sie liegt aber mit knapp 10 Prozent weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

## Geldpolitik vor der Zinswende

---

Als Reaktion auf die Große Rezession hatten die Zentralbanken ihre Leitzinsen im Winterhalbjahr 2008/09 weltweit radikal gesenkt. Besonders tief fielen sie in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften – in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Vereinigten Königreich auf nahe null, im Euroraum auf 1 Prozent –, aber auch in den Schwellenländern wurden die Notenbankzinsen zumeist auf historisch extrem niedrige Niveaus gesenkt. Waren starke monetäre Impulse zunächst überall angemessen, um dem international synchronen Produktionseinbruch entgegen zu wirken, so besteht inzwischen ein erheblicher Bedarf an geldpolitischer Differenzierung. Denn infolge der unterschiedlich stark ausgeprägten Rezession und der unterschiedlichen Dynamik der anschließenden Erholung gerieten die einzelnen Länder im Zeitablauf zunehmend in unterschiedliche zyklische Positionen.

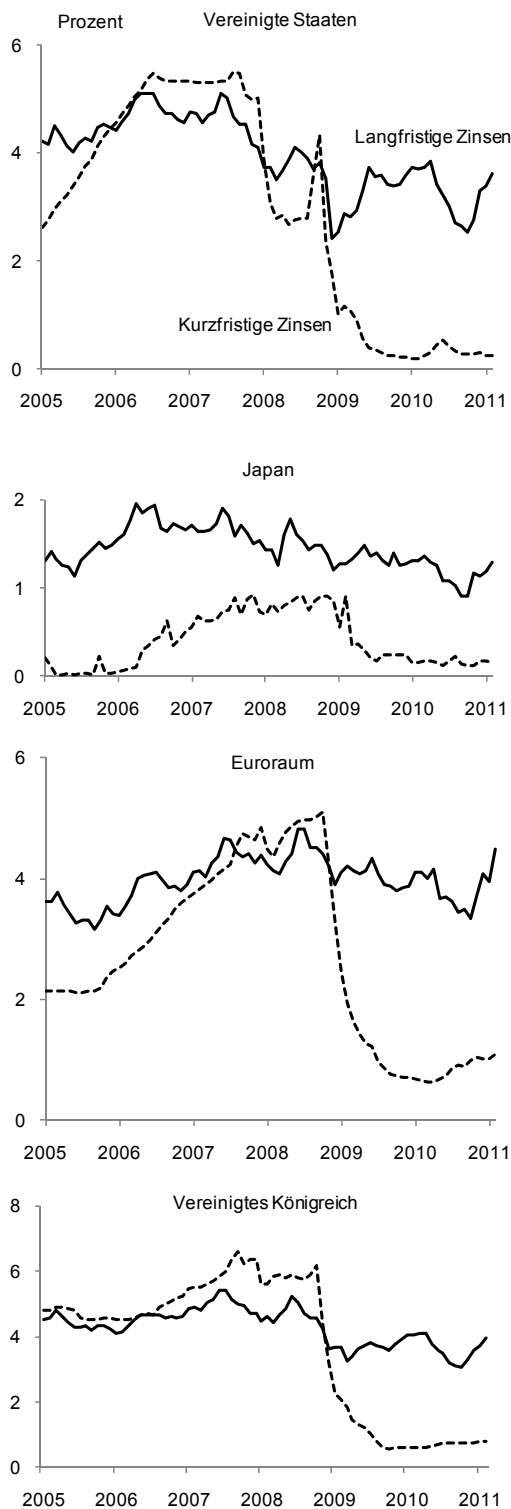
Die ersten Länder, die ihre Leitzinsen wieder zu erhöhen begannen waren – bereits im Oktober 2009 – Australien und Norwegen. Im Frühjahr 2010 begannen, erste Schwellenländer (Malaysia, Indien, Brasilien, Peru) mit vorsichtigen Zinsanhebungen. Ab dem Sommer 2010 nahm die Zahl der Länder, deren Notenbanken ihre Zinsen erhöhten, deutlich zu. Zu den Ländern, die sich vom Tiefstand bereits gelöst haben, zählen inzwischen sowohl einige fortgeschrittene Volkswirtschaften (Schweden, Neuseeland, Taiwan, Südkorea, Kanada und Ungarn) als auch eine einige wichtige Schwellenländer (China, Russland, Indonesien und Thailand). Allerdings waren die Zinsanhebungen zumeist so moderat, dass die gleichzeitige Beschleunigung der Inflation nicht ausgeglichen wurde; der mithilfe der Verbraucherpreisinflation berechnete Realzins ging in der Regel zurück.

Über die Zinsanhebungen hinaus wurden vor allem in einer Reihe von Schwellenländern zusätzliche Maßnahmen ergriffen, die den Preisanstieg dämpfen sollen. So wurden vielerorts die Mindestreservesätze erhöht. In China wurde die Kreditvergabe sogar per Dekret begrenzt. Zudem haben viele Notenbanken begonnen, eine stärkere Aufwertung ihrer Währung zuzulassen, um den Preisanstieg importierter Güter zu verringern. So hat die chinesische Zentralbank, die den Wechselkurs zum US-Dollar durch Devisenmarktinterventionen seit Juli 2008 konstant gehalten hatte, seit Juni 2010 eine Aufwertung der Währung um 3,8 Prozent zugelassen.

In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieben die Notenbanken hingegen bis zuletzt auf unverändert expansivem Kurs (Abbildung 16). Zwar hat die EZB die Fristigkeit ihrer Geschäfte reduziert; sie teilt aber nach wie vor unlimitiert Liquidität zu dem unverändert niedrigen Leitzins zu. Die Fed hat sogar im Herbst vergangenen Jahres ein weiteres umfangreiches Programm zur quantitativen Lockerung aufgelegt, das den Ankauf von Staatsanleihen mit einem Volumen von 600 Mrd. Dollar vorsieht. Auch die Bank von Japan weitete ihre Wertpapierkäufe – wenn auch in geringerem Umfang – nochmals aus.

Im Prognosezeitraum werden die wichtigsten Notenbanken ihre Politik nur sehr allmählich straffen. Die Fed hat zwar ihre Projektionen für den Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes im laufenden Jahr zuletzt erhöht und angedeutet, dass sie bei einer deutlichen Beschleunigung der Konjunktur auch Abstriche bei ihrem Programm zur quantitativen Lockerung vornehmen würde. Eine rasche Änderung des geldpolitischen Kurses ist allerdings unwahrscheinlich, denn die Arbeitslosigkeit befindet sich immer noch auf einem aus Sicht der Fed zu hohen Niveau, und der Preisauftrieb ist nach wie vor niedriger als angestrebt (Federal Reserve Board 2011). Auch wenn bereits einiges darauf hindeutet, dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zu expansiv ausgerichtet ist (Kasten 2), rechnen wir vor dem Hintergrund der bisher ergriffenen Maßnahmen und der Kommunikation der Fed nicht mit einer raschen Straffung.

Abbildung 16:  
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2005–2011



Monatsdaten.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*.

Bei der von uns prognostizierten Entwicklung der Konjunktur dürfte die Fed die Zinsen erst im Verlauf des kommenden Jahres vorsichtig anheben. Gleichzeitig rechnen wir damit, dass die Fed keine zusätzlichen Maßnahmen zur quantitativen Lockerung mehr beschließen wird. Nach Abschluss des laufenden Programms zum Aufkauf von Staatsanleihen wird sie wohl damit beginnen, die durch das Auslaufen verbriefter Hypothekenkredite frei werdenden Mittel nicht wieder für den Aufkauf von Staatsanleihen zu verwenden und dadurch ihre Bilanzsumme langsam zurückzuführen. Die Bank von Japan dürfte angesichts der erneut schwächelnden Konjunktur und einer anhaltend deflationären Grundtendenz ihre Nullzinspolitik sogar über den gesamten Prognosezeitraum hinweg beibehalten. Im Vereinigten Königreich erscheint es unwahrscheinlich, dass die Notenbank ihre Zinsen schon bald anhebt. Zwar hat sie ihre Inflationsprognosen zuletzt deutlich angehoben. Doch dürfte sie zunächst bemüht sein, der Konjunktur Impulse zu geben, damit die angesichts der deutlichen fiskalischen Restriktion zuletzt stockende Erholung wieder in Gang kommt. Mit leichten Zinsanhebungen rechnen wir erst für die zweite Hälfte des laufenden Jahres. Die EZB wird unter den großen Notenbanken voraussichtlich als erste ihre Zinsen anheben. Sie ist mit der Rückführung der unkonventionellen Maßnahmen bereits weit vorangekommen und dürfte – im Einklang mit den Ergebnissen einer empirischen Reaktionsfunktion (Boysen-Hogrefe et al. 2011) – im dritten Quartal dieses Jahres beginnen, den Hauptfinanzierungssatz sukzessive bis auf 2,5 Prozent am Ende des Prognosezeitraums zu erhöhen.

Die langfristigen Zinsen sind seit dem Herbst merklich gestiegen. Der Anstieg vollzog sich trotz des Wiederaufflammens der Verschuldungskrisen im Euroraum; anders als im Frühjahr kam es nicht zu einer verbreiteten Flucht der Anleger aus dem Risiko. So legten die Aktienkurse auf breiter Front weiter deutlich zu (Abbildung 17). Der merkliche Anstieg der langfristigen Zinsen rührt offenbar überwiegend von einer Verbesserung der Konjunkturerwartungen her, so dass die damit verbundene Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen langer

**Kasten 2:**

Ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zu expansiv ausgerichtet?

Die Fed hat auf die Immobilien- und Finanzkrise in den Vereinigten Staaten mit einer extrem expansiv ausgerichteten Geldpolitik reagiert. Dazu hat sie, beginnend in der zweiten Jahreshälfte 2007, nicht nur den Leitzins innerhalb von eineinhalb Jahren von 5,25 Prozent auf nahe null gesenkt sondern, hat die Finanz- und Immobilienmärkte auch durch direkte Eingriffe massiv gestützt. Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit wurden die Maßnahmen der sogenannten quantitativen Lockerung mit der Ankündigung, amerikanische Staatsanleihen in einem Volumen von 600 Mrd. Dollar aufzukaufen, sogar noch einmal erweitert.

Es stellt sich zunehmend die Frage, ob die extrem expansive Ausrichtung der Geldpolitik noch angemessen ist. Zum einen könnten die zusätzlichen Maßnahmen mittelfristig eine nicht zu unterschätzende Gefahr für Preisstabilität darstellen, auch wenn ihre stimulierende Wirkung auf die Konjunktur zweifelhaft ist.<sup>a</sup> Zum anderen könnte die Nullzinspolitik bei der derzeitigen konjunkturellen Lage bereits zu expansiv sein.

Letzteres soll anhand einer Taylor-Regel untersucht werden, die sich als ein Standardwerkzeug zur Einschätzung der Geldpolitik einer Zentralbank etabliert hat. Sie beschreibt das angemessene Niveau des Leitzinses einer Zentralbank  $i_t^*$  anhand der aktuellen Inflationslücke, also der Differenz zwischen der Inflationsrate  $\pi_{t-1}$  und dem Inflationsziel  $\pi^*$  der Zentralbank, und der Produktionslücke, also dem Verhältnis zwischen Bruttoinlandsprodukt  $y_{t-1}$  und dem Produktionspotential  $y_{t-1}^P$  (Taylor 1993):

$$i_t^* = rr^* + \pi_{t-1} + \alpha(\pi_{t-1} - \pi^*) + \beta(y_{t-1} - y_{t-1}^P). \quad (1)$$

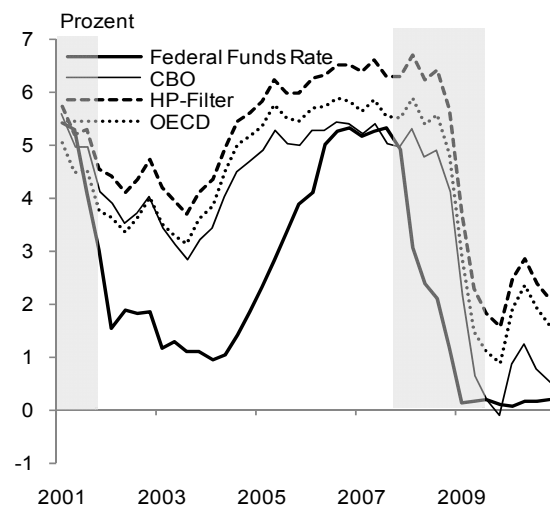
Die Parameter  $\alpha$  und  $\beta$  bestimmen, welches Gewicht die Abweichung vom Inflationsziel und die Produktionslücke für die Ausrichtung der Geldpolitik haben. Liegt die Inflation auf dem Ziel und ist die Produktionslücke geschlossen, so sollte der Zins der Regel zufolge der Inflationsrate zuzüglich dem gleichgewichtigen Realzins  $rr^*$  entsprechen. Letzterer wird für gewöhnlich gleich der Wachstumsrate des Produktionspotentials gesetzt.

Ein wichtiges Kriterium für die Beurteilung der Geldpolitik gemäß der Taylor-Regel ist die Produktionslücke. Schätzungen der Produktionslücke unterliegen allerdings einer Unsicherheit. Diese ist derzeit besonders hoch, da noch nicht abschließend beurteilt werden kann, ob die erlittenen Produktionsverluste dauerhafter Natur oder vorübergehend sind. Folglich variieren die Schätzungen der Produktionslücke für die Vereinigten Staaten derzeit stark. So schätzt das Congressional Budget Office (CBO) die Produktionslücke für das vierte Quartal 2010 auf rund 6 Prozent, während die OECD sie auf etwa 3,5 Prozent veranschlagt und Schätzungen auf Basis des Hodrick-Prescott-Filters eine Produktionslücke in Höhe von 2 Prozent ergeben.<sup>b</sup>

Für die Berechnung des Taylor-Zinses setzen wir die Parameter  $\alpha$  und  $\beta$  wie von Taylor (1993) ursprünglich vorgeschlagen auf jeweils 0,5, die Wachstumsrate des Produktionspotentials veranschlagen wir auf 2,5 Prozent. Für die Inflationsrate verwenden wir den Preisindex der privaten Konsumausgaben, der für die Fed für die Einschätzung der Inflationsentwicklung maßgeblich ist; das Inflationsziel der Fed veranschlagen wir auf 2 Prozent.

Gemäß der Taylor-Regel wäre die Nullzinspolitik lediglich dann gerechtfertigt, wenn man die Schätzungen der Produktionslücke des CBO unterstellt (Abbildung K 2-1). Auf Basis der Schätzungen der OECD wäre ein Zins von rund 1,5 Prozent derzeit angemessen. Zieht man die Ergebnisse auf Basis des HP-Filters heran, sollte der Zins bereits über 2 Prozent liegen. Die Erfahrungen mit den langfristigen negativen Auswirkungen von Finanz- und Immobilienkrisen deuten jedoch darauf hin, dass das Produktionspotential nach einer solchen Krise deutlich niedriger zu veranschlagen ist.<sup>c</sup> Vor diesem Hintergrund ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten unserer Einschätzung nach derzeit zu expansiv ausgerichtet.

Abbildung K 2-1:  
Zins gemäß alternativer Schätzungen der Produktionslücke und tatsächlicher Zins 2001–2010

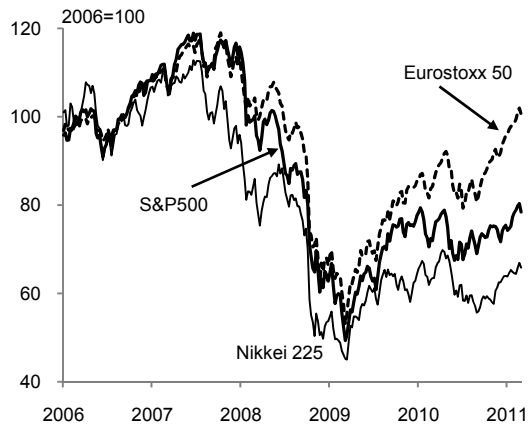


Quartalsdaten. Rezessionen grau hinterlegt.

Quelle: Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Zu den möglichen Wirkungen und möglichen Gefahren der zusätzlichen Maßnahmen zur quantitativen Lockerung vgl. Jannsen und Scheide (2010a) sowie Boysen-Hogrefe et al. (2010: 11). — <sup>b</sup>Eine Produktionslücke in Höhe von rund 2 Prozent auf Basis des Hodrick-Prescott-Filters ergibt sich für den relativ hohen Wert des Glättungsparameters  $\lambda$  von 100 000. Wählt man den für Quartalsdaten regelmäßig verwendeten Wert von 1600, so wäre die Produktionslücke den Schätzungen zufolge bereits wieder geschlossen. — <sup>c</sup>Vgl. dazu Jannsen und Scheide (2010b) und die darin aufgeführte Literatur.

Abbildung 17:  
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften  
2006–2011



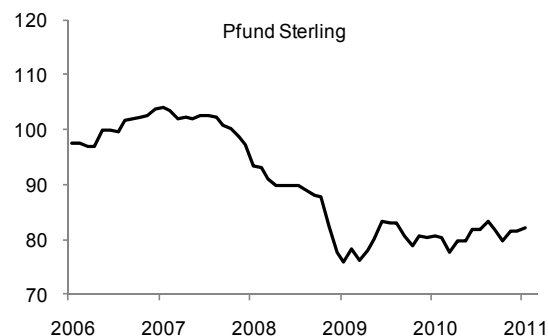
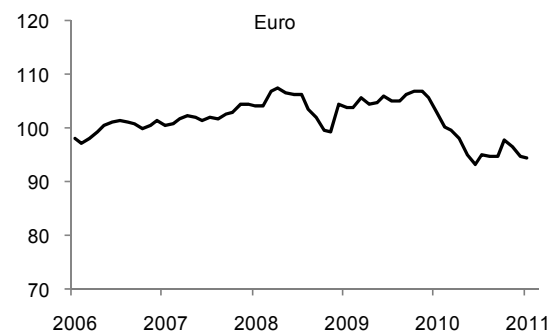
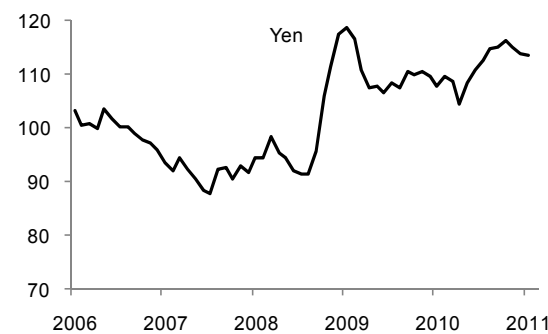
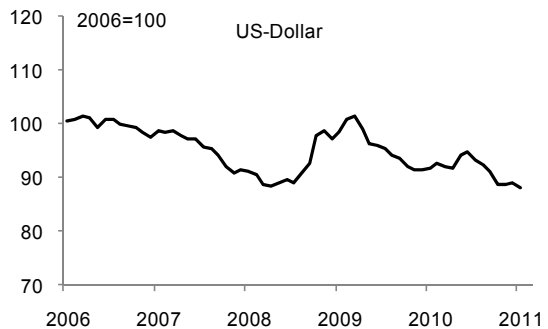
Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

und kurzer Frist als positiver Indikator für das monetäre Umfeld interpretiert werden kann. Die real effektiven Wechselkurse haben sich in den vergangenen Monaten nicht erheblich verändert (Abbildung 18).

In den Schwellenländern dürften die Notenbankzinsen im Prognosezeitraum weiter spürbar angehoben werden, besonders dort, wo die Inflationsgefahren aufgrund der hohen konjunkturellen Dynamik besonders groß sind, etwa in China, Indien oder Brasilien. In anderen Schwellenländern kann sich die Geldpolitik mit der Straffung aufgrund deutlich niedrigerer Inflationsraten mehr Zeit lassen. Dies gilt etwa für Thailand oder Malaysia. Ein weiteres Mittel, den Inflationsdruck in den Schwellenländern zu mindern, wäre es, ihre Währungen stärker aufwerten zu lassen. Dies geschieht jedoch derzeit nicht (Abbildung 19). Vielmehr haben im vergangenen Jahr diverse Länder Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, um eine aus ihrer Sicht unerwünscht starke Aufwertung zu verhindern. Dies geschieht allerdings nicht nur aus Angst vor einem Verlust der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit heimischer Produzenten. Hauptziel ist es, spekulativ begründeten kurzfristigen Kapitalzuflüssen zu begegnen, die über eine möglicherweise unangemessen rasche

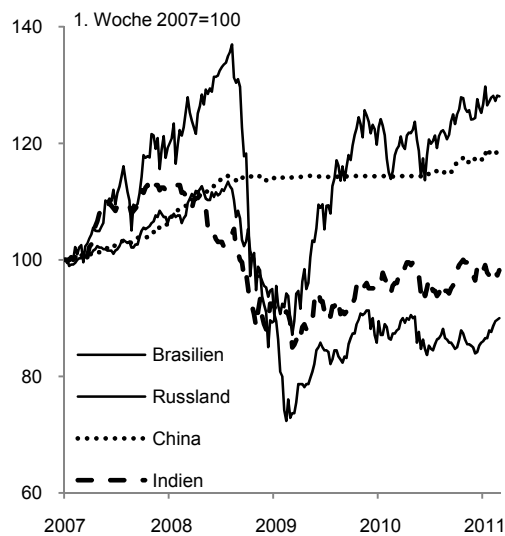
Abbildung 18:  
Realer effektiver Wechselkurs in ausgewählten Ländern  
2006–2011



Monatsdaten.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*.

Abbildung 19:  
Wechselkurse in großen Schwellenländern 2007–2011



Wöchentliche Daten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Aufwertung hinaus auch die Gefahr eines schlagartigen Abzugs mit entsprechenden Folgen für die Kapitalbilanz in sich bergen.<sup>2</sup> Ab April 2011 verlangt etwa die brasilianische Zentralbank von den Finanzinstituten eine Mindestreserve auf US-Dollar Leerverkäufe in Höhe von 60 Prozent der Anlagesumme, um spekulativen Wetten auf einen steigenden Real vorzubeugen.

## Finanzpolitik: Zögerliche Konsolidierung

Die Lage der öffentlichen Finanzen hat sich im Gefolge der Finanzkrise durch konjunkturell wie durch Änderungen der Wirtschaftsstruktur bedingte Steuermindereinnahmen und Mehrausgaben, finanzpolitische Maßnahmen zur Anregung der Konjunktur und Ausgaben zur Stützung des Finanzsektors insbesondere in den

<sup>2</sup> So zeigen z.B. Edwards (2004) und Aßmann und Boysen-Hogrefe (2010), dass eine rasche Umkehr der Leistungsbilanzen in Schwellenländer nicht selten zu einer Rezession führt.

fortgeschrittenen Volkswirtschaften dramatisch verschlechtert. Innerhalb eines Jahres – von 2008 auf 2009 – stieg das Defizit in den öffentlichen Haushalten der OECD-Länder gemessen am Bruttoinlandsprodukt von 1,2 auf 7,9 Prozent; im vergangenen Jahr dürfte es kaum niedriger ausgefallen sein. Eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist ganz offensichtlich notwendig, steigt doch die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt rasch. Angesichts der zum Teil katastrophalen Budgetsituation steht die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften vor der Herausforderung, eine Politik zu entwerfen, die einerseits den Märkten eine glaubwürdige Perspektive für die Rückkehr zu einer nachhaltigen Budgetposition gibt, andererseits das Risiko gering hält, dass die konjunkturelle Erholung durch eine aggressive fiskalische Restriktion abgewürgt wird.

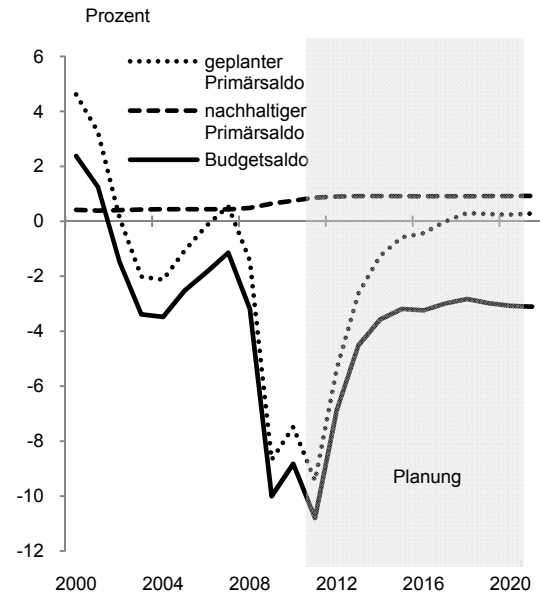
Im Prognosezeitraum ist die Finanzpolitik in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt restriktiv ausgerichtet; der Zeitpunkt des Beginns und die Stärke der Konsolidierung ist allerdings im Einzelnen sehr unterschiedlich. Ausgeprägte Konsolidierungsprogramme sind bislang vor allem in einigen europäischen Ländern begonnen worden. Dagegen ist das Bemühen um eine Verringerung der Nettoneuverschuldung des Staates in den Vereinigten Staaten und in Japan nach wie vor sehr zaghaft. Aktuell gehen hier von der Finanzpolitik sogar noch Anregungen aus. Diese laufen aber in den kommenden Monaten aus, und im nächsten Jahr dürfte das strukturelle Budgetdefizit auch in diesen Ländern merklich zurückgehen.

In den Vereinigten Staaten dürfte sich das Budgetdefizit im laufenden Fiskaljahr als Folge der gegen Ende des vergangenen Jahres zusätzlich beschlossenen Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur sogar wohl leicht erhöhen. Für das Gesamtjahr 2011 werden dadurch die restriktiven Wirkungen, die sich ansonsten durch das Auslaufen des Anfang 2009 in Kraft gesetzten Konjunkturprogramms ergeben hätten, wohl größtenteils aufgewogen werden. Da die zusätzlich beschlossenen Maßnahmen wohl zu Jahresbeginn ihre größte konjunkturelle Wirkung entfalten, ist ab Mitte des Jahres wieder mit restriktiven Wirkungen vonseiten der

Finanzpolitik zu rechnen. Zwei größere Posten dieser Maßnahmen, nämlich die Verlängerung des ausgedehnten Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung sowie die Senkung der Sozialversicherungsabgaben um 2 Prozentpunkte, sind zudem auf ein Jahr befristet, so dass den privaten Haushalten im Jahr 2012 Transferleistungen mit einem Volumen von rund 170 Mrd. Dollar bzw. etwas mehr als 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entzogen werden könnten. Vor dem Hintergrund des anhaltend hohen Budgetdefizits gehen wir nicht davon aus, dass diese Maßnahmen noch einmal verlängert werden. Die aktuellen Haushaltsplanungen sehen vor, das Budgetdefizit ab dem Fiskaljahr 2012 deutlich zurückzuführen. Längerfristig soll das Budgetdefizit auf rund 3 Prozent zurückgeführt werden. Der Primärsaldo, also das Budgetsaldo ohne Berücksichtigung der Zinsen auf die öffentlichen Schulden, der eine zentrale Größe darstellt, um die Nachhaltigkeit der Finanzpolitik zu beurteilen (Dovern et al. 2010: Kasten 2), soll ab dem Jahr 2018 wieder positiv werden. Gleichwohl reicht die geplante Verbesserung nicht aus, um den nachhaltigen Primärsaldo zu erreichen, der nötig wäre, um die Schuldenquote konstant zu halten (Abbildung 20).<sup>3</sup> Sie würde von rund 36 Prozent, die sie im Jahr 2007 betrug, auf 75 Prozent im Jahr 2012 steigen und im Jahr 2021 rund 77 Prozent betragen. Somit genügen die Planungen von dieser Seite her nicht den Anforderungen an einen nachhaltigen Haushalt, zumal die zugrunde liegenden Annahmen, beispielsweise die Annahme, dass das Bruttoinlandsprodukt zwischen den Jahren 2012 und 2015 durchschnittlich um rund 4 Prozent zulegt, recht optimistisch sind. Alles in allem gehen wir davon aus, dass das Budgetdefizit im laufenden Fiskaljahr 9,6 Prozent und im kommenden Fiskaljahr 7,1 Prozent betragen wird (Abbildung 21).

<sup>3</sup> Der nachhaltige Primärsaldo berechnet sich aus der Differenz zwischen den Zinsen auf langfristige Staatstitel und dem nominalen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts multipliziert mit der Bruttoverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Boss und Lorz 1995). Für die Berechnung des nachhaltigen Primärsaldos wurde die Differenz auf den langfristigen Durchschnitt zwischen 1980 und 2007 in Höhe von 1,2 Prozentpunkte gesetzt.

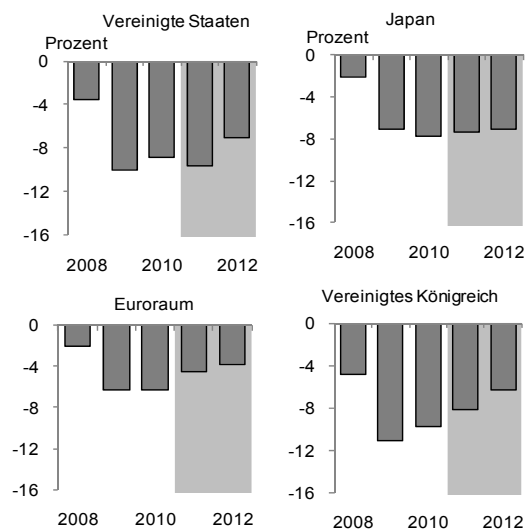
Abbildung 20: Budgetsaldo und Primärsaldo in den Vereinigten Staaten 2000–2021



Jahresdaten; Primärsaldo und Budgetsaldo ab 2011 Haushaltsplanungen; nachhaltiger Primärsaldo unter der Annahme, dass sich die Differenz zwischen nominalen Wachstum und langfristigen Zins auf seinem langjährigen Durchschnitt (1980–2007) von 1,2 Prozentpunkten befindet.

Quelle: Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook Fiscal Years 2011 to 2021*; Office of Management and Budget, *Budget of the US Government Fiscal Year*

Abbildung 21: Budgetsalde in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2008–2012



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

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



Auch in *Japan* hat die Regierung trotz der extrem hohen Bruttostaatsverschuldung – der Schuldenstand belief sich im vergangenen Jahr nach Angaben der OECD (2010) auf 198 Prozent, den mit Abstand höchsten Wert unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – auf die sich abzeichnende konjunkturelle Stockung mit neuerlichen Konjunkturprogrammen reagiert. Die Maßnahmen umfassen öffentliche Investitionen, die Förderung von klimafreundlichen privaten Investitionen sowie zusätzliche Sozialausgaben. Ihr Umfang wird auf insgesamt 1,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beziffert, gleichzeitig entfallen jedoch Maßnahmen aus früheren Konjunkturpaketen, so dass die Finanzpolitik insgesamt eher neutral ausgerichtet ist. Die Vorlage einer konsistenten und durchgreifenden Konsolidierungsstrategie wird zurzeit durch die komplizierten politischen Verhältnisse erschwert. Wir erwarten deshalb, dass die japanische Regierung vorerst keinen ausgeprägten Schwenk in der Finanzpolitik vollzieht und das Budgetdefizit in diesem und im nächsten Jahr nur wenig sinkt. Allerdings könnte sich der Druck auf die japanische Regierung erhöhen, Fortschritte bei der fiskalischen Konsolidierung zu erzielen, sollten die Finanzmärkte das Niveau der Neuverschuldung nicht mehr ohne weiteres akzeptieren. Ein erster Hinweis ist die kürzlich erfolgte Herabstufung der Bonität japanischer Staatsanleihen durch große Ratingagenturen, wenngleich diese Bewertung angesichts der geringen Bedeutung ausländischer Investoren für den Absatz der japanischen Staatsschuldttitel wohl eher symbolischen Charakter hat.

Im *Euroraum* wird die Finanzpolitik im laufenden und im kommenden Jahr spürbar restriktiv ausgerichtet sein. Die Konjunkturprogramme sind weitestgehend ausgelaufen und in vielen Ländern des Euroraums werden bereits Sparprogramme umgesetzt, um dem Anschwellen der Schuldenstände entgegenzuwirken. Im Jahr 2011 dürfte das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bei 4,5 Prozent liegen. Im kommenden Jahr dürfte es dann auf 3,8 Prozent sinken. Besonders drastisch ist die Sparpolitik der öffentlichen Hand in den Ländern mit Schuldenkrisen (Griechenland,

Irland und Portugal), aber auch in den übrigen Ländern ist inzwischen mit der Haushaltskonsolidierung begonnen worden. Gleichwohl ist der sich abzeichnende finanzpolitische Kurs nicht in allen Ländern hinreichend, um bis zum Jahr 2012 einen konjunkturbereinigten ausgeglichenen Primärhaushalt vorzulegen. Nach der Prognose der Europäischen Kommission gilt dies beispielsweise für Frankreich und Belgien, und dies bei Schuldenständen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von über 80 Prozent bzw. fast 100 Prozent.

Eine sehr ausgeprägt restriktive Finanzpolitik wurde im *Vereinigten Königreich* nach dem Regierungswechsel im vergangenen Jahr beschlossen. Das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, das bereits im vergangenen Jahr spürbar – von 11 Prozent auf 9,5 Prozent – reduziert wurde, soll weiter rasch zurückgeführt werden. Im Haushaltsjahr 2015/16 (April bis März) soll ein in konjunkturbereinigter Rechnung ausgeglichener Haushalt vorgelegt werden. Der Schwerpunkt der Maßnahmen liegt auf Ausgabenkürzungen; diese machen nahezu drei Viertel des Konsolidierungsvolumens aus. Für das laufende Jahr wurden jedoch auch erhebliche Steuererhöhungen beschlossen, unter anderem wird die Mehrwertsteuer um 2,5 Prozentpunkte auf 20 Prozent angehoben. Insgesamt dürfte sich der restriktive fiskalische Impuls in diesem Jahr auf knapp 2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen; für 2012 sind Einsparungen in der Größenordnung von 1 Prozent der gesamtwirtschaftlichen Leistung vorgesehen.

Auch in den *Schwellenländern* hat die Finanzpolitik vielerorts begonnen, ihre konjunkturstimulierenden Maßnahmen zurückzufahren. Zwar laufen diverse nachfragegestützte Programme erst Ende dieses Jahres aus; der Großteil der Konjunkturprogramme, die vor dem Hintergrund der großen Rezession aufgelegt wurden, wurde jedoch bereits im vergangenen Jahr abgeschlossen. Erfolge bei der Rückführung der öffentlichen Defizite sind allerdings nicht überall zu verzeichnen; in Brasilien ist das Budgetdefizit zuletzt sogar wieder gestiegen.

## Ausblick: Weltwirtschaftliche Dynamik lässt nach

Die kurzfristigen Aussichten für die Weltkonjunktur im Jahr 2011 haben sich in den vergangenen Monaten deutlich verbessert. Nachdem Produktion und Handel insbesondere im asiatischen Raum in den letzten Monaten des vergangenen Jahres deutlich angezogen haben, deuten die vorliegenden Indikatoren darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion zu Beginn des Jahres in den meisten Regionen kräftig gestiegen ist.

Allerdings lässt eine Reihe von Faktoren erwarten, dass die weltwirtschaftliche Dynamik im Verlauf dieses Jahres wieder an Schwung verliert. In den Schwellenländern ergeben sich aus der kräftigen Konjunktur Stabilitätsgefahren, denen die Regierungen mit restriktiven

Maßnahmen entgegen treten. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wirken Konsolidierungsmaßnahmen der Finanzpolitik dämpfend; zum Teil wird auch der Expansionsgrad der Geldpolitik verringert. Kurzfristig dürfte der Anstieg der Ölpreise die weltwirtschaftliche Expansion merklich bremsen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion im laufenden Jahr von 4,3 Prozent; dies bedeutet eine deutliche Aufwärtsrevision gegenüber unserer Prognose vom Dezember (3,6 Prozent). Für 2012 haben wir hingegen unsere Erwartungen leicht – um 0,1 Prozentpunkte – reduziert; wir prognostizieren nun eine Zunahme des globalen Bruttoinlandsprodukts um 3,9 Prozent (Tabelle 2). Der Welthandel dürfte im laufenden Jahr nochmals recht kräftig zulegen. Im kommenden Jahr wird der Anstieg aber wohl nicht mehr höher liegen als im mittelfristigen Durchschnitt.

*Tabelle 2:*  
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2009–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Weltwirtschaft	100	-0,7	4,8	4,3	3,9	3,1	4,4	4,8	4,2
darunter									
Fortgeschrittene Länder	55,6	-3,5	2,9	2,5	2,3	0,3	0,3	1,6	2,1
China	11,4	8,6	10,3	10,0	8,5	-0,7	3,4	5,5	5,0
Lateinamerika	7,7	-2,1	5,9	4,6	3,9	6,5	6,6	6,8	6,5
Ostasiatische Schwellenländer	3,1	1,1	6,5	5,5	5,0	2,4	3,8	4,0	3,7
Indien	4,8	5,7	8,8	9,0	8,0	10,9	12,3	9,5	9,0
Russland	3,3	-7,9	3,5	4,3	3,9	11,7	6,9	8,5	7,2
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		-11,3	12,5	8,5	7,0				

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Fortgeschrittene Länder: die Werte stimmen nicht mit denen in Tabelle 3 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwendet wird.

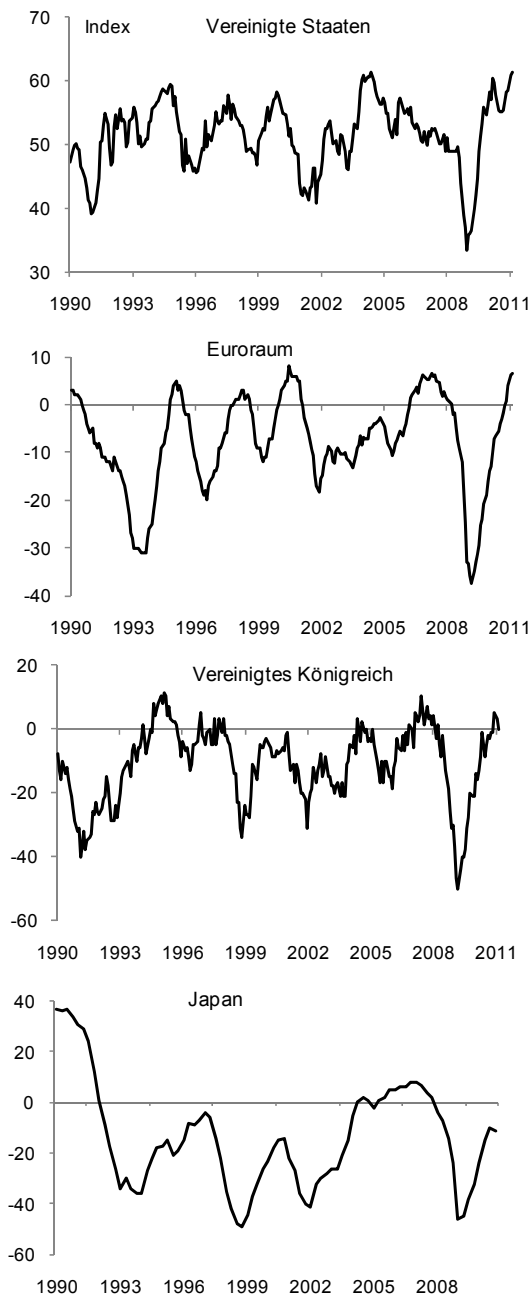
Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; 2010: teilweise geschätzt; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Die weltwirtschaftliche Expansion wird weiter vor allem von den Entwicklungs- und Schwellenländern getragen. Der Anstieg der Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bleibt nach unserer Einschätzung auch

in den kommenden beiden Jahren moderat. Zwar signalisieren einige Umfrageindikatoren, insbesondere in den Vereinigten Staaten, aber auch im Euroraum, konjunkturelle Hochstimmung in der Wirtschaft (Abbildung 22). Doch

## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

Abbildung 22:  
Geschäftsklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2011



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

wird die konjunkturelle Dynamik nach wie vor durch die Nachwirkungen des Platzens von Blasen an den Immobilienmärkten und dadurch ausgelöste Probleme im Finanzsektor gebremst.

Die Folgen der Krise für die Staatshaushalte dieser Ländergruppe bedeuten, dass auf mittlere Sicht erheblicher Konsolidierungsbedarf besteht, so dass die Finanzpolitik im Prognosezeitraum deutlich dämpfend wirkt. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass das Tempo der konjunkturellen Erholung in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin hinter dem zurückbleibt, das sonst nach Rezessionen verzeichnet worden war. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt dürfte sich der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in diesem und im nächsten Jahr auf etwas mehr als 2 Prozent belaufen (Tabelle 3). Die Arbeitslosigkeit wird sich bei dieser Konjunktur nur allmählich verringern. Vor dem Hintergrund der weiter deutlich unterausgelasteten gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten bleibt der Inflationsdruck trotz der gestiegenen Rohstoffpreise im Prognosezeitraum sehr moderat.

### Die Prognose im Einzelnen

Für die *Vereinigten Staaten* erwarten wir für den Jahresbeginn eine Belebung der Konjunktur. Darauf deuten die Frühindikatoren hin, die zuletzt aufwärts gerichtet waren. Zudem dürfte das zeitlich befristete Absenken der Sozialversicherungsabgaben zum 1. Januar die Konsumlaune der privaten Haushalte stimulieren. Im weiteren Verlauf werden die bremsenden Faktoren einer stärkeren Erholung, so wie sie für gewöhnlich nach früheren Rezessionen zu beobachten war, jedoch wohl weiterhin im Weg stehen, so dass die konjunkturelle Dynamik zunächst wieder leicht abnimmt.

So wirkt die nach wie vor hohe Verschuldung der privaten Haushalte einer stärkeren Konsumausweitung entgegen. Zwar konnten sie beim Schuldenabbau zuletzt weitere Fortschritte erzielen, die Verschuldungsquote ist im historischen Maßstab mit einem Niveau von mehr als 120 Prozent im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen jedoch nach wie vor hoch. Zudem ist ein Gutteil des Verschuldungsabbaus auf Kreditausfälle zurückzuführen. Den betroffenen privaten Haushalten dürfte der Zu-

Tabelle 3:

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

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Europäische Union	39,8	1,8	1,7	1,6	2,1	2,5	1,8	9,7	9,6	9,2
Schweiz	0,8	2,8	1,8	2,3	0,6	0,5	1,0	4,4	4,2	4,0
Norwegen	0,7	-1,4	0,3	1,6	2,2	2,3	1,4	3,5	3,8	3,6
Vereinigte Staaten	37,2	2,8	3,1	2,8	1,6	1,9	1,7	9,6	8,7	7,6
Japan	11,5	4,0	1,4	1,2	-0,6	0,4	-0,5	5,1	4,8	4,6
Kanada	3,4	3,1	2,9	2,7	1,8	2,6	1,9	8,0	7,7	7,3
Südkorea	3,3	0,1	6,1	4,5	2,8	2,8	2,8	3,7	3,5	3,7
Aufgeführte Länder	100,0	2,3	2,2	2,1	1,4	1,7	1,4	8,7	8,3	7,7

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2009. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Europäische Union und Norwegen: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2009.

Quelle: Eurostat, VGR; OECD, *Main Economic Indicators*; Statistics Canada, *Canadian Economic Accounts*; 2010 bis 2012: Prognose.

gang zur Kreditaufnahme vorerst versperrt sein. Belastend wirken dürfte auch das im Vergleich zu den Jahren vor der Rezession relativ niedrige Niveau des Nettovermögens im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, das sich seit seinem Tiefpunkt zwar etwas erholt hat, aber immer noch erst auf dem Niveau von 1995 liegt. Schließlich dürften die steigenden Energiepreise den privaten Haushalten Kaufkraft entziehen und auf diesem Wege die Konsumausgaben dämpfen. Gleichwohl dürfte die geringere Belastung für den Schuldendienst sowie die steigenden verfügbaren Einkommen auf die privaten Konsumausgaben stabilisierend wirken, so dass im Prognosezeitraum mit einem moderaten Konsumanstieg gerechnet werden kann.

Belastend wirken nach wie vor die Überkapazitäten an den Immobilienmärkten. Zwar verbessert sich die Lage auch hier nach und nach, und es ist im Prognosezeitraum nicht damit zu rechnen, dass es bei den privaten Wohnungsbauinvestitionen und beim Wirtschaftsbau zu einem größeren Einbruch kommt. Allerdings dürfte die konjunkturelle Dynamik von dieser Seite her auch nicht deutlich stimuliert werden, so dass ein wichtiger Wirkungskanal der Geldpolitik verstopft bleibt. Zudem waren die Preise für Wohnimmobilien zuletzt wieder rückläufig.

Dadurch ist zu befürchten, dass der Bankensektor durch Kreditausfälle wieder verstärkt in Mitleidenschaft gezogen wird. Belastend wirkt zudem, dass Immobilien kleinen und mittleren Unternehmen häufig als Kreditsicherheit dienen, so dass besonders diesen Unternehmen der Zugang zu Krediten erschwert werden könnte, obwohl die Banken die Kreditstandards für Unternehmen bereits seit einiger Zeit wieder lockern. Ohnehin ist die Zuversicht der kleinen und mittleren Unternehmen gemäß den Befragungen nach wie vor gering.

Alles in allem rechnen wir für den Prognosezeitraum damit, dass das Bruttoinlandsprodukt trotz der massiv expansiven Geldpolitik und dem nochmaligen Stimulus der Finanzpolitik nur wenig schneller als das Potential zulegen wird. Im Verlauf werden die belastenden Faktoren sukzessive etwas an Bedeutung verlieren, wodurch auch die Wirkung der Geldpolitik zunehmen und sich die konjunkturelle Grundtendenz leicht beschleunigen dürfte. Die Finanzpolitik wird allerdings ab Mitte des Jahres 2011 wohl wieder dämpfend wirken. Für das Jahr 2011 rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in Höhe von 3,1 Prozent, im Jahr 2012 dürfte es um 2,8 Prozent zulegen (Tabelle 4). Die Arbeitslosigkeit dürfte nur langsam zurückgehen, im laufenden Jahr wird

sie wohl bei durchschnittlich 8,7 Prozent liegen und im kommenden Jahr 7,6 Prozent betragen. Durch den starken Preisanstieg für Energie der vergangenen Monate wird die Inflation mit 1,9 Prozent in diesem Jahr wohl höher ausfallen als von uns zuvor erwartet. Für das Jahr 2012 rechnen wir mit einer Inflationsrate von 1,7 Prozent.

**Tabelle 4:**  
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	-2,6	2,8	3,1	2,8
Inlandsnachfrage	-3,6	3,2	3,1	2,7
Privater Verbrauch	-1,2	1,8	3,3	2,4
Staatsnachfrage	1,6	1,0	0,7	0,9
Anlageinvestitionen	-18,3	3,8	7,5	7,6
Ausrüstungen und Software	-15,3	15,1	11,5	8,6
Gewerbliche Bauten	-20,4	-13,8	2,2	5,5
Wohnungsbau	-22,9	-3,0	1,5	6,7
Vorratsveränderungen	-0,6	1,4	-0,3	0,1
Außenbeitrag	1,1	-0,5	0,0	0,1
Exporte	-9,5	11,8	9,2	8,1
Importe	-13,8	12,7	7,0	6,5
Verbraucherpreise	-0,3	1,6	1,9	1,7
Arbeitslosenquote	9,3	9,6	8,7	7,6
Leistungsbilanzsaldo	-2,7	-3,2	-3,1	-3,1
Budgetsaldo (Bund)	-10,0	-8,9	-9,6	-7,1

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

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

Die *japanische Wirtschaft* wird im Prognosezeitraum wohl nur eine geringe Dynamik entfalten. Die Binnennachfrage dürfte sich trotz der Versuche von Regierung und Notenbank, die Konjunktur zu stimulieren, nur zögerlich beleben. Es ist zweifelhaft, ob die zusätzliche Liquidität im Finanzsektor wie gewünscht ihren Weg in die reale Wirtschaft finden wird, da die Kreditnachfrage der Unternehmen angesichts eingetrübter Absatz- und Ertragserwartungen wohl nur zögerlich reagieren dürfte. Dämpfend wirkt der zuletzt verzeichnete Anstieg der Verbraucherpreise. Er ist nicht Signal eines Überwindens der deflationären Tendenzen, sondern

im wesentlichen Resultat von Steuererhöhungen und importierten Preisanstiegen bei Energie und Nahrungsmitteln, welche die japanische Wirtschaft belasten. Das neuerliche Ausgabenprogramm der Regierung kann wohl lediglich die dämpfenden Wirkungen des Fortfalls der vorangegangenen, deutlich umfangreicheren Stimulierungsmaßnahmen mildern. Überdies ist zu erwarten, dass die Impulse vonseiten der Auslandsnachfrage nach einer Belebung zu Beginn dieses Jahres angesichts der für den weiteren Verlauf erwarteten neuerlichen Verlangsamung der Weltkonjunktur und der hohen Bewertung des Yen in der zweiten Hälfte dieses Jahres und im kommenden Jahr geringer ausfallen werden als im vergangenen Jahr. Im laufenden Jahr dürfte der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts 1,4 Prozent betragen. Für 2012 rechnen wir mit einem Zuwachs um 1,2 Prozent (Tabelle 5). Die Arbeitslosigkeit dürfte im Prognosezeitraum nicht nennenswert zurückgehen, und die Verbraucherpreise werden im laufenden Jahr wohl annähernd stagnieren, im kommenden Jahr aber wieder leicht sinken.

**Tabelle 5:**  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	-6,3	4,0	1,4	1,2
Inlandsnachfrage	-4,3	1,9	0,8	1,1
Privater Verbrauch	-2,0	1,9	0,1	0,9
Staatskonsum	3,0	2,2	1,1	1,0
Anlageinvestitionen	-12,0	0,3	1,3	1,7
Unternehmensinvestitionen	-16,7	2,6	3,3	3,1
Wohnungsbau	-13,7	-6,5	4,8	0,8
Öffentliche Investitionen	11,0	-3,4	-8,2	-3,4
Lagerinvestitionen	-1,3	0,6	0,3	0,0
Außenbeitrag	-1,6	2,5	0,5	0,0
Exporte	-24,2	24,2	8,3	4,6
Importe	-15,4	9,8	5,3	4,6
Verbraucherpreise	-1,4	-0,6	0,4	-0,5
Arbeitslosenquote	5,1	5,1	4,8	4,6
Leistungsbilanzsaldo	2,8	3,3	3,0	3,6
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-7,1	-7,7	-7,4	-7,1

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

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

Im *Euroraum* hat sich die Stimmung der Unternehmen bis zuletzt weiter aufgehellt, und die Auftragseingänge der Industrie waren spürbar gestiegen. Dies spricht dafür, dass die gesamtwirtschaftliche Aktivität zu Beginn des Jahres recht kräftig gestiegen ist. Die Stimmung der Konsumenten hat sich zwar jüngst ebenfalls aufgehellt, doch ist sie insbesondere im Euroraum ohne Deutschland weiterhin verhalten. Wesentliche Konjunkturtriebkkräfte dürften angesichts der vorerst kräftigen Weltkonjunktur der Export sowie die privaten Anlageinvestitionen sein, die von den zunächst sehr günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren. Der private Konsum dürfte sich wegen der geringen Belegung am Arbeitsmarkt und steigender Steuer- und Abgabenlasten sowie merklich gestiegener Energiepreise zunächst kaum beleben. Erst gegen Ende des Prognosezeitraums, wenn sich die Situation an den Arbeitsmärkten entspannt haben wird und die Verschuldung der privaten Haushalte in den Krisenländern reduziert worden ist, dürften von dieser Seite merkliche Impulse ausgehen. Spürbar dämpfend werden angesichts der großen Konsolidierungszwänge der öffentlichen Haushalte wohl der öffentliche Konsum und die öffentlichen Investitionen im gesamten Prognosezeitraum wirken. Besonders gravierend wird sich dies in den Ländern der Peripherie auswirken. So dürfte Portugal nach dem Produktionsrückgang im letzten Quartal des vergangenen Jahres zunächst in der Rezession verharren, und die griechische Wirtschaft wird vermutlich auch erst gegen Ende des laufenden Jahres wieder expandieren. Neben der stark restriktiv ausgerichteten Finanzpolitik wird der Konjunkturausblick in allen Ländern der Peripherie von der Schwäche des Bankensektors beeinträchtigt. Im Euroraum insgesamt hat sich zwar die Lage des Bankensektors merklich stabilisiert, in den Ländern der Peripherie besteht aber weiter das erhöhte Risiko von Zusammenbrüchen größerer Banken fort. Für die Prognose nehmen wir aber nicht an, dass es zu einem solchen Fall kommt.

Insgesamt ist nach einem relativ starken Jahresbeginn im weiteren Verlauf des Jahres mit einer Abflachung zu rechnen, so dass wir für

den Euroraum im Jahresdurchschnitt einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 1,7 Prozent erwarten (Tabelle 6). Im kommenden Jahr dürfte dann wieder eine moderate Beschleunigung einsetzen, die auch die Länder der Peripherie erfassen dürfte, so dass wir mit einem Anstieg der Produktion von 1,5 Prozent im Euroraum und 1,4 Prozent im Euroraum ohne Deutschland rechnen. Bei diesem verhaltenen Konjunkturmodell wird die Produktion auch Ende 2012 das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht haben. Die Arbeitslosenquote dürfte zunächst auf dem gegenwärtigen Niveau verharren und im kommenden Jahr leicht auf 9,6 Prozent sinken. Insbesondere wegen gestiegener Preise für Energierohstoffe beschleunigte sich die Inflation zu Beginn des Jahres. Aufgrund der Basiseffekte der Energie- und Lebensmittelpreisanstiege und der Verbrauchssteuererhöhungen des vergangenen Jahres dürfte der Preisauftrieb im Durchschnitt des laufenden Jahres mit knapp 2 Prozent etwas niedriger ausfallen als die aktuellen Inflationsraten.

Tabelle 6:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2009–2012

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

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

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

Im *Vereinigten Königreich* dürfte die Wirtschaft im Verlauf dieses Jahres nur schwach expandieren, gebremst zum einen durch die

ausgeprägt restriktive Finanzpolitik, zum anderen durch eine Eintrübung des außenwirtschaftlichen Umfeldes. Wir erwarten für 2011 und 2012 einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,3 Prozent bzw. 1,7 Prozent (Tabelle 7). Damit wird die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung auf absehbare Zeit nicht steigen, und eine nennenswerte Verringerung der Arbeitslosigkeit ist nicht zu erwarten. Die Inflationsrate dürfte unter diesen Umständen und bei annahmegemäß konstantem Wechselkurs des Pfund Sterling im kommenden Jahr mit Fortfall der preissteigernden Effekte der Mehrwertsteuererhöhung deutlich sinken.

**Tabelle 7:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	-4,9	1,3	1,3	1,7
Inlandsnachfrage	-5,3	2,2	1,0	1,3
Privater Verbrauch	-3,3	0,9	0,8	1,6
Staatsverbrauch	1,0	1,0	-1,2	-1,6
Anlageinvestitionen	-15,4	3,1	1,8	4,5
Vorratsveränderungen	-1,2	1,4	-0,1	0,1
Außenbeitrag	0,7	-0,9	0,4	0,3
Exporte	-10,1	5,8	5,0	6,0
Importe	-11,9	8,5	3,5	4,5
Verbraucherpreise	2,1	3,3	4,1	2,4
Arbeitslosenquote	7,7	7,8	8,0	7,7
Leistungsbilanzsaldo	-1,3	-2,1	-1,5	-1,1
Budgetsaldo	-11,0	-9,8	-8,1	-6,3

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

Quelle: Office for National Statistics, *Economy*; 2010: teilweise geschätzt; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Für die übrigen Länder der Europäischen Union erwarten wir eine im Vergleich zum vergangenen Jahr merklich verringerte Rate der wirtschaftliche Expansion, in einigen Beitrittsländern dürfte sich mit allmählicher Überwindung der binnenwirtschaftlichen Probleme in den zurückhinkenden Volkswirtschaften der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts allerdings verstärken (Tabelle 8).

In den Schwellenländern bleibt der Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion vorerst kräftig. Wir rechnen vor allem mit einer kräftigen Investitionsdynamik, die durch die weltweite Liquiditätsschwemme begünstigt wird. Auch der private Konsum wird maßgeblich zum wirtschaftlichen Aufschwung beitragen. Im Verlauf dürfte sich die Konjunktur jedoch infolge der verstärkten Bemühungen der Wirtschaftspolitik um eine Dämpfung der Inflation verlangsamen. So dürften insbesondere die Zentralbanken in China, Indien und Indonesien weitere restriktive Maßnahmen ergreifen um den starken Preisauftrieb zu dämpfen.

In *China* deutet sich für das erste Quartal 2011 eine leichte Abschwächung der Konjunktur an. So gingen beispielsweise der Einkaufsmanagerindex und das Verbrauchervertrauen zuletzt etwas zurück. Im weiteren Verlauf des Jahres 2011 dürfte sich die wirtschaftliche Aktivität vor dem Hintergrund der leichten Abschwächung der Auslandsnachfrage weiter verlangsamen. Zudem wird die Wirtschaftspolitik deutlich weniger expansiv wirken als zuvor, da sowohl die Geld- als auch die Finanzpolitik Maßnahmen ergreifen werden, um einer konjunkturellen Überhitzung entgegenzuwirken. So dürften z.B. die Mindestreservesätze weiter erhöht werden und die Regierung wird wohl weiterhin regulierend in die Kreditvergabe der Banken eingreifen. Alles in allem rechnen wir damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 10,0 Prozent und im kommenden Jahr um 8,5 Prozent steigt (Tabelle 9).

In *Indien* dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr 2011 nochmals sehr kräftig zulegen. Darauf deuten die Frühindikatoren, wie die Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes und der Dienstleistungen sowie der Frühindikator der OECD hin. Im weiteren Verlauf des Jahres 2011 wird sich die Dynamik etwas abschwächen. Vor allem dürften die Konsolidierungsmaßnahmen der Regierung dämpfend wirken; die Regierung hat sich als Ziel eine Reduzierung des Budgetdefizits von 5,5 Prozent im Fiskaljahr 2010/2011 auf 4,8 Prozent im Jahr 2012/13 gesetzt. Aufgrund der gestiegenen Preise für Rohstoffe und Nah-

Tabelle 8:

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

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Deutschland	20,3	3,6	2,8	1,6	1,2	2,3	2,0	6,8	6,5	6,1
Frankreich	16,2	1,6	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	9,7	9,4	9,1
Italien	12,9	1,0	1,0	1,2	1,6	1,9	1,4	8,5	8,4	8,3
Spanien	8,9	-0,2	0,6	1,1	1,8	2,1	0,6	20,1	20,1	19,0
Niederlande	4,9	1,7	2,1	1,6	0,9	2,0	1,7	4,5	4,3	4,2
Belgien	2,9	2,1	2,0	1,4	2,3	2,7	1,4	8,3	8,5	8,4
Österreich	2,3	1,9	2,1	1,6	1,7	2,4	1,9	4,6	4,3	4,1
Griechenland	2,0	-4,5	-3,3	0,9	4,7	2,2	-0,3	12,5	15,1	15,1
Finnland	1,5	3,1	4,0	2,0	1,7	3,1	2,1	8,4	7,6	7,0
Portugal	1,4	1,4	-1,0	0,8	1,4	3,0	1,0	10,9	11,4	11,5
Irland	1,4	0,2	1,0	1,5	-1,5	0,7	0,9	13,5	13,3	12,9
Slowakei	0,5	4,1	3,0	3,4	0,7	2,8	2,2	14,5	14,2	13,6
Luxemburg	0,3	3,1	3,0	2,2	2,8	3,1	2,1	4,7	4,7	4,5
Slowenien	0,3	1,2	3,0	2,5	2,1	2,3	2,0	7,2	7,2	6,3
Estland	0,1	2,8	4,5	4,0	2,7	5,0	4,0	17,5	15,1	13,3
Zypern	0,1	0,5	1,6	2,3	2,6	2,8	1,9	6,8	6,6	5,8
Malta	0,0	3,0	2,1	2,1	2,0	3,2	2,0	6,7	6,6	6,5
Vereinigtes Königreich	13,3	1,3	1,3	1,7	3,3	4,1	2,4	7,8	8,0	7,7
Polen	2,6	3,8	3,9	3,4	2,7	3,4	3,0	9,7	9,5	9,1
Schweden	2,5	5,5	3,3	2,5	1,9	2,4	1,9	8,4	7,6	7,0
Dänemark	1,9	2,1	2,0	1,7	2,2	2,9	2,4	7,5	7,9	7,4
Tschechien	1,2	2,2	2,4	2,0	1,2	2,5	2,1	7,4	6,7	6,2
Rumänien	1,0	-2,1	1,0	2,0	6,1	7,7	6,2	7,3	7,6	7,5
Ungarn	0,8	1,2	1,2	1,8	4,7	4,4	3,5	11,2	10,7	10,1
Bulgarien	0,3	-0,5	1,8	2,5	3,0	2,8	2,4	9,9	10,2	9,7
Litauen	0,2	1,3	4,8	4,0	1,2	1,5	0,5	17,8	17,6	16,5
Lettland	0,2	-0,4	4,4	4,2	-0,9	-0,5	1,0	18,9	16,8	15,2
Europäische Union	100,0	1,8	1,7	1,6	2,1	2,5	1,8	9,6	9,6	9,2
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	92,6	1,7	1,6	1,5	1,8	2,2	1,7	8,7	8,7	8,4
Beitrittsländer	7,4	2,0	2,8	2,8	2,8	3,7	3,1	10,6	10,3	9,8
Euroraum	76,1	1,7	1,7	1,5	1,6	2,1	1,5	10,0	9,9	9,5
Euroraum ohne Deutschland	55,8	1,0	1,2	1,4	1,7	2,1	1,4	11,2	11,2	10,8

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2009. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2008. — Beitrittsländer seit 2004.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; 2010: teilweise geschätzt; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

rungsmittel, die in Indien fast 50 Prozent des Verbraucherpreiswarenkorb ausmachen, rechnen wir mit einer weiterhin hohen Inflationsrate. Zudem hat die Regierung angekündigt, die bestehenden Subventionen für Benzin und Diesel zu kürzen, um den Staatshaushalt zu entlasten. Dies dürfte weitere zusätzlich preissteigernd wirken und die Zentralbank zu weiteren Zinserhöhungen veranlassen. Alles in allem rechnen wir mit einer Zunahme der gesamt-

wirtschaftlichen Produktion von 9 Prozent im Jahr 2011 und 8 Prozent im Jahr 2012.

In den übrigen ostasiatischen Ländern wird die konjunkturelle Dynamik vorerst hoch bleiben sich im Verlauf des Prognosezeitraums jedoch abschwächen. Die Geldpolitik dürfte auch im Jahr 2011 weitere Maßnahmen einleiten, um den Preisauftrieb zu bremsen und die Inflationserwartungen zu verankern. Zudem wird die Finanzpolitik durch das Auslaufen der Kon-



## Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

*Tabelle 9:*

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2009–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Indonesien	4,1	4,5	5,6	6,0	5,5	4,8	5,0	5,5	5,0
Thailand	2,5	-2,3	7,6	5,0	4,5	-0,9	3,3	3,0	3,0
Philippinen	1,5	0,9	6,7	5,5	5,0	3,3	3,9	3,5	3,0
Malaysia	1,8	-1,7	6,8	5,0	4,5	0,6	1,7	2,5	2,0
Insgesamt	9,9	1,1	6,5	5,5	5,0	2,4	3,8	4,0	3,7
China	36,0	8,6	10,3	10,0	8,5	-0,7	3,4	5,5	5,0
Indien	15,1	5,7	8,8	9,0	8,0	8,4	10,9	12,3	9,5
Asien insgesamt	60,9	6,7	9,3	9,0	7,8	2,7	5,7	6,2	5,8
Brasilien	9,0	-0,2	7,5	6,5	5,5	5,1	4,9	5,0	4,5
Mexiko	7,1	-6,6	5,7	3,5	3,0	5,3	4,1	3,5	4,5
Argentinien	2,6	0,9	7,0	4,5	3,5	6,3	10,1	8,0	7,0
Kolumbien	1,8	0,3	3,8	4,0	3,0	4,2	2,2	3,0	3,0
Chile	1,1	-1,4	5,4	4,5	4,0	0,4	0,9	1,5	2,0
Peru	1,1	0,9	8,0	7,5	6,5	3,0	1,4	2,5	2,5
Venezuela	1,7	-3,1	-1,8	-2,0	-1,0	28,6	33,0	40,0	35,0
Lateinamerika insgesamt	24,4	-2,1	5,9	4,6	3,9	6,5	6,6	6,8	6,5
Russland	10,4	-7,9	3,5	4,3	3,9	11,7	6,9	8,5	7,2
Türkei	4,3	-4,7	7,5	4,0	3,7	6,3	8,7	6,3	5,9
Insgesamt	100,0	2,7	7,5	7,1	6,1	4,4	5,8	6,4	5,9

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009 nach Kaufkraftparitäten. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder.

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

junkturprogramme deutlich weniger expansiv ausgerichtet sein als zuvor. Angesichts der mäßigen konjunkturellen Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften rechnen wir für den Prognosezeitraum mit einer leichten Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität.

Für *Lateinamerika* rechnen wir mit einer robusten konjunkturellen Dynamik im Jahr 2011. Die Frühindikatoren deuten vielerorts auf eine spürbare Ausweitung der Produktion hin. So ist der Frühindikator der OECD für Brasilien und Mexiko aufwärtsgerichtet. Der Preisauftrieb dürfte sich im ersten Halbjahr durch die stark gestiegenen Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise noch verstärken. Im Verlauf des Jahres 2011 dürfte sich das wirtschaftliche Expansionstempo der Länder etwas abschwächen. Die Läger werden wohl merklich weniger rasch aufgebaut werden als noch im Jahr 2010. Zudem

erwarten wir, dass die Rohstoffnachfrage mit der konjunkturellen Abschwächung in China etwas langsamer steigt. Hinzu kommen dämpfende Effekte der Wirtschaftspolitik, die im kommenden Jahr der Ausstieg aus den expansiven Maßnahmen weiter voranbringen wird. Die Zentralbanken dürften aufgrund der gestiegenen Inflationsraten weitere Zinsschritte vornehmen und den Kapitalzufluss durch Kontrollen begrenzen, um eine weitere Aufwertung der Währungen zu verhindern. Für die Region insgesamt rechnen wir mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 4,6 Prozent im laufenden Jahr. Im Jahr 2012 dürfte sie durch die Abschwächung der Weltkonjunktur etwas langsamer zunehmen.

In *Russland* dürfte die Produktion im laufenden Jahr weiter kräftig zunehmen. Zwar wirkt der starke Anstieg der Nahrungsmittel-

preise dämpfend, da er die Kaufkraft der privaten Haushalte schmälert. Kräftige Impulse gehen allerdings von den erhöhten Rohstofflösen aus, auch wenn sie teilweise zur Konsolidierung des Staatshaushalts verwendet werden oder im Ausland angelegt werden. Für 2011 rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 4,3 Prozent, 2012 dürfte er nur wenig geringer sein.

### Risiken

Gegenwärtig besteht eine große Unsicherheit über den Fortgang der politischen Entwicklungen im arabischen Raum. Bisher hat der Anstieg des Ölpreises die Zuversicht an den Finanzmärkten noch nicht deutlich beeinträchtigt. Sollte sich die Situation im arabischen Raum nochmals verschärfen und der Ölpreis weiter deutlich zulegen, könnte dies die Konjunktur jedoch ernsthaft belasten. Neben den unmittelbar dämpfenden Wirkungen auf die Nachfrage durch den Kaufkraftentzug bei den Ölkonsumenten, könnten Investoren wieder beginnen, Risiken zu meiden. Ein Umschwung an den Aktienmärkten hätte negative Vermögenseffekte zur Folge und könnte den Konsum zusätzlich dämpfen; verschlechterte Finanzierungsbedingungen würden Investitionen erschweren.

Neben diesem Risiko gibt es weiterhin erhebliche Unsicherheit darüber, welche Folgen die extrem expansive Wirtschaftspolitik der vergangenen beiden Jahre auf mittlere Sicht hat und wie der Ausstieg aus dieser Politik die wirtschaftliche Entwicklung beeinflusst, denn die

Regierungen haben mit ihren Maßnahmen zur Bekämpfung der Rezession nicht selten Neuland betreten. Fraglich ist zum einen, wie lange die Kapitalmärkte bereit sind, eine stark steigende Staatsverschuldung zu niedrigen Zinsen zu finanzieren. Sollten die Risikoprämien bei der Bepreisung der Staatsanleihen für weitere, auch größere Länder merklich steigen, könnte dies die Finanzmärkte erheblich belasten, einen drastischen Schwenk der Finanzpolitik erzwingen und die Konjunktur letztlich erheblich dämpfen. Der Versuch von Notenbanken, sich einem Anstieg der Kapitalmarktzinsen durch Ankauf von Staatsanleihen entgegenzustellen, dürfte letztlich lediglich die Inflationserwartungen erhöhen und somit ebenfalls auf längere Sicht destabilisierend wirken.

Es ist aber auch denkbar, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum stärker expansiv wirkt als erwartet. So könnten die bremsenden Einflüsse der Anpassung der Verschuldungsposition im privaten Sektor, die sich vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor vollzieht, geringer ausfallen als unterstellt. Vor allem aber könnte die realwirtschaftliche Aktivität in den Schwellenländern durch die hohe weltweite Liquidität deutlich stärker angeregt werden als in der Prognose angenommen, auch weil Versuche einer geldpolitischen Bremsung weitere Kapitalzuflüsse auslösen können, die nur schwer zu neutralisieren sind. Auf mittlere Sicht wären aber auch mit einer solchen Entwicklung beträchtliche Risiken verbunden; sie könnte den Anstieg der Rohstoffpreise weiter anheizen, zu wirtschaftlichen Übertreibungen in den Schwellenländern und schließlich einer harten Landung der Weltwirtschaft führen.

## Literatur

---

- Abeyasinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (9. September 2008) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabey/gdpdata.xls>>.
- Abmann, C., und J. Boysen-Hogrefe (2010). Analysis of Current Account Reversals via Regime Switching Models. *Economic Change and Restructuring* 43 (1): 21–43.

- Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (2005). Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2005. Essen.
- Boss, A., und J.O. Lorz (1995). Die öffentliche Verschuldung in der Bundesrepublik Deutschland. Ausmaß und Belastungswirkung. *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften* (46): 152–183.
- Boss, A., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, C.-P. Meier, B. van Roye, J. Scheide (2009). Ursachen der Wachstumsschwäche in Deutschland 1995–2005. Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik 2. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boss, A., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2011). Deutschland: Produktion überschreitet die Normalauslastung – Expansion setzt sich verlangsamt fort. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 490/491. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010). Weltkonjunktur schwächt sich ab. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 486/487. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J. D. Groll, B. van Roye und J. Scheide (2011). Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 488/489. IfW, Kiel. In diesem Heft.
- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010). Schwellenländer tragen die Expansion der Weltwirtschaft. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 476/477. IfW, Kiel.
- Edwards, S. (2004). Financial Ppenness, Sudden Stops, and Current-account Reversals. *American Economic Review* 94 (2): 59–64.
- Energy Information Agency (2011). Libyan Disruption may have both direct and indirect effects. Today in Energy, 7. März. Via Internet (7. März 2011) <<http://www.eia.gov/todayinenergy/detail.cfm?id=390>>.
- Federal Reserve Board (2011). Minutes of the Federal Open Market Committee. January: 25–26. Press Release, February 16, 2011.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010). Erholung der Weltwirtschaft verliert an Schwung. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2010. Kieler Diskussionbeiträge 483/484. IfW, Kiel.
- IMF (2007). *World Economic Outlook*. April. Washington, D.C.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010a). Nochmalige quantitative Lockerung in den USA: Ein Ritt auf dem Tiger. IfW-Fokus 85. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010b). Growth Patters after the Crisis: This Time is not Different. Kiel Policy Brief 22. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2011). Erholung nach der Krise – ein Update. Via Internet (7. März 2011) <<http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/erholung-nach-der-krise-ein-update/erholung-nach-der-krise-ein-update>>.
- OECD (2004). *Economic Outlook* 76. Dezember. Paris.
- OECD (2010). *Economic Outlook* 88. Dezember. Paris.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195–214.

# Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

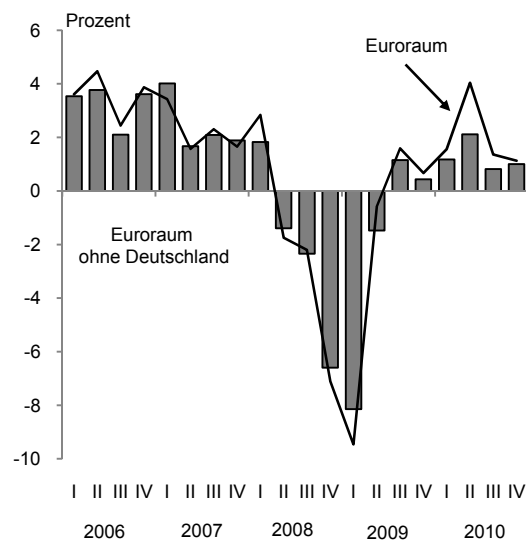
Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Björn van Roye und Joachim Scheide

## Zusammenfassung:

Die Produktionslücke im Euroraum hat sich im abgelaufenen Jahr nur geringfügig verringert. Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist lediglich um 1,7 Prozent gestiegen, im Euroraum ohne Deutschland sogar nur um 1 Prozent. Stimmungsindikatoren deuten daraufhin, dass es zwar zu Beginn des laufenden Jahres eine leichte Beschleunigung gibt. Doch bleiben viele dämpfende Faktoren, insbesondere die angespannte Situation der öffentlichen Haushalte in Folge der Finanzkrise, bestehen, so dass wir auch für das Jahr 2011 wie für das Jahr 2012 nicht mit einem starken Aufschwung, sondern nur mit einem moderaten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts rechnen (1,7 Prozent bzw. 1,5 Prozent). Die durch den Ölpreisanstieg zu Beginn des laufenden Jahres induzierte Beschleunigung des Preisniveaus dürfte die jahresdurchschnittliche Inflationsrate über die Marke von 2 Prozent bringen und dabei den privaten Konsum unter Druck setzen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Preise für Energieträger im Verlauf wieder zurückbilden und die Inflation im kommenden Jahr auch durch Basiseffekte infolge vorheriger Verbrauchsteuererhöhungen wieder merklich sinkt.

Im Jahr 2010 erholte sich die Konjunktur im Euroraum; der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg blieb aber mit 1,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahr moderat. Dabei lieferte die deutsche Wirtschaft den größten Beitrag. Die Expansion im Euroraum ohne Deutschland war vor allem wegen der Folgen von Verschuldungskrisen in einigen Mitgliedsländern erheblich schwächer (1 Prozent). Nach einem im Verlauf stärkeren ersten Halbjahr hat sich der Produktionsanstieg im Euroraum insgesamt zum Jahresende abgeschwächt und betrug im vierten Quartal annualisiert 1,1 Prozent (Abbildung 1). Die Entwicklung der Stimmungsindikatoren sowie der Einfluss von Witterungseffekten deuten aber daraufhin, dass die konjunkturelle Grundtendenz etwas stärker ist. Die

Abbildung 1: Bruttoinlandsprodukt 2006–2010



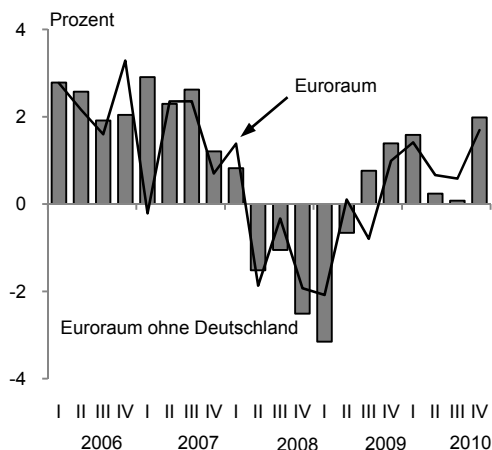
Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Expansion im vierten Quartal wurde zum einen vom Außenbeitrag, der vor allem in Deutschland stark zulegte, getragen. Zum anderen legte der private Konsum, insbesondere im übrigen Euroraum, spürbar zu, nachdem er dort zwei Quartale nahezu stagniert hatte (Abbildung 2). Die Investitionstätigkeit ließ hingegen merklich nach, allerdings nicht zuletzt wegen des witter-

rungsbedingten Rückgangs der Bauinvestitionen in den nördlichen Mitgliedsländern.

Abbildung 2:  
Privater Konsum 2006–2010



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

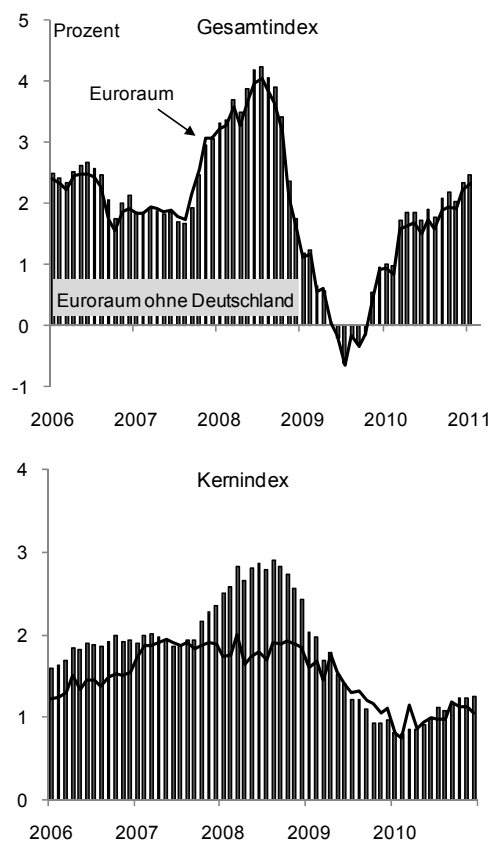
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Die Unterschiede in der konjunkturellen Dynamik zwischen den größeren Mitgliedsländern des Euroraums waren im vierten Quartal gering. Die Produktion in einigen kleineren Ländern entwickelt sich jedoch deutlich anders als im Euroraum insgesamt. So expandierte das Bruttoinlandsprodukt in Finnland und in Estland ausgesprochen stark mit laufenden Jahresraten von rund 7 bzw. 10 Prozent. In Griechenland dagegen brach die Produktion abermals ein (-5,5 Prozent). Hier kam es zudem zu einer spürbaren Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts der vorherigen Quartale, so dass nun für das vergangene Jahr mit einem Rückgang von 4,5 Prozent (IfW-Winterprognose: -4 Prozent) gerechnet werden muss.

Die Inflationsrate hat im Dezember 2010 erstmals seit Ende 2008 die Marke von 2 Prozent überschritten; im Februar 2011 erreichte sie nach vorläufigen Angaben einen Wert von 2,4 Prozent (Abbildung 3). Die Beschleunigung geht zur Hälfte alleine auf die stark gestiegenen Preise für Energierohstoffe zurück. Da es im Zuge der politischen Ereignisse im arabischen Raum zu weiteren Ölpreisanstiegen gekommen ist, dürfte der Preisschub von dieser Seite in

den kommenden Monaten andauern. Die Kerninflationsrate verharrte hingegen bei etwas über 1 Prozent. Da die Inflationsraten auch von gestiegenen Verbrauchs- und Umsatzsteuern in einigen Mitgliedsländern beeinflusst sind, dürfte die zugrunde liegende Preisdynamik sogar noch leicht schwächer sein. Im Dezember 2010 lag die Inflationsrate, bei der die Einflüsse von Abgabenänderungen herausgerechnet werden, um 0,4 Prozentpunkte unter der Inflation des Gesamtindex.

Abbildung 3:  
Verbraucherpreise 2006–2011



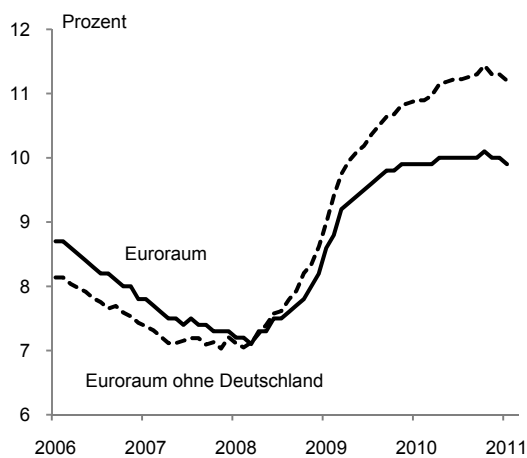
Monatsdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist seit mehreren Monaten nahezu unverändert. Die Beschäftigung ist im Verlauf des vergangenen Jahres nur moderat gestiegen und lag im Mittel weiter unter dem Wert des Jahres 2009. Die Arbeitslosenquote liegt seit April 2010 bei rund 10 Pro-

zent. Im Euroraum ohne Deutschland ist sie deutlich höher (Abbildung 4). Einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit hat es im letzten Quartal des Vorjahres nur noch in Griechenland gegeben, während die Arbeitslosenquoten in anderen Ländern der Peripherie, nämlich Spanien und Portugal, leicht und in Irland – wohl auch im Zuge von Migrationsbewegungen – sogar merklich gesunken sind.

Abbildung 4:  
Arbeitslosenquote im Euroraum 2006–2011



Monatsdaten. Saisonbereinigt.

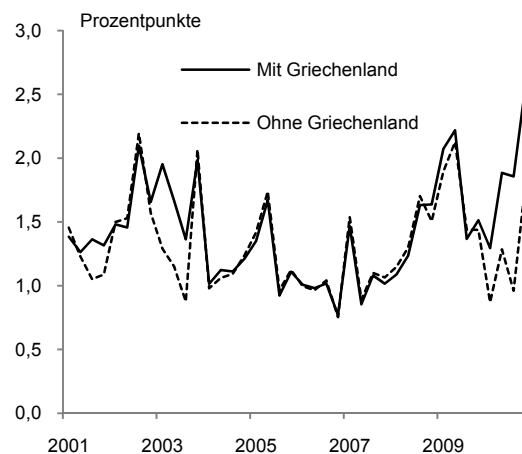
Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

## Differenzen in der Produktionsentwicklung nicht ungewöhnlich groß

Das verglichen zum übrigen Euroraum deutlich höhere Expansionstempo in Deutschland hat viele Kommentatoren zu der Einschätzung bewegt, dass die gesamtwirtschaftlichen Produktionsanstiege der Mitgliedsländer im Euroraum in einem zuvor ungekannten Ausmaß divergieren und damit einzelne Länder erheblichem Stress durch die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ausgesetzt seien. So zeichnet sich aktuell eine Zinswende auch wegen der im Aggregat aufwärtsgerichteten Produktion ab, während in Griechenland

und Portugal mit weiteren Produktionsrückgängen zu rechnen ist. Tatsächlich ist es bisher noch nicht vorgekommen, dass die Produktion eines Mitgliedslandes (Finnland) mehr als 4 Prozent über dem Niveau des Vorjahresquartal liegt, während sie es in einem anderen um mehr als 6 Prozent (Griechenland) unterschreitet. Diese erhebliche Differenz spiegelt aber vor allem die besondere Situation Griechenlands wider, wo die Produktion seit dem Beitritt zur Währungsunion noch nie einen starken Gleichlauf mit der des Euroraums aufwies (Kasten 1).

Abbildung 5:  
Standardabweichung der Vorjahresvergleiche im Euroraum 2001–2010



Quartalsdaten. Die Standardabweichung wird für die Vorjahresvergleiche des Bruttoinlandsprodukts der folgenden Länder berechnet: Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland, Griechenland, Portugal, Irland.

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

Differenzen in der Produktionsdynamik zwischen den Mitgliedsländern sind ein steter Begleiter der Währungsunion. Berechnet man die Standardabweichungen der Vorjahresvergleiche des Bruttoinlandsprodukts der ältesten Mitgliedsländer und betrachtet sie über die Zeit, zeigt sich, dass nur dann aktuell der höchste Wert erreicht wird, wenn man Griechenland in die Berechnung der Standardabweichung einbezieht.<sup>1</sup> Bleibt Griechenland außen vor, ist die

<sup>1</sup> Das Bruttoinlandsprodukt Luxemburgs wird wegen der Datenverfügbarkeit in der Analyse nicht herangezogen.

### Kasten 1:

Zur Analyse des Gleichlaufs der Produktionsdynamik in den Mitgliedsländern des Euroraums

Angesichts der in den Mitgliedsländern des Euroraums unterschiedlich verlaufenden konjunkturellen Erholungen wird häufig argumentiert, dass der Gleichlauf zwischen den Ländern zusammengebrochen ist und eine Phase der konjunkturellen Divergenz eingetreten ist. Um dies näher zu untersuchen, verwenden wir ein dynamisches Ein-Faktormodell mit zeitvariierenden Ladungen und zeitvariierender Volatilität für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts. Das Modell zerlegt die Zuwachsraten der einzelnen Länder in einen gemeinsamen Teil, der über Faktorladungen mit dem Faktor verbunden ist, und in einen ideosynkratischen Teil, der die rein nationalen Einflüsse repräsentiert. Der Faktor kann dabei als Euroraum-Faktor interpretiert werden. Das Modell liefert für jeden Zeitpunkt und für jedes Land eine Faktorladung und eine Varianz der restlichen Komponente. Das Verhältnis zwischen der zeitvariierenden Volatilität und den zeitvariierenden Faktorladungen gibt dann Aufschluss darüber, in welchem Ausmaß das Land im Gleichlauf mit den anderen ist bzw. wie stark es von eigenen Schocks geprägt wird. Dabei zeigen hohe Faktorladungen einen hohen Gleichlauf an.

Das Modell für die Zuwachsraten  $Y_{it}$  besteht aus den folgenden Gleichungen:

$$y_{it} = \lambda_{it} f_t + e_{it}$$

$$\lambda_{it} = \lambda_{it-1} + v_{it}$$

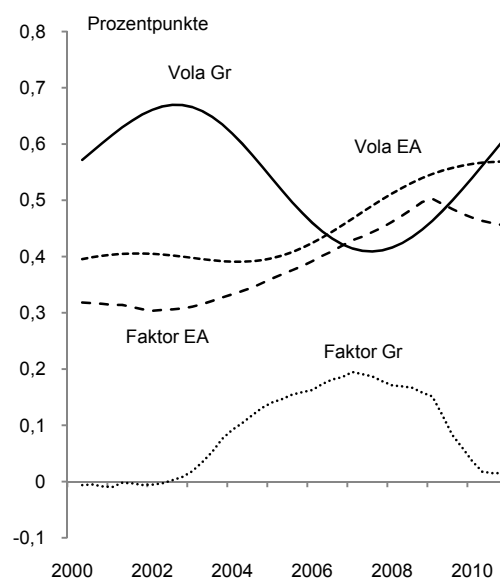
$$\phi(L) f_t = u_t$$

$$\phi(L) e_{it} = \varepsilon_{it}$$

wobei die Fehler  $v_{it}$  und  $u_t$  unabhängig normal verteilt sind mit konstanter Varianz. Für den Fehler  $\varepsilon_{it}$  unterstellen wir eine zeitvariierende Varianz  $\sigma_{it}^2$ , die nichtparametrisch spezifiziert ist. Die Parameter des Modells werden bayesianisch mithilfe des Gibbs-Samplers geschätzt.  $\lambda_{it}$  und  $\sigma_{it}^2$  repräsentieren die zeitvariierenden Faktorladungen und die zeitvariierenden Volatilitäten.

Abbildung K 1-1 zeigt die Schätzungen für die zeitvariierenden Faktorladungen und die zeitvariierenden Volatilitäten für Griechenland und für den Mittelwert aus allen Ländern des Euroraums. Während die ideosynkratische Volatilität im Falle Griechenlands immer deutlich höher liegt als die Faktorladungen, die zeitweise auch nahe null sind, ist das Verhältnis im Schnitt der Länder des Euroraums zumeist ausgeglichen. Dies bedeutet, dass der gemeinsame Faktor in Griechenland nahezu keinen Erklärungsgehalt hat, während er für die Euroraumländer ähnlich viel erklärt wie die Ideosynkratie. Ferner ist zu sehen, dass für die Euroraumländer im Mittel die Relation zwischen Ideosynkratie und Faktorladungen in der Zeit nahezu unverändert geblieben ist.

Abbildung K 1-1:  
Griechenland und der konjunkturelle Gleichlauf im Euroraum 2000–2010



Quartalsdaten: Preis-, kalender- und saisonbereinigt.

VolaGr: Volatilität der ideosynkratischen Komponenten des griechischen BIP. FaktorGr: Einfluss des gemeinsamen Faktors auf das griechische BIP. VolaEA: Mittelwert der Volatilitäten der ideosynkratischen Komponenten über die betrachteten Länder des Euroraums. Faktor EA: Mittlerer Einfluss des gemeinsamen Faktors auf das BIP der betrachteten Länder des Euroraums.

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

Standardabweichung auf einem ähnlichen Niveau wie in den Jahren zuvor (Abbildung 5). Der aktuelle Stress in der Währungsunion, dem einzelne Länder wegen der gemeinsamen Geld-

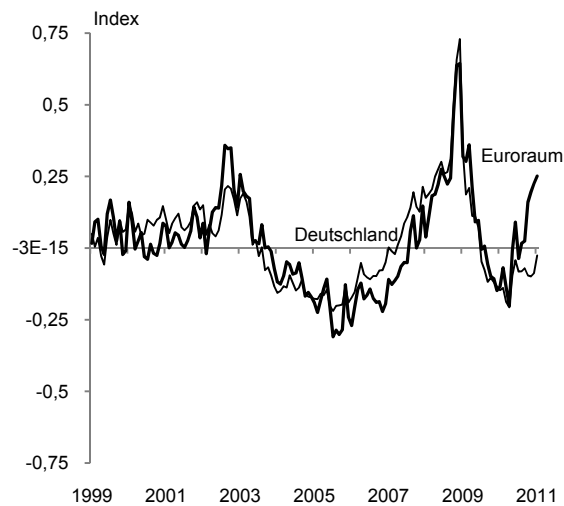
politik ausgesetzt sind, erscheint gemessen an den Differenzen der Produktionsdynamik somit nicht größer zu sein als in den Anfangsjahren der Währungsunion.

## Geldpolitik vor der Zinswende

Die monetären Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten uneinheitlich entwickelt. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator ist jüngst weiter gestiegen (Abbildung 6). Maßgeblich für die Zunahme sind die gestiegenen Zinsaufschläge für Anleihen der Peripherieländer (Abbildung 7) sowie die gestiegenen Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen mittlerer Bonität. Für eine Verbesserung des monetären Umfeldes sprechen vor allem die Umfragen unter Banken, wonach diese ihre Kreditvergabekonditionen etwas gelockert haben.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte bei 1 Prozent belassen und führt die Offenmarktgeschäfte nach wie vor als „Festzinstender“ mit unbegrenzter Zuteilung durch. Zentralbankgeld wird wieder vermehrt durch die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte und weniger

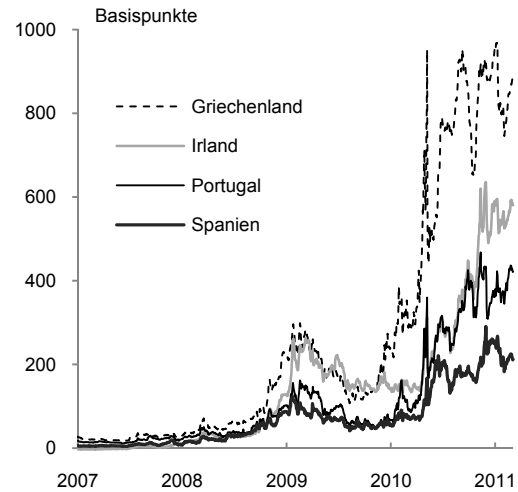
Abbildung 6:  
Finanzmarktstressindikator 1999–2010



Monatsdaten.

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

Abbildung 7:  
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2011



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

Quelle: Thomson Financial Datastream.

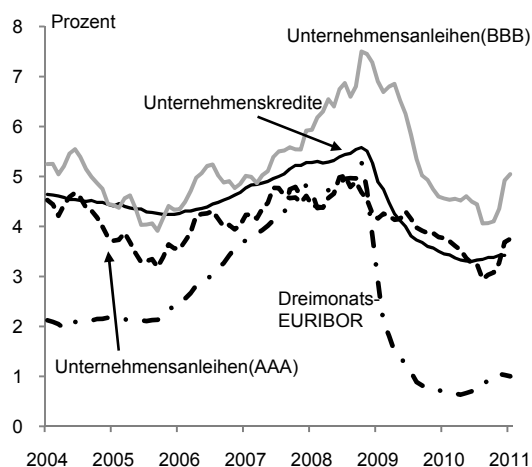
durch längerfristige Refinanzierung zugeteilt; die sechs- und zwölfmonatigen Tender sind inzwischen ausgelaufen, bis Ende Juni werden nur noch dreimonatige Refinanzierungsgeschäfte angeboten. Der Ankauf von Wertpapieren, den die EZB im Dezember und Januar vorübergehend verstärkt durchführte, wurde im Februar wieder zurückgefahren. Insgesamt hat die EZB im Rahmen des „Programms für die Wertpapiermärkte“ Staatsanleihen im Wert von 77,5 Mrd. Euro erworben. Die daraus entstandene Liquidität wurde durch Feinsteuerungsoperationen sterilisiert. Insgesamt führt die EZB allmählich ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zurück.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich zuletzt etwas verschlechtert. Die Zinsen für Unternehmensanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit sind leicht gestiegen (Abbildung 8). Die Zinsdifferenz zwischen Anleihen mittlerer (BBB) und höchster (AAA) Güte nahm wieder leicht zu. Damit erhöhte sich die Verzinsung risikobehafteter Anlageformen überproportional. Auch die durchschnittlichen



## Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

Abbildung 8:  
Nominalzinsen 2004–2011



Monatsdaten; Unternehmenskredite: Zinssatz für Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften; Unternehmensanleihen: mit einer Laufzeit von 10 Jahren.

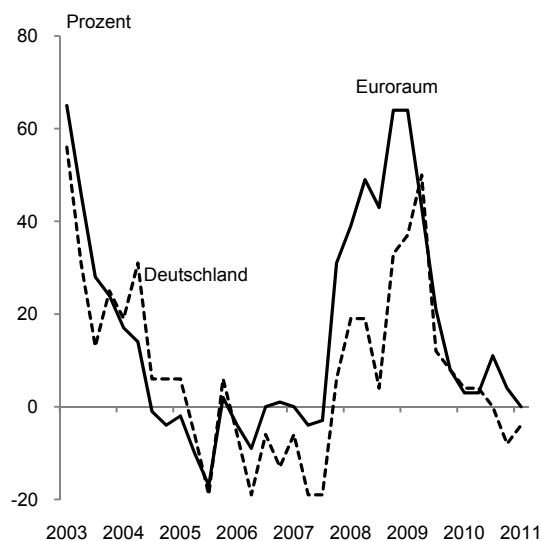
Quelle: EZB, MFI-Zinsstatistik; Reuters.

Zinsen für bestehende Unternehmenskredite sind im vierten Quartal geringfügig gestiegen; für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lagen sie im Dezember bei 3,4 Prozent. Die Zinsen für Neukredite erhöhten sich ebenfalls etwas. Insgesamt haben die Finanzierungskosten der Unternehmen im Euroraum gegenüber dem Sommerhalbjahr also leicht zugenommen.

Der *Bank Lending Survey* der EZB deutet auf eine leichte Lockerung der Kreditvergabe-standards hin. Im vierten Quartal 2010 sank per Saldo der prozentuale Anteil der Banken, die eine Verschärfung bzw. Lockerung der Richtlinien für die Vergabe der Kredite an Unternehmen berichten von 4 Prozent auf 0 Prozent (Abbildung 9). Die Richtlinien für kleine und mittlere Unternehmen wurden geringfügig verschärft.

Die reale Geldmenge M1, die nach der Finanzkrise kräftig zugelegt hatte, stieg zuletzt kaum noch (Abbildung 10). Allgemein gilt diese Größe als ein guter Frühindikator mit etwa einem Jahr Vorlauf zur gesamtwirtschaftlichen Produktion (Dovern et al. 2008). Somit kann die deutliche Abschwächung am aktuellen Rand zwar durchaus als ein Signal für eine mögliche konjunkturelle Abflachung gewertet werden. Jedoch ist die Entwicklung auch vor dem Hin-

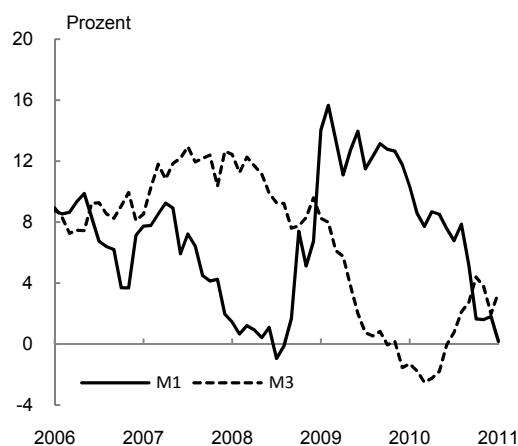
Abbildung 9:  
Kreditvergabebedingungen 2003–2011



Quartalsdaten; Saldo des Anteils der Banken, welche eine Anhebung der Standards angeben, und Banken, die über eine Lockerung berichten.

Quelle: EZB, Monatsbericht, Deutsche Bundesbank, Bank Lending Survey.

Abbildung 10:  
Reale Geldmengen 2006–2011



Monatsdaten; annualisierter Halbjahresvergleich.

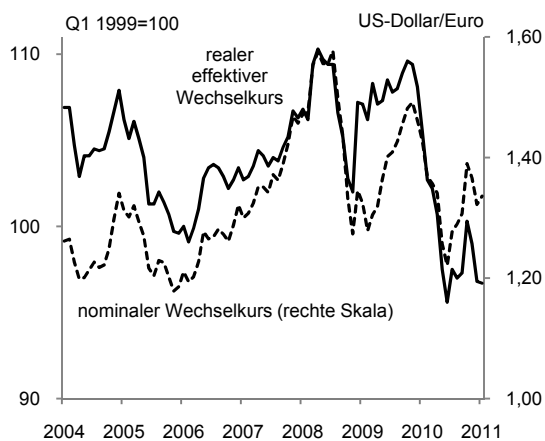
Quelle: EZB, Monatsbericht; eigene Berechnungen.

tergrund zu sehen, dass sich M1 im Zuge der Finanzkrise maßgeblich aus dem Vorsichtsmotiv und nicht über eine Ausweitung der Transaktionskasse stark erhöht hatte. So dürfte die aktuelle Schwäche von M1 zum Teil auch eine Normalisierung des überaus hohen Geld-

mengenniveaus darstellen. Die Erholung der breiter gefassten Geldmenge M3 setzte sich in den vergangenen Wochen fort.

Aufgrund der leichten Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar gegen Ende des Jahres haben sich die außenwirtschaftlichen monetären Rahmenbedingungen etwas verbessert (Abbildung 11). Real effektiv wertete der Euro gegen Ende des Jahres 2010 noch etwas stärker ab. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen verbesserte sich in den vergangenen Monaten etwas.

Abbildung 11:  
Wechselkurse 2004–2011



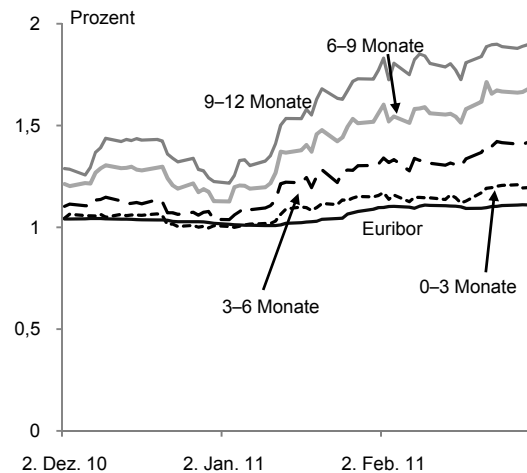
Monatsdaten; realer effektiver Wechselkurs: gegenüber 44 Ländern auf Basis von Verbraucherpreisen.

Quelle: EZB, Monatsbericht.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine Straffung der Geldpolitik. Die EZB dürfte den Hauptrefinanzierungssatz in der ersten Jahreshälfte bei 1 Prozent belassen. Sie hat angekündigt bis in den Sommer hinein jede beliebige Liquidität bereitzustellen. Wir erwarten, dass die EZB zunächst die Umstellung zum Zinstenderverfahren voranbringen wird. Im dritten Quartal dürfte sie damit beginnen, den Hauptrefinanzierungssatz zu erhöhen. Zum einen weisen die Markterwartungen auf eine Zinsanhebung in diesem Jahr hin; die Terminzinsen für unbesichertes Dreimonatsgeld sind seit Jahresbeginn deutlich gestiegen (Abbildung 12). Zum anderen deutet auch unsere empiri-

sche Zinsreaktionsfunktion der EZB darauf hin (Abbildung 13).<sup>2</sup>

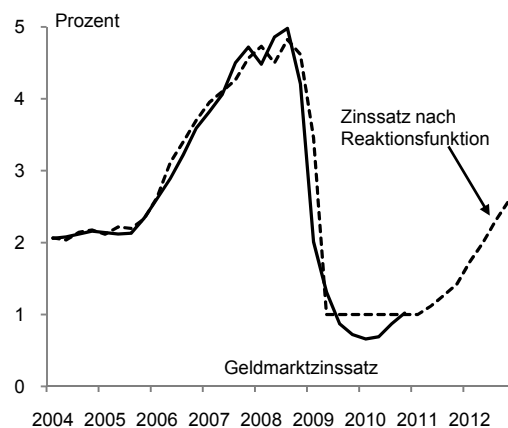
Abbildung 12:  
Terminzinsen 2011–2012



Tagesdaten; Terminzinsen für besichertes Dreimonatsgeld (Euribor) nach Laufzeiten.

Quelle: EZB, Monatsbericht; Thomson Reuters.

Abbildung 13:  
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2012



Quartalsdaten; Prognose ab dem 1. Quartal 2011 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB; Geldmarktzins: Dreimonatseuribor.

Quelle: EZB, Monatsbericht; eigene Berechnungen.

<sup>2</sup> Die Reaktionsfunktion ist eine geschätzte Taylor-Regel, bei der als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt wurde. Als erklärende Variable gehen neben der Produktionslücke und den Inflationserwartungen auch eine Zinsglättungsvariable mit in die Schätzung ein.

Höhere Zinsen sind demnach zu erwarten, obwohl sich die Inflation bis zum Ende des Prognosezeitraums wieder abschwächen und mit Raten unter 2 Prozent niedrig bleiben dürfte und die Produktion in den kommenden beiden Jahren wohl unterhalb des Produktionspotentials liegen wird. Das liegt daran, dass das gegenwärtige Zinsniveau so extrem niedrig ist. Das gleichgewichtige Zinsniveau, bei dem die Inflationsrate knapp 2 Prozent betragen würde und die Produktionslücke geschlossen wäre, dürfte jedoch bei rund 4 Prozent liegen.

Zinserhöhungen wären also vor allem als eine Normalisierung des geldpolitischen Kurses zu interpretieren und werden nicht restriktiv wirken, sondern müssen vielmehr als eine weniger expansiv ausgerichtete Geldpolitik ausgelegt werden. Ende des Jahres 2012 dürfte der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,5 Prozent liegen; auch dann wird die Geldpolitik noch expansiv wirken.

## Lohnanstieg beschleunigt sich leicht

Die Lohndynamik im Euroraum hat im Verlauf des vergangenen Jahres weiter abgenommen. Sowohl die Zuwachsrate der Tarifverdienste als auch die der Arbeitskosten pro Stunde sind wie im Vorjahr stark gesunken. Im dritten Quartal 2010 – aktuellere Daten liegen noch nicht vor – erreichten sie mit 1,4 Prozent bzw. 0,8 Prozent gegenüber Vorjahr die niedrigsten Werte seit Bestehen der gemeinsamen Währung. Die Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist hingegen nicht nennenswert unter das Niveau von 2009 gesunken und lag zuletzt bei 1,5 Prozent. Am aktuellen Rand spielte hierbei der Anstieg der Lohnnebenkosten wohl eine bedeutendere Rolle als der der Löhne und Gehälter (EZB 2011: 57). In der Branchenbetrachtung ist auffällig, dass sich die Zuwächse des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in der Industrie im Jahresverlauf 2010 kräftig erhöht haben und zuletzt bei rund 3,5

Prozent lagen. Hierfür dürfte in erster Linie der deutliche Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden verantwortlich gewesen sein. Im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor wurden hingegen lediglich Raten von rund 1,8 bzw. 1 Prozent verzeichnet.

In diesem Jahr bleibt der Lohnanstieg außerordentlich gering, nicht zuletzt weil die Länder der Peripherie, die derzeit einen schmerzhaften Anpassungsprozess durchlaufen, sehr niedrige Lohnzuwachsrate verzeichnen dürften; in Portugal und Griechenland werden die Löhne wohl sogar zurückgehen (Tabelle 1). Im nächsten Jahr dürfte der Lohnanstieg in fast allen Ländern etwas an Fahrt gewinnen, wobei die Lohndynamik in Deutschland insbesondere im nächsten Jahr höher ausfallen wird als im übrigen Euroraum. Die Arbeitsproduktivität im Euroraum dürfte im Prognosezeitraum nur verhalten steigen (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund steigen die Lohnstückkosten nach ihrem Rückgang im vergangenen Jahr in diesem Jahr nur geringfügig, im nächsten Jahr etwas stärker.

Tabelle 1:  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2009–2012

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

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: EZB, *Monatsbericht*, 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Tabelle 2:  
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2009–2012

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

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: Europäische Kommission, *European Economic Forecast*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IWF.

## Finanzpolitik weiter vor großen Herausforderungen

Die Lage an den Märkten für Staatsanleihen hat sich jüngst wieder zugespitzt. Die Risikoprämien für Griechenland und Irland sind auf einem so hohen Niveau, dass sich daraus die Erwartungen eines bevorstehenden Schuldenschnitts ermessen lassen. Die Konsolidierungsmaßnahmen in Griechenland erfolgen zwar weitestgehend plangemäß. Allerdings wurde das Defizitziel aus dem Rettungsplan von Europäischer Kommission und IWF verfehlt, da sich die Konjunktur schlechter als vorgesehen entwickelte (Europäische Kommission 2011).<sup>3</sup> Die Risikoaufschläge für spanische Staatsanleihen sind vorübergehend merklich gesunken. Die Konsolidierungsbemühungen der spanischen Regierung haben Wirkung gezeigt, ohne

<sup>3</sup> Zu den Gefahren der Kommunikation eines Defizitziels in Relation zum Bruttoinlandsprodukt siehe Boysen-Hogrefe (2010a).

das Land in eine tiefe Rezession zu stürzen. Aber auch der spanische Staat ist noch weit davon entfernt die für eine Stabilisierung des Schuldenstandes notwendigen Primärüberschüsse zu erzielen. Da außerdem die großen Risiken im spanischen Bankensektor, deren Eintritt ein finanzielles Engagement des Staates erfordern würde, in das Bewusstsein der Anleger getreten sind, kam es in den vergangenen Wochen wieder zu einem Anstieg der Risikoaufschläge.

Um den Umfang der noch ausstehenden Konsolidierung abzuschätzen, haben wir die Primärsalden, die bei gegebener Differenz zwischen nominalen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukt und der durchschnittlichen Verzinsung der Staatsschuld (Zins-Wachstums-Differenz) notwendig sind, um den Schuldenstand zu stabilisieren, den tatsächlichen Primärsalden gegenübergestellt. Zieht man dazu die von der Europäischen Kommission für das Jahr 2012 prognostizierten Schuldenstände und konjunkturell bereinigten Primärsalden heran, zeigt sich, dass insbesondere Irland vor großen Herausforderungen steht (Tabelle 3).<sup>4</sup> Selbst wenn man eine Zins-Wachstums-Differenz von 1 Prozentpunkt unterstellt, was aus heutiger Sicht sehr optimistisch ist, weicht der prognostizierte Primärsaldo von -4,6 Prozent immens vom Primärsaldo ab, der notwendig ist, um den Schuldenstand zu stabilisieren (1,1 Prozent). Die Konsolidierungsaufgabe Irlands ist nur zu bewältigen, wenn das Land wieder auf einen steilen Wachstumspfad einschwenkt und die Finanzmärkte mittelfristig das Vertrauen in die irische Finanzpolitik wiedergewinnen.<sup>5</sup> Wenn der freie Fall der griechischen Wirtschaft im laufenden Jahr gestoppt wird, sind die Ausichten hier sogar besser als in Irland, da die

<sup>4</sup> Die Prognosen der Europäischen Kommission vom Herbst 2010 berücksichtigen ausschließlich die zu jenem Zeitpunkt bekannten Konsolidierungsmaßnahmen. Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass in einigen Ländern darüber hinausgehende Maßnahmen ergriffen werden.

<sup>5</sup> Noch zu Beginn der Immobilienkrise in Irland 2007 rentierten irische Staatsanleihen niedriger als deutsche Staatsanleihen.

## Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

*Tabelle 3:*  
Konjunkturbereinigte Primärsalden zur Stabilisierung des Schuldenstands

	Schuldenstand 2012	Primärsaldo 2012	Notwendiger Primärsaldo bei einer Zins-Wachstums-Differenz von:		
			1 Prozentpunkt	4 Prozentpunkten	7 Prozentpunkten
Deutschland	75,2	1,1	0,7	2,9	5,1
Frankreich	89,8	-1,5	0,9	3,5	6,1
Italien	119,9	1,6	1,2	4,6	8,1
Spanien	73,0	-2,0	0,7	2,8	4,9
Niederlande	67,3	0,9	0,7	2,6	4,6
Belgien	102,1	-0,5	1,0	3,9	6,9
Österreich	73,3	-0,1	0,7	2,8	5,0
Griechenland	156,0	2,6	1,5	6,0	10,6
Finnland	53,0	2,2	0,5	2,0	3,6
Portugal	92,4	-0,3	0,9	3,6	6,2
Irland	114,3	-4,6	1,1	4,4	7,7
Slowakei	47,4	-3,0	0,5	1,8	3,2
Slowenien	47,6	-2,0	0,5	1,8	3,2
Luxemburg	20,9	1,1	0,2	0,8	1,4
Estland	11,7	-2,0	0,1	0,5	0,8
Zypern	68,4	-3,0	0,7	2,6	4,6
Malta	70,9	-0,4	0,7	2,7	4,8
Euroraum	87,8	0,0	0,8	3,4	5,9

Primärsaldo 2012 und Schuldenstand 2012: Prognose der Europäischen Kommission. Zins-Wachstums-Differenz zwischen durchschnittlicher Verzinsung der Staatsschuld und Zuwachs des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Europäische Kommission (2010); eigene Berechnungen.

Konsolidierungsbemühungen bereits weiter fortgeschritten sind. Stellen sich die den Prognosen der Europäischen Kommission zugrunde liegenden Potentialannahmen als zutreffend heraus, dürften merkliche Primärüberschüsse in den öffentlichen Haushalten erzielt werden, die allerdings nur dann zu einer Stabilisierung und sogar einen Abbau des Schuldenstandes führen, wenn sich die Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen stark zurückbilden. Bei einer Zins-Wachstums-Differenz von 7 Prozentpunkten müssten 8 Prozentpunkte gut gemacht werden, um den notwendigen Primärsaldo zu erzielen. Angesichts der hohen Zinslasten, die Griechenland zu tragen hat, dürfte ein positiver Vertrauensumschwung auf Jahre hinaus unwahrscheinlich sein. Anders gesagt, solange die Märkte einen Schuldenschnitt erwarten, ist dieser sehr wahrscheinlich. Neben den Ländern, die im Mittelpunkt der Schuldenkrise stehen, haben auch andere Länder des Euroraums, wie Frankreich und Belgien, noch erhebliche Konsolidierungsaufgaben vor sich. Nach der Prognose der Europäischen Kommission werden beide Länder konjunkturbereinigt

noch 2012 negative Primärsalden aufweisen und dies bei Schuldenständen von rund 90 bzw. 100 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Insgesamt wird die Finanzpolitik im laufenden und im kommenden Jahr spürbar restriktiv ausgerichtet sein. Die Konjunkturprogramme sind weitestgehend ausgelaufen und in vielen Ländern des Euroraums werden bereits Konsolidierungsmaßnahmen durchgeführt, um dem krisenbedingten Anschwellen der Schuldenstände entgegenzuwirken. Im Jahr 2011 dürfte das Budgetdefizit bei 4,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen. Im kommenden Jahr dürfte es dann auf 3,9 Prozent sinken (Tabelle 4).

Tabelle 4:  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2009–2012

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

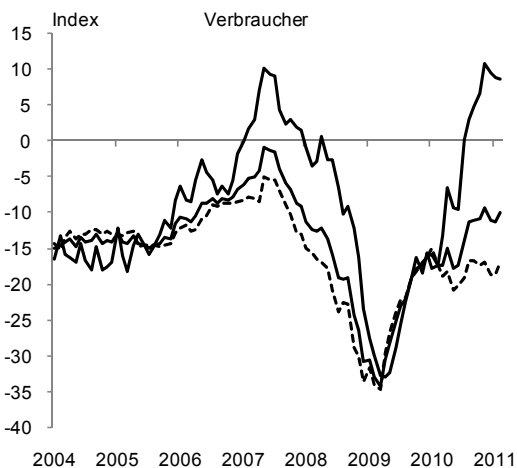
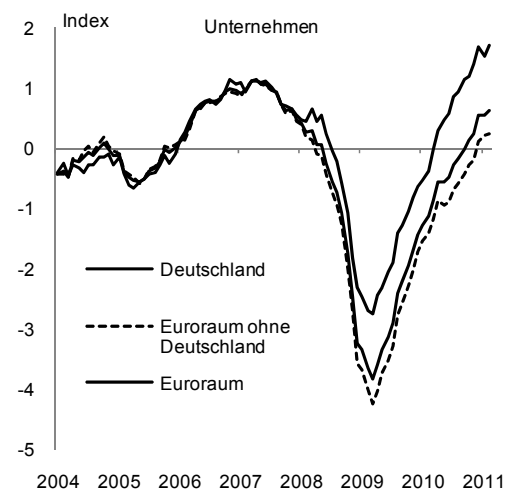
Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

## Ausblick: Moderate Erholung setzt sich fort

Die Konjunktur im Euroraum ist zu Beginn dieses Jahres aufwärtsgerichtet. Die Stimmung der Unternehmen hat sich zuletzt weiter verbessert (Abbildung 14) und die Auftragseingänge der Industrie sind spürbar gestiegen. Für eine merkliche Expansion spricht auch der EUROFRAME-Indikator (Abbildung 15). Die Stimmung der Konsumenten hat sich jüngst ebenfalls aufgehellt, auch wenn sie insbesondere im Euroraum ohne Deutschland weiterhin verhalten ist. Wesentliche Impulsgeber der positiven gesamtwirtschaftlichen Expansion im ersten Halbjahr dürften dank der kräftigen Weltkonjunktur der Export sowie aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen die privaten Anlageinvestitionen sein. Wegen der geringen Besserung am Arbeitsmarkt und steigender Steuer- und Abgabenlasten sowie stark gestiege-

Abbildung 14:  
Stimmungsindikatoren 2004–2011



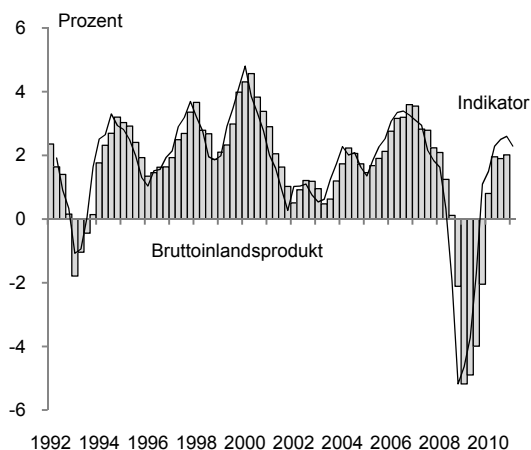
Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

ner Energiepreise dürfte der private Konsum kaum zur Nachfrageausweitung beitragen. Erst gegen Ende des Prognosezeitraums, wenn sich die Situation an den Arbeitsmärkten etwas entspannt haben wird, dürften von dieser Seite merkliche Impulse ausgehen. Spürbar dämpfend werden im gesamten Prognosezeitraum angesichts der großen Konsolidierungszwänge der öffentlichen Haushalte wohl der öffentliche Konsum und die öffentlichen Investitionen wirken. Besonders gravierend wird sich dies in den Ländern der Peripherie auswirken. Portugal dürfte nach dem Produktionsrückgang im letz-

ten Quartal des vergangenen Jahres zunächst in der Rezession verharren, und die griechische Wirtschaft wird vermutlich erst gegen Ende des laufenden Jahres wieder expandieren. Neben der stark restriktiv ausgerichteten Finanzpolitik wird der Konjunkturausblick in allen Ländern der Peripherie von der Schwäche des Bankensektors beeinträchtigt. Im Euroraum insgesamt hat sich zwar die Lage der Banken stabilisiert, in den Ländern der Peripherie besteht aber das erhöhte Risiko von Zusammenbrüchen größerer Banken fort. Für die Prognose nehmen wir aber nicht an, dass es zu einem solchen Fall kommt.

Abbildung 15: EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2011



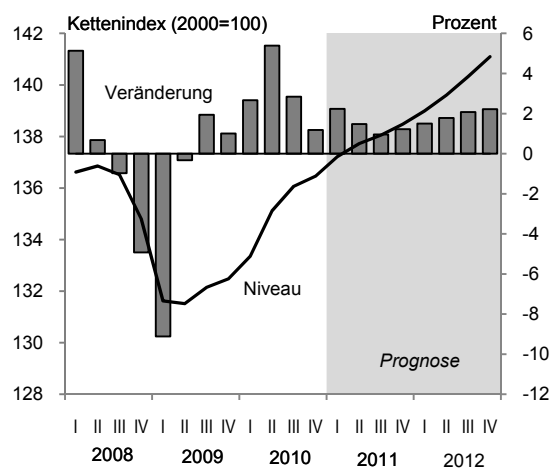
Quartalsdaten; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; EUROFRAME.

In der zweiten Jahreshälfte rechnen wir wegen insbesondere wegen der immensen Konsolidierungsleistung der öffentlichen Haushalte mit einer Abflachung, so dass wir für den Euroraum im Jahresdurchschnitt einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 1,7 Prozent erwarten (Abbildung 16). Für den Euroraum ohne Deutschland dürfte der Zuwachs mit 1,2 Prozent merklich geringer ausfallen, insbesondere weil hier die Konsolidierung weitaus ausgeprägter ist (Tabelle 5). Im kommenden Jahr dürfte dann wieder eine moderate Beschleunigung, getragen vom privaten Konsum wie den privaten Investitionen, einsetzen, die auch die Länder der Peripherie erfassen dürfte, so dass

wir insgesamt mit einem Anstieg der Produktion von 1,5 Prozent im Euroraum und 1,4 Prozent im Euroraum ohne Deutschland rechnen (Tabelle 6). Bei dieser Produktionsentwicklung wird Ende 2012 das Vorkrisenniveau im Euroraum ohne Deutschland noch nicht wieder erreicht sein (Abbildung 17).

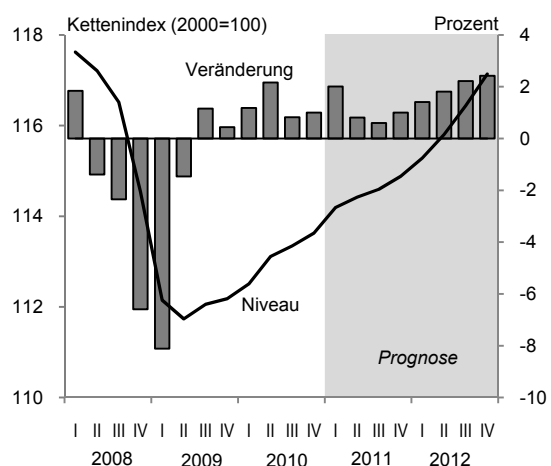
Abbildung 16: Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2008–2012



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

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

Abbildung 17: Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2008–2011



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

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

Tabelle 5:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2010–2012

	2010				2011				2012				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	1,2	2,2	0,8	1,0	2,0	0,8	0,6	1,0	1,4	1,8	2,2	2,4	1,0	1,2	1,4
Inlandsnachfrage	0,6	1,7	0,0	0,4	1,5	0,6	0,0	0,8	1,5	2,0	2,6	2,9	0,3	0,7	1,4
Privater Verbrauch	1,6	0,2	0,1	2,0	0,8	0,4	0,8	0,8	1,2	1,6	2,0	2,0	0,9	0,8	1,3
Staatsverbrauch	-2,4	2,3	0,3	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,4	0,8	0,8	0,2	-0,1	0,1
Anlageinvestitionen	-2,7	3,9	-2,8	-1,8	5,3	3,2	2,4	3,6	3,6	4,5	5,7	6,1	-2,9	2,0	4,0
Vorratsänderungen	0,7	0,2	0,4	-0,4	0,1	-0,1	-0,8	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	-0,1	-0,1
Außenbeitrag	0,6	0,5	0,9	0,7	0,5	0,2	0,6	0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,7	0,5	0,0
Exporte	12,9	12,8	8,2	6,3	5,7	4,5	4,1	3,2	3,2	3,2	4,1	4,1	9,3	5,9	3,6
Importe	11,1	11,4	5,8	4,6	4,5	4,1	2,6	2,6	3,4	3,6	4,9	5,3	7,3	4,6	3,6

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

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

Tabelle 6:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2010–2012

	2010				2011				2012				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	1,6	4,0	1,4	1,1	2,2	1,5	1,0	1,2	1,5	1,8	2,1	2,2	1,7	1,7	1,5
Inlandsnachfrage	2,3	3,4	0,0	-0,2	1,8	1,7	0,7	1,2	1,7	2,0	2,3	2,6	0,8	1,1	1,7
Privater Verbrauch	1,4	0,7	0,6	1,7	0,8	0,5	0,8	0,9	1,2	1,4	1,7	1,7	0,7	0,9	1,2
Staatsverbrauch	-0,1	0,7	1,6	0,4	-0,4	-0,2	0,2	0,3	-0,1	0,5	1,3	0,9	0,7	0,2	0,4
Anlageinvestitionen	-0,6	8,6	-0,6	-2,4	5,2	7,0	4,2	4,6	4,2	4,6	5,4	5,6	-0,8	3,4	4,8
Vorratsänderungen	1,6	1,1	-0,6	-0,8	0,3	0,1	-0,6	-0,3	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,1
Außenbeitrag	-0,7	0,7	1,3	1,3	0,5	-0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,8	0,6	-0,1
Exporte	11,8	18,9	9,1	7,5	6,8	5,5	5,5	4,5	4,3	4,3	5,1	5,1	10,6	7,3	4,7
Importe	14,5	17,7	5,7	4,4	5,8	6,2	5,1	4,6	4,8	4,9	5,7	6,0	8,7	6,1	5,1

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

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

Die Belebung am Arbeitsmarkt dürfte sich angesichts des insgesamt moderaten konjunkturellen Tempos geringfügig vorankommen. Wir rechnen zwar mit einem Beschäftigungsaufbau über den gesamten Prognosehorizont, doch dürfte er nicht stark genug sein, um die Arbeitslosigkeit rasch abzubauen. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einer Arbeitslosenquote von 9,9 Prozent für den Euroraum und von 11,1 Prozent für den Euroraum ohne Deutschland. Im kommenden Jahr dürfte die Arbeitslosenquote im Euroraum auf 9,5 Prozent

und im Euroraum ohne Deutschland auf 10,8 Prozent sinken (Tabelle 7).

Die Inflation beschleunigt sich insbesondere wegen stark gestiegener Preise für Energierohstoffe zunächst weiter. Aufgrund von Basiseffekten vorheriger Energie- und Lebensmittelpreisanstiege sowie der Erhöhungen von Verbrauchssteuern dürfte der jahresdurchschnittlichen Preisauftrieb im laufenden Jahr mit rund 2 Prozent geringer ausfallen als die Inflationsrate im Februar 2011. Zeitgleich dürfte die zugrundeliegende Inflation, die anhand der Kern-



## Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

*Tabelle 7:*

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

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Deutschland	26,7	3,6	2,8	1,6	1,2	2,3	2,0	6,8	6,5	6,1
Frankreich	21,3	1,6	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	9,7	9,4	9,1
Italien	17,0	1,0	1,0	1,2	1,6	1,9	1,4	8,4	8,4	8,3
Spanien	11,7	-0,2	0,6	1,1	2,0	2,1	0,6	20,1	20,1	19,0
Niederlande	6,4	1,7	2,1	1,6	0,9	2,0	1,7	4,5	4,3	4,2
Belgien	3,8	2,1	2,0	1,4	2,3	2,7	1,4	8,3	8,5	8,4
Österreich	3,1	1,9	2,1	1,6	1,7	2,4	1,9	4,4	4,3	4,1
Griechenland	2,6	-4,5	-3,3	0,9	4,7	2,2	-0,3	12,5	15,1	15,1
Finnland	1,9	3,1	4,0	2,0	1,7	3,1	2,1	8,4	7,6	7,0
Portugal	1,9	1,4	-1,0	0,8	1,4	3,0	1,0	11,0	11,4	11,5
Irland	1,8	0,2	1,0	1,5	-1,6	0,7	0,9	13,5	13,3	12,9
Slowakei	0,7	4,1	3,0	3,4	0,7	2,8	2,2	14,5	14,2	13,6
Luxemburg	0,4	3,1	3,0	2,2	2,8	3,1	2,1	4,7	4,7	4,5
Slowenien	0,4	1,2	3,0	2,5	2,1	2,3	2,0	7,2	7,0	6,3
Estland	0,2	2,8	4,5	4,0	2,7	5,0	4,0	16,9	15,0	13,3
Zypern	0,2	0,5	1,6	2,3	2,6	2,8	1,9	6,8	6,5	5,8
Malta	0,1	3,0	2,1	2,1	2,0	3,2	2,0	6,7	6,6	6,5
<b>Euroraum</b>	<b>100,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>
<b>Euroraum ohne Deutschland</b>	<b>73,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>	<b>10,8</b>

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2009 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2009.

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

rate gemessen werden kann, im Verlauf leicht anziehen, so dass wir für das kommende Jahr eine Inflationsrate von 1,5 Prozent erwarten. Für den Euroraum ohne Deutschland werden die Inflationsraten genau wie für den gesamten Euroraum im Jahr 2011 wohl bei 2,1 Prozent und im Jahr 2012 etwas niedriger bei 1,3 Prozent liegen.

### Zum Pakt für Wettbewerbsfähigkeit

Der Europäische Rat hat am 4. Februar 2011 die Absicht bekundet, einen Pakt für Wettbewerbsfähigkeit für den Euroraum ins Leben zu rufen. Dieser soll zu einer stärkeren Konvergenz und einer Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums insgesamt führen. Der Hintergrund für die Initiative, die eine stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik innerhalb

des Euroraums beinhalten soll, ist, dass der Schuldenkrise im Euroraum starke Veränderungen der Wettbewerbspositionen und der Nettoauslandsverschuldung der Mitgliedsländer vorausgingen (Boysen-Hogrefe et al. 2009; Boysen-Hogrefe et al. 2010). Von verschiedenen Kommentatoren wird hier ein kausales Verhältnis angenommen. Welche konkreten Inhalte der Pakt für Wettbewerbsfähigkeit enthalten soll, steht noch nicht fest.

Eine Arbeitsgruppe um Ratspräsident van Rompuy und Kommissionspräsident Barroso war mit der Ausarbeitung von Vorschlägen beauftragt worden. Ein Papier, das als Zwischenergebnis dieser Arbeitsgruppe gilt, ist derweil an die Öffentlichkeit gelangt (Financial Times 2011). Relativ klare Formulierungen finden sich bezüglich der Finanzpolitik, wonach die Nachhaltigkeit der jeweiligen Rentensysteme fortwährend überprüft werden soll. So sollen die Mitgliedsstaaten verpflichtet werden, bei Verfehlungen Maßnahmen wie die Anhebung des Renteneintrittsalters innerhalb bestimmter

Fristen einzuführen.<sup>6</sup> Ferner wird in dem Dokument gefordert, dass die nationalen Finanzpolitiken eine stärkere Regelbindung eingehen sollen. Als Vorbild wird die Schuldenbremse in Deutschland genannt. Andere Möglichkeiten, die Regelbindung umzusetzen, werden aber nicht ausgeschlossen. Einige Vorschläge im Dokument, wie die Förderung von Bildung und Forschung, zielen auf die Stärkung des Wachstums, ohne im Besonderen auf die Situation in der Währungsunion zu rekurrieren.

Die Handlungsempfehlungen, die im engeren Sinne der Wachstums- und Finanzpolitik zugeordnet werden können, ebenso wie der allerdings recht vage gehaltene Vorschlag, das Insolvenzrecht für Banken zu reformieren, sind überwiegend zu begrüßen. Problematisch hingegen erscheint insbesondere zum einen, dass zur Kontrolle der Wettbewerbsfähigkeit ein „Monitoring“ für die Lohnstückkosten eingeführt werden soll, und zum anderen, dass es Bestrebungen zur Vereinheitlichung der Unternehmensbesteuerung gibt.<sup>7</sup> Im Folgenden legen wir dar, warum wir die „Kontrolle“ von Indikatoren wie Lohnstückkosten oder Leistungsbilanzen für ungeeignet halten, Krisen zu verhindern.

### *Lohnstückkosten*

Von vielen Beobachtern wird eine Koordination der Lohnentwicklung im Euroraum mit dem Hinweis gefordert, dass die Lohnstückkosten in den Ländern der Peripherie in den Jahren vor der Krise deutlich schneller gestiegen sind als in Deutschland. Nach dieser Lesart hätten bei gegebener Produktivitätsentwicklung die Löhne entweder in Deutschland schneller und/oder in den Ländern der Peripherie langsamer zunehmen müssen. Diese Argumentation ist mit gra-

vierenden Problemen behaftet; insbesondere werden Niveaus gänzlich ignoriert.<sup>8</sup>

Gerade wenn die Währungsunion zu einer stärkeren Konvergenz im Niveau führen soll, wäre eine beschleunigte Zunahme der Lohnstückkosten in den Ländern der Peripherie zu erwarten. Käme es wie vielfach gefordert zu gleich hohen Lohnstückkostenzuwachsen, wäre dies gleichbedeutend mit konstanten realen Wechselkursen und eine Konvergenz im Niveau wäre von vorneherein ausgeschlossen. Anders gesagt: Anpassungen von realen Wechselkursen sind in einem Währungsraum mit relativ geringer Arbeitskräftemobilität elementar, um eine Konvergenz zwischen den Ländern zu ermöglichen, aber auch um asymmetrische Schocks nicht eins zu eins auf die Beschäftigung durchschlagen zu lassen. Eine Lohnkoordination wäre daher vollkommen unangemessen. Selbst die Herangehensweise der Arbeitsgruppen um van Rompuy und Barroso, die nur stark steigende Lohnstückkosten in den Blick nimmt, ist verfehlt. Insbesondere in den neuen Mitgliedsländern, wie der Slowakei oder Estland, ist über Jahre hinaus mit erheblichen Strukturveränderungen zu rechnen, die überdurchschnittliche Lohnstückkostenanstiege rechtfertigen können.

Betrachtet man ferner die Exportentwicklung in den Jahren vor der Krise, zeigt sich, dass die Länder der Peripherie im Vergleich zum gesamten Euroraum nicht deutlich schlechter abgeschnitten haben. In Irland haben sich die Exporte bei deutlich überdurchschnittlich steigenden Lohnstückkosten sogar merklich dynamischer entwickelt als im gesamten Euroraum (Abbildung 18). Das Land im Euroraum mit der geringsten Exportdynamik war Italien. Zwar hat die in dieser Zeit ungünstig verlaufene preisliche Wettbewerbsfähigkeit dazu beigetragen, doch erscheint die Reduktion auf die Differenz der Veränderungsraten der Lohnstückkosten zu anderen Mitgliedsländern wie Deutschland

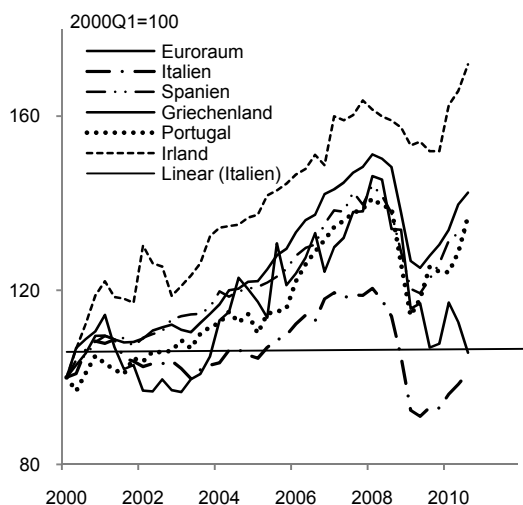
<sup>6</sup> Die Analyse der Nachhaltigkeit nationaler Rentenpolitiken wird bereits auf europäischer Ebene durchgeführt (Europäische Kommission 2009).

<sup>7</sup> Eine ausführliche Bewertung von Steuerharmonisierungsbestrebungen findet sich in Boss (2011).

<sup>8</sup> Für detailliertere Ausführungen zu der Problematik und den Folgen der weitverbreiteten Praxis, beim Vergleich der Lohnstückkostenentwicklung innerhalb des Euroraums Niveaugrößen gänzlich außer Acht zu lassen, siehe Groll und van Roye (2011).

## Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

Abbildung 18:  
Exporte 2000–2010



Quartalsdaten. Index. Preis-, kalender- und saisonbereinigt.

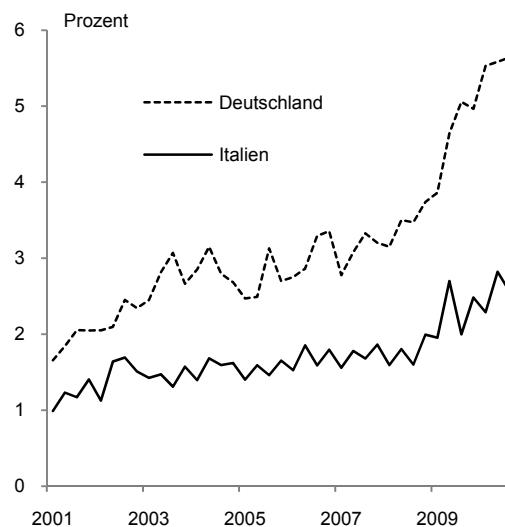
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*.

auch hier fehl am Platze (Kasten 2). So mag das Lohnstückkostendifferential zwischen Deutschland und Italien die Exportschwäche Italiens kaum erklären. Vielmehr sind bei der so unterschiedlichen Entwicklung der deutschen und italienischen Exporte in den Jahren 2000 bis 2008 die Güterstruktur der Exporte und der Erfolg bei der Erschließung neuer Märkte zu bedenken. Basierend auf der deutschen Importstatistik zeigt eine Analyse der Mengen und Umsätze, dass die nächsten Nachbarn in der Güterstruktur zu Italien Länder wie Tschechien, die Slowakei und Slowenien sind. Diese Länder haben sich jüngst strukturell rasch entwickelt und haben Preisniveaus noch deutlich unterhalb des italienischen. Außerdem waren italienische Exporteure weniger erfolgreich neue Absatzmärkte, wie China, zu erschließen, als deutsche Exporteure (Abbildung 19).

Italien ist in dieser Hinsicht ein relativer Verlierer der Globalisierung. Die übrigens nur mäßige Erschließung neuer Absatzmärkte zeigt sich auch in Griechenland als ein Charakteristikum der Exportstruktur. So konnten griechische Unternehmen die Warenausfuhren in die Länder der Europäischen Union in den Jahren zwischen 2001 bis 2008 mehr als verdoppeln – und schnitten damit besser ab als deutsche Ex-

porteure. In andere Länder stagnierten die griechischen Ausfuhren hingegen (Abbildung 20). Die Beispiele zeigen, dass der Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten und Wettbewerbsfähigkeit nicht direkt und eindeutig ist. Die relative Veränderung der Lohnstückkosten zwischen den Ländern des Euroraums ist somit kein geeigneter Indikator zur Kontrolle der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums. Vielmehr spielt die Güterstruktur, die zwischen den Ländern des Euroraums erheblich variiert (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010), eine wichtige Rolle.

Abbildung 19:  
Warenexporte nach China 2001–2010



Monatsdaten. Anteil an Gesamtausfuhr.

Quelle: Istituto Nazionale di Statistica; Statistisches Bundesamt, *Fachserie 7, Reihe 1*.

### Leistungsbilanzen

Im Zusammenhang mit den Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit werden häufig auch die Leistungsbilanzsalden diskutiert (Trichet 2011). Ausgangspunkt ist dabei die Beobachtung, dass in vielen Ländern der Peripherie, die sich derzeit in einer Krise befinden, die Leistungsbilanz zuvor erhebliche Defizite aufwies, während Deutschland oder die Niederlande über einige Jahre hinweg hohe Überschüsse erwirtschaftete-

**Kasten 2:**

Zum italienischen Export

In der aktuellen Debatte spielen die unterschiedlichen Zuwachsraten der Lohnstückkosten zwischen Deutschland und den in den vergangenen Jahren eher exportschwachen Ländern (Lohnstückkostendifferentiale) eine große Bedeutung. Insbesondere die Exporte Italiens expandierten seit Bestehen der Währungsunion kaum. Um die Rolle des angesprochen Lohnstückkostendifferentials zu untersuchen, haben wir mehrere Regressionen vorgenommen. Zum einen werden die italienischen Exporte auf das Lohnstückkostendifferential zwischen Italien und Deutschland (*d/s*) regressiert und in einer zweiten Analyse nur die Exporte nach Deutschland (*expitdt*). Trotz der Trends in den Daten konnten keine Kointegrationsbeziehungen gefunden werden. Daher wird die Analyse für die Zuwachsraten erstellt. Als Kontrollvariablen werden in der ersten Regression der preisbereinigte Welthandel und in der zweiten Regression das deutsche Bruttoinlandsprodukt herangezogen.

Die Ergebnisse für die Schätzung der gesamten italienischen Exporte für den Zeitraum zwischen 1995Q3 bis 2008Q3 lauten wie folgt:

$$\text{expges}_t = -0,01 - 0,06 * \text{dls}_t + 0,81 * \text{welthandel}_t + e_t$$

(-2,25) (-0,31) (5,21)

t-Werte in Klammern, R<sup>2</sup> = 0,35

Zeitverzögerte Variable erwiesen sich als insignifikant und wurden daher nicht berücksichtigt. Das Lohnstückkostendifferential geht zwar mit dem richtigen Vorzeichen ein, doch ist der Parameter nicht signifikant von null verschieden. Die unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten zwischen Italien und Deutschland hat demnach keinen Einfluss auf die italienischen Exporte.

Im Folgenden betrachten wir nur die Warenexporte nach Deutschland. Der Schätzzeitraum ist wegen der Datenverfügbarkeit etwas geringer und startet erst in 1996Q3.

$$\text{expitdt}_t = -0,00 - 0,37 * \text{dls}_t + 2,18 * \text{bipdt}_t - 0,24 * \text{expitdt}_{t-1} + e_t$$

(-1,07) (-1,24) (3,47) (-1,83)

t-Werte im Klammern, R<sup>2</sup> = 0,24

Der Koeffizient des Lohnstückkostendifferentials ist zwar betragsmäßig größer, ebenso ist auch der t-Wert höher. Zu typischen Signifikanzniveaus würde die Nullhypothese, dass das Lohnstückkostendifferential keinen Einfluss hat, aber auch hier nicht verworfen.

Angesichts der schwachen Exportentwicklung – gerade in die Europäische Union – ist schwer zu bestreiten, dass die Wettbewerbsfähigkeit Italiens in den vergangenen Jahren gelitten hat. Die deutsche Lohnstückkostenentwicklung scheint angesichts der Regressionsergebnisse keinen signifikanten Einfluss gehabt zu haben. Um Hinweise zu erhalten, welche Einflüsse bzw. Länder Bedeutung gehabt haben können, vergleichen wir die Güterstruktur des italienischen Außenhandels mit der möglicher Mitbewerber. Ziel der Analyse ist es, Länder zu identifizieren, die einen ähnlichen Gütermix anbieten wie Italien, um daraus abzuleiten, wo die direkte Konkurrenz italienischer Hersteller angesiedelt sein mag. Als Datenquelle ziehen wir die deutsche Importstatistik des Jahres 2008 heran, die die Warenimporte nach Deutschland getrennt nach Herkunftsländern und Gütergruppen in Umsatz und Volumen erfasst. Aus diesen Daten wird die euklidische Distanz zwischen den exportierenden Ländern (insgesamt wurden 58 Staaten berücksichtigt) errechnet. Die euklidische Distanz wird zwischen den Mengen- und Umsatzanteilen von 30 Gütergruppen für jedes Land als Summe der quadrierten Abweichungen zum jeweiligen italienischen Wert berechnet. Es zeigt sich, dass der nächste Partner Italiens zwar Österreich ist, also eine etablierte Industrienation, dass aber die folgenden Plätze

*Tabelle K 2-1:*  
Nächste Nachbarn der italienischen Ausfuhren

Rang	Land	Distanz
1	Österreich	0,1751
2	Tschechische Republik	0,2151
3	Slowenien	0,2315
4	Frankreich	0,2524
5	Rumänien	0,2573
6	Slowakei	0,2705
7	Polen	0,2801
8	Kroatien	0,2891
9	Schweiz	0,2905
10	Indien	0,2914

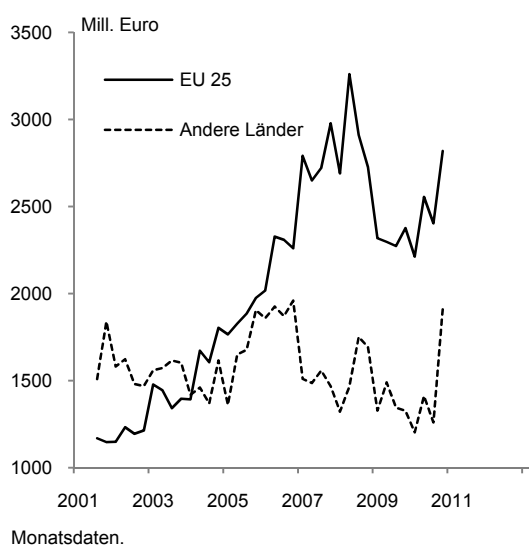
Gemessen anhand der deutschen Importstatistik durch die euklidische Distanz.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 7, Reihe 1*; eigene Berechnungen.

überwiegend von den aufstrebenden Ökonomien Mittel- und Osteuropas eingenommen werden (Tabelle K 2-1). Die Ergebnisse legen nahe, dass in den vergangenen Jahren insbesondere aus dieser Region eine ernstzunehmende Konkurrenz erwachsen ist, und es italienischen Unternehmen nicht gelungen ist, diese in die Zulieferketten zu integrieren.

Die Untersuchung zum italienischen Export deutet also kaum darauf hin, dass eine unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten zu Deutschland eine wesentliche Determinante der relativen Wettbewerbsfähigkeit ist. Vielmehr dürfte es eine entscheidende Rolle spielen, welche Mitbewerber weltweit eine ähnliche Güterstruktur aufweisen bzw. welche Mitbewerber in den vergangenen Jahren auf diesen Feldern entstanden sind. Gegen das weitaus niedrigere Lohnniveau in Mittel- und Osteuropa hätte die italienische

Abbildung 20:  
Griechische Warenexporte 2001–2010



Quelle: National Statistical Service of Greece.

ten. Grundsätzlich scheint aber nicht klar, warum eine unausgeglichene Leistungsbilanz ein Anzeichen für eine Fehlentwicklung ist. Für wachstumsstarke Länder mit hohem Investitionsbedarf erscheinen Defizite über mehrere Jahre hinweg ebenso gerechtfertigt wie Überschüsse in einer hoch kapitalisierten alternden Gesellschaft, die für die Konsequenzen des demographischen Wandels Vorsorge treibt. Allerdings gibt es in der Literatur Hinweise, dass hohe Leistungsbilanzdefizite die Wahrscheinlichkeit einer Umkehr der Leistungsbilanz, also plötzlicher Kapitalabflüsse, mit negativen Konsequenzen für die Konjunktur des Landes erhöhen (Edwards 2004). Der Zusammenhang ist jedoch durchaus heterogen. Defizitniveaus, die für gewisse Länder krisenhaft sind, können sich für andere als nachhaltig erweisen (Aßmann

2011). Eine einheitliche Bewertung von Leistungsbilanzsalden oder gar eine rein mechanische Gegenüberstellung von Salden unterschiedlicher Vorzeichen sind entsprechend nicht aussagekräftig.

Vielmehr muss der Hintergrund der jeweiligen Entwicklung beleuchtet werden. In Spanien und Irland waren es Immobilienblasen, die eine überdehnte Kreditvergabe ausgelöst haben und so die Leistungsbilanz ins Defizit zogen. In Griechenland war es die unverhältnismäßige Kreditfinanzierung des Staates. Die Immobilienblasen und die extreme Ausweitung der öffentlichen Verschuldung in Griechenland wiederum wären kaum denkbar gewesen, wenn es nicht eine Risikovergessenheit an den Finanzmärkten gegeben hätte. Die Regulierung der Finanzmärkte und des Bankensektors, die wenn auch nur vage im Papier der Arbeitsgruppe um van Rompuy und Barroso aufgegriffen wurde, dürfte folglich einen Beitrag leisten, künftigen Krisen entgegenzuwirken. Hingegen erscheinen Forderungen, die von anderer Seite immer wieder in die Diskussion eingebracht werden, dass Deutschland seinen Leistungsbilanzüberschuss reduzieren muss, verfehlt. Zum einen ist nicht klar, wie dies zukünftige Krisen verhindern kann. Zum anderen wäre ein solches Ziel schnell wohl nur über eine erhöhte Schuldenaufnahme des Staates zu erreichen, da die Regierung auf die Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der Unternehmen, die einen beträchtlichen Anteil am Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands haben (Boysen-Hogrefe 2010b), aus guten Gründen direkt keinen Einfluss nimmt.

### Fazit

Zwar hat die aktuelle Krise durchaus Handlungsbedarf offenbart. Ob die Vereinheitlichung der Unternehmenbesteuerung oder die Kontrolle einzelner Indikatoren sinnvolle Maßnahmen sind, ist mehr als fraglich. Denn trotz der zeitlichen Abfolge von Ausschlägen einzelner Indikatoren und der Schuldenkrisen ist es dringend geboten, die Situationen und Probleme der Mitgliedsländer, die nun im Fokus der Schuldenkrise stehen, einzeln zu betrachten. Während in Spanien vor allem der vorherige Immobilienboom zum Problem wurde, waren es in Irland der überdimensionierte Finanzsektor und in Griechenland eine unverantwortliche Finanzpolitik. Solche Fehlentwicklungen lassen sich kaum über einen Leisten schlagen und anhand der Kontrolle einiger Indikatoren oder der Vereinheitlichung gesetzlicher Regelungen verhindern. Regeln, die auf starre reale Wechselkurse hinauslaufen, sind in einer marktwirtschaftlichen Ordnung kontraproduktiv.

Sowohl die Lohn- und Preisentwicklung als auch die Leistungsbilanzen werden von einer Vielzahl von Einflussfaktoren getrieben. Ausschläge bei Leistungsbilanzen und Lohnstückkosten können Symptome von strukturellen Fehlentwicklungen, wie Immobilienblasen, sein. Aber sie sind nicht ursächlich. Wirtschaftspolitik sollte bei den Ursachen ansetzen und nicht bei den Symptomen.

Einige der Vorschläge von van Rompuy und Barroso sind durchaus bedenkenswert, wie die Forderung nach einer stärkeren Regelbindung der Finanzpolitik oder der Nachhaltigkeit der Rentenpolitik. Die Formulierung der meisten Vorschläge bleibt jedoch vage und vieles wird wieder an die nationalen Regierungen delegiert. Auf eine Kontrolle der Lohnstückkosten sollte in Gänze verzichtet werden. Stattdessen sollte sich die europäische Wirtschaftspolitik auf die Stabilität der Staatsfinanzen und des Finanzsektors zu konzentrieren.

### Literatur

---

- Abmann, C. (2011). Determinants and Costs of Current Account Reversals Under Heterogeneity and Serial Correlation. *Applied Economics*. In Vorbereitung.
- Boss, A. (2011). Weder eine Harmonisierung der Besteuerung noch eine Europa-Steuer sind nötig. *Wirtschaftsdienst* 91 (2): 94–97.
- Boysen-Hogrefe, J. (2010a). Ist Griechenland noch zu retten? Und der Euro? Kiel Policy Brief 19. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J. (2010b). Ist die Cash-Flow-Finanzierung der Unternehmen mitverantwortlich für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss? Beitrag bei Ökonomenstimme. Via Internet (8. März 2011): <<http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2010/12/ist-die-cash-flow-finanzierung-der-unternehmen-mitverantwortlich-fuer-den-deutschen-leistungsbilanzueberschuss/>>.
- 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.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2010). Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 476/477. IfW, Kiel.
- Dovern, J., K.-J. Gern, J. Hogrefe und J. Scheide (2008). Euroraum in der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.

## Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

- Edwards, S. (2004). Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals. *American Economic Review* 94 (2): 59–64.
- Europäische Kommission (2009). The 2009 Ageing Report : Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008–2060). European Economy 2. Brüssel.
- Europäische Kommission (2010). European Economic Forecast. Autumn. European Economy 7. Brüssel.
- Europäische Kommission (2011). The Economic Adjustment Programme for Greece. Third Review. European Economy, Occasional Papers 77. Brüssel.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2011). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Financial Times* (2011). Competition for the Competitiveness Pact. Via Internet (4. März 2011) <<http://blogs.ft.com/brusselsblog/2011/03/competition-for-the-competitiveness-pact/>>.
- Groll, D., und B. van Roye (2011). Price Competitiveness Divergence in the Euro Area: What about the level? Kiel Policy Brief. In Vorbereitung.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010). *Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß*. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010. Essen.
- Trichet, J.-C. (2011). Competitiveness and the Smooth Functioning of EMU. Rede an der Universität von Liege. Via Internet (8. März 2011) <<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110223.en.html>>.





- Nr. 77 *Dennis J. Snower*: **Das Rettungspaket allein kann die Euro-Zone nicht langfristig stabilisieren.** 23. Juli.
- Nr. 78 *Rolf J. Langhammer*: **Verbote von Finanzmarktprodukten sind ineffizient.** 26. Juli.
- Nr. 79 *Rainer Schweickert*: **Zweifel an Estlands Nachhaltigkeit der Inflationsbekämpfung.** 30. Juli.
- Nr. 80 *Rolf J. Langhammer*: **Die USA schwächeln: Vorsicht Ansteckungsgefahr.** 3. September.
- Nr. 81 *Dennis J. Snower*: **Die Rettung des Euros: Auf die richtige Strategie kommt es an.** 13. September.
- Nr. 82 *Rainer Schweickert*: **Der Euro in der Krise: Eine Chance, die Geburtsfehler der Währungsunion zu beheben.** 22. September.
- Nr. 83 *Alfred Boss*: **Konsolidierung der öffentlichen Haushalte unverändert erforderlich, aber Reformbedarf bei der Unternehmensbesteuerung.** 4. Oktober.
- Nr. 84 *Rolf J. Langhammer*: **Kann Asien die Weltwirtschaft aus dem tiefen Tal ziehen?** 9. November.
- Nr. 85 *Nils Jannsen* und *Joachim Scheide*: **Nochmalige quantitative Lockerung in den USA: Ein Ritt auf dem Tiger.** 15. November.
- Nr. 86 *Dennis J. Snower*: **Aufschwungzeit – Reformzeit.** 18. November.
- Nr. 87 *Henning Klodt*: **Hochtief: Wer hat Angst vor feindlichen Übernahmen?** 25. November.
- Nr. 88 *Nils Jannsen* und *Joachim Scheide*: **Erholung nach der Großen Rezession: Auch dieses Mal ist nicht alles anders!** 3. Dezember.
- Nr. 89 *Dennis J. Snower*: **Hausaufgaben für die G20.** 8. Dezember.
- Nr. 90 *Rolf J. Langhammer*: **Leistungsbilanzungleichgewichte bauen sich ab: Die Politik muss nicht tätig werden.** 13. Januar.
- Nr. 91 *Henning Klodt*: **2011: Das Jahr des Quecksilbers.** 25. Januar.
- Nr. 92 *Holger Görg*: **Keine Angst vor ausländischen Multis.** 28. Januar.
- Nr. 93 *Rolf J. Langhammer*: **Den USA-Exporten hilft eine Aufwertung des Yuan nicht viel.** 8. Februar.

1671. Kleemann, L. (2011). Organic Pineapple Farming in Ghana – A Good Choice for Smallholders? Kiel, 38 S.
1672. Langhammer, R.J. (2011). Rising Import Demand in China: Cui Bono and Why? Kiel, 17 S.
1673. Hanley, A., W. Liu und A. Vaona (2011). Financial Development and Innovation in China: Evidence from the Provincial Data. Kiel, 35 S.
1674. Reicher, C. (2011). Evaluating the Performance of the Search and Matching Model with Sticky Wages. Kiel, 39 S.
1675. Herzer, D., und P. Nunnenkamp (2011). FDI and Income Inequality: Evidence from Europe. Kiel, 21 S.
1676. Angeloni, I., E. Faia und R. Winkler (2011). Exit Strategies. Kiel, 54 S.
1677. Faia, E. (2011). Credit Risk Transfers and the Macroeconomy. Kiel, 42 S.
1678. Tesfaselassie, M. (2011). Trend Growth and the Dynamic Effects of Government Spending. Kiel, 23 S.
1679. Reicher, C. (2011). On the Neutrality of Credit-driven Asset Bubbles. Kiel, 21 S.
1680. Nunnenkamp, P., und H. Öhler (2011). Donations to US Based NGOs in International Development Cooperation: How (Un-)Informed Are Private Donors? Kiel, 21 S.
1681. Narita, D. (2011). Climate Policy as Expectation Management? Kiel, 30 S.
1682. Delzeit, R., K. Holm-Müller und W. Britz (2011). Ökonomische Bewertung des Erneuerbare Energien Gesetzes zur Förderung von Biogas. Kiel, 19 S.
1683. Böhme, M., und R. Thiele (2011). Is the Informal Sector Constrained from the Demand Side? Evidence for Six West African Capitals. Kiel, 29 S.
1684. Chugh, S., und C. Merkl (2011). Efficiency in a Model of Labor Selection. Kiel, 63 S.
1685. Weber, H. (2011). Optimal Inflation and Firms' Productivity Dynamics. Kiel, 48 S.
1686. Ahrens, S., und S. Sacht (2011). Estimating a High-Frequency New-Keynesian Phillips Curve. Kiel, 22 S.
1687. Görg, H., und P. Labonte (2011). Trade Protection during the Crisis: Does it Deter Foreign Direct Investment? Kiel, 27 S.
1688. Bertram, C., A. Krätschell, K. O'Brien, W. Brückmann, A. Proelss und K. Rehdanz (2011). Metalliferous Sediments in the Atlantis II Deep – Assessing the Geological and Economic Resource Potential and Legal Constraints. Kiel, 30 S.



- 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.
478. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2010  
Kiel, April 2010. 31 S. 9 Euro.
- 479./480. Subventionen in Deutschland: Der Kieler Subventionsbericht  
*Alfred Boss und Astrid Rosenschon*  
Kiel, Juni 2010. 76 S. 18 Euro.
- 481./482. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2010  
Kiel, Juni 2010. 50 S. 18 Euro.
- 483./484. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2010  
Kiel, September 2010. 80 S. 18 Euro.
485. Tiger oder Bettvorleger? Die baltischen Staaten nach der Krise  
*Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser*  
Kiel, November 2010. 30 S. 9 Euro.
- 486./487. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2010  
Kiel, Dezember 2010. 62 S. 18 Euro.
- 488./489. Weltkonjunktur im Frühjahr 2011  
Kiel, März 2011. 53 S. 18 Euro.