


KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

**Weltwirtschaft
im Herbst 2020**

Abgeschlossen am 16. September 2020



© Daniel Wolcke / IfW Kiel

Nr. 69 (2020|Q3)

*Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber, Stefan Kooths,
und Ulrich Stolzenburg*

INHALTSVERZEICHNIS

Weltwirtschaft im Herbst 2020: Erholung vom Corona-Schock bleibt vorerst unvollständig

Überblick	3
Ausblick: Nur teilweise Erholung trotz kräftigen Produktionsanstiegs.....	14
Die Prognose im Einzelnen.....	17
US-Konjunktur erholt sich von Corona-Einbruch.....	17
China: Konjunktur nähert sich zügig der Normalauslastung.. Fehler! Textmarke nicht definiert.	
Noch verhaltene Erholung in Japan.....	23
Mühsame Erholung nach tiefem Einbruch in der Europäischen Union.....	24
Brexit-Unsicherheit belastet die Konjunktur im Vereinigten Königreich zusätzlich.....	26
Konjunkturerholung nach tiefer Rezession in den Schwellenländern	27
Literatur	31

WELTWIRTSCHAFT IM HERBST 2020: ERHOLUNG VOM CORONA-SCHOCK BLEIBT VORERST UNVOLLSTÄNDIG

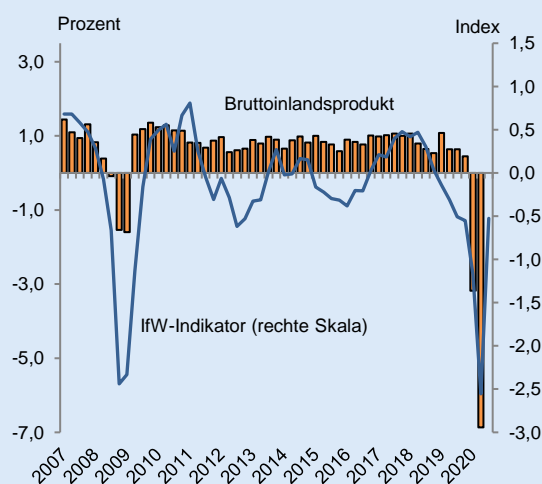
Von Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber, Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg

Die weltwirtschaftliche Aktivität ist infolge der Covid-19-Pandemie im ersten Halbjahr 2020 um annähernd 10 Prozent gesunken. Nach einem Rückgang um 3 Prozent im ersten Quartal brach die Weltproduktion im zweiten Quartal um rund 7 Prozent ein, auch weil weltweit Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie ergriffen wurden. Inzwischen hat aber eine Erholung eingesetzt, die für das dritte Quartal hohe weltwirtschaftliche Zuwachsraten erwarten lässt. Anders als in China wird die Produktion ihr Vorkrisenniveau aber in den meisten Ländern noch deutlich verfehlen. Die weitere Normalisierung dürfte sich in erheblich langsamerem Tempo vollziehen, auch weil die Pandemie noch nicht überwunden ist und bedeutende Teile der Wirtschaft noch längere Zeit unter Corona-bedingten Einschränkungen leiden werden. Im laufenden Jahr wird wohl ein Rückgang der Weltproduktion (gemessen auf Basis von Kaufkraftparitäten) von 3,6 Prozent zu verzeichnen sein. Für 2021 rechnen wir zwar mit einem kräftigen Anstieg der Produktion um 6,7 Prozent. Die durch die Corona-Krise verursachten Einkommenseinbußen und eine infolge von verschlechterten Absatzerwartungen und einer reduzierten Eigenkapitalbasis vermutlich nachhaltig gedämpfte Investitionsneigung wird aber dazu führen, dass das Niveau der Weltproduktion auf längere Zeit deutlich unter dem Pfad bleibt, den wir noch zu Jahresbeginn erwartet hatten. Im Vergleich zu unserer Prognose vom Juni haben wir die Prognose für 2020 um 0,2 Prozentpunkte und für 2021 um 0,5 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Überblick

Die Weltproduktion ist infolge der Covid-19-Pandemie im Frühjahr dramatisch gesunken, die Erholung hat aber bereits eingesetzt. Die weltwirtschaftliche Aktivität brach im zweiten Quartal 2020 um knapp 7 Prozent ein, nachdem bereits im ersten Quartal ein Rückgang von reichlich 3 Prozent verzeichnet worden war (Abbildung 1). Der wirtschaftliche Einbruch war auch Folge der Bemühungen um eine Eindämmung der COVID-19-Pandemie. In zahlreichen Ländern wurden teils drakonische Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus ergriffen, zunächst in China, wo die negativen Auswirkungen der Eindämmungspolitik auf die wirtschaftliche Aktivität im Wesentlichen bereits im ersten Quartal wirksam wurden, in der Folge dann in einer zunehmenden Anzahl von Industrie- und Schwellenländern.

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007 - 2020



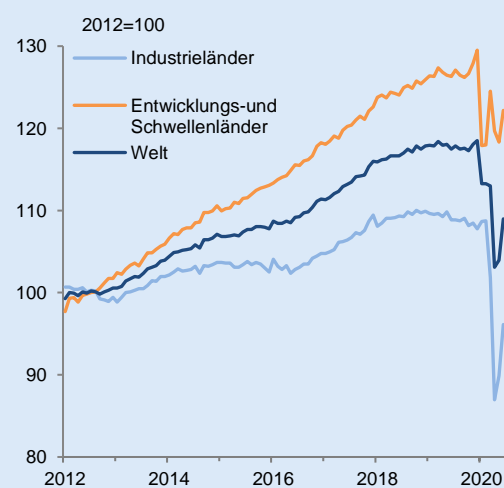
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, 46 Länder, gewichtet nach Kaufkraftparität.

Quelle: OECD, Main Economic Indicators; nationale Quellen; Berechnungen des IfW Kiel.

Ab Mai wurden viele der Beschränkungen nach und nach aufgehoben, und die Produktion belebte sich, wie zuvor schon in China. Dennoch fiel das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal insgesamt in den meisten Ländern sehr deutlich unter das Niveau des ersten Quartals; in manchen Ländern, etwa im Vereinigten Königreich, in Indien und Peru, betrug der Rückgang mehr als 20 Prozent. Inzwischen hat aber überall eine Erholung eingesetzt, die durch den auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechneten IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, noch unterzeichnet sein dürfte. So hat die globale Industrieproduktion zur Jahresmitte wieder deutlich angezogen. Sie lag im Juni schon um 3,5 Prozent über dem Durchschnittsniveau des zweiten Quartals (Abbildung 2) und die verfügbaren Zahlen für Juli deuten auf einen weiteren kräftigen Anstieg hin.

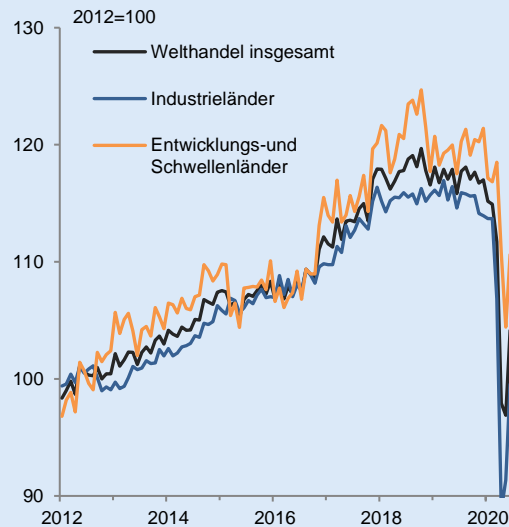
Der Welthandel ist bereits wieder deutlich gestiegen. Das weltweite Handelsvolumen sank nach den Berechnungen des CPB in den ersten fünf Monaten dieses Jahres um insgesamt 17 Prozent, wobei der stärkste Einbruch im April verzeichnet wurde (Abbildung 3). Im Juni sprang die weltweite Handelsaktivität aber wieder deutlich nach oben, so dass für das dritte Quartal bei einem statistischen Überhang

Abbildung 2:
Industrieproduktion nach Ländergruppen 2012–2020



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt. Letzter Wert: Juni 2021
Quelle: CPB, World Trade Monitor; Berechnungen des IfW Kiel.

Abbildung 3:
Welthandel 2012-2020



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, World Trade Monitor; Berechnungen des IfW Kiel.

von 4,5 Prozent mit einem kräftigen Zuwachs gerechnet werden kann. Im Vergleich zur Großen Rezession 2008/2009 ist der Rückgang des Welthandels zwar ähnlich groß (-18,6 Prozent). Damals zog er sich aber über einen längeren Zeitraum hin, und er war mit einem geringeren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion verbunden. Während der Finanzkrise war der Welthandel ein aufgrund von Problemen bei der Finanzierung des Handels wichtiger Treiber der Krise (Ahn et al. 2011, Contessi und Nicola 2012). Gegenwärtig steht das Finanzsystem nicht im Zentrum und Regierungen, staatliche und zwischenstaatliche Entwicklungsbanken (wie Weltbank, Europäische Entwicklungsbank oder Asiatische Entwicklungsbank) sowie Regierungsbehörden haben rasch reagiert, um die Abwicklung des Handels von der finanziellen Seite zu stützen und aufkommenden Schwierigkeiten bei der Handelsfinanzierung zu begegnen (ICC 2020, EBRD 2020). Anders als 2008/2009 sind in der Coronakrise insbesondere auch weite Teile des Dienstleistungssektors betroffen. Durch die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie ist nämlich gerade der grenzüberschreitende Austausch von Dienstleistungen, etwa im Luftverkehr und Tourismussektor,

besonders reduziert worden und die Erholung in diesem Bereich gestaltet sich zäh.¹

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Produktion im Zusammenhang mit der Coronakrise nahezu überall deutlich gesunken, das Ausmaß des Einbruchs unterscheidet sich zwischen den Ländern aber deutlich.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt ist das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 10,5 Prozent eingebrochen, nachdem es bereits im ersten Quartal um 2 Prozent zurückgegangen war. Da sich die Produktionsrückgänge in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Verhältnis auf das erste und das zweite Quartal verteilen, ist es zweckmäßig, den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im ersten Halbjahr zusammengefasst zu betrachten, um die Stärke des wirtschaftlichen Einbruchs durch den Corona-Schock international zu vergleichen (Abbildung 4). Besonders stark getroffen wurden das Vereinigte Königreich und Spanien, wo das Bruttoinlandsprodukt jeweils um fast 23 Prozent einbrach, sowie Italien und Frankreich, die einen Rückgang um fast 20 Prozent verzeichneten. Relativ moderat war der Rückgang vor allem in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften im asiatischen Raum wie Korea (-4 Prozent) und Taiwan (-2,5 Prozent), wo die Ausbreitung von COVID-19 vergleichsweise früh und effektiv bekämpft wurde. Betrachtet man die Entwicklung der verschiedenen Verwendungsaggregate, so ist für die Coronakrise bezeichnend, dass der private Konsum – eine üblicherweise im Konjunkturzyklus vergleichsweise stabile Komponente – drastisch eingeschränkt wurde. Nahezu überall wurde ein Rückgang um mehr als 10 Prozent verzeichnet, im Vereinigten Königreich und in Spanien sogar um annähernd 25 Prozent. Die Investitionen wurden zumeist ebenfalls deutlich eingeschränkt, in der Regel aber nicht stärker als der private Konsum. In einigen Ländern, so in Korea und Japan, beschränkte sich der Rückgang sogar auf eine Größenordnung, wie sie in normalen Konjunkturzyklen gelegentlich zu verzeichnen ist. Der Außenhandel war stark betroffen, sowohl Importe wie Exporte gingen drastisch zurück. Besonders starke Exporteinbußen wurden in

den Ländern verzeichnet, die wie Spanien, Italien und Frankreich einen hohen Anteil der Wertschöpfung durch den internationalen Tourismus erzielen, da in großem Umfang Dienstleistungsexporte entfallen sind. Auffällig ist, dass in einzelnen Ländern, etwa im Vereinigten Königreich und in Frankreich, der Staatskonsum preisbereinigt massiv eingebrochen ist, bei gleichzeitig stark gestiegenem Deflator, während in den meisten Ländern der reale Staatskonsum entweder zunahm oder nur moderat zurückging und die Entwicklung des entsprechenden Deflators unauffällig war. Dies lässt auf Unterschiede in der statistischen Behandlung der staatlichen Aktivität (etwa im Bildungssektor, wo Schulen und Universitäten in vielen Ländern zeitweise geschlossen waren) schließen, was die internationale Vergleichbarkeit der ausgewiesenen Zahlen einschränkt.

In China hat die Produktion das Vorkrisenniveau bereits überschritten – damit ist das Land aber eine seltene Ausnahme.

Die Erholung vom durch die COVID-19-Epidemie und die zu ihrer Bekämpfung getroffenen Einhegungsmaßnahmen verursachten Konjunkturreinbruch hatte in China bereits im März eingesetzt und sich im Frühjahr fortgesetzt, wobei die chinesischen Exporteure auch von der großen weltweiten Nachfrage nach persönlicher Schutzausrüstung profitierten (Deutsche Bundesbank 2020). Die gesamtwirtschaftliche Produktion erreichte bereits im zweiten Quartal wieder ihr Vorkrisenniveau, von ihrem vor der Krise verzeichneten Expansionspfad ist sie freilich auch in China noch ein gutes Stück entfernt.

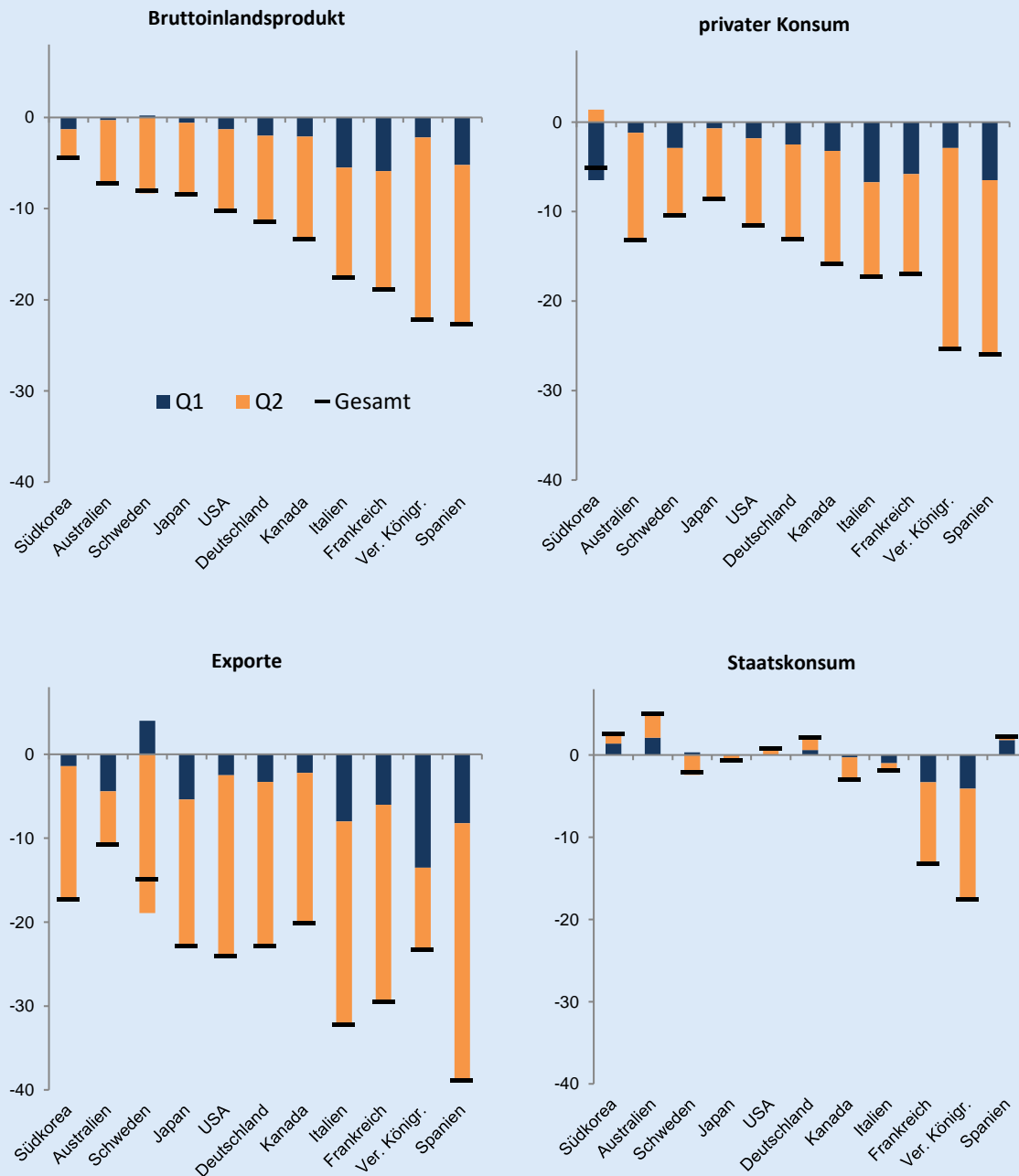
In den übrigen Schwellenländern ist Covid-19 zwar noch nicht eingedämmt, die Konjunktur hat aber trotzdem angezogen

In den meisten übrigen Schwellenländern entwickelte sich die Krise in etwa im Gleichschritt mit den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Steigende Infektionszahlen und zum Teil drastische Lockdown-Maßnahmen führten zu in manchen Ländern dramatischen Produktionseinbrüchen, etwa um fast 25 Prozent in Indien und nahezu 30 Prozent in Peru. Obwohl die Ausbreitung der Pandemie durch die staatlichen Beschränkungsmaßnahmen nicht nachhaltig reduziert

¹ So weist die internationale Luftverkehrsvereinigung IATA auch im Juli noch auf globaler Basis einen

Rückgang der geflogenen Personenkilometer um fast 80 Prozent aus (IATA 2020).

Abbildung 4:
Bruttoinlandsprodukt und Verwendungskomponenten in ausgewählten Ländern



Preis- und saisonbereinigt, Gesamt: prozentuale Veränderung des Niveaus im zweiten Quartal 2020 gegenüber dem vierten Quartal 2019; Q1 und Q2: Beiträge der jeweiligen Quartale.

Quelle: nationale Statistikämter, OECD Main Economic Indicators

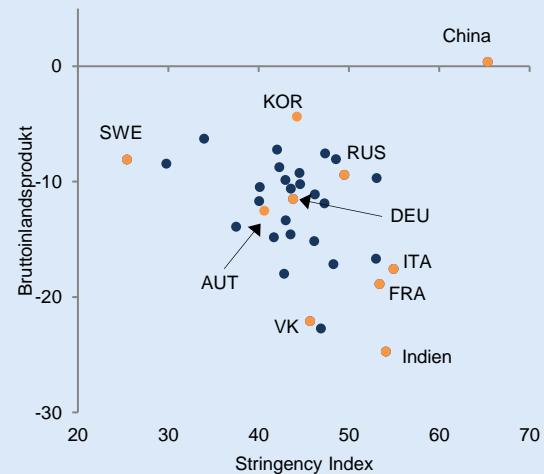
werden konnte, wurden sie im Frühjahr gelockert, und eine wirtschaftliche Belebung setzte auch hier ein, wenngleich zum Teil recht zögerlich. Gebremst wird die Erholung in einigen Ländern (etwa in der Türkei, in Thailand und den Philippinen) durch die anhaltende Flaute im

Tourismus, andernorts dämpfen gesunkene Rohstoffeinnahmen, in Ölexportländern auch eine zum Teil freiwillig zur Stützung der Preise gedrosselte Förderung die wirtschaftliche Aktivität.

Die Unterschiede in der Produktionsentwicklung lassen sich zu einem Teil durch die Härte und Länge der wirtschaftlichen Beschränkungen erklären. Die Regierungen haben auf die Ausbreitung des Coronavirus mit zahlreichen Maßnahmen reagiert, welche die soziale Interaktion vermindern und damit die Infektionswelle brechen sollen. Diese reichten von Reisebeschränkungen und dem Verbot von Großveranstaltungen über Beschränkungen des Angebots von Dienstleistungen und im Handel bis hin zu kategorischen Ausgangssperren. Das Ausmaß der Regulierungen unterscheidet sich von Land zu Land bezüglich des Zeitpunkts der Einführung, der Strenge der Maßnahmen sowie der Dauer ihrer Wirksamkeit. Ein Zusammenhang zwischen der staatlichen Reaktion und dem Ausmaß des wirtschaftlichen Einbruchs lässt sich mit Hilfe eines an der Universität Oxford entwickelten Index der Strenge der Maßnahmen (Stringency Index) zeigen, wenngleich die Korrelation alles andere als perfekt ist (Abbildung 5). Insbesondere China scheint ein Sonderfall zu sein, wo sich die gemessene Strenge der Maßnahmen im Zeitablauf nur wenig verringert, zuletzt sogar wieder erhöht hat, und die Produktion sich dennoch rasch erholt. Offenbar wirken die noch bestehenden Maßnahmen weniger bremsend. Neben der Strenge der Maßnahmen der Regierung sind darüber hinaus Faktoren wichtig wie die Übertragung der negativen Konjunkturimpulse über den Außenhandel, Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur wie ein unterschiedliches Gewicht des internationalen Tourismus, sowie „freiwillige“ Verhaltensänderungen im Angesicht der Pandemie. So haben sich die Umsätze im Einzelhandel und in der Gastronomie auch in Schweden im März und April stark verringert, obwohl – anders als in den meisten anderen europäischen Ländern – die Geschäftstätigkeit nicht staatlicherseits beschränkt wurde.

Die Beschäftigungswirkungen der Krise werden zunehmend sichtbar. Der drastische Konjunkturerinbruch hat sich in vielen Ländern zunächst kaum oder gar nicht in den Arbeitslosenzahlen gezeigt. Zum einen wurde der Anstieg der Arbeitslosigkeit in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften durch

Abbildung 5:
Maßnahmenstrenge und Bruttoinlandsprodukt



Daten für 34 Länder. Bruttoinlandsprodukt: kalender- und saisonbereinigt, prozentuale Veränderung zwischen dem vierten Quartal 2019 und dem zweiten Quartal 2020. Stringency-Index: Strenge der Maßnahmen zur Eindämmung von COVID-19, Durchschnitt im ersten Halbjahr des Jahres 2020.

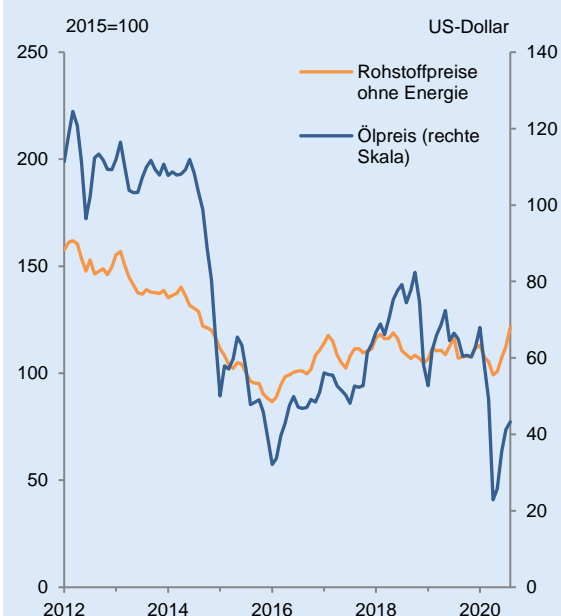
Quelle: Hale et al. (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government; Eurostat, OECD, Deutsche Bundesbank.

Kurzarbeitsprogramme gedämpft, für die bis zu einem Drittel der Beschäftigten angemeldet worden waren. Zum anderen müssen sich Arbeitslose aktiv um einen neuen Arbeitsplatz bemühen, um nach den Regeln der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) als erwerbslos zu zählen. Dies war angesichts der geschlossenen Betriebsstätten und Kinderbetreuungseinrichtungen in der Phase des Lockdowns wohl vielfach nicht der Fall. Inzwischen steigt die Arbeitslosigkeit aber verbreitet an, wenngleich in einem Vergleich mit dem Ausmaß des Produktionseinbruchs noch moderaten Tempo. Anders ist das Bild in den Vereinigten Staaten: Hier kam es bei Fehlen einer Kurzarbeitsregelung im Frühjahr in großem Umfang zu Entlassungen, die Erwerbslosenquote stieg im April auf ein Rekordniveau von 14,7 Prozent. Zwar kehrte ein großer Teil der Arbeitslosen nach der Lockerung der wirtschaftlichen Restriktionen wieder in eine Beschäftigung zurück, insbesondere in dem besonders betroffenen Freizeit- und Gastgewerbe, doch werden gleichzeitig immer noch wöchentlich so viele Arbeitnehmer entlassen wie sonst am Tiefpunkt einer Rezession. So lag die Arbeitslosenquote in den Vereinigten im August mit 8,4 Prozent immer noch auf hohem Niveau.

Massive Kürzungen der Fördermengen haben den Preis für Rohöl etwas steigen lassen. Mit dem Konjunkturerinbruch als Folge der Covid-19-Pandemie kam es zu einem drastischen Rückgang der Ölnachfrage – im April war sie um mehr als 20 Prozent niedriger als ein Jahr zuvor –, und der Ölpreis wurde auf langjährige Tiefstände gedrückt. Darauf reagierten die wichtigsten Ölexporteure mit umfangreichen Produktionskürzungen, und auch in den Vereinigten Staaten wurde die Produktion deutlich zurückgefahren. Mit der inzwischen wieder steigenden Nachfrage nach Öl zeichnet sich für die Zukunft ein Abbau der stark gestiegenen Lagerbestände ab. Diese Aussicht hat den Ölpreis gestützt und in den vergangenen Monaten sukzessive auf ein Niveau von rund 45 Dollar je Barrel der Sorte Brent steigen lassen (Abbildung 6). Wir erwarten, dass die Notierungen im Verlauf des Prognosezeitraums weiter, wenn auch allmählich, bis auf 56 Dollar steigen (Tabelle 1). Bei diesen Notierungen dürfte die Produktion von Frackingöl in den Vereinigten Staaten, die im ersten Halbjahr eingebrochen ist, wieder profitabel werden, so dass mit dem Entstehen eines nachhaltigen Produktionsdefizits am Weltölmarkt nicht zu rechnen ist. Die Preise für Industrierohstoffe waren im Zuge der Corona-Krise zunächst ebenfalls deutlich gesunken, wenn auch nicht so stark wie die Ölpreise. Sie haben sich inzwischen deutlich erholt und liegen zum Teil höher als vor der Krise. Ein Grund sind Produktions-

schwierigkeiten aufgrund der Pandemie, etwa in einigen Ländern Südamerikas. Preistreibend wirkte wohl auch das Interesse von Finanzinvestoren, die nach Rendite versprechenden Anlagen suchen.

Abbildung 6:
Rohstoffpreise 2012-2020



Monatsdaten; Rohstoffpreise: HWWI-Index auf US-Dollarbasis; Ölpreis: Spotpreis Sorte Brent, letzter Wert für August.

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

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2019–2021

	2020				2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroraum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,10	1,10	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Yen/US-Dollar	109,0	107,5	105,8	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	50,44	29,34	44,85	47,91	50,1	52,4	54,5	55,0	55,3	55,6	55,9	56,1
HWWI-Index für Industrierohstoffe	119,1	112,7	134,85	148,3	151,3	152,8	154,3	155,9	156,7	157,4	158,2	159,0

Leitzins am Quartalsende: Vereinigte Staaten: Untergrenze des Zielbandes für die Fed Funds Rate; Japan: Tagesgeldzins; Euroraum: Hauptrefinanzierungssatz.

Quelle: HWWI, Rohstoffpreisindex; IMF, International Financial Statistics; Federal Reserve Bank, Intended Federal Funds Rate; EZB, Monatsbericht; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

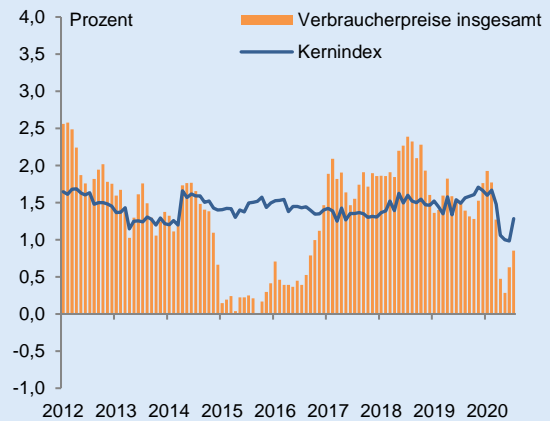
Die Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist stark gesunken.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt ist die Inflationsrate im Zuge der Krise deutlich gesunken, der Tiefpunkt wurde mit 0,2 Prozent im Mai erreicht, verglichen mit 2 Prozent zu Jahresbeginn. Im Sommer zog die Inflation aber wieder leicht an, auf 0,7 Prozent im Juli (Abbildung 7). Maßgeblich für die Inflationsentwicklung war nicht nur der Ölpreis; auch die Kernrate der Inflation (ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) folgte dem gleichen Muster: Nach einem deutlichen Rückgang in der ersten Jahreshälfte zog sie zuletzt wieder an. In den kommenden Monaten dürfte die Inflation weiter durch die im Vorjahresvergleich gesunkenen Energiepreise gedämpft werden. Hinzu kommt, dass in einzelnen Ländern (zum Teil befristete) Verbrauchsteuersenkungen zur Anregung der Konjunktur beschlossen worden sind; neben Deutschland wurden solche Maßnahmen z.B. in China, Zypern und Norwegen sowie in einigen Entwicklungs- und Schwellenländern ergriffen (OECD 2020a). Bei in großen Teilen der Wirtschaft noch deutlich unterausgelasteten Kapazitäten dürfte der Preisdruck im Prognosezeitraum gering bleiben, auch wenn vermutlich an einigen Stellen durch die Eindämmungsmaßnahmen gestiegene Kosten an die Verbraucher weitergegeben werden. Auf längere Sicht bestehen freilich Risiken für die Preisniveaustabilität durch die in manchen Ländern beträchtliche zurückgestaute Kaufkraft.

Die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften stützt die Wirtschaft durch Konjunkturprogramme von bisher nicht gekannten Dimensionen.

In dem Bemühen, die wirtschaftlichen Folgen der zur Bekämpfung der Pandemie ergriffenen Maßnahmen zu mildern, haben die Regierungen Mehrausgaben und Steuerstundungen beschlossen, die zusammen mit konjunkturbedingten Einnahmeausfällen in diesem Jahr zu Fehlbeträgen im Staatshaushalt führen werden, die nicht selten eine Größenordnung von 10 Prozent erreichen werden (Abbildung 8). So wurden in den Vereinigten Staaten budgetwirksame Maßnahmen in einem Umfang von 1700 Mrd. US-Dollar (8 Prozent in Relation

Abbildung 7:
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2012–2020

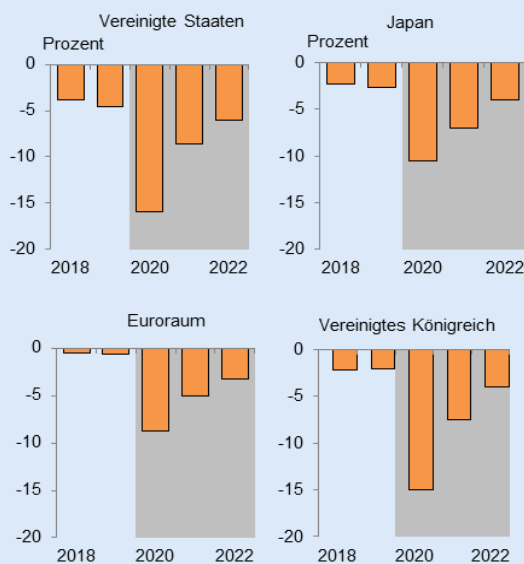


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2019; Kernindex: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; Berechnungen des IfW Kiel.

zum Bruttoinlandsprodukt) ergriffen, und ein weiteres umfangreiches Programm ist in der Diskussion. In Japan beläuft sich das Volumen der beiden im April und im Mai beschlossenen Nachtragshaushalte auf knapp 11 Prozent der Wirtschaftsleistung. Auch in Europa sind die fiskalischen Impulse beträchtlich und werden zusammen mit den konjunkturbedingten Einnahmeausfällen die Defizitquoten teilweise auf zweistellige Werte steigen lassen. Die Programme beinhalten im Einzelnen neben Aufwendungen zur Stärkung der zur Bekämpfung der Pandemie nötigen Infrastruktur insbesondere Stundungen von Steuern und Sozialabgaben, Einkommensersatzleistungen im Rahmen von Kurzarbeitsregelungen und Programmen für Kleinselbständige, pauschale Zahlungen an private Haushalte, Verbrauchsteuersenkungen allgemein oder für besonders betroffene Bereiche, staatliche Investitionen und Maßnahmen zur Förderung privater Investition. Hinzu kommen in der Regel noch Kreditgarantien und Kapitalbeteiligungen in beträchtlicher Höhe (die zunächst nicht defizitwirksam sind), um das Überleben einer Vielzahl von Unternehmen zu sichern, die ansonsten infolge von Liquiditäts-

Abbildung 8:
Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2018–2022



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

Quelle: OECD, *Economic Outlook*; Eurostat; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

engpässen in Konkurs gehen würden.² In der Folge schwillt die Staatsverschuldung – häufig ausgehend von bereits hohen Ständen – erheblich an, und die Frage nach einem glaubwürdigen Konsolidierungspfad wird sich im späteren Prognosezeitraum mehr und mehr in den Vordergrund schieben. So werden die fiskalischen Impulse im kommenden Jahr deutlich nachlassen, im Jahr 2022 könnte die Finanzpolitik in vielen Ländern restriktiv ausgerichtet sein. Inzwischen stellt sich auch die Frage, wie lange strukturerhaltende Kreditvergabe und Subventionen geleistet werden sollten, um notwendigen Strukturwandel nicht zu behindern und das Wachstum von Produktivität und Produktionspotenzial nicht dauerhaft zu dämpfen.

Die Zentralbanken haben ihre expansive Ausrichtung nochmals verstärkt. Bereits im März senkten die Notenbanken in den großen

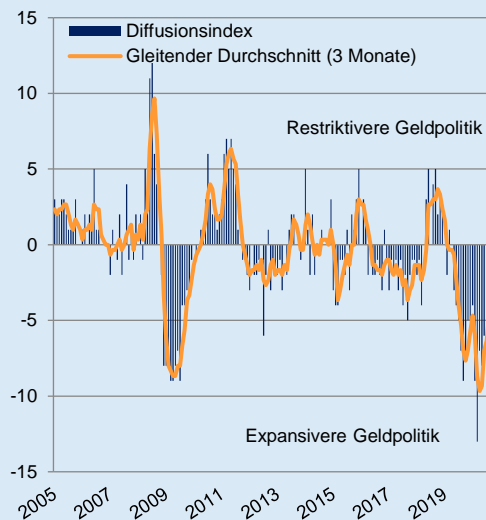
fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre Leitzinsen dort, wo noch Spielraum bestand (Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich, Kanada) auf Null. Außerdem wurden Programme aufgelegt oder ausgeweitet, welche die Liquidität im Finanzsektor sichern und die Kapitalmarktzinsen niedrig halten sollen. Die US-Notenbank kaufte in den vergangenen Monaten Wertpapiere im Umfang von 3000 Mrd. Dollar, wobei nicht nur Bundesanleihen, sondern auch Papiere von Bundesstaaten und Kommunen sowie in großem Umfang Unternehmensanleihen erworben wurden.³ Auch in Japan wurden die Käufe der Notenbank von verschiedenen Wertpapieren bis hin zu Aktien stark ausgeweitet. Zudem hat sich die Bank von Japan explizit das Ziel gesetzt, die Rendite auf langfristige Staatsanleihen trotz der massiven Ausweitung der Neuemissionen bei null zu halten. Im Euroraum wurden im März das bereits bestehende Programm der Europäischen Zentralbank zum Ankauf von Vermögenswerten um 120 Mrd. Euro aufgestockt und ein neues Notfallprogramm im Umfang von 750 Mrd. Euro aufgelegt, das flexiblere Regeln und weitreichende Anlagemöglichkeiten beinhaltet, um Spannungen an den Kapitalmärkten, die sich etwa in einem starken Anstieg von Risikoprämien zeigen, verringern zu können. Dieses Programm wurde im Mai nochmals um 600 Mrd. Euro ausgeweitet und bis Mitte nächsten Jahres verlängert. Die US-Notenbank kündigte im August einen Strategiewechsel an, demzufolge sie ihr Inflationsziel nun in einem längerfristigen Durchschnitt erreichen will, was es erfordert, nach einer Phase unerwünscht niedriger Inflation ein Überschießen zuzulassen. Dies bedeutet, dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten erst später gestrafft werden wird, als es nach der bisherigen Strategie zu erwarten gewesen wäre. In den Schwellenländern bemühten sich die Notenbanken ebenfalls um eine Stimulierung der Konjunktur, und sie senkten in den vergangenen Monaten die Zinsen auf breiter Front (Abbildung 9).

² Für eine internationale Zusammenstellung der im Zusammenhang mit Covid-19 beschlossenen fiskalischen Maßnahmen siehe IMF (2020a), eine Übersicht über die Reaktion der Finanzpolitik in Europa gibt Bruegel (2020).

³ Der Kauf von Unternehmensanleihen in großem Stil hat zu einer Diskussion darüber geführt, ob die

Notenbank zu einer „Zombifizierung“ der Wirtschaft beiträgt, die längerfristig Wirtschaftsdynamik und Wachstum kostet, weil die Begebung von Anleihen am Kapitalmarkt zu durch Notenbankgeld subventionierten Bedingungen Unternehmensmodelle künstlich aufrecht erhält und Ressourcen in gering produktiven Verwendungen bindet (Financial Times 2020).

Abbildung 9:
Geldpolitik in Schwellenländern 2005-2020



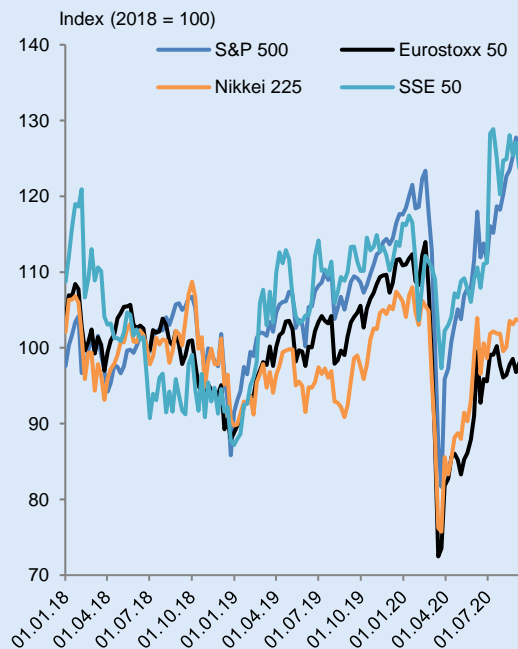
Monatsdaten. Der Diffusionsindex entspricht der Anzahl der Zentralbanken, die in einem gegebenen Monat die Zinsen erhöhten minus der Anzahl der Zentralbanken, die in einem gegebenen Monat die Zinsen senkten. Enthaltene Schwellenländer: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Indonesien, Indien, Kolumbien, Mexiko, Malaysia, Peru, Philippinen, Russland, Südafrika, Thailand, Türkei.

Quelle: Bank of International Settlements (BIS); Berechnungen des IfW Kiel.

An den Finanzmärkten hat sich die Lage beruhigt. Die massive Lockerung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat dazu beigetragen, dass sich die Spannungen an den internationalen Finanzmärkten, die im Februar und März zu beobachten waren, zurückgebildet haben. Im Euroraum sind die Renditedifferenzen zwischen den Staatsanleihen von Ländern unterschiedlicher Bonität nach dem zwischenzeitlichen deutlichen Anstieg nachhaltig auf ein moderates Niveau gesunken. Die Aktienkurse an den wichtigsten Börsenplätzen sind aufwärtsgerichtet und nähern sich dem Vorkrisenniveau an (Euroraum, Japan) oder haben es bereits überschritten (Vereinigte Staaten, China)

(Abbildung 10). Schließlich hat sich das finanzielle Umfeld für die Schwellenländer aufgehellt, nachdem sich die Flucht der Finanzinvestoren aus den Schwellenländern, die im März ein historisch beispielloses Ausmaß erreicht hatte, als vorübergehend erwies und die Anleger in den vergangenen Monaten wieder per Saldo in Aktien und Anleihen der Schwellenländer investierten (Kasten 1). Hierzu hat wohl beigetragen, dass sich der Außenwert des Dollars im Zuge der immer expansiveren Geldpolitik der Fed seit dem Frühjahr spürbar verringerte.

Abbildung 10:
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und China 2018-2020



Wochendaten. Letzter Wert: 31 August.

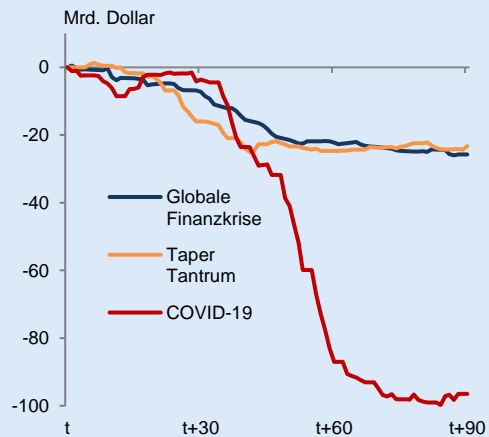
Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Kasten 1:

Zu den Folgen der Corona-Pandemie für den Kapitalfluss in Schwellen- und Entwicklungsländer^a

Die Covid-19-Pandemie hat die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession gestürzt. In der Folge kam es auch zu einer sprunghaften Zunahme der Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten. Gemessen am VIX, der die Volatilität von Aktienoptionen erfasst und als Maß für die Risikoaversion der Finanzmarktteilnehmer gilt, stieg die Unsicherheit auf das höchste Niveau seit der Globalen Finanzkrise im Jahr 2008. In diesem Umfeld zogen Investoren in großem Umfang Kapital aus Schwellen- und Entwicklungsländern ab. Laut Zahlen des Institute of International Finance (IIF), die die Aktien- und Anleihenmärkte in diesen Ländern abdecken, beliefen sich die akkumulierten Portfolioabflüsse im Zeitraum von März bis Mai des laufenden Jahres auf mehr als 95 Mrd. US Dollar (IIF, 2020a), ein mehr als dreimal so großes Volumen als während der globalen Finanzkrise 2008 oder des Taper Tantrums im Jahr

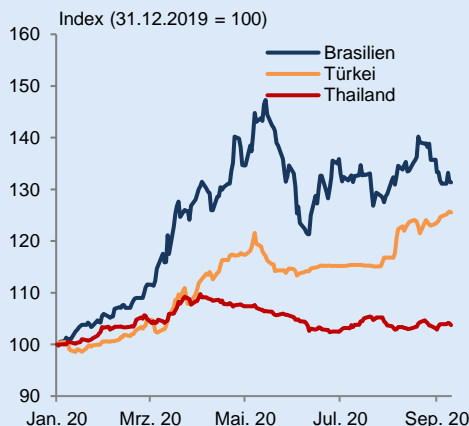
Abbildung K1-1:
Kumulierte Kapitalabflüsse aus Schwellen- und Entwicklungsländern



Tagesdaten. Ausländische Portfoliokapitalströme, Beginn der Zeitreihen: 8.9.2008 (Globale Finanzkrise), 17.5.2020 (Taper Tantrum), 21.1.2020 (Covid-19).

Quelle: Institute of International Finance.

Abbildung K1-2:
Wechselkurse in ausgewählten Schwellenländern



Kassakurs vis-à-vis US-Dollar, Anstieg entspricht eine Abwertung.

Quelle: nationale Zentralbanken via Thomson Reuters Eikon.

2013 (Abbildung K1-1). In der Folge waren die Regierungen aller Schwellen- und Entwicklungsländer für mehrere Wochen vom internationalen Kapitalmarkt ausgeschlossen (Thomson Reuters Eikon, 2020). Insbesondere Länder mit einer bereits am Beginn der Krise hohen Verschuldung und Länder, deren Wirtschaftsleistung stark von Ölexporten oder dem globalen Tourismus abhängt, waren somit mehreren Schocks gleichzeitig ausgesetzt (IMF, 2020b). Kritisch ist die Lage insbesondere für afrikanische und südamerikanische Ölexporture; der Einbruch im Tourismus trifft kleinere Inselentwicklungsländer in der Karibik, im Pazifik und im indischen Ozean besonders hart. Der Kapitalabfluss infolge der Corona-Pandemie war zwar ausgesprochen heftig, doch er hielt nicht lange an. Bereits im April stabilisierte sich die Lage und bis einschließlich Juli erholte sich der Kapitalverkehr in die Schwellen- und Entwicklungsländern wieder, wengleich auf noch recht niedrigem Niveau (IIF,

2020b). Dies ging einher mit einer kräftigen Erholung an den Finanzmärkten: So lagen Indizes, die die Wertentwicklung an den Aktien- und Anleihenmärkten in den Schwellenländern abbilden, im Juli bereits wieder in etwa auf ihrem Vorjahresniveau, nachdem im März noch Einbrüche von bis zu 30 Prozent verzeichnet worden waren.^b

Hinzu kommt, dass die Auswirkungen der Pandemie auf den Kapitalverkehr zwischen den einzelnen Ländern große Unterschiede aufweisen. Ein Indiz dafür ist die Wechselkursentwicklung. In den südostasiatischen Schwellenländern wie z.B. Thailand gaben sie vergleichsweise wenig und nur für einen kurzen Zeitraum nach. Hingegen wertete z.B. die türkische Lira sehr viel deutlicher und nachhaltiger ab. Besonders stark an Wert verlor der brasilianische Real, der sich zwischenzeitlich zwar wieder etwas erholte, aber auch zuletzt gegenüber dem US-Dollar noch um 30 Prozent niedriger notierte (Abbildung K1-2). Die eingangs beschriebene Entwicklung des Kapitalverkehrs spiegelt sich in der Zahlungsbilanzstatistik in den ausländischen Wertpapieranlagen im Inland (Portfolioinvestitionen) wider. Demnach verzeichnete Brasilien allein im März einen Rückgang der ausländischen Wertpapieranlagen im Inland in Höhe von 22 Mrd. US-Dollar. Dies stellt den größten monatlichen Abfluss seit Beginn der Zeitreihe dar. Der Rückgang der Portfolioinvestitionen im gesamten ersten Halbjahr betrug 3,7 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Zu einer ähnlich großen Veränderung kam es während der Globalen Finanzkrise im Jahr 2008, als der Zufluss an ausländischen Mitteln allerdings nur zum Erliegen kam. In der Türkei fiel der Abfluss an

ausländischem Kapital im Vergleich zur Wirtschaftsleistung ähnlich hoch aus, er erstreckte sich jedoch über mehrere Monate. Zwischen März und Juni kam es dort zu einem Rückgang der ausländischen Portfolioinvestitionen in Höhe von 12 Mrd. US-Dollar. Erst im Juli stabilisierte sich die Lage, und es erfolgten nur noch geringe Abflüsse. Auch aus Thailand zogen internationale Investoren Kapital ab: Die Portfolioinvestitionen verzeichneten im ersten Halbjahr einen Rückgang in Höhe von ebenfalls 3,7 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Der Abfluss in diesem Bereich der Zahlungsbilanz konnte jedoch teilweise durch ausländische Bankkredite abgedeckt werden. Außerdem war der Kapitalabfluss im historischen Vergleich nicht außergewöhnlich hoch und blieb deutlich hinter jenem während der Asienkrise Ende der 90er-Jahre zurück. Andere Schwellenländer, für die bereits amtliche Zahlen vorliegen, wie z.B. Indonesien oder Mexiko, verzeichneten lediglich einen verlangsamten Kapitalzufluss im ersten Halbjahr, zu einem Rückgang kam es aber nicht. Unverändert hoch blieb sogar das Interesse internationaler Investoren an chilenischen Wertpapieren im ersten Halbjahr des laufenden Jahres.

Die wirtschaftlichen Folgen von abrupten Einbrüchen internationaler Kapitalzuflüsse, sogenannter „sudden stops“, sind in der akademischen Literatur gut dokumentiert. Sie führten in der Vergangenheit zu tiefen Rezessionen (Calvo et al., 2006 und Cavallo et al., 2015) oder gar Finanzkrisen (Joyce und Nabar, 2009, und Furceri et al., 2012). Calvo et al. (2006) zeigen auch, dass die wirtschaftliche Aktivität nach einem „sudden stop“ in der Regel erst innerhalb von durchschnittlich drei Jahren wieder das Vorkrisenniveau erreicht, wobei insbesondere die Investitionstätigkeit längerfristig gedämpft bleibt. Allerdings lag die durchschnittliche Dauer länderspezifischer „sudden stops“ der letzten 50 Jahre in Schwellen- und Entwicklungsländern bei etwas unter einem Jahr (David und Goncalves, 2019). Angesichts der Kürze der COVID-19-Episode könnten die wirtschaftlichen Folgen in diesem Fall geringer ausfallen.

Neben der Wirkung von internationalen Kapitalflusszyklen auf die Konjunktur bestand in der Vergangenheit ein starker Zusammenhang mit Staatsbankrotten. Vor allem wenn Episoden von Einbrüchen internationaler Kapitalflüsse mit starken Rückgängen der Rohstoffpreise zusammenfallen, was auch im Frühjahr dieses Jahres der Fall war, droht der Anteil an Ländern, die einen Zahlungsausfall erleiden, zu steigen (Reinhart et al., 2016). Nickol und Stoppok (2020) zeigen, dass dieser Anstieg vornehmlich auf vermehrte Kreditausfälle in Schwellen- und Entwicklungsländer zurückzuführen ist. Als Antwort auf die Corona-Krise lockerten die betroffenen Länder Kapitalverkehrskontrollen, und ihre Zentralbanken intervenierten am Devisenmarkt, um Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken (OECD, 2020b). Zudem gibt es seit April eine Initiative des Internationalen Währungsfonds, der Weltbank und des G20-Hilfsfonds für Schuldenerlasse in Milliardenhöhe, um Schwellen- und Entwicklungsländern größeren Spielraum bei der Bekämpfung der wirtschaftlichen und sozialen Folgen der Krise zu verschaffen. Wahrgenommen wurden diese Angebote bisher allerdings nur zögerlich. Der Grund liegt wohl in der Sorge, dass es in der Folge zu einer Abstufung der Bonität durch die Ratingagenturen oder gar einem anhaltenden Ausschluss vom internationalen Kapitalmarkt kommen könnte (Financial Times, 2020).

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten in der ersten Jahreshälfte lässt angesichts der in der Literatur dokumentierten wirtschaftlichen Effekte von Kapitalflusszyklen befürchten, dass die Konjunktur in einigen Schwellenländern über die pandemiebedingten Produktionsausfälle hinaus zusätzlich belastet wird. Prognosen, dass es in Folge von Kapitalabflüssen zu einer Welle von Finanzkrisen kommt, haben sich bislang allerdings nicht bestätigt. Mit Ausnahme der Türkei stiegen die Renditen auf Staatsanleihen der Schwellenländer bislang nicht an, und für Fremdwährungstitel gingen die Spreads gegenüber US-Anleihen sogar zurück (BIZ 2020), wozu die massive Ausweitung der Dollarliquidität durch die US-Notenbank beigetragen haben dürfte. Dennoch bleibt der Ausblick verhalten. Denn die Unsicherheit an den Finanzmärkten ist zwar zurückgegangen, im historischen Vergleich befindet sie sich aber immer noch auf einem hohen Niveau, und zum jetzigen Zeitpunkt ist schwer abzuschätzen, wie schnell sich der internationale Kapitalverkehr von dem Corona-Schock erholen wird. Hinzu kommt, dass die Pandemie in einigen Ländern noch lange nicht ausgestanden ist. Erhebliche Mehrausgaben für den Gesundheitssektor und zusätzliche Sozialleistungen zur Bekämpfung des Anstiegs der Armut könnten in einigen Ländern wie z.B. Brasilien oder Indien zu Fiskal- und Schuldenkrisen führen. Das Risiko einer steigenden Zahl von Kreditausfällen öffentlicher Schuldner als mittelfristige Folge des Corona-Schocks ist in Anbetracht der hohen Anzahl an Länderratings, die in Folge der Pandemie bislang herabgestuft wurden, beträchtlich.

^aAn diesem Kasten haben Philipp Nickol (Universität Duisburg-Essen und IfW Kiel) und Lucie Stoppok (IfW Kiel) mitgearbeitet.— ^b Der dort berücksichtigte Länderkreis ist allerdings nicht deckungsgleich mit der vom IWF verwendeten Klassifizierung von Schwellenländern. So sind bspw. Wertpapiere aus Südkorea oder Taiwan in dem Aktienindex MSCI Emerging Markets vertreten.

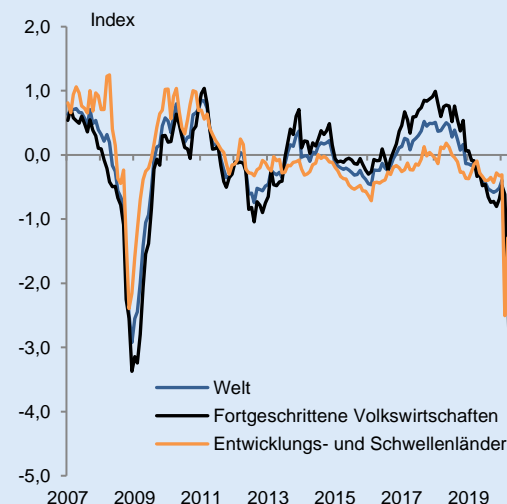
Ausblick: Nur teilweise Erholung trotz kräftigen Produktionsanstiegs

Dem tiefen Einbruch der Weltwirtschaft im ersten Halbjahr dürfte im zweiten Halbjahr 2020 eine kräftige Gegenbewegung folgen.

Die drastischen Einbußen bei der Produktion im Frühjahr waren auch auf Maßnahmen zur Eindämmung der COVID 19-Pandemie zurückzuführen, die in vielen Ländern die wirtschaftliche Aktivität in weiten Bereichen der Wirtschaft nahezu komplett lahmlegten. Mit der Lockerung Restriktionen wurde diese Produktion zu einem Teil wieder aufgenommen, was zu einer hohen Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal führen wird. Eine solche Gegenbewegung war für China, wo COVID 19 zuerst aufgetreten und erfolgreich eingedämmt worden war, bereits im zweiten Quartal zu verzeichnen. Die Erholung ist aber nicht vollständig und in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark fortgeschritten, auch weil sich das Infektionsgeschehen von Land zu Land stark unterscheidet. So deuten die Stimmungsindikatoren darauf hin, dass sich das wirtschaftliche Klima in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bisher stärker normalisiert hat als in den Schwellenländern (Abbildung 11). Die vorliegenden Daten zur Industrieproduktion zeigen, dass neben China, wo das Vorkrisenniveau im Juni bereits wieder überschritten wurde, der coronabedingte Einbruch auch in den übrigen asiatischen Schwellenländern zur Jahresmitte schon zu einem Gutteil wettgemacht worden ist. Eine vergleichsweise starke Erholung der Industrieproduktion wurde bis dahin auch im Euroraum verzeichnet, während die Erzeugung in diesem Sektor in den Vereinigten Staaten, in Japan sowie in Lateinamerika noch stark gedrückt war. Im Juli hat die Erholung aber auch hier deutliche Fortschritte gemacht.

Die Weltproduktion dürfte im Jahr 2020 um 3,6 Prozent sinken und im kommenden Jahr um 6,7 Prozent zunehmen, sofern es nicht zu einer neuerlichen Verschärfung der Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie kommt. Unserer Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass die Lockerung der Beschränkungen für die wirtschaftliche Aktivität in den kommenden Monaten Bestand hat und sich die Situation im Verlauf des Jahres 2021 weitge-

Abbildung 11:
Unternehmenszuversicht nach Ländergruppen 2007-2020



Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

Quelle: OECD, Main Economic Indicators; nationale Quellen; Berechnungen des IfW Kiel.

hend normalisiert. Derzeit sind die Infektionszahlen in vielen Ländern wieder gestiegen, zum Teil sogar deutlich über das im Frühjahr verzeichnete Niveau hinaus. In Israel, wo derzeit im Verhältnis zur Bevölkerungszahl weltweit das intensivste Infektionsgeschehen verzeichnet wird, wurden als Reaktion darauf Mitte September erneut strenge Beschränkungen der sozialen Interaktion und der persönlichen Mobilität eingeführt, mit vermutlich wiederum erheblichen Folgen für die wirtschaftliche Aktivität. Wir erwarten jedoch nicht, dass es in vielen Ländern zu solch einem zweiten Lockdown kommt, da versucht werden dürfte, das Infektionsgeschehen mit gezielteren Maßnahmen einzudämmen. Gleichzeitig zeigt die Entwicklung aber, dass die wirtschaftliche Aktivität wohl noch längere Zeit durch Covid-19 und dadurch bedingte Verhaltensänderungen und Unsicherheiten belastet werden wird. So erwarten wir, dass die internationale Reisetätigkeit noch bis weit in das nächste Jahr hinein deutlich beeinträchtigt sein wird. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Rückgang der Weltproduktion (gemessen auf Basis von Kaufkraftparitäten) um 3,6 Prozent (Tabelle 2), dies ist der mit Abstand stärkste Einbruch der vergangenen 70 Jahre. Für 2021 rechnen wir

zwar mit einem kräftigen Anstieg der Produktion um 6,7 Prozent. Auf der Basis von Marktwechselkursen ergeben sich Veränderungsraten der globalen Produktion von -4,3 Prozent in diesem sowie 6,0 Prozent im nächsten Jahr. Auch im Jahr 2022 wird die weltwirtschaftliche Aktivität mit 4,1 Prozent (bzw. 3,6 Prozent auf Basis von Marktwechselkursen) voraussichtlich stärker steigen als im mittelfristigen Trend. Gleichwohl bleibt das Niveau der Weltproduktion aufgrund der durch die Corona-Krise erfolgten Einkommenseinbußen und einer infolge von verschlechterten Absatzerwartungen und einer reduzierten Eigenkapitalbasis vermutlich nachhaltig gedämpften Investitionsneigung wohl auf längere Zeit deutlich unter dem Pfad, den wir noch zu Beginn dieses Jahres erwartet hatten. Im Vergleich zum Juni haben wir unsere Prognose für 2020 um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert, vor allem aufgrund einer etwas weniger ungünstigen Einschätzung der Aussichten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Für

2021 haben wir die Prognose um 0,5 Prozentpunkte – angehoben. Der Welthandel (Waren) dürfte im Durchschnitt dieses Jahres um 8 Prozent schrumpfen und im kommenden Jahr um 6,7 Prozent zulegen. Für 2022 rechnen wir mit einem Zuwachs von 3,7 Prozent. Der im Vergleich zur Produktion mäßige Zuwachs erklärt vor allem daraus, dass die Expansion im kommenden Jahr wesentlich auch durch die Erholung im Dienstleistungssektor getragen wird. Hinzu kommt, dass sich die in den vergangenen beiden Jahren bereits erkennbare Abnahme der Handelsintensität der Weltproduktion voraussichtlich fortsetzen wird. Hintergrund ist das vielfach geäußerte Bestreben von Unternehmen, die Wertschöpfungsketten zu verkürzen, um sie robuster gegen internationale Schocks zu machen. Dies ist nur zu einem Teil durch die Coronakrise bedingt, sondern auch der zunehmenden Unsicherheit über die Handelspolitik geschuldet, die in den vergangenen Jahren entstanden ist.

Tabelle 2:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2020–2022

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
Weltwirtschaft	100	-3,6	6,7	4,1	3,4	3,4	3,6
Fortgeschrittene Länder	41,7	-5,2	4,6	2,6	0,9	1,8	1,8
China	18,7	2,0	9,7	5,7	3,2	2,3	2,3
Lateinamerika	6,5	-7,7	5,3	2,8	7,7	7,0	7,2
Indien	7,7	-9,1	12,7	7,5	6,3	5,5	4,9
Ostasiatische Schwellenländer	5,0	-4,7	6,6	4,7	1,3	2,5	2,8
Russland	3,1	-3,0	4,2	1,8	3,2	4,2	4,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		-8,0	6,7	3,7			
Weltwirtschaft (gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 in US-Dollar)		-4,3	6,0	3,6	2,6	2,9	3,0

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2019 nach Kaufkraftparität. Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Lateinamerika: Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela (nicht Verbraucherpreise). Fortgeschrittene Länder: Die Werte stimmen nicht notwendigerweise mit denen in Tabelle 3 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwandt wird.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nimmt die Produktion im Prognosezeitraum zwar kräftig zu, das Vorkrisenniveau wir aber erst im Verlauf des Jahres 2022 überschritten. Für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften erwarten wir für 2021 einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 4,9 Prozent, nach einem Einbruch um 5,9 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 3). Die Jahreszuwachsrate für 2021 überzeichnet die Dynamik im Jahresverlauf allerdings, da sie zu einem Teil auf dem kräftigen Anstieg im zweiten Halbjahr 2020 (Rückpralleffekt) beruht. Unter der Annahme, dass im Verlauf des kommenden Jahres ein Impfstoff gegen das Coronavirus zur Verfügung stehen wird und die Normalisierung der wirtschaftlichen und sozialen Interaktion unterstützt, rechnen wir für 2022 mit einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung. Während die Geldpolitik auch dann noch starke Impulse geben wird, dürfte die Finanzpolitik 2022 eine fiskalische Konsolidierung einleiten, nachdem sie in diesem und im nächsten Jahr stark expansiv ausgerichtet ist.

In den Schwellenländern ist das Tempo der wirtschaftlichen Erholung uneinheitlich. Für

die Schwellenländer insgesamt rechnen wir mit einem Rückgang der Produktion in diesem Jahr um 3 Prozent. Dabei sind die Unterschiede zwischen den Ländern und Regionen erheblich. Während in China gegenüber dem Jahr 2019 sogar noch ein Produktionszuwachs von 2 Prozent verzeichnet werden dürfte -- eine rare Ausnahme im weltweiten Gesamtbild --, ist für Indien und Lateinamerika mit Produktionsrückgängen in der Größenordnung von 9 bzw. 8 Prozent zu rechnen. Zwar ist für den Prognosezeitraum überall ein kräftiger Anstieg der Produktion zu erwarten. Wie rasch das Vorkrisenniveau der Produktion wieder erreicht wird und wie stark die Krise die wirtschaftliche Aktivität nachhaltig verringert hat, wird aber nicht einheitlich sein. Maßgeblich für die Unterschiede sind einmal unterschiedlichen Erfolge bei der Eindämmung der Pandemie. Hinzu kommen unterschiedliche Belastungen durch den weltweiten Rückgang des Tourismus, der einige Schwellenländer -- etwa die Türkei, einige südostasiatische Länder oder Südafrika -- besonders trifft. Schließlich sind auch die Maßnahmen der Politik, mit denen die Wirtschaft in der Krise gestützt und die Verluste an Haushaltseinkommen gemindert werden, in

Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2020–2022

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Europäische Union	34,8	-6,7	5,2	2,7	0,8	1,9	1,7	7,8	8,4	7,4
Euroraum	28,1	-7,1	5,3	2,6	0,4	1,7	1,3	8,1	9,0	7,8
Vereinigtes Königreich	5,5	-9,8	7,6	2,8	0,9	1,8	2,3	4,2	5,3	4,8
Schweden	1,0	-3,2	3,6	2,5	1,1	1,5	1,7	8,5	8,0	7,3
Polen	2,3	-3,1	5,8	3,9	3,3	3,6	3,8	3,5	3,5	3,3
Schweiz	1,0	-4,5	5,2	2,4	-0,8	0,6	0,6	5,4	4,8	4,5
Norwegen	0,7	-2,7	3,2	2,4	1,4	2,0	2,3	4,5	4,0	3,7
Vereinigte Staaten	37,9	-4,1	3,8	2,5	1,3	2,3	2,1	8,2	6,2	5,6
Kanada	3,4	-6,1	5,9	2,9	0,6	1,5	1,8	9,2	7,5	6,6
Japan	-5,0	-5,0	3,4	2,0	0,3	0,8	0,8	2,8	2,7	2,5
Südkorea	4,1	-0,7	3,5	3,0	0,4	0,9	1,1	4,2	3,8	3,6
Australien	2,4	-3,0	3,8	3,0	0,9	1,6	2,0	6,9	6,4	6,1
Aufgeführte Länder	100,0	-5,5	4,7	2,7	0,9	1,9	1,8	6,9	6,5	5,8

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2019 in US-Dollar. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt und arbeitstäglich bereinigt, 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 2018.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; OECD, *Main Economic Indicators*; IMF, *World Economic Outlook Database*; Statistics Canada, *Canadian Economic Account*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

einigen Ländern aufgrund von Problemen in der Administration und fehlender fiskalischer Kapazität eng begrenzt.

Die Unsicherheit über die Folgen des wirtschaftlichen Einbruchs ist hoch; Risiken bestehen durch die Möglichkeit von finanziellen Rückkopplungseffekten, hinzu kommen wieder zunehmende handelspolitischen Spannungen. Unsicherheiten über die Stärke und Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung nach dem Corona-Schock bestehen einmal dadurch, dass die weitere Entwicklung des Infektionsgeschehens ungewiss ist. Eine weitere Welle der Pandemie im Herbst, wie von vielen befürchtet (und von der OECD 2020c unterstellt), würde zwar voraussichtlich nicht zu einem nochmaligen Einbruch der Produktion im Ausmaß wie in diesem Frühjahr führen, könnte allerdings die weitere Erholung der Produktion im Winterhalbjahr spürbar bremsen und den in unserem Szenario recht kräftigen Produktionsanstieg im kommenden Jahr merklich verringern. Darüber hinaus bleibt abzuwarten, ob es gelingt, den wirtschaftspolitischen Spagat zwischen makroökonomischer Stabilisierung und notwendigen wirtschaftlichen Anpassungen zu leisten, der notwendig ist, um gleichzeitig die Produktionskapazitäten für eine rasche Erholung zu erhalten und die längerfristige Dynamik der Wirtschaft nicht zu gefährden. Die derzeit in vielen Ländern verfolgte Politik, Unternehmen durch Liquiditätshilfen, staatliche Kreditprogramme und die Übernahme von Arbeitskosten über Wasser zu halten, verhindert zwar kurzfristig Entlassungen und ermöglicht es, eine anziehende Nachfrage sofort wieder bedienen zu können. Auch wird das Risiko geringer, dass im Zuge einer Welle von Insolvenzen schließlich Zweifel an der Stabilität des Finanzsektors aufkommt. Diese Politik wird aber dann kontraproduktiv, wenn notwendige strukturelle Anpassungen dadurch verhindert und Kapital und Arbeitskräfte in ineffizienten Verwendungen gehalten werden. Ein weiteres Risiko für die Weltkonjunktur besteht darin, dass sich die handelspolitischen Spannungen wieder verstärken und protektionistische Maßnahmen ergriffen werden. So hat sich die Stimmung im Verhältnis der Vereinigten Staaten und China wieder verschlechtert, auch weil die chinesischen Importe deutlich hinter dem in der Phase 1–Vereinbarung vorgese-

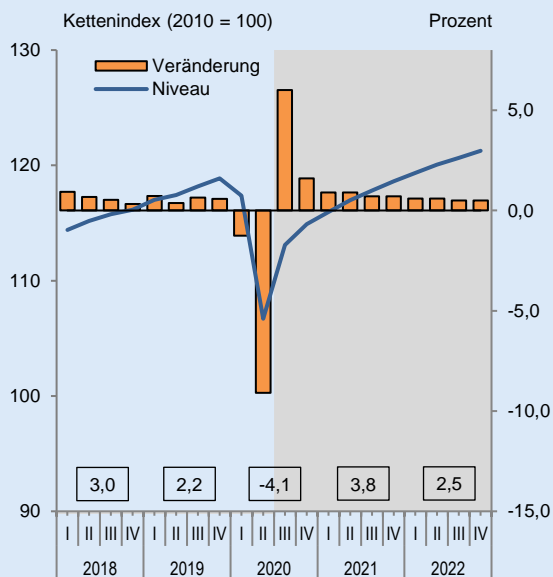
henen Volumen zurückgeblieben sind. Schließlich besteht Unsicherheit über die Auswirkungen des Ausscheidens des Vereinigten Königreichs aus dem europäischen Binnenmarkt, der für den Beginn des kommenden Jahres vorgesehen ist und ungeregelt zu erfolgen droht.

Die Prognose im Einzelnen

Erholung der US-Konjunktur verliert an Schwung

Das Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten ist im zweiten Quartal infolge der Pandemie eingebrochen. Nachdem die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits zu Beginn des Jahres um knapp 1 Prozent geschrumpft war, ging sie im zweiten Quartal des laufenden Jahres um 9,1 Prozent zurück (Abbildung 12). Dies ist der größte Produktionseinbruch seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1947. Verwendungsseitig spiegelt er die Folgen der Pandemie im In- und Ausland wider: Der Rückgang des privaten Konsums um insgesamt 9,9 Prozent konzentrierte sich besonders auf die Dienstleistungen, während der Konsum von Gebrauchsgütern nur leicht abnahm. Die Konsumzurückhaltung war nicht durch geringere verfügbare Einkommen bedingt. Diese stiegen vielmehr dank staatlicher Transfers im Rahmen des „CARES-Act“, die unter anderem eine deutliche Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung umfassten, um 10 Prozent. In der Folge erhöhte sich die Sparquote der privaten Haushalte im April sprunghaft auf 33 Prozent. Zwar bildete sie sich inzwischen wieder spürbar zurück; mit knapp 20 Prozent lag sie im Juli allerdings immer noch auf einem außergewöhnlich hohen Niveau. Die Einfuhren schrumpften um knapp 18 Prozent, während die Exporte als Folge der Rezession im Rest der Welt noch stärker sanken (-22 Prozent).

Abbildung 12:
Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten 2018–2022



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

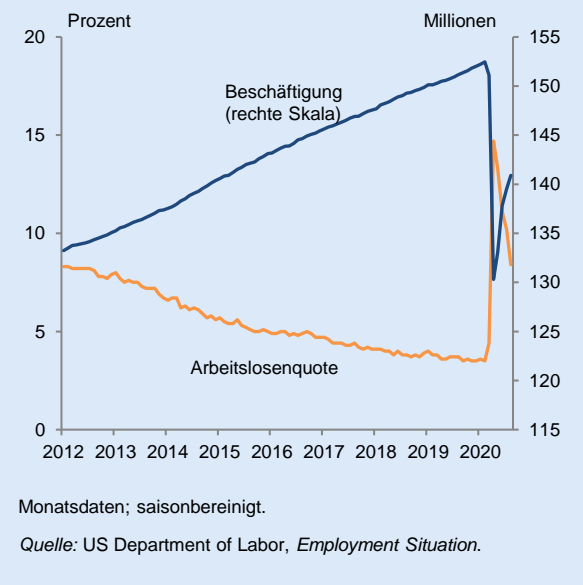
Quelle: Bureau of Economic Analysis; grau hinterlegt: Prognose des Ifw Kiel.

Frühindikatoren deuten auf eine kräftige Erholung im Sommer, die am aktuellen Rand aber an Fahrt verloren hat. Auf dem Höhepunkt der Rezession im April verzeichneten der private Konsum und die Industrieproduktion Rückgänge von bis zu 20 Prozent. Noch stärker war das Baugewerbe von der Pandemie betroffen: der Wohnungsneubau lag im April um 40 Prozent unter dem Februarwert des laufenden Jahres. Bereits im Mai setzte jedoch eine Erholung ein, und bis Juli konnten mehr als die Hälfte der pandemiebedingten Einbußen wieder aufgeholt werden. Das Verbrauchervertrauen ist aber nach wie vor deutlich von den vor der Pandemie verzeichneten Werten entfernt, und der entsprechende Index des Conference Board gab im August sogar wieder deutlich nach. Auch der vom Institute for Supply Management (ISM) berechnete Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich ging im August zurück. Dies hängt wohl auch mit den im internationalen Vergleich nach wie vor hohen Infektionszahlen sowie den vielen im Zusammenhang mit Covid-19 verzeichneten Todesfällen zusammen. Ein weiteres Indiz dafür, dass die Erholung etwas an Fahrt verloren hat, stellt der nur noch geringe

Anstieg der Industrieproduktion im August dar. Die kräftigen Zuwächse im Frühsommer bedeuten aber beträchtliche statistische Überhänge für entstehungs- und verwendungsseitige Komponenten des Bruttoinlandsprodukts wie die Industrieproduktion oder den privaten Verbrauch. Daher ist für das laufende Quartal mit einem sehr kräftigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen, der in der Größenordnung von 6 Prozent liegen könnte. Für die folgenden Quartale ist dann aber eine wesentlich langsamere konjunkturelle Schlagzahl zu erwarten.

Die Beschäftigung nimmt bereits wieder deutlich zu, die Arbeitslosigkeit dürfte im Prognosezeitraum allerdings deutlich über dem Vorkrisenniveau bleiben. Die Erholung am Arbeitsmarkt begann im Mai und war zunächst sehr kräftig, hat inzwischen aber an Schwung verloren: Im August nahm die Zahl der Beschäftigten um 1,4 Mio. zu (Durchschnitt Mai bis Juli: 3 Mio.). Insgesamt ist damit ist knapp die Hälfte des coronabedingten Einbruchs der Beschäftigung wieder aufgeholt worden (Abbildung 13). Die Entwicklung in den Wirtschaftsbereichen weist jedoch deutliche Unterschiede auf: Während im Produzierenden Gewerbe und im Einzelhandel nur noch etwa fünf Prozent weniger Menschen arbeiteten als vor der Pandemie, liegt die Beschäftigung im Freizeit- und Gastgewerbe immer noch um knapp 25 Prozent unter dem Februarwert des laufenden Jahres. Die Arbeitslosigkeit ging unterdessen ausgehend von dem im April verzeichneten historischen Hoch deutlich zurück und lag im August bei 8,4 Prozent. Die Zahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung ist von mehr als 10 Millionen im April zwar stark gesunken, mit knapp 900 Tausend ist sie aber im historischen Vergleich immer noch sehr hoch. Für die kommenden Monate rechnen wir zwar mit einer weiteren zügigen Erholung der Beschäftigung, es wird aber wohl noch geraume Zeit dauern, bis die Spuren der Krise am Arbeitsmarkt nicht mehr sichtbar sind. So wird die Arbeitslosigkeit auch gegen Ende des Prognosezeitraums mit rund 5,5 Prozent noch deutlich höher sein als vor der Krise.

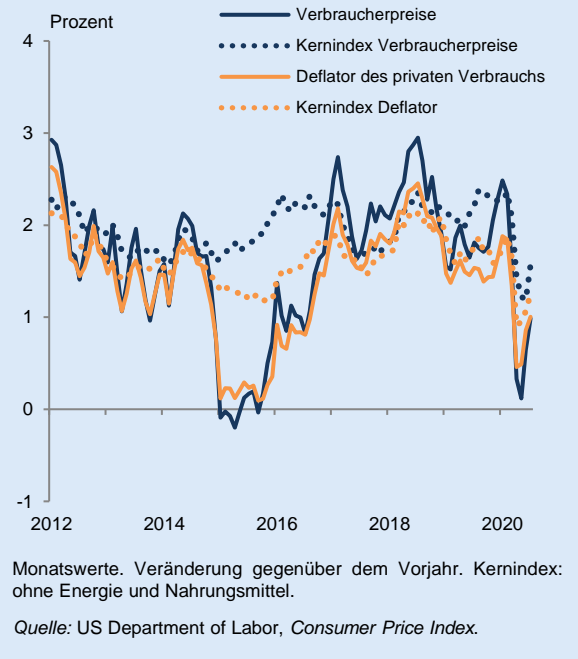
Abbildung 13:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2012–2020



Der Preisauftrieb hat sich am aktuellen Rand beschleunigt, bleibt im Prognosezeitraum aber moderat. Im Zuge der Pandemie gaben die Verbraucherpreise deutlich nach, die Inflationsrate sank in kurzer Zeit um knapp 2 Prozentpunkte und lag im Mai nahe bei null. Wesentlich für den starken Rückgang waren insbesondere die stark gesunkenen Energiepreise. Die Preise für Lebensmittel stiegen indes während der Pandemie deutlich. Die Kernrate der Inflation, die die Preisentwicklung in diesen beiden Kategorien nicht berücksichtigt, ging in den Krisenmonaten um rund einen Prozentpunkt zurück (Abbildung 14). Im Juli zog die Teuerung jedoch wieder an, insbesondere nahmen die Benzinpreise deutlich zu (5,6 Prozent gegenüber dem Vormonat). Im Vergleich zum Vorjahr ist Benzin aber immer noch um etwa 20 Prozent günstiger. Infolge der Abwertung des Dollars gegenüber den Währungen anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften seit Ende Juni, zogen die Preise der Importe ohne Rohöl zuletzt etwas an. Vor diesem Hintergrund rechnen wir damit, dass die Verbraucherpreise in diesem Jahr insgesamt um 1,3 Prozent zunehmen. Im weiteren Prognosezeitraum kommt es bei der für die Prognose unterstellten Rohölpreisentwicklung zu einem Anstieg der Energiepreise, so dass die Teuerungsrate im kommenden Jahr wieder anziehen dürfte. Angesichts des tiefen wirtschaftlichen Einbruchs und der im

Prognosezeitraum nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit, rechnen wir jedoch nicht mit einer nachhaltigen Beschleunigung des Preisauftriebs (2021: 2,3 Prozent, 2022: 2,1 Prozent). Wie in den vergangenen Jahren dürfte die Teuerung auf Basis des für die Geldpolitik maßgeblichen Deflators für den privaten Verbrauch etwas niedriger ausfallen. Wir rechnen im Prognosezeitraum mit Zuwächsen von etwas weniger als zwei Prozent.

Abbildung 14:
Inflation in den Vereinigten Staaten 2012–2020



Die derzeit starken Impulse der Finanzpolitik nehmen im Prognosezeitraum ab. Der bereits im März vom Kongress verabschiedet „CARES-Act“ sieht eine zusätzliche Verschuldung des Bundes in Höhe von insgesamt 2,1 Billionen Dollar im laufenden und kommenden Jahr vor. Ein wichtiger Bestandteil des Gesetzes war eine Aufstockung der Arbeitslosenunterstützung um wöchentlich 600 Dollar. Ende Juli lief diese jedoch aus und der Kongress konnte sich nicht auf eine Verlängerung einigen. Die von Präsident Trump per Dekret erlassene Zahlung in Höhe von 300 Dollar dürfte den Fortfall dieser Zahlungen nur kurzfristig mildern, denn die nach Angaben des „Ways and Means“-Komitees des Repräsentantenhauses für die Maßnahme zur Verfügung stehenden Mittel von 44 Mrd. Dollar reichen wohl lediglich für fünf bis sechs Wochen.

Angesichts der im November bevorstehenden Präsidentschaftswahlen ist die Unsicherheit über die Ausgestaltung der Finanzpolitik in den kommenden beiden Jahren hoch. Für unsere Prognose orientieren wir uns an der aktuellen Gesetzeslage und den darauf aufbauenden Budgetprojektionen des Congressional Budget Office. Dieses rechnet für das im September zu Ende gehende Fiskaljahr mit einem bundesstaatlichen Defizit von 16 Prozent. In den folgenden beiden Fiskaljahren dürfte das Defizit 8,6 bzw. 6,1 Prozent betragen.

Mit einer Leitzinserhöhung ist nach dem Strategiewechsel der Notenbank wohl auf längere Zeit nicht zu rechnen. Infolge der sich abzeichnenden Rezession senkte die Federal Reserve bereits im März ihre Leitzinsen auf Null und begann, in großem Umfang Anleihen des Bundes und der Gliedstaaten sowie Unternehmensanleihen zu kaufen. Ihre Bilanz verlängerte sich in der Folge von etwa 4 auf 7 Billionen Dollar. Angesichts abnehmender Spannungen an den Finanzmärkten beschränkt sich die Notenbank mittlerweile allerdings darauf, eingehende Tilgungszahlungen zu reinvestieren, denn ihre Bilanzsumme ist seit Juli nicht weiter gestiegen. Im Prognosezeitraum dürfte die Geldpolitik expansiv ausgerichtet bleiben. So erwarten die meisten Mitglieder des Offenmarktausschuss für die kommenden Jahre konstant niedrige Leitzinsen. Dies steht im Einklang mit marktbasierter Zinserwartungen und wird auch für unsere Prognose unterstellt. Der Ende August angekündigte Strategiewechsel der Notenbank, wonach eine Inflation von zwei Prozent durchschnittlich über einen längeren, nicht näher spezifizierten Zeitraum eingehalten werden und nicht als Punktziel angesteuert werden soll, beinhaltet, dass auch eine höhere Inflationsrate über einen längeren Zeitraum toleriert werden soll, wenn die Inflation zuvor nachhaltig unter der 2-Prozentmarke gewesen war. Die längerfristigen Inflationserwartungen reagierten nur wenig auf die Ankündigung, was darauf hindeutet, dass Finanzmarktteilnehmer nicht davon ausgehen, dass sich die Reaktionsfunktion der Federal Reserve wesentlich verändert hat.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird ihr Vorkrisenniveau nach dem historischen Einbruch in diesem Jahr wohl erst gegen

Ende des Prognosezeitraums wieder erreichen. Auch wenn die gesamtwirtschaftliche Produktion nicht so stark eingebrochen ist wie zunächst befürchtet und die Wirtschaftspolitik nach Kräften bemüht ist, die Folgen der Rezession zu mildern, dürfte die US-Wirtschaft in diesem Jahr einen Rückgang verzeichnen, der jenen der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 übertrifft. Die stark gestiegene Sparquote dürfte sich im Zuge einer Normalisierung des Infektionsgeschehens und der Unsicherheit zurückbilden und die Nachfrage anregen. Gedämpft wird der private Verbrauch hingegen von der im Prognosezeitraum zwar sinkenden aber immer noch erhöhten Arbeitslosigkeit sowie dem Fortfall staatlicher Transfers, die zunächst noch die Einkommen stützten. Hinzukommt, dass die Investitionstätigkeit von Unternehmen, die während der Pandemie Absatz- und Gewinneinbußen verzeichnet haben, im Prognosezeitraum wohl nur eine geringe Dynamik entfaltet. Alles in allem dürfte das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 4,1 Prozent schrumpfen; für die kommenden beiden Jahre rechnen wir mit Expansionsraten von 3,8 bzw. 2,5 Prozent (Tabelle 4). Für das laufende Jahr haben wir die Prognose im Vergleich zum Juni deutlich aufwärts revidiert, was vor allem darauf zurückzuführen ist, dass der Einbruch der Produktion im zweiten Quartal geringer ausfiel als befürchtet. Für das kommende Jahr haben wir unsere Prognose hingegen leicht nach unten korrigiert angesichts eines nun geringeren Rückpralleffekts und der eingetrübten Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern am aktuellen Rand.

China: Wirtschaft nähert sich zügig der Normalauslastung

Das chinesische Bruttoinlandsprodukt nahm im zweiten Quartal kräftig zu und liegt bereits wieder in etwa auf dem Vorkrisenniveau. Nach einem Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Höhe von 10 Prozent – angesichts weitreichender Lockdown-Maßnahmen und Produktionsstilllegungen zu Jahresbeginn – verzeichnete das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal einen Zuwachs von 11 Prozent. Damit liegt die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits wieder auf

Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten
2020–2022

	2020	2021	2022
Bruttoinlandsprodukt	-4.1	3.8	2.5
Inländische Verwendung	-4.3	4.1	2.6
Private Konsumausgaben	-4.8	4.1	2.6
Konsumausgaben des Staates	2.5	2.1	1.0
Anlageinvestitionen	-4.1	3.7	3.1
Ausrüstungen	-9.5	4.5	2.9
Geistige Eigentumsrechte	1.4	2.8	3.2
Gewerbliche Bauten	-6.3	3.9	3.2
Wohnungsbau	-0.9	3.5	3.2
Vorratsveränderungen	-0.9	0.5	0.2
Außenbeitrag	0.2	-0.3	0.0
Exporte	-12.8	7.1	4.2
Importe	-12.2	8.8	4.1
Verbraucherpreise	1.3	2.3	2.1
Arbeitslosenquote	8.2	6.2	5.6
Leistungsbilanzsaldo	-2.1	-2.4	-2.5
Budgetsaldo (Bund)	-16.0	-8.6	-6.1

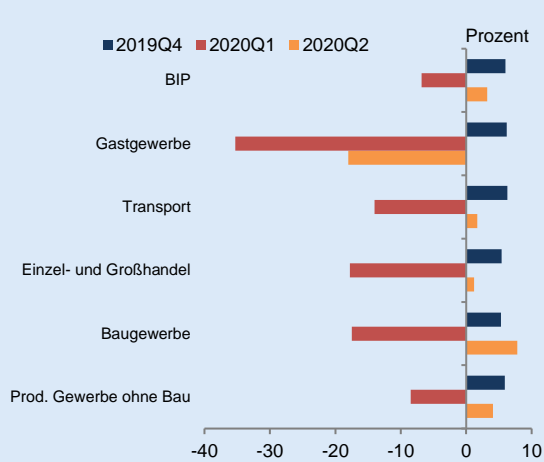
Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. Arbeitslosenquote: in Prozent der Erwerbspersonen. Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo: in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Budgetsaldo: Fiskaljahr.

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; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

dem Niveau, das vor der Pandemie verzeichnet wurde. Im Vergleich zum Vorjahresquartal nahm die Produktion um 3,2 Prozent zu. Die Erholung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen ist allerdings unterschiedlich weit vorangeschritten (Abbildung 15). So liegt die Aktivität im Produzierenden Gewerbe ohne Bau nur noch leicht unter dem Vorkrisenwert, im Baugewerbe sogar schon darüber. Deutlich weniger vorangeschritten ist die Normalisierung der Aktivität hingegen in den Dienstleistungsbereichen und dabei insbesondere im Gastgewerbe, wo die Umsätze immer noch weit unter ihrem Vorjahresniveau liegen. Auch im Groß- und Einzelhandel sowie im Transportwesen sind die Folgen der Pandemie nach wie vor sichtbar.

Alternative Indikatoren legen nahe, dass die Normalisierung der Konjunktur im dritten Quartal andauert. Der von der amtlichen Statistik ausgewiesene Einbruch der gesamt-

Abbildung 15:
Bruttoinlandsprodukt China, Entstehungsseite,
2019Q4–2020Q2

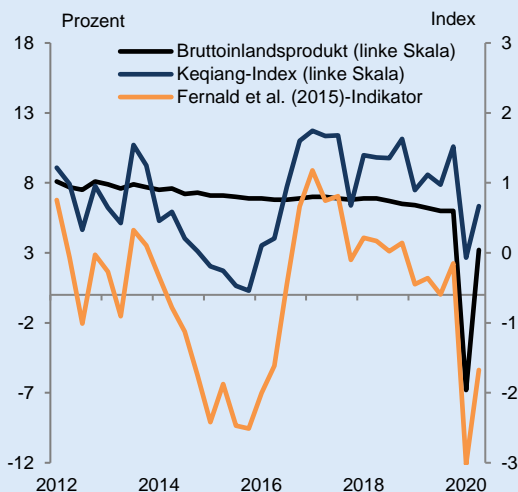


Quartalsdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: National Bureau of Statistics China

wirtschaftlichen Produktion zeigt sich auch in alternativen Indikatoren für gesamtwirtschaftliche Aktivität, die im ersten Quartal ebenfalls stark zurückgingen. Hinsichtlich der Stärke der Erholung im zweiten Quartal liefern sie jedoch unterschiedliche Einschätzungen (Abbildung 16). So erholte sich der Keqiang-Index, der die Entwicklung des Stromverbrauchs, der Cargofrachtraten sowie der Kreditvergabe enthält und vor allem als Proxy für die Entwicklung der Industrie gilt, ebenfalls deutlich. Im Vergleich dazu fällt die Erholung im von Fernald et al. (2015) berechneten Index, der zusätzlich noch die Einzelhandelsumsätze und mithin Aspekte des Dienstleistungssektors berücksichtigt, im zweiten Quartal deutlich weniger schwungvoll aus. Auch im dritten Quartal verlief die Erholung im Einzelhandel noch vergleichsweise schleppend: Die Umsätze lagen im August lediglich um 0,5 Prozent über ihrem Vorjahreswert. Für eine kräftige Erholung der Binnennachfrage spricht indes der Automobilmarkt: Im Juli wurden 16,4 Prozent mehr Kraftfahrzeuge verkauft als ein Jahr zuvor, wobei sich insbesondere der LKW-Absatz ausgesprochen dynamisch entwickelte. Hochfrequente Indikatoren wie z.B. die Anzahl der Restaurantbesuche bzw. -bestellungen signa-

Abbildung 16:
China: Bruttoinlandsprodukt und alternative Aktivitätsmaße 2012–2020



Quartalsdaten. Bruttoinlandsprodukt: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Keqiang-Index: arithmetisches Mittel des Kreditwachstums, der Frachtkargoraten sowie des Stromverbrauchs. Fernald et al. (2015)-Indikator: erste Hauptkomponente der Vorjahresraten der Stromerzeugung, Einzelhandelsumsätze, Schienenfrachtverkehrs und Rohmaterialpreise (zur Auswahl der Variablen, vergleiche Fernald et al. (2015). *Is China Fudging its Figures? Evidence from Trading Partner Data*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2015-12).

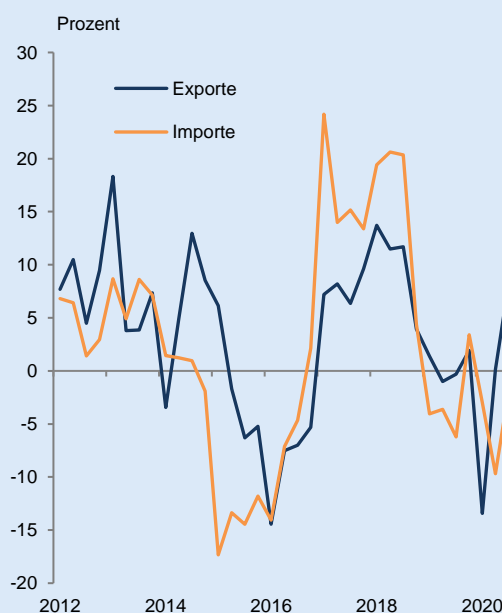
Quelle: National Bureau of Statistics, People's Bank of China; Berechnungen des IfW Kiel

lisieren, dass sich die Konjunktur im Dienstleistungsbereich bis Anfang September weiter normalisiert hat. Alles in allem rechnen wir für das laufende Quartal mit einer Zuwachsrate, die mit knapp 4 Prozent erneut deutlich höher ausfällt als im Trend der vergangenen Jahre, so dass sich die in der Krise entstandene Lücke bei der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung weiter schließen wird.

Die nominalen Ausfuhren steigen bereits wieder deutlich, während die Einfuhren noch unter ihrem Vorjahreswert liegen. Im Zuge der Pandemie war der Außenhandel stark rückläufig: Im ersten Quartal gingen die nominalen Exporte um 13 Prozent im Vergleich zum Vorjahr zurück. Bei den Einfuhren fiel der Rückgang deutlich geringer aus (Abbildung 17). Diese schrumpften jedoch im zweiten Quartal deutlich, wohl nicht zuletzt aufgrund der niedrigeren Rohstoffpreise. Laut Zahlen des CPB, die bis einschließlich Juni vorliegen, betrug der Rückgang der preisbereinigten Einfuhren im zweiten Quartal nur etwas mehr als ein Prozent gegenüber dem Vorjahr. Bei den Ausfuhren

setzte im zweiten Quartal eine kräftige Erholung ein, was teilweise auch auf die Ausfuhr von medizinischen Produkten zur Bekämpfung der Pandemie im Rest der Welt zurückzuführen sein dürfte: Zahlen der chinesischen Zollbehörden weisen für die erste Hälfte des laufenden Jahres einen Zuwachs von 32 Prozent der Ausfuhren von Textilprodukten aus, die unter anderem auch persönliche Schutzausrüstung wie Mund-Nase-Schutzmasken beinhalten; die Exporte von Medikamenten und medizinischer Ausrüstung nahmen um 24 bzw. 46 Prozent zu. Auch im dritten Quartal zeichnet sich auf Basis der bereits vorliegenden Daten für Juli und August ein deutliches Plus bei den Ausfuhren ab. Für ein Andauern der lebhaften Exportdynamik spricht, dass sich laut Befragungen von Einkaufsmanagern im Verarbeitenden Gewerbe die Auftragseingänge aus dem Ausland erholt haben. Vor dem Hintergrund einer andauernden Normalisierung der Konjunktur und wieder höherer Rohstoffnotierungen dürften auch die Einfuhren in den kommenden Monaten wieder spürbar anziehen.

Abbildung 17:
Außenhandel China 2012–2020



Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis von Quartalsdurchschnitten; 2020Q3: Durchschnitt Juli und August.

Quelle: chinesische Zollverwaltung

Nach einem geringen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in diesem Jahr, dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2021 kräftig zulegen. Wir rechnen mit Zuwachsraten in Höhe von 2 Prozent im laufenden Jahr bzw. 9,8 Prozent im Jahr 2021. Im Jahr 2022 dürfte die Wirtschaft um 5,7 Prozent expandieren, was in etwa dem Trendwachstum entspricht. Das Ausmaß der bereits erfolgten Konjunkturerholung lässt eine weitgehende Normalisierung bereits gegen Ende des laufenden Jahres erwarten. Dämpfend auf die konjunkturelle Entwicklung wirkt zunächst zwar noch die Arbeitslosigkeit, die laut alternativen Datenquellen wohl deutlich höher ist als offiziell ausgewiesen (Ferrara et al. 2020). Gestützt wird die Erholung hingegen von der Finanzpolitik: Die Pekinger Behörden haben nach anfänglichem Zögern Steuersenkungen, Subventionen sowie sozialstaatliche Transfers in Höhe von 4,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts umgesetzt. Vor dem Hintergrund einer konjunkturellen Normalisierung dürfte auch die Teuerung auf Ebene der Produzentenpreise, die im Zuge der Rezession tief in den negativen Bereich gesunken war, wieder anziehen. Die Dynamik bei den Verbraucherpreisen wird in diesem Jahr noch von verteuerten Lebensmitteln geprägt – ein Faktor, der durch den Verzicht auf den Import von Schweinefleisch aus dem drittichtigsten Lieferland Deutschland aufgrund der nun auch dort aufgetretenen Schweinepest noch verstärkt werden wird –, so dass die Inflation wie bereits im vergangenen Jahr mit 3,2 Prozent recht hoch ausfällt. Für den weiteren Verlauf rechnen wir allerdings auch hier mit einer Normalisierung und wieder niedrigeren Inflationsraten (2021: 2,3 Prozent, 2022: 2,3 Prozent).

Noch verhaltene Erholung in Japan

Im Frühjahr ging die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan das dritte Quartal in Folge zurück. Das Bruttoinlandsprodukt brach im Zuge der Coronakrise im zweiten Quartal 2020 um 7,9 Prozent ein, nachdem die Mehrwertsteuererhöhung von 8 auf 10 Prozent am 1. Oktober 2019, Wetterunbilden, rückläufige Exporte und schwächelnde Unternehmensinvestitionen bereits in den beiden Quartalen zuvor für eine spürbar sinkende Wirtschafts-

leistung gesorgt hatten (Abbildung 18). Die Einschränkungen durch staatliche Regeln zur Eindämmung des Coronavirus waren in Japan zwar relativ gering, gleichwohl ließ die Verunsicherung durch die Pandemie den privaten Konsum stark – um 8 Prozent – sinken. Besonders betroffen waren zudem die Ausfuhren, die um fast 20 Prozent einbrachen, während die Importe nur moderat zurückgingen.

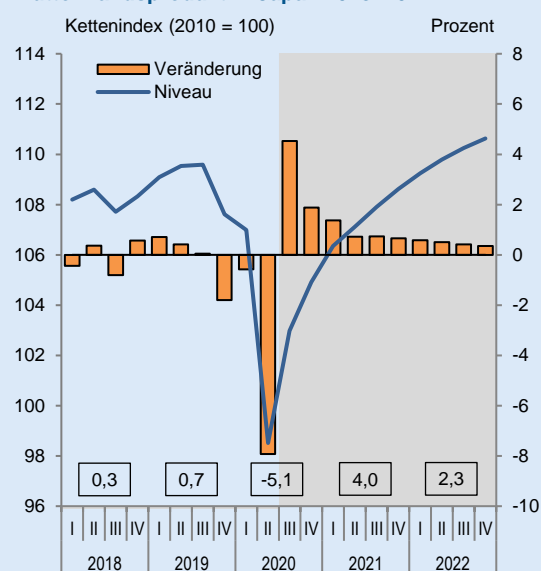
Die Belebung von Produktion und Nachfrage nach dem Covid-19-Schock ist vergleichsweise langsam.

Auch in Japan hat sich die wirtschaftliche Aktivität seit Mai belebt, allerdings ist die Erholung noch nicht sehr weit fortgeschritten. Die Industrieproduktion verharrte bis in den Juni nahe ihrem Tiefstand und sprang erst im Juli deutlich an. Die Bestellungen von Ausrüstungsgütern – ein Frühindikator für die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen – gaben im Juni sogar nochmals deutlich nach, bevor sie sich zuletzt spürbar belebten. Zuletzt hat sich das ohnehin noch gedrückte Verbrauchervertrauen wieder verringert, was wohl mit dem erneuten Anstieg der Neuinfektionen mit COVID-19 in Zusammenhang steht. Die Einkaufsmanagerindizes sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor haben sich zwar von ihren Tiefpunkten deutlich entfernt, verharrten aber bis zuletzt unter der Marke von 50, die Expansion signalisiert. Vieles spricht also für eine recht zögerliche Erholung, dennoch ist für die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten Quartal mit einer deutlichen Gegenbewegung zum Einbruch im Frühjahr zu rechnen.

Geldpolitik und Finanzpolitik versuchen die Konjunktur anzuregen.

Die japanische Notenbank versucht, möglichen Liquiditätsengpässen im Zusammenhang mit der Corona-Krise zu begegnen, indem sie gezielt Anreize für eine Kreditvergabe der Banken an kleine und mittlere Unternehmen setzt. Zudem kauft sie in großem Umfang Anleihen sowohl von staatlichen wie von privaten Schuldern und Exchange Traded Funds. Die Regierung hat mehrere Nachtrags Haushalte im Umfang von insgesamt knapp 11 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beschlossen, um Mehrausgaben und Einnahmeausfälle zu finanzieren. Wir rechnen

Abbildung 18:
Bruttoinlandsprodukt in Japan 2018–2022



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Cabinet Office, National Accounts; grau hinterlegt: Prognose des IfW Kiel.

mit einem Anstieg des gesamtstaatlichen Budgetdefizits von 2,6 Prozent im vergangenen Jahr auf 10,5 Prozent. In den kommenden beiden Jahren dürfte die Neuverschuldung zwar deutlich sinken, der enorm hohe Schuldenstand in Höhe von mehr als dem Doppelten der gesamtwirtschaftlichen Leistung wird aber wohl bis zum Ende des Prognosezeitraums weiter steigen.

Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2020 wird wohl erst Ende 2022 wettgemacht sein. Für die kommenden Quartale rechnen wir angesichts der zunehmenden Erholung der Weltkonjunktur und unter der Annahme einer wieder sinkenden Zahl von Neuinfektionen mit einer weiteren Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität. Im Juli und August 2021 sollen die Olympischen Spiele nachgeholt werden, die ursprünglich im Sommer dieses Jahres stattfinden sollten. Von diesem Ereignis dürfte ein zusätzlicher Schub für die Konjunktur ausgehen, so dass wir für den Sommer 2021 mit einer recht kräftigen Expansion des Bruttoinlandsprodukts rechnen. So dürfte sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr nach einem Rückgang um 5 Prozent in diesem Jahr auf 3,4

Prozent belaufen (Tabelle 6). Für 2022 erwarten wir dann eine Verringerung der Zuwachsrates auf 2,0 Prozent.

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Bruttoinlandsprodukt	0,7	-5,0	3,4	2,0
Inländische Verwendung	0,9	-3,4	3,0	1,9
Private Konsumausgaben	0,2	-5,6	3,3	1,9
Konsumausgaben des Staates	1,9	1,5	1,9	1,5
Anlageinvestitionen	1,3	-2,3	3,2	2,3
Unternehmensinvestitionen	0,7	-3,9	2,6	2,9
Wohnungsbau	2,1	-4,2	2,6	1,7
Öffentliche Investitionen	2,8	4,1	5,3	1,0
Lagerinvestitionen	0,1	0,0	0,0	0,0
Außenbeitrag	-0,1	-1,2	0,4	0,1
Exporte	-1,6	-13,6	7,8	4,0
Importe	-0,6	-4,0	4,8	3,2
Verbraucherpreise	0,8	0,3	0,8	0,8
Arbeitslosenquote	2,4	2,8	2,7	2,5
Leistungsbilanzsaldo	3,6	-2,8	3,4	3,2
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-2,6	-10,5	-7,0	-4,0

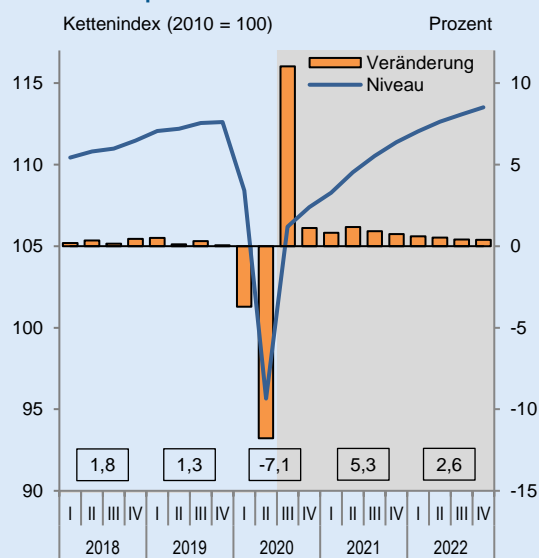
Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. Arbeitslosenquote: Anteil an den Erwerbspersonen. Budgetsaldo: in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Cabinet Office, National Accounts; OECD, Main Economic Indicators; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Mühsame Erholung nach tiefem Wirtschaftseinbruch in der Europäischen Union

Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum wurde im ersten Halbjahr drastisch reduziert. Einem Rückgang um 3,7 Prozent im ersten Quartal folgte ein noch stärkerer Einbruch um 11,8 Prozent im Frühsommer (Abbildung 19). Die Wertschöpfungsverluste waren im Produzierenden Gewerbe, in den Bereichen Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie bei sonstigen Dienstleistern besonders hoch. In der Länderabgrenzung waren die Produktionsrückgänge in Spanien, Frankreich und Italien am größten, wo die Politik sich aufgrund eines sehr aktiven Infektionsgeschehens zu besonders drastischen Eindämmungsmaßnahmen genötigt sah und zeitweise weite Teile der gewerblichen Wirtschaft lahmgelegt waren. Kein Mitgliedsland konnte sich dieser Krise entziehen; überall ging die Produktion im ersten Halbjahr merklich

Abbildung 19:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2018–2022



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. grau hinterlegt: Prognose des IfW Kiel.

zurück. Mit Verzögerung ist die Krise trotz umfangreicher Kurzarbeitsprogramme inzwischen am Arbeitsmarkt angekommen, und die Erwerbslosenquoten steigen in praktisch allen Mitgliedsländern. Gleichzeitig ist die Teuerungsrate rückläufig und zuletzt sogar in den negativen Bereich gefallen, wozu neben geringeren Energiepreisen die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland und die Aufwertung des Euro beigetragen haben.

Einem aktuell kräftigen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität folgt voraussichtlich eine langwierige weitere Erholung. Nach dem historischen Produktionseinbruch im Frühjahr wurde die Wirtschaft in den Ländern der Währungsunion schrittweise wieder hochgefahren. Der monatliche Verlauf einiger harter Indikatoren bis zum Sommer lässt für das dritte Quartal mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 11 Prozent einen kräftigen Rückpralleffekt erwarten, mit dem knapp zwei Drittel des Rückgangs im Produktionsniveau aufgeholt werden. Die weitere Erholung in den bevorstehenden Quartalen dürfte allerdings weitaus schleppender verlaufen: Angesichts stark steigender Infektionszahlen in einigen Mitgliedsländern besteht große Unsicherheit über den Fortgang der Pandemie,

insbesondere im bevorstehenden Winterhalbjahr. Direkte Einschränkungen bleiben wohl vorerst überall dort ein bedeutender Belastungsfaktor, wo das Infektionsgeschehen vergleichsweise aktiv ist sowie in Wirtschaftsbereichen, in denen direkte soziale Interaktion auf engem Raum unvermeidlich ist. Zudem drohen Nach- und Folgewirkungen der drastischen Umsatz- und Einkommensverluste aus dem bisherigen Krisenverlauf nach und nach sichtbar zu werden. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 7,1 Prozent zurückgehen. Für das kommende Jahr erwarten wir einen Zuwachs um 5,3 Prozent und für 2022 eine Rate von 2,6 Prozent. Damit wird das Vorkrisenniveau wohl erst im Verlauf des Jahres 2022 wieder überschritten. Der Trend steigender Arbeitslosigkeit dürfte sich vorerst fortsetzen, die Erwerbslosenquote wird im Jahr 2021 ihren zwischenzeitlichen Höhepunkt ansteuern und anschließend wieder allmählich zurückgehen. Die Verbraucherpreisinflation wird im kommenden Jahr voraussichtlich wieder deutlich über einem Prozent liegen, da die temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ausläuft und die Energiepreise voraussichtlich deutlich über ihren jeweiligen Vorjahreswerten liegen werden (Tabelle 7).

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Bruttoinlandsprodukt	1,3	-7,1	5,3	2,6
Inländische Verwendung	1,9	-6,0	5,0	2,7
Private Konsumausgaben	1,3	-8,1	5,4	3,0
Konsumausgaben des Staates	1,8	0,4	2,6	0,9
Anlageinvestitionen	5,6	-7,9	6,8	3,8
Vorratsveränderungen	-0,4	0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag	-0,5	-1,3	0,4	0,0
Exporte	2,5	-11,2	7,2	5,0
Importe	4,0	-9,4	6,7	5,3
Verbraucherpreise	1,2	0,5	1,7	1,3
Arbeitslosenquote	7,5	7,5	9,0	7,8
Leistungsbilanzsaldo	2,7	1,9	2,3	2,4
Budgetsaldo	-0,6	-8,8	-5,0	-3,3

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: UK Office for National Statistics, *Economy*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

In den übrigen Ländern der EU ist das Konjunkturbild ähnlich. Die Corona-Krise hat auch alle übrigen Länder der europäischen Union erfasst, und selbst dort, wo ein relativ mildes Infektionsgeschehen verzeichnet wurde, wie in vielen osteuropäischen Ländern, führten vorbeugende epidemiologische Maßnahmen, Verhaltensänderungen in der Bevölkerung, aber auch Übertragungseffekte durch den Außenhandel im zweiten Quartal zu einem starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Dies war auch in Schweden der Fall, wo die Regierung sich trotz vergleichsweise hoher Infektionszahlen und coronabedingter Mortalität dazu entschloss, auf drastische Beschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität zu verzichten. Allerdings entwickelte sich die Konjunktur in Schweden im ersten Quartal noch relativ günstig, so dass die Schrumpfung der Wirtschaft im ersten Halbjahr insgesamt im europäischen Vergleich moderat ausfiel. Zwar wird nun wohl auch der Rückpralleffekt relativ schwach sein, doch könnte das schwedische Bruttoinlandsprodukt sein Vorkrisenniveau bereits im kommenden Jahr übersteigen. Für die Aussichten in den mittel- und osteuropäischen Ländern, die eng in die industrielle Wertschöpfung der EU eingebunden sind, wird das Tempo der Erholung im Verarbeitenden Gewerbe im Euroraum und insbesondere der Automobilkonjunktur ein wesentlicher Faktor sein. Mit Übergreifen der sich für den Euroraum abzeichnenden Erholung der Industrie dürfte die Aktivität auch in diesen Ländern rasch zunehmen und die nachhaltigen Folgen für Produktion und Beschäftigung in Grenzen halten. Stützend für die Konjunktur wirken voraussichtlich zusätzliche Zuflüsse an EU-Mitteln aus dem zur Bewältigung der Pandemiefolgen beschlossenen Programm.

Brexit-Unsicherheit belastet die Wirtschaft im Vereinigten Königreich zusätzlich

Die Auswirkungen von Covid-19 waren im Vereinigten Königreich besonders stark. Im Vereinigten Königreich wurde mit einer Rate von 20,4 Prozent im zweiten Quartal der stärkste Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich der europäischen Länder verzeichnet, nachdem es im ersten Quartal bereits um 2 Prozent gesunken war. Zu dem Absturz der

gesamtwirtschaftlichen Produktion trug auch bei, dass die britische Regierung auf die Corona-Bedrohung zwar relativ spät, dann aber mit besonders rigiden Maßnahmen zur sozialen Distanzierung reagiert hatte. Sowohl der private Konsum als auch die Anlageinvestitionen wurden um rund ein Viertel eingeschränkt, die Ausrüstungsinvestitionen sogar um mehr als 30 Prozent, während die Abnahme bei den Exporten vergleichsweise moderat ausfiel und mit 11 Prozent deutlich schwächer als bei den Importen (-23 Prozent). Eine Besonderheit im internationalen Vergleich ist der starke Rückgang, der für den realen Staatskonsum ausgewiesen wird und der auf eine unterschiedliche Behandlung von Aktivitäten im Gesundheitssektor und im Erziehungswesen in der amtlichen Statistik hindeutet. Trotz im europäischen Vergleich nach wie vor hoher Infektionszahlen wurde die Wirtschaft ab Mitte Mai nach und nach wieder geöffnet, und in der Folge nahm die Aktivität im Verarbeitenden Gewerbe und zunehmend auch bei Handel und Dienstleistungen wieder deutlich zu. Im Juli lag das Bruttoinlandsprodukt nach den Monatszahlen des statistischen Amtes bereits um mehr als 15 Prozent über dem im April und Mai verzeichneten Niveau, es unterschritt das Vorkrisenniveau freilich immer noch um mehr als 10 Prozent.

Die Auswirkungen des Konjunkturreinbruchs auf die Einkommen von Haushalten und Unternehmen werden in großem Umfang durch staatliche Programme abgefedert, wodurch ein hohes Defizit im Staatshaushalt entsteht.

Die Regierung hat zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um die privaten Einkommen zu stützen und eine Insolvenzwelle zu verhindern, wie die Zahlung von 80 Prozent der Einkommen für beurlaubte Arbeitnehmer – eine der Kurzarbeit in Deutschland entsprechende Lösung – und Selbstständige, sowie Programme zur Erhaltung der Liquidität im Unternehmenssektor. Die Möglichkeit zur Beurlaubung von Arbeitnehmern hat bislang auch verhindert, dass die Arbeitslosigkeit nennenswert gestiegen ist; im Dreimonatszeitraum von Mai bis Juli lag sie immer noch bei niedrigen 4,1 Prozent. Die Regelung wird aber seit Jahresmitte zurückgefahren, so dass für die kommenden Monate mit einer spürbaren Zunahme der ausgewiesenen Arbeitslosigkeit zu rechnen ist. Die Stützungsmaßnahmen sowie

Steuerausfälle und Steuerstundungen führen zu einem hohen Finanzierungsbedarf in den öffentlichen Haushalten. Für das Jahr 2020 rechnen wir mit einem Anstieg des Budgetdefizits auf rund 15 Prozent (von zuvor reichlich 2 Prozent), und auch für die kommenden beiden Jahre ist noch mit einer deutlich erhöhten Neuverschuldung zu rechnen. In der Folge dürfte der Bruttoschuldenstand von 86 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf eine Größenordnung von 110 Prozent steigen. Auch die Geldpolitik wirkt mit Leitzinsen nahe Null, einem Ankaufprogramm für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen sowie der Bereitstellung von Krediten und Kreditgarantien für Unternehmen stark expansiv. Trotz der wirtschaftspolitischen Impulse wird die gesamtwirtschaftliche Aktivität in diesem Jahr mit voraussichtlich 9,8 Prozent einen im internationalen Vergleich starken Rückgang verzeichnen. Der Rückpralleffekt nach dem tiefen Einbruch erzeugt zwar einen beträchtlichen statistischen Überhang und allein dadurch ist für 2021 mit einem kräftigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen (Tabelle 8). Sein Vorkrisenniveau wird das Bruttoinlandsprodukt im nächsten Jahr jedoch noch deutlich unterschreiten.

Die Konjunkturerholung könnte durch die Umsetzung des Brexit erheblich belastet werden. Zum Jahresende 2020 läuft die Übergangsfrist aus, in der die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Verhältnis zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union auch nach dem Brexit noch unverändert sind. Die zeitgerechte Verabschiedung eines Handelsvertrages für die Zeit danach erscheint inzwischen aber kaum noch möglich, nachdem die Verhandlungen offenbar keine substanziellen Fortschritte machen und die britische Regierung durch einseitige Änderungen am Austrittsvertrag das Klima stark belastet hat. Gegenwärtig ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass zu Beginn des kommenden Jahres der Fall eines sogenannten harten Brexits eintritt mit der Einführung von Zöllen und anderen Handelshemmnissen. Die damit verbundenen wirtschaftlichen Belastungen durch administrative Friktionen und eine Neuausrichtung der Handelsströme wären kurzfristig vermutlich vor allem für das Vereinigte Königreich erheblich, werden aber vermutlich im von der Coronakrise und der anschließenden Erholung dominierten Datenkranz schwer auszumachen sein.

Tabelle 8:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
Bruttoinlandsprodukt	1,5	-9,8	7,6	2,8
Inländische Verwendung	1,5	-11,2	9,4	3,0
Private Konsumausgaben	1,0	-14,0	12,0	3,5
Konsumausgaben des Staates	3,4	-3,8	7,0	2,5
Anlageinvestitionen	0,7	-15,5	9,5	3,7
Vorratsveränderungen	0,1	-0,3	0,5	0,0
Außenbeitrag	0,1	1,4	-1,7	-0,3
Exporte	5,0	-15,5	12,0	3,5
Importe	4,6	-19,0	16,8	4,2
Verbraucherpreise	1,8	0,9	1,8	2,3
Arbeitslosenquote	3,8	4,2	5,3	4,8
Leistungsbilanzsaldo	-4,0	-2,9	-3,5	-3,6
Budgetsaldo	-2,1	-14,0	-7,5	-4,0

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: UK Office for National Statistics, *Economy*; grau hinterlegt: Prognose des Ifw.

Wirtschaftliche Erholung nach tiefer Rezession in den Schwellenländern

Die indische Wirtschaft ist im zweiten Quartal besonders stark eingebrochen und eine Normalisierung der Produktion dürfte lange dauern. Im zweiten Quartal fiel das Bruttoinlandsprodukt in saisonbereinigter Betrachtung nach OECD-Schätzung um 25 Prozent; gegenüber dem Vorjahr betrug der Rückgang nach offiziellen Angaben 23,9 Prozent. Die Hälfte Produktion im Baugewerbe sowie im Gastgewerbe und im Transportwesen ging sogar um rund die Hälfte zurück. Verwendungsseitig verzeichneten insbesondere die Investitionen einen Einbruch (-47,5 Prozent), der private Verbrauch schrumpfte um 27 Prozent gegenüber dem Vorjahr, die Exporte gaben um knapp 20 Prozent nach. Zu dem im internationalen Vergleich besonders starken Einbruch haben seuchenpolitische Maßnahmen im April und Mai beigetragen, die laut Berechnungen von Forschern der Universität Oxford zu den strengsten weltweit zählten (Hale et al. 2020). Die Maßnahmen konnten zwar die Zahl

der Neuansteckungen nicht nachhaltig reduzieren, dennoch wurden sie angesichts der problematischen sozialen Implikationen im Verlauf des Mai und Juni deutlich gelockert, so dass die wirtschaftliche Aktivität inzwischen wieder an Fahrt aufgenommen hat. So lag die Industrieproduktion im Juli nur noch um 10 Prozent unter ihrem Vorjahreswert, nach einem Rückgang um fast 60 Prozent im April. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion denn auch mit kräftigen Raten expandieren. Im Durchschnitt des laufenden Jahres wird sie wohl dennoch um reichlich 9,1 Prozent sinken. Gebremst wird die Erholung aktuell dadurch, dass die COVID-19-Fallzahlen in den vergangenen Monaten ungebremst gestiegen sind, so dass Indien derzeit weltweit das Land mit den mit Abstand meisten Neuinfektionen ist. Zudem ist infolge der Pandemie die Arbeitslosigkeit stark gestiegen, und die daraus resultierenden Einkommensverluste sind nur geringfügig von staatlicher Seite kompensiert worden. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass die wirtschaftliche

Dynamik bereits vor der Krise deutlich nachgelassen hatte und der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr von 8 Prozent Anfang 2018 auf lediglich gut 4 Prozent Ende 2019 gesunken war. Alles in allem rechnen wir nicht damit, dass sich die Wirtschaft bereits im Jahr 2021 vollständig von der Pandemie erholt, auch wenn der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts mit 12,2 Prozent kräftig sein wird (Tabelle 9). Erst im Jahr 2022 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder über ihr Vorkrisenniveau steigen, bei einem Zuwachs von 7,4 Prozent.

Die Produktion in den südostasiatischen Ländern zieht bereits wieder an, aber die Wirtschaft ist noch weit von der Normalauslastung entfernt. Das Bruttoinlandsprodukt in der Region insgesamt sank im zweiten Quartal rund 10 Prozent unter sein Niveau ein Jahr zuvor. Während in den meisten Ländern die Aktivität mit zweistelligen Raten zurückging, fielen

Tabelle 9:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2019–2022

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Indonesien	6,0	5,0	-1,9	6,2	4,8	2,8	2,2	3,0	3,7
Thailand	2,2	2,4	-6,9	5,4	3,3	0,7	-0,7	1,4	1,3
Malaysia	1,7	4,3	-7,2	8,3	4,8	0,7	-0,9	1,4	2,0
Philippinen	1,6	6,1	-9,5	7,6	6,1	2,5	2,7	3,2	2,7
Insgesamt	11,6	4,6	-4,7	6,6	4,7	2,0	1,3	2,5	2,8
China	43,8	6,1	2,0	9,7	5,7	2,9	3,2	2,3	2,3
Indien	18,2	4,9	-9,1	12,2	7,4	3,7	6,3	5,7	5,7
Asien insgesamt	73,6	5,5	-1,8	9,8	6,0	3,0	3,7	3,2	3,2
Brasilien	5,5	1,1	-5,9	4,8	3,0	3,7	2,8	3,8	4,0
Mexiko	4,2	-0,3	-9,3	5,8	2,4	3,6	3,2	2,9	3,0
Argentinien	1,4	-2,1	-9,5	5,3	2,6	53,5	50,0	40,0	40,0
Kolumbien	1,3	3,3	-7,1	5,2	3,0	3,5	2,6	3,0	3,5
Venezuela	0,3	-35,0	-15,0	-5,0	-2,0	-	-	-	-
Chile	0,8	1,0	-5,4	5,3	2,9	2,3	2,8	2,5	3,0
Peru	0,8	2,2	-11,7	6,1	3,5	2,1	1,9	2,2	2,4
Lateinamerika insgesamt	14,4	0,6	-7,7	5,3	2,8	8,7	7,7	7,0	7,2
Russland	7,0	1,3	-3,0	4,2	1,8	3,7	3,5	4,5	4,0
Türkei	3,8	0,9	-5,5	6,0	4,0	15,2	11,8	11,0	11,0
Südafrika	1,3	0,2	-7,5	7,0	3,5	4,1	3,3	4,0	5,0
Aufgeführte Länder	100,0	4,3	-3,0	8,6	5,1	4,3	4,5	4,1	4,2

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2018 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; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

die Produktionseinbußen in Indonesien, der größten Volkswirtschaft der Region, mit freilich immer noch 5,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr vergleichsweise gering aus. Ein Grund für die relativ moderaten Produktionsrückgänge war, dass die Ausfuhren nur moderat sanken, während die Einfuhren aufgrund starker Rückgänge von privatem Konsum und Investitionen stark zurückgingen. Vor dem Hintergrund niedriger Inflationsraten und bei weitgehend stabilen Wechselkursen nutzten die Zentralbanken der Region ihren geldpolitischen Handlungsspielraum und senkten die Leitzinsen mehrfach. Dies dürfte die Erholung in der zweiten Jahreshälfte stützen. Gegenwind erhält die wieder anziehende Konjunktur allerdings aus dem Auslandsgeschäft. So gaben Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe in Befragungen an, dass die Aufträge aus dem Ausland im August wieder nachgaben. Die Unterauslastung in der Industrie dürfte somit zunächst noch andauern. Hinzu kommt, dass in Ländern wie Indonesien oder den Philippinen die Infektions- und Todeszahlen im internationalen Vergleich zwar niedrig, in der Tendenz aber nach wie vor nach oben gerichtet sind. Die damit verbundene Verunsicherung der Bevölkerung oder sogar neuerliche seuchenpolitische Einschränkungen könnten die Normalisierung der Konjunktur aufhalten, zumal in der Folge die bereits erhöhte Arbeitslosigkeit wohl weiter zunehmen würde. Alles in allem rechnen wir mit einem deutlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in der Region in diesem Jahr (-4,7 Prozent). Im Jahr 2021 dürfte die Produktion um 6,6 Prozent zunehmen und damit wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen. Gegen Ende des Prognosezeitraums rechnen wir mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion, der dem Durchschnitt der vergangenen Jahre entspricht (4,7 Prozent).

Die Konjunktur in Lateinamerika ist nach dem Corona-Schock zwar wieder aufwärtsgerichtet; das Vorkrisenniveau der Produktion dürfte allerdings erst in einigen Jahren erreicht werden. Das Bruttoinlandsprodukt der Region lag im zweiten Quartal um 15 Prozent unter seinem Vorjahreswert. Vergleichsweise gering fiel der Produktionsrückgang mit 9,7 Prozent in Brasilien, der größten Volkswirtschaft der Region. Zwar brachen der private Verbrauch und die Investitionen ein. Gleichzeitig nahmen

aber die preisbereinigten Ausfuhren zu, was wohl vor allem auf einen erhöhten Absatz von Rohölprodukten auf dem asiatischen Markt und steigende Nahrungsmittelausfuhren zurückzuführen war. Besonders deutlich zeigten sich die Auswirkungen der Pandemie in Peru: Dort sank die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal um 30 Prozent unter ihren Vorjahreswert, die Industrieproduktion ging sogar noch stärker zurück. Im Allgemeinen ist die Talsohle der Konjunktur aber bereits durchschritten, bereits im Mai hat offenbar eine Erholung begonnen. Nach Angaben des CPB hat die Industrieproduktion in Lateinamerika bis Juni bereits etwa ein Drittel des pandemiebedingten Einbruchs wieder aufgeholt; die vorliegenden Zahlen für Juli lassen darauf schließen, dass sich der Aufholprozess auch danach fortgesetzt hat. Bremsend wirkt allerdings, dass die Ausbreitung des Virus nach wie vor nicht eingedämmt ist und die seuchenpolitischen Maßnahmen in vielen Ländern immer noch streng sind. Belastungen durch gesunkene Rohstoffeinnahmen kommen hinzu, und der starke Kapitalabfluss zu Beginn der Pandemie zeigt, dass Risiken vonseiten der internationalen Finanzmärkte bestehen. Alles in allem rechnen wir damit, dass das regionale Bruttoinlandsprodukt nach einem Einbruch um -7,7 Prozent im Jahr 2020 in den kommenden beiden Jahren mit Raten von 5,3 bzw. 2,8 Prozent expandieren und damit erst gegen Ende des Prognosezeitraums wieder in der Nähe seines Vorkrisenniveaus liegen wird.

Die Konjunkturerholung in Russland braucht Zeit. Die Produktion ist auch in Russland im zweiten Quartal eingebrochen und lag um 8 Prozent niedriger als ein Jahr zuvor. Neben den Folgen der Corona-Krise, die durch wirtschaftliche Beschränkungen und eine niedrigere Nachfrage aufgrund von Verhaltensänderungen bedingt waren, trug hierzu auch bei, dass die Rohölpreise im Frühjahr stark sanken und die Ölförderung in Russland daraufhin im Konzert mit der OPEC und anderen Produzenten stark gedrosselt wurde. Für die kommenden Monate ist eine schrittweise Wiederanhebung der Ölförderung vorgesehen. Stärker fällt aber die allmähliche Normalisierung von Handel und Industrieproduktion ins Gewicht, die im Sommer eingesetzt hat. Die Regierung hat eine Reihe von finanzpolitischen Impulsen gesetzt. Ein

Großteil besteht in Steuerstundungen und subventionierten Krediten für Unternehmen; zusätzliche Sozialleistungen belaufen sich auf 0,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. In der Krise ist auch der Wechselkurs des Rubel stark unter Druck geraten, wodurch der Kostendruck von der Importseite steigen und die Inflation zunehmen wird, wenngleich die Inflationsrate derzeit mit etwas mehr als 3 Prozent noch unter dem Ziel der Notenbank (4 Prozent) liegt. Für das Jahr 2020 rechnen wir mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 3 Prozent, im kommenden Jahr dürfte sich

bei der unterstellten zunehmenden Normalisierung der weltwirtschaftlichen Aktivität und wieder etwas höheren Ölpreisen ein Zuwachs um 4,2 Prozent ergeben. Tiefsitzende strukturelle Probleme wie ein veralteter Kapitalstock, schwaches Produktivitätswachstum, institutionelle Schwächen und damit verbundene geringe Attraktivität für ausländische Direktinvestitionen sowie eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung belasten aber den längerfristigen Ausblick und lassen eine nur noch mäßige Expansionsrate von weniger als 2 Prozent im Jahr 2022 erwarten.

Literatur

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2020). Quartalsbericht, September 2020, Genf.
- Bruegel (2020). Bruegel dataset: The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus. June. Via Internet (12. September 2020): <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset>
- Calvo, G. A., A. Izquierdo, and E. Talvi (2006). Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. *American Economic Review* 96(2): 405-410.
- Cavallo, E., A. Powell, M. Pedemonte, and P. Tavella (2015). A new taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops should countries be most concerned about? *Journal of International Money and Finance* 51: 47-70.
- David, A. C. and C. E. Goncalves (2019). In Search of Lost Time: Examining the Duration of Sudden Stops in Capital Flows. IMF Working Paper WP/19/230.
- Deutsche Bundesbank (2020). Monatsbericht. August.
- EBRD (European Bank for Reconstruction and Development) (2020). EBRD continues to deliver record levels of trade finance to emerging markets. Via Internet (12. September 2020): <https://www.ebrd.com/news/2020/ebrd-continues-to-deliver-record-levels-of-trade-finance-to-emerging-markets.html>
- Ferrara, L., A. Froidevaux und T.-L- Huynh (2020). Is China's growth lower than officially announced? Blogbeitrag Econbrowser . Via Internet (9. September 2020): <https://econbrowser.com/archives/2020/07/guest-contribution-is-chinas-economic-growth-lower-than-officially-announced>
- Financial Times (2020). Emerging economies hold back on asking creditors for debt relief. Via Internet (11. September 2020) <https://www.ft.com/content/3b4a5684-81e5-4ed0-9a9a-660d85f024e9>
- Furceri, D., S. Guichard, and E. Rusticelli (2012). Episodes of Large Capital inflows, Banking and Currency Crises, and Sudden Stops. *International Finance* 15(1): 1-35.
- Hale, T., S. Webster, A. Petherick, T. Phillips und B. Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government. Via Internet (12. September 2020): <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>
- IATA (2020). Air passenger market analysis. July. Via Internet (13. September 2020) <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/air-passenger-monthly-analysis---july-2020/>
- ICC (International Chamber of Commerce) (2020). Trade Financing and COVID-19. Via Internet (12. September 2020): <https://iccwbo.org/content/uploads/sites/3/2020/05/icc-trade-financing-covid19.pdf>
- Institute of International Finance (2020a). IIF Capital Flows Tracker – April 2020, The COVID-19 Cliff. Via Internet (11. September 2020) <https://www.iif.com/Publications/ID/3847/Macro-Notes-Sub-Saharan-Africa-Key-Vulnerabilities>
- Institute of International Finance (2020b). IIF Capital Flows Tracker – August 2020, Ongoing Recovery. Via Internet (14. August 2020) https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/IIF_Capital%20Flows%20Tracker_August.pdf
- IMF (2020a). Policy-Responses-to-COVID-19 – Policy Tracker. Via Internet (12. September 2020): <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>
- IMF (2020b). COVID-19 Response in Emerging Market Economies: Conventional Policies and Beyond. Via Internet (12. September 2020). <https://blogs.imf.org/2020/08/06/covid-19-response-in-emerging-market-economies-conventional-policies-and-beyond/>
- Joyce, J. P., and M. Nabar (2009). Sudden stops, banking crises and investment collapses in emerging markets. *Journal of Development Economics* 90(2): 314-322.
- Nickol, P. and L. Stoppok (2020). The collapse of capital flows to emerging markets: What are the consequences? In G. Felbermayr (ed.), *The World Economy after the Coronavirus Shock: Restarting Globalization?* (pp. 41 – 48). Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- OECD (Organisation for Economic Corporation and Development) (2020a). Tax and Fiscal Policy Response to the Coronavirus crisis: Strengthening confidence and resilience. Via Internet (12. September 2020): <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/tax-and-fiscal-policy-in-response-to-the-coronavirus-crisis-strengthening-confidence-and-resilience-60f640a8/>

OECD (2020b). COVID-19 and global capital flows. Via Internet (12. September 2020) <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/covid-19-and-global-capital-flows-2dc69002/>

OECD (Organisation for Economic Corporation and Development) (2020c). *Economic Outlook* June 2020. Paris.

Reinhart, C. M., V. Reinhart and C. Trebesch (2016). Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015. *American Economic Review* 106(5): 574-580.

Thomson Reuters Eikon. (2020). Data on sovereign bond issuances (1970-2020). Heruntergeladen 22. August 2020 von <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>