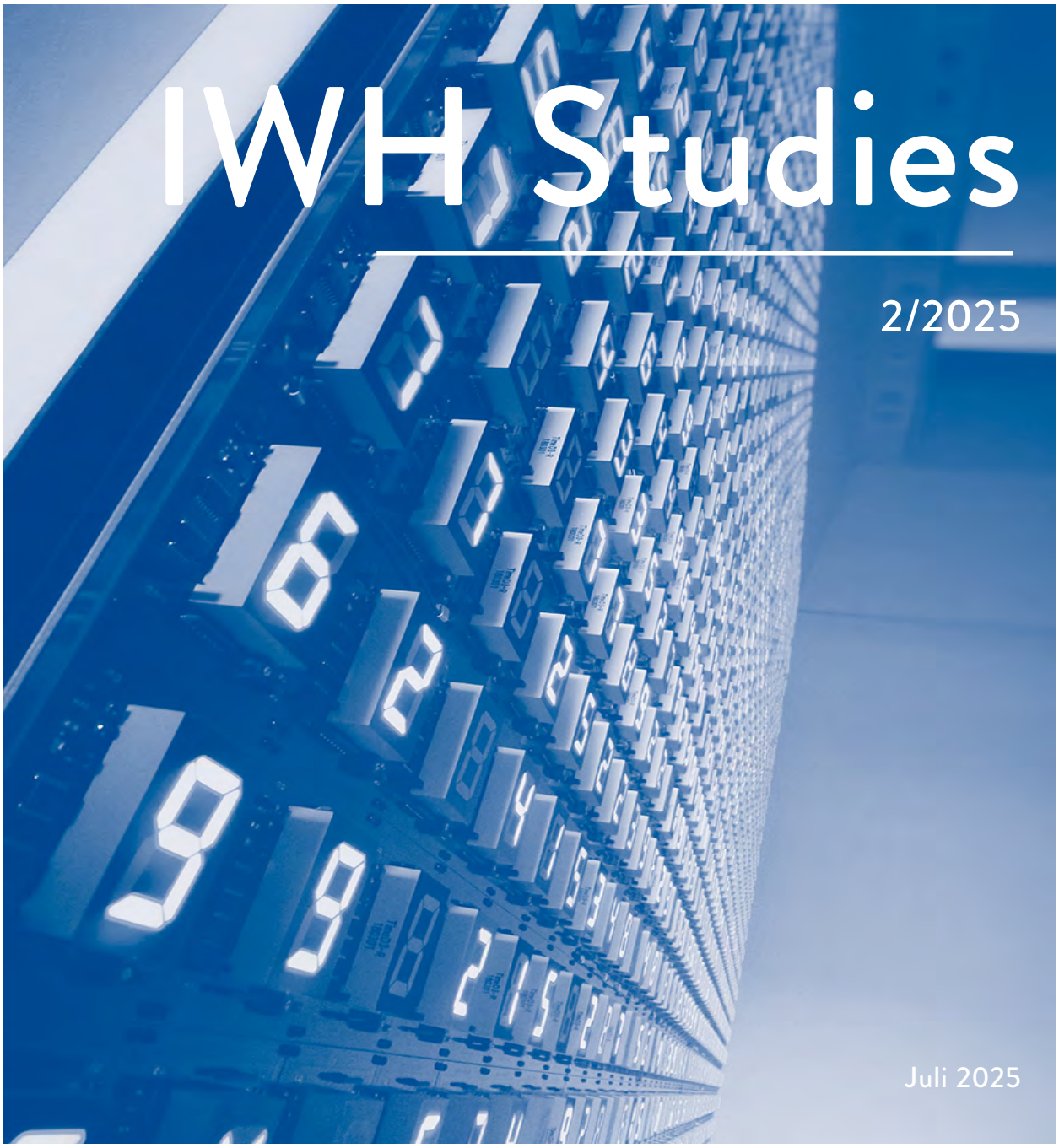
IWH
Leibniz-Institut für
Wirtschaftsforschung Halle



IWH Studies

2/2025

Juli 2025

Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2024 bis 2029

Andrej Drygalla, Oliver Holtemöller, Axel Lindner

https://doi.org/10.18717/sefh0-8741

Impressum

Kontakt
Professor Dr. Oliver Holtemöller
Tel +49 345 77 53 800
Fax +49 345 77 53 799
E-mail: oliver.holtemoeller@iwh-halle.de

Autoren
Andrej Drygalla
Oliver Holtemöller
Axel Lindner

Diese Studie wurde von der Volkswagen Bank GmbH in Auftrag gegeben und finanziert.

Herausgeber
Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH)

Geschäftsführender Vorstand
Professor Reint E. Gropp, Ph.D.
Professor Dr. Oliver Holtemöller
Professor Michael Koetter, Ph.D.
Dr. Tankred Schuhmann

Hausanschrift
Kleine Märkerstraße 8
D-06108 Halle (Saale)

Postanschrift
Postfach 11 03 61
D-06017 Halle (Saale)

Tel +49 345 7753 60
Fax +49 345 7753 820

www.iwh-halle.de

Alle Rechte vorbehalten

Zitierhinweis
Drygalla, Andrej; Holtemöller, Oliver; Lindner, Axel: Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2024 bis 2029. IWH Studies 2/2025. Halle (Saale) 2025.

ISSN 2702-4733

Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2024 bis 2029

Diese Studie wurde von der Volkswagen Bank GmbH in Auftrag gegeben und finanziert.

Halle (Saale), 30.10.2024

Inhaltsverzeichnis

1 Zusammenfassung ... 5

2 Einleitung ... 6

3 Die Lage der Weltwirtschaft im Herbst 2024 ... 7

4 Zur Methodik ... 11

4.1 Der Wachstumskern des makroökonometrischen Modells ... 11

4.2 Die konjunkturelle Dynamik ... 12

4.3 Die Modellierung der Zinsstruktur ... 13

4.4 Berechnung der Risikoszenarien ... 13

5 Konjunkturprognose im Basisszenario ... 15

6 Risikoszenarien ... 16

6.1 Schweres Negativszenario ... 16

6.2 Länderspezifische Stressszenarien für das Jahr 2024 ... 17

6.3 Szenario eines mehrjährigen weltwirtschaftlichen Einbruchs, der mit erhöhten Zinssätzen einhergeht ... 18

Literaturverzeichnis ... 20

A Tabellen ... 21

B Dokumentation der Weiterentwicklungen am Modell ... 25

C Voranalyse zur Integration von Credit-Spread-Schocks ... 26

1 Zusammenfassung

In der vorliegenden Studie werden zunächst die weltweiten konjunkturellen Aussichten für das Ende des Jahres 2024 und für die Jahre 2025 bis 2029 dargestellt. Dabei wird folgender Länderkreis betrachtet: Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien.

Die Weltwirtschaft expandiert gegenwärtig mit etwas geringeren Raten als in der Dekade vor der COVID-19-Pandemie. Das Tempo hat sich seit fast zwei Jahren kaum verändert. Haupttriebkraft der weltwirtschaftlichen Expansion blieben bis zuletzt die Dienstleistungen, auch wenn sich die Industrieproduktion, die im vergangenen Jahr lediglich stagniert hatte, im ersten Halbjahr in den Schwellenländern etwas belebt hat. In den USA nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion nicht mehr ganz so rasch zu wie im Vorjahr. Dagegen lösten sich Großbritannien und der Euroraum aus der Stagnation. In China expandierte die Wirtschaft weiter nur moderat, denn die Krise auf dem Immobilienmarkt an und strahlt weiter auf den privaten Konsum aus. Weltweit hat sich der Rückgang der Inflationsraten den Sommer über fortgesetzt, und die meisten Zentralbanken haben mit Zinssenkungen begonnen. Auch wenn die Leitzinsen in den kommenden Quartalen weiter gesenkt werden dürften, wirkt die Geldpolitik in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch einige Zeit restriktiv. Auch die Finanzpolitik dürfte in der kurzen Frist in den meisten Ländern leicht restriktiv wirken. In der kurzen Frist dürfte die Weltwirtschaft weiter wenig Schwung entwickeln. Rezessive Tendenzen sind aber nicht wahrscheinlich. Angesichts der vielerorts robusten Arbeitsmärkte und des, wenn auch langsamen, Rückgangs der Inflation dürfte nachfrageseitig der private Konsum die wesentliche Konjunkturstütze bilden.

Risiken für die Weltwirtschaft gehen weiterhin von den geopolitischen Spannungen aus, vor allem dem anhaltenden Krieg Russlands gegen die Ukraine, den Feindseligkeiten im Nahen Osten und den Drohungen Chinas gegenüber Taiwan. Damit bleibt die Unsicherheit für wirtschaftliche Entscheider hoch, und insbesondere eine Eskalation der Konflikte in erdöl- oder erdgasreichen Regionen könnte die Energiepreise wieder kräftig steigen lassen. Risiken bestehen zudem hinsichtlich der globalen Handelskonflikte und im Hinblick auf die künftige Ausrichtung der US-Politik nach den dortigen Präsidentschaftswahlen. Handelsbarrieren wirken sich nicht nur negativ auf die Exporte aus, sondern wirken auch preistreibend, wenn Importe mit hohen Zöllen belegt werden.

Die wahrscheinlichste wirtschaftliche Entwicklung in dem betrachteten Länderkreis (Basisszenario) wird anhand grundlegender volkswirtschaftlicher Kennzahlen, etwa der Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts, beschrieben. Es wird auch die Entwicklung für den Fall skizziert, dass die Weltwirtschaft eine ungünstige Wendung nimmt (schweres Negativszenario). Dieses Szenario ist so gewählt, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in der betrachteten Ländergruppe im Jahr 2025 gemäß der aus dem Modell resultierenden Wahrscheinlichkeitsverteilung nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% noch geringer ausfällt.

Im Basisszenario steigt die Produktion im betrachteten europäischen Länderkreis im Jahr 2024 um 1,0% und im Jahr 2025 um 1,6%. Im Fall eines schweren Einbruchs geht hier die Produktion im Jahr 2025 um 2,5% zurück. Besonders stark betroffen ist die Produktion in Irland, der Slowakei, Tschechien, Griechenland und in Spanien. Die deutsche Produktion wird vom weltwirtschaftlichen Schock zwar

deutlich stärker als die Chinas und der USA, aber etwas weniger als im Durchschnitt der in dieser Studie betrachteten europäischen Ländergruppe getroffen. Die länderspezifischen Szenarien erlauben auch eine Antwort auf die Frage, wie stark die deutsche Wirtschaft von dem Wirtschaftseinbruch eines bestimmten Landes aus dem europäischen Länderkreis betroffen ist. Die Produktionsverluste für Deutschland liegen im Krisenjahr bei 0,2 bis 0,3 Prozentpunkten, wenn es zu einer schweren Rezession in einem der folgenden Länder kommt: Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Polen und Niederlande. Umgekehrt führt ein schwerer konjunktureller Einbruch in Deutschland im selben Jahr zu einem spürbaren Rückgang des Produktionszuwachses in den meisten anderen Volkswirtschaften des betrachteten Länderkreises. Im Szenario mehrjähriger negativer Angebotsschocks, etwa aufgrund von Engpässen entlang der internationalen Wertschöpfungsketten, sinkt die Produktion, die Inflation steigt und mit in geringerem Ausmaß die Zinsen, so dass sie real zurückgehen. Dadurch wird der Produktionseinbruch ein Stück weit gebremst.

2 Einleitung

In der vorliegenden Studie werden zunächst die weltweiten konjunkturellen Aussichten für das Ende des Jahres 2024 und für die Jahre 2025 bis 2029 dargestellt. In einem ersten Schritt wird die wahrscheinlichste wirtschaftliche Entwicklung hergeleitet und beschrieben. Davon ausgehend werden Konjunkturbilder für den Fall gezeichnet, dass die konjunkturelle Entwicklung in einem Teil der prognostizierten Volkswirtschaften eine sehr ungünstige Wendung (schweres Negativszenario) nimmt. Diese Teilmenge besteht aus folgenden europäischen Staaten: Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Dabei geht es zunächst nicht darum, das Risiko eines auf diese Länder beschränkten Schocks abzubilden. Wie das Basisszenario der wahrscheinlichsten konjunkturellen Entwicklung in den einzelnen Ländern auf einer Prognose der gesamten Weltwirtschaft beruht, so leiten sich auch die Szenarien einer besonders ungünstigen Konjunktur jeweils aus Annahmen von weltweit auftretenden Schocks her. Der Kreis aller modellierter Volkswirtschaften besteht aus den Ländern der Europäischen Union, Großbritannien, Schweiz, Norwegen, Russland, Türkei, USA, Kanada, Mexiko, Brasilien, Japan, Südkorea, China, Indien, Indonesien und Australien.

Es werden auch Szenarien einer außerordentlich ungünstigen konjunkturellen Entwicklung in jeder der einzelnen Volkswirtschaften aus dem oben genannten europäischen Länderkreis analysiert. Schließlich wird das Szenario eines zweijährigen weltwirtschaftlichen Einbruchs, der mit erhöhten Inflationsraten und Zinssätzen einhergeht, dargestellt.

Weil die Prognosen der Studie aus einem makroökonometrischen Modell für die internationale Konjunktur gewonnen werden, kann präzise definiert werden, was unter „ungünstig“ zu verstehen ist: Der Fall bedeutet, dass nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% sich eine noch geringere Produktion realisieren dürfte. Das auf diese Weise präzise definierte Risikoszenario eignet sich auch als makroökonomische Basis für Stressszenarien von Unternehmen, deren wirtschaftliche Situation wesentlich von der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion des betrachteten Länderkreises abhängt.

Die Konjunkturbilder werden anhand der folgenden volkswirtschaftlichen Kennzahlen umrissen: jährliche Veränderung des Bruttoinlandsprodukts und des privaten Konsums, Arbeitslosenquote, kurzfristiger Zinssatz und langfristige Rendite von Staatsanleihen, Inflation gemessen am Verbraucherpreisindex, jährliche Veränderung der Industrieproduktion sowie Kfz-Absatz. Bei der Herleitung der Szenarien werden die Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Regionen berücksichtigt. Für das Basis- und die Alternativszenarien wird jeweils beschrieben, welche Entwicklung für die betrachteten Länder in den Jahren bis 2029 zu erwarten wäre.

Der Aufbau der Studie ist wie folgt: In Abschnitt 3 wird die Lage der Weltwirtschaft im Herbst 2024 dargestellt, wobei es im Abschnitt 3 um die derzeit wichtigsten Risiken für die Weltkonjunktur geht. Danach wird das makroökonometrische Modell skizziert (Abschnitt 4), mit dem die Prognose und das Negativszenario hergeleitet werden (Abschnitt 5). Darauf werden länderspezifische Risikoszenarien dargestellt (Abschnitt 6.2). Schließlich stellt die Studie das Szenario einer ungünstigen weltwirtschaftlichen Entwicklung dar, die mit erhöhten Inflationsraten und Zinssätzen einhergeht (Abschnitt 6.3).

3 Die Lage der Weltwirtschaft im Herbst 2024

Die Weltwirtschaft expandiert gegenwärtig mit etwas geringeren Raten als in der Dekade vor der COVID-19-Pandemie.[1] Das Tempo hat sich seit fast zwei Jahren kaum verändert. Dabei bestehen zwischen den einzelnen Regionen konjunkturelle Unterschiede, die sich im Verlauf dieses Jahres verringern. Während die bisher sehr robuste Konjunktur in den USA nun doch an Fahrt zu verlieren scheint, dämpfen in China die strukturellen Probleme die gesamtwirtschaftliche Expansion etwas stärker als zuvor. Gleichzeitig ist die Wirtschaft in Europa nach einer langen Stagnationsphase wieder etwas aufwärtsgerichtet. Haupttriebkraft der weltwirtschaftlichen Expansion blieben bis zuletzt die Dienstleistungen, allerdings belebte sich die Industrieproduktion, die im vergangenen Jahr lediglich stagniert hatte, im ersten Halbjahr in den Schwellenländern merklich. Im Einklang damit zog dort auch der Warenhandel an. Nach einem Anstieg um 0,3% im ersten Quartal nahm er im zweiten Quartal mit 1,0% sogar recht deutlich zu. Allerdings hat sich die Belebung im Verarbeitenden Gewerbe im Sommer wohl nicht fortgesetzt. Die Stimmung bei den Einkaufsmanagern verschlechterte sich den Sommer über weltweit merklich. Zudem weist ein Rückgang der Frachtraten in der Containerschifffahrt auf eine wieder nachlassende Dynamik im Welthandel hin.

In den USA nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion nicht mehr ganz so rasch zu wie im Vorjahr. Dagegen lösten sich Großbritannien und der Euroraum aus der Stagnation, und in Japan scheinen die rezessiven Tendenzen, die bis in das erste Quartal dieses Jahres zu verzeichnen waren, überwunden. In China expandierte die Wirtschaft weiter nur moderat – bei allerdings deutlichen Schwankungen von Quartal zu Quartal. Sehr kräftig nahm gleichzeitig die Produktion in Indien zu.

Die US-Konjunktur hat sich in den vergangenen beiden Jahren angesichts des drastischen Zinsanstiegs als bemerkenswert robust erwiesen. Getragen wird sie vom Konsum der privaten Haushalte und des

[1] Der Abschnitt ist eine aktualisierte Fassung des Überblickskapitels zum internationalen Teil des Herbstgutachtens der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose von Ende September. An dem Gutachten hat das IWH mitgewirkt (*Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, 2024).

Staates sowie den Unternehmensinvestitionen. Letztere wurden nicht zuletzt durch staatliche Maßnahmen gestützt. Allerdings hat die Wirkung der Programme offenbar ihren Höhepunkt überschritten: Die Expansion der gewerblichen Bauinvestitionen verringerte sich schon zu Beginn des laufenden Jahres deutlich, und im zweiten Quartal gingen sie zurück, ebenso wie die Wohnbauinvestitionen. Den Sommer über hat sich auch der Arbeitsmarkt etwas abgeschwächt. So hat sich der Anstieg der Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft trotz eines recht guten Werts im September in Tendenz verlangsamt, und die Arbeitslosenquote liegt um knapp einen halben Prozentpunkt höher als zu Beginn des Jahres. Da sich gleichzeitig der Lohnanstieg spürbar verringerte und die Extra-Ersparnisse aus der Pandemie in großen Bevölkerungsteilen inzwischen aufgezehrt sind, haben sich die Perspektiven für den privaten Konsum, die wichtigste Stütze der US-Konjunktur, eingetrübt.

Im Euroraum nahm das Bruttoinlandsprodukt nach eineinhalb Jahren annähernder Stagnation im ersten und zweiten Quartal merklich – um jeweils ¼% – zu; ähnliches gilt für Großbritannien, wo die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar deutlich stärker stieg. Fortgesetzt kräftige Reallohnzuwächse und eine steigende Beschäftigung wirken in Europa auf eine Belebung des privaten Konsums hin. Stark begünstigt von der Belebung sind die Dienstleistungen, während die Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe bislang schwach geblieben ist. Im Einklang mit diesem Muster ist die Konjunktur tendenziell in Staaten mit hohem Industrieanteil an der Wertschöpfung schwächer, während sie in Volkswirtschaften mit hohem Dienstleistungsanteil kräftiger ist.

In China hält die Krise auf dem Immobilienmarkt an, und sie strahlt weiter auf den privaten Konsum aus. Mit der Schwäche der Inlandsnachfrage nimmt die Bedeutung der Exporte für die Konjunktur zu, zumal die chinesische Industrie in den vergangenen Jahren in erheblichem Umfang zusätzliche Kapazitäten aufgebaut hat. In diesem Zusammenhang wird vielfach der Vorwurf erhoben, dass die Exporte mit Subventionen unterstützt werden, die den internationalen Handelsregeln widersprechen. Daher verhängten einige Handelspartner, zunächst die USA, dann die EU und zuletzt Kanada, hohe Zölle auf bestimmte Einfuhren aus China oder kündigten solche an, woraufhin die chinesische Regierung mit Gegenmaßnahmen drohte. Um die Binnennachfrage anzukurbeln, hat die chinesische Zentralbank Ende September ihre Leitzinsen gesenkt und die Finanzierung von Aktienkäufen erleichtert. Kurz darauf wurde angekündigt, den Kommunen die Finanzierung von Wohnungskäufen und Infrastrukturinvestitionen zu erleichtern.

Weltweit bleiben die Energiepreise anfällig für geopolitische Schocks, was in einer hohen Volatilität zum Ausdruck kommt. So stieg der Preis für ein Barrel Öl in den ersten Oktobertagen um über 10% auf 82 US-Dollar, um bis Mitte Oktober auf 73 US-Dollar zu sinken. Der europäische Gaspreis ist im Sommer recht deutlich gestiegen, was wohl unter anderem mit dem Krieg in der Ukraine und temporären Produktionsunterbrechungen in Norwegen zusammenhängt. Insgesamt wurde der Verbraucherpreisindex von der Energiekomponente in den meisten Ländern im Vorjahresvergleich kaum noch beeinflusst. Tendenziell preiserhöhend wirkten hingegen die Seefrachtkosten, die im ersten Halbjahr drastisch gestiegen sind. Dazu dürfte neben einem wieder stärkeren Welthandel auch beigetragen haben, dass seit dem vergangenen November aus Sicherheitsgründen große Teile des Schiffsverkehrs von der Suezkanalroute auf die wesentlich längere Strecke um das Kap der Guten Hoffnung umgelenkt

wurden. Dementsprechend sind die Frachtraten auf den Strecken zwischen Asien und Europa besonders stark gestiegen. Die Frachtkosten sind seit September wieder gesunken, im Vorjahresvergleich sind sie aber immer noch massiv erhöht.

Auf der Verbraucherstufe hat sich der Rückgang der Inflationsraten den Sommer über fortgesetzt. So ging die Teuerung in den USA seit dem vergangenen Herbst auf 2,4% im September und im Euroraum gar auf 1,8% zurück. Maßgeblich für den Rückgang der Inflation waren die im Vorjahresvergleich rückläufigen Energiepreise. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) ist in beiden Wirtschaftsräumen aber noch recht hoch. Dabei steigen die Preise für Dienstleistungen nach wie vor stark, da es wichtige Komponenten gibt, die mit erheblicher Verzögerung auf den allgemeinen Preisauftrieb reagieren (z. B. Mieten) und es in diesen Bereichen schwerer ist, die kräftigen Lohnerhöhungen durch Produktivitätssteigerungen zu kompensieren.

Angesichts rückläufiger Inflationsraten haben inzwischen die meisten Zentralbanken mit Zinssenkungen begonnen. Bereits seit dem vergangenen Jahr wurden die Leitzinsen in einer Reihe von Schwellenländern und in den Ländern Mittel- und Osteuropas reduziert, wo sie freilich auch früher und oft auch stärker angehoben worden waren. Unter den großen Notenbanken war die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang Juni die erste, gefolgt von der Bank von England Ende Juli und schließlich der US-Notenbank Mitte September. Damit ist die Zinswende auf breiter Front eingeläutet. Vor allem in den großen Währungsräumen sind die Zinsen – im Vergleich zu den 2010er Jahren – aber nach wie vor hoch.

Auch wenn die Leitzinsen in den kommenden Quartalen weiter gesenkt werden dürften, wirkt die Geldpolitik in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch einige Zeit restriktiv.

Die Bank von Japan verfolgt seit geraumer Zeit einen Sonderweg. Anders als die übrigen Notenbanken hatte sie ihre Politik angesichts des Inflationsschubs in den Jahren 2022 und 2023 kaum gestrafft. Erst im März dieses Jahres beendete sie ihre Negativzinspolitik, und während die übrigen Notenbanken Zinssenkungen einleiteten, erhöhte sie ihren Leitzins Ende Juli auf 0,25%. Anfang August kam es zu Finanzmarktturbulenzen, als die Aktienkurse weltweit kräftig nachgaben und der Nikkei-Aktienindex innerhalb weniger Tage um 25% einbrach. Hintergrund war offenbar die Auflösung von Kreditpositionen, so genannten Carry-Trades, bei denen niedrig verzinsliche Finanzmittel in Yen aufgenommen und in höher verzinslichen Währungen, vor allem dem Dollar, angelegt werden. Mittlerweile haben sich die Aktienwerte wieder erholt. Die Finanzpolitik dürfte in der kurzen Frist in den meisten Ländern leicht restriktiv wirken. So schätzt der Internationale Währungsfonds, dass sich der strukturelle Primärsaldo in der Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den Jahren 2024 bis 2026 deutlich und in den Schwellen- und Entwicklungsländern leicht verbessern wird. Dazu trägt etwa der Wegfall der Unterstützungsmaßnahmen bei, die im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie und der Energiepreiskrise gewährt worden waren. Fiskalpolitisch stützend wirken die längerfristig ausgerichteten Investitionsprogramme wie der Inflation Reduction Act in den USA und das NextGenerationEU-Programm. So dürfte in den USA das Primärdefizit nur sehr langsam sinken. Auch weil sich die zurückliegenden Zinserhöhungen nach und nach in den Finanzierungskosten der öffentlichen Haushalte niederschlagen, steigt die Notwendigkeit zur Konsolidierung, so dass vielerorts eine Reduzierung der in den vergangenen Jahren gestiegenen öffentlichen Schuldenquoten stärker in den Blick genommen werden dürfte.

In der kurzen Frist dürfte die Weltwirtschaft weiter wenig Schwung entwickeln. Rezessive Tendenzen, wie sie im Juli angesichts enttäuschender Konjunkturdaten in den USA vermehrt befürchtet wurden, sind aber nicht wahrscheinlich. Vielmehr dürfte die Produktion von Dienstleistungen weiter deutlich zunehmen, während das Verarbeitende Gewerbe voraussichtlich erst ab dem nächsten Jahr an Fahrt gewinnt. Angesichts der vielerorts robusten Arbeitsmärkte und des, wenn auch langsamen, Rückgangs der Inflation dürfte nachfrageseitig der private Konsum die wesentliche Konjunkturstütze bilden. Die Investitionen bleiben aber aufwärtsgerichtet und sollten nach und nach von weiteren Zinssenkungen angeregt werden.

Geographisch dürfte die Konjunktur zunehmend ausgewogen sein. Während sich der Produktionsanstieg im Jahresdurchschnitt in der Europäischen Union und in Großbritannien beschleunigt, wird die Expansion in den USA im kommenden Jahr wohl etwas schwächer sein als im laufenden. In China wird sich die graduelle Verlangsamung voraussichtlich fortsetzen. Kräftig bleiben wird die Expansion in den asiatischen Industrieländern und vor allem in Indien. Die Inflation dürfte merklich zurückgehen und im Jahr 2026 annähernd zielgerecht sein. Hierzu tragen bei den getroffenen Annahmen vor allem in den kommenden Monaten die Energiepreise wieder stärker bei, während der Rückgang der Kernrate sich weiter nur langsam vollzieht. Dass die Geldpolitik vor diesem Hintergrund nur allmählich gelockert wird, dämpft den Ausblick für die Industrieproduktion und die Investitionen.

Risiken

Risiken für die Weltwirtschaft gehen weiterhin von den geopolitischen Spannungen aus, vor allem dem anhaltenden Krieg Russlands gegen die Ukraine, den Feindseligkeiten im Nahen Osten und den Drohungen Chinas gegenüber Taiwan. Damit bleibt die Unsicherheit für wirtschaftliche Entscheider hoch, und insbesondere eine Eskalation der Konflikte in erdöl- oder erdgasreichen Regionen könnte die Energiepreise wieder kräftig steigen lassen. Auch aus dem Erstarken populistischer Parteien in Europa ergeben sich Unsicherheiten für die Konjunktur, insbesondere hinsichtlich der Ausrichtung der Fiskalpolitik auf europäischer und auf nationaler Ebene, aber auch im Hinblick auf das Investitionsklima.

Risiken bestehen zudem hinsichtlich der globalen Handelskonflikte und im Hinblick auf die künftige Ausrichtung der US-Politik nach den dortigen Präsidentschaftswahlen. Handelsbarrieren wirken sich nicht nur negativ auf die Exporte aus, sondern wirken auch preistreibend, wenn Importe mit hohen Zöllen belegt werden.

Die Turbulenzen an den Aktienmärkten im August sind Teil einer Entwicklung, die von einer erhöhten Volatilität geprägt ist und rufen in Erinnerung, dass auch von den Finanzmärkten Risiken für die Konjunktur ausgehen können. So könnte sich eine Korrektur der sehr hohen Bewertung von Tech-Aktien auch in einer Dämpfung der Konjunktur niederschlagen, etwa weil Vermögen reduziert oder Investitionsprogramme gekürzt werden. Auf den Kapitalmärkten könnte die zunehmende Schuldenlast in einigen Ländern zu einem Anstieg der Risikoprämien führen. Die hohen Kurse der Tech-Aktien sind aber auch ein Hinweis auf das große Potenzial neuer Technologien, insbesondere mit Blick auf den Einsatz künstlicher Intelligenz. Dieses könnte in der vorliegenden Prognose in seiner Auswirkung auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität vor allem für die mittlere Frist, möglicherweise aber auch für die kommenden beiden Jahre unterschätzt worden sein.

4 Zur Methodik

Die Konjunkturprognose und die Risikoszenarien werden mit Hilfe eines internationalen makroökonometrischen Modells erstellt. Es handelt sich dabei um ein Modell, das einen neoklassischen Wachstumskern besitzt und kurzfristig einen neukeynesianischen Charakter hat. In dem Modell sind die Länder Deutschland, Österreich, Italien, Frankreich, Spanien, Polen, Tschechien, Portugal, Belgien, die Niederlande, Irland, Großbritannien, Griechenland, die Slowakei, die Türkei, Kanada, Schweden, die USA, Mexiko, Brasilien, Russland, Japan, China, Indien, Südkorea und Australien abgebildet. Aus diesem Länderkreis stammen gut 80% der Weltproduktion an Gütern und Dienstleistungen. Im folgenden Abschnitt 4.1 wird zunächst der Wachstumskern des Modells beschrieben, bevor die konjunkturelle Dynamik in Abschnitt 4.2 und die Berechnung der Risikoszenarien in Abschnitt 4.4 erläutert werden.

4.1 Der Wachstumskern des makroökonometrischen Modells

Bei der Spezifikation des makroökonometrischen internationalen Konjunkturmodells wird davon ausgegangen, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in eine Trendkomponente und in eine zyklische Komponente (Konjunktur) zerlegt werden kann und dass die einzelnen Länder individuellen langfristigen Wachstumstrends folgen. Diese ergeben sich basierend auf theoretischen Überlegungen aus der trendmäßigen Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität (A) und der trendmäßigen Entwicklung der Erwerbstätigenzahl (N). Diese wird in die Komponenten Beschäftigungsquote (ρ) und Erwerbspersonenzahl (P) zerlegt:[2]

$$N_t = \rho_t \times P_t.$$

Zunächst wird die Beschäftigungsquote mit einem univariaten Zeitreihenmodell bis in das Jahr 2030 fortgeschrieben und anschließend der HODRICK-PRESCOTT-Filter (HP-Filter) angewendet, um die Trendkomponente ($\bar{\rho}$) und die zyklische Komponente ($\tilde{\rho}$) zu ermitteln.[3]

Die Trendkomponente der Erwerbspersonenzahl ($\bar{N}$) wird berechnet, indem die trendmäßige Beschäftigungsquote mit der Erwerbspersonenzahl multipliziert wird, wobei für deren Fortschreibung die Vorausschätzung der Erwerbspersonenzahl durch die International Labour Organization (ILO) sowie Bevölkerungsprojektionen der UN zugrunde gelegt werden:[4]

$$\bar{N}_t = \bar{\rho}_t \times P_t.$$

Die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität wird ebenfalls zunächst mit Hilfe eines univariaten Zeitreihenmodells (Random Walk mit Drift für die logarithmierte Arbeitsproduktivität) bis in das Jahr 2030 fortgeschrieben, das heißt, es wird eine konstante trendmäßige Wachstumsrate unterstellt. Anschließend wird die Trendkomponente der Arbeitsproduktivität ($\bar{A}$) wiederum mit dem HP-Filter bestimmt. Das trendmäßige Bruttoinlandsprodukt ($\bar{Y}$, Produktionspotenzial) ergibt sich dann aus dem Produkt von trendmäßiger Arbeitsproduktivität und trendmäßiger Anzahl der Erwerbspersonen:

$$\bar{Y}_t = \bar{A}_t \times \bar{N}_t.$$

---

2 Die Erwerbspersonenzahl ist die Summe aus Erwerbstätigen und arbeitsuchenden Erwerbslosen.

3 Siehe zum HODRICK-PRESCOTT-Filter *Hodrick* und *Prescott* (1997).

4 Bei einer natürlichen Arbeitslosenquote $\bar{u}_t$ gilt für die trendmäßige Beschäftigungsquote: $\bar{\rho}_t = 1 - \bar{u}_t$.

Die Trend- und Zykluskomponenten des realen effektiven Wechselkurses (Z) und der Inflationsrate (π) werden ebenfalls mit Hilfe von univariaten Zeitreihenmodellen und anschließender Verwendung des HP-Filters berechnet.

4.2 Die konjunkturelle Dynamik

Während die trendmäßigen Verläufe der makroökonomischen Variablen auf die zuvor beschriebene Weise unabhängig voneinander ermittelt worden sind, folgt die konjunkturelle Dynamik der wichtigsten makroökonomischen Variablen aus einem multivariaten Modell für die jeweiligen Abweichungen vom Trend. Dazu wird die Produktionslücke ($\tilde{y}$) als die relative Abweichung vom trendmäßigen Bruttoinlandsprodukt und die zyklische Komponente der Inflationsrate ($\tilde{\pi}$) als absolute Abweichung von der trendmäßigen Inflationsrate definiert. Im Einklang mit der neukeynesianischen makroökonomischen Theorie wird unterstellt, dass Güterpreise eine gewisse Rigidität aufweisen, sodass die Produktion kurzfristig von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage determiniert wird. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hängt von den Einkommenserwartungen, dem realen Zins, der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit (gemessen anhand des realen effektiven Wechselkurses) und der konjunkturellen Situation im Ausland (gemessen anhand der handelsgewichteten Produktionslücke der übrigen Länder) ab. Auf dieser Stufe werden also explizit internationale Verflechtungen berücksichtigt. Die Inflationsrate wird in eine Kern- und eine Energiekomponente zerlegt. Die Kerninflationsrate ergibt sich aus den Inflationserwartungen, dem Auslastungsgrad der Volkswirtschaft (gemessen anhand der Produktionslücke) und der Veränderung des realen effektiven Wechselkurses, denn dieser beeinflusst die Preise ausländischer Güter, die in den inländischen Warenkorb eingehen. Der reale effektive Wechselkurs wird im Modell determiniert, indem der nominale Wechselkurs und die Inflationsraten im In- und Ausland mit entsprechenden Gewichten zur Berechnung herangezogen werden. Die nominalen Wechselkurse der im Modell enthaltenen Länder gegenüber dem US-Dollar werden dabei gemäß der relativen Kaufkraftparitätentheorie (KKP) modelliert.[5] Diese unterstellt, dass die Veränderung des Wechselkurses zwischen zwei Währungen der Differenz der Inflationsraten in den jeweiligen Ländern bzw. Währungsräumen entspricht. Für die langfristige Dynamik des nominalen Wechselkurses (Δs_t) gilt somit:

$$\Delta s_t = \pi_t - \pi_t^*,$$

wobei π_t die Inflationsrate im In- und π_t^* die Inflationsrate im Ausland bezeichnet. In der kurzen Frist ist die Entwicklung des Wechselkurses durch die Korrektur eventueller Abweichungen von der relativen KKP sowie den kurzfristigen Dynamiken der Inflationsraten bestimmt. Hierzu wird die folgende Fehlerkorrekturgleichung geschätzt:[6]

$$\Delta(\Delta s_t) = \alpha(\Delta s_{t-1} - \pi_{t-1} + \pi_{t-1}^*) + \gamma\Delta(\pi_t - \pi_t^*) + \epsilon_t,$$

wobei der Parameter α die Schnelligkeit der Anpassung an die relative KKP bei kurzfristigen Abweichungen beschreibt.

---

5 Siehe zur relativen Kaufkraftparitätentheorie u. a. *Officer* (1976), *Dornbusch* (1987) und *Rogoff* (1996).

6 Die Spezifikation beruht auf der Annahme rigider Güterpreise, wodurch sich Wechselkursänderungen mit einer Verzögerung von mindestens einem Quartal in den jeweiligen Inflationsraten widerspiegeln.

Schließlich wird die Zinspolitik der Zentralbank mit Hilfe einer geldpolitischen Reaktionsfunktion abgebildet, in die der Auslastungsgrad der Volkswirtschaft und die Abweichung der Inflationsrate von der trendmäßigen Inflationsrate eingeht. Den Kern des Modells für die Prognose der konjunkturellen Dynamik bildet also ein System mit den vier Variablen Produktionslücke, zyklische Komponente der Inflationsrate, realer effektiver Wechselkurs und Zinssatz für jedes Land, wobei die kurzfristigen Zinsen in den Ländern des Euroraums aufgrund der gemeinsamen Geldpolitik identisch sind.

Die weiteren endogenen Variablen privater Konsum, Arbeitslosenquote, Industrieproduktion und Kfz-Absatz werden mit Einzelgleichungen modelliert, in die die jeweilige nationale wirtschaftliche Lage eingeht, insbesondere das Bruttoinlandsprodukt. Das Modell hat somit eine blockrekursive Struktur. Zunächst werden die zentralen makroökonomischen Variablen mit Hilfe des internationalen Konjunkturmodells determiniert, anschließend werden die zusätzlich interessierenden Variablen aus den jeweiligen nationalen Entwicklungen abgeleitet, ohne dass privater Konsum, Arbeitslosenquote, Industrieproduktion und Kfz-Absatz eine Rückwirkung auf die Dynamik der anderen Variablen haben. Hier besteht zwar Potenzial, die Methodik zu verfeinern; für den in dieser Studie verfolgten Prognosezweck ist diese Vorgehensweise jedoch grundsätzlich gut geeignet, weil von der Verfeinerung – wenn überhaupt – nur eine geringfügige Verringerung der Prognosefehler zu erwarten ist.

4.3 Die Modellierung der Zinsstruktur

Die Leitzinsen werden über eine geldpolitische Reaktionsfunktion bestimmt. Diese gibt an, wie die Zentralbank den Kurzfristzins in Abhängigkeit von Produktionslücke und Inflation setzt. Ferner wird eine Verzögerung der Anpassung des Zinses an sein Zielniveau berücksichtigt.

Sodann werden die Niveaus der Marktzinssätze unterschiedlicher Fristigkeit in Abhängigkeit vom Leitzins geschätzt. Die Modellierung der Stützstellen der Zinsstruktur erfolgt unter Berücksichtigung signifikanter Zusammenhänge ihrer Dynamik und der Verläufe der kurzfristigen Zinsen (dreimonatiger Geldmarktzins) und der Renditen für zehnjährige Staatsanleihen. Für die Dynamik der Zinsen (Z) gilt dabei:

$$\Delta Z_t = \alpha(Z_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 \times RZ_{t-1}) + \gamma \Delta RZ_t + \epsilon_t.$$

Referenzzins (RZ) für kurzfristige Zinsen ist der dreimonatige Geldmarktzins, während sich die langfristigen Renditen an der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen orientieren. Letztere sind wiederum mit dem dreimonatigen Geldmarktzins kointegriert.[7]

4.4 Berechnung der Risikoszenarien

Es wird ein Negativszenario ermittelt, bei dem die Wahrscheinlichkeit einer noch ungünstigeren konjunkturellen Entwicklung 1% beträgt. Um ein solches Szenario zu definieren, bestehen folgende Alternativen:

[7] Vgl. *Campbell* und *Shiller* (1987).

1. Bedingte Simulation

- Schätzung des makroökonometrischen Modells
- Prognose aller Variablen mit dem Modell
- Ermittlung des Prognoseintervalls für eine Referenzgröße (beispielsweise deutsches reales Bruttoinlandsprodukt oder Summe der Bruttoinlandsprodukte aller oder mehrerer Länder im Modell)
- Ermittlung des 1%-Quantils der Referenzgröße
- Simulation (bedingte Prognose) des Modells basierend auf dem jeweiligen Quantil der Referenzgröße
- Negativ- bzw. Positivszenario spiegelt Unsicherheit bezüglich der verschiedenen Schocks im Modell und bezüglich der geschätzten Modellparameter wider, soweit diese sich auf die Referenzgröße auswirken

2. Impulsantwortfolge

- Schätzung des makroökonometrischen Modells
- Prognose aller Variablen mit dem Modell
- Ermittlung des 1%-Quantils einer festzulegenden Referenzgröße
- Kalibrierung eines spezifischen Schocks (beispielsweise geldpolitischer Schock, Inflationsschock, Nachfrageschock), der zu den entsprechenden Realisierungen der Referenzgröße führt
- Simulation des Modells
- Szenario verdeutlicht die Folgen eines spezifischen Schocks

3. Multivariate Verteilung

- Schätzung des makroökonometrischen Modells
- Prognose aller Variablen mit dem Modell
- Ermittlung der multivariaten Verteilung aller endogenen Variablen
- Bestimmung des jeweiligen 1%Quantils anhand der multivariaten Verteilung
- Szenario bildet die Unsicherheit bezüglich der verschiedenen Schocks im Modell und bezüglich der geschätzten Modellparameter wider, liefert aber nicht unbedingt ein konsistentes Szenario

Hier wird die Alternative 1, *bedingte Simulation*, gewählt. Als Referenzgröße wird die Zuwachsrate des über den europäischen Länderkreis aggregierten Bruttoinlandsprodukts verwendet. Um mit dem Modell die entsprechenden Quantile dieser Referenzgröße zu simulieren, wird in den Nachfragegleichungen sämtlicher im Weltmodell enthaltener Länder jeweils ein allgemeiner Nachfrage-

schock eingebaut, sodass sich in der Summe unter Berücksichtigung der internationalen Verflechtungen die entsprechende Entwicklung des aggregierten realen Bruttoinlandsprodukts für den europäischen Länderkreis ergibt. An dieser Stelle wird also nicht die Wirkung eines auf den europäischen Länderkreis beschränkten Schocks abgebildet. Erst in einem weiteren Schritt wird für jede einzelne Volkswirtschaft des europäischen Länderkreises mittels länderspezifischer Nachfrageschocks das Negativszenario simuliert.

5 Konjunkturprognose im Basisszenario

Die Basisprognose für die in dieser Studie betrachteten Länder beruht auf dem in Abschnitt 4 skizzierten makroökonometrischen Modell. Nach vorliegender Prognose steigt die Weltproduktion in den Jahren 2024 und 2025 mit 2,6% in mäßigem Tempo. Dies entspricht in etwa den Prognosewerten der Gemeinschaftsdiagnose vom September und des Internationalen Währungsfonds (IWF) im World Economic Outlook (Oktober). Dabei ist der IWF für 2024 mit einer Zuwachsrate von 2,8% und für 2025 mit 2,7% eine Spur optimistischer.[8] Dabei dürfte eine Rolle spielen, dass der IWF die Produktion in Entwicklungs- und Schwellenländern berücksichtigt, die, wie im Fall Saudi-Arabiens, vielfach eine recht hohe Wachstumsdynamik aufweisen. Darüber hinaus sieht der IWF für China und die USA eine etwas stärkere Produktionsausweitung im Jahr 2024, für das Jahr 2025 ist die USA-Prognose des IWF mit 2,2% spürbar höher als die vorliegende Prognose (1,8%) oder die der Gemeinschaftsdiagnose (1,6%). Dabei könnten die im September überraschend günstig ausgefallenen Arbeitsmarktzahlen den IWF veranlasst haben, für die USA nur eine vergleichsweise geringe Abschwächung der Konjunktur einzustellen. Was den europäischen Länderkreis angeht, so gibt es größere Divergenzen nur für Irland. Die vorliegende Prognose geht nach einem deutlichen Rückgang der Produktion im Jahr 2024 von einer kräftigen Erholung im kommenden Jahr aus, während der IWF nur einen leichten Produktionsrückgang und eine entsprechend schwächere Erholung prognostiziert.[9] Abgesehen von Irland liegen die vorliegenden Prognosen sehr nahe an denen der des IWF, nämlich im ungewichteten Schnitt jeweils für beide Jahre um 0,1 Prozentpunkte höher. Etwas größere Unterschiede in den Prognosen gibt es für Länder, deren Konjunktur stark von Entwicklungen in einzelnen Branchen abhängen. So ist der IWF etwas pessimistischer als die Gemeinschaftsdiagnose und die vorliegende Studie, was die stark von der Automobilindustrie geprägten Volkswirtschaften Tschechiens und der Slowakei betrifft. In Dänemark hängt viel davon ab, ob die zuletzt sehr starke Expansion der pharmazeutischen Industrie (Novo Nordisk) anhält, wozu der Prognosewert der Gemeinschaftsdiagnose eher passt als die Werte des IWF und der vorliegenden Studie. Die Produktion Norwegens wird stark von der schwankenden Förderung von Erdöl und Erdgas beeinflusst, und der IWF ist für Norwegen im zweiten Halbjahr 2024 pessimistischer als die Gemeinschaftsdiagnose und die vorliegende Studie. Schließlich divergieren die Prognosen etwas für die Nachbarländer Österreich und Schweiz. Dabei dürfte eine Rolle spielen, wie sehr die Konjunktur in den

---

8 Dabei werden jeweils die Weltproduktionszahlen verglichen, die sich aus einer Gewichtung der Länderwerte gemäß den aktuellen Wechselkursen ergeben.

9 Allerdings werden schon seit etwa zehn Jahren Prognosen für Irland durch die verzerrenden Effekte von Buchungspraktiken multinationaler Unternehmen auf die nationalen Statistiken erheblich erschwert, und das irische Statistikamt hat deshalb zur Messung der Produktion mit dem „modifizierten Bruttonationaleinkommen“ eine alternative Messgröße entwickelt. Vgl. https://www.cso.ie/en/interactivezone/statistics explained/nationalaccountsexplained/modifiedgni/.

Ländern von der schlechten Wirtschaftslage in Deutschland belastet wird. Der IWF ist in dieser Hinsicht etwas pessimistischer als die Gemeinschaftsdiagnose und die vorliegende Studie.

Die Inflationsraten gehen nach der vorliegenden Prognose ebenso wie nach der Gemeinschaftsdiagnose und dem World Economic Outlook in diesem und im kommenden Jahr deutlich zurück und kommen im Jahr 2025 in den USA und in Europa in den Bereich der geldpolitischen Zielraten von 2%. Deutlich darüber bleiben sie allerdings in der Slowakei und in Polen. Die vorliegenden Inflationsprognosen sind denen der Gemeinschaftsdiagose sehr ähnlich und liegen im ungewichteten Schnitt des europäischen Länderkreises um 0,1 Prozentpunkte für 2024 und 0,2 Prozentpunkte für 2025 über denen des IWF. Die deutliche Differenz zwischen den hier prognostizierten Inflationsraten Belgiens und denen des IWF erklärt sich daraus, dass die vorliegende Studie den allgemeinen Verbraucherpreisindex zu Grunde legt, der IWF dagegen den Harmonisierten Verbraucherpreisindex, welcher die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum nicht berücksichtigt, und diese beiden Indizes zurzeit recht deutlich voneinander abweichen.

Das Modell ermöglicht auch einen Ausblick auf die weiteren weltwirtschaftlichen Perspektiven bis zum Jahr 2029. Im Jahr 2026 zieht die Weltproduktion mit 2,7% etwas an, denn die meisten Volkswirtschaften sind zu diesem Zeitpunkt unterausgelastet und nähern sich der Normalauslastung an. In den darauffolgenden Jahren geht das weltwirtschaftliche Wachstum aber zurück. Es ist dann deutlich schwächer als im Durchschnitt der vergangenen 30 Jahre, auch weil der Produktionsfaktor Arbeit weltweit aus demographischen Gründen langsamer als in den Jahrzehnten zuvor expandiert.

Die kurz- und langfristigen Zinsen sind im verwendeten Weltmodell endogen. Als geldpolitische Reaktion auf den deutlichen Rückgang der Inflationsraten beinhaltet die Modellprognose einen Rückgang der Leit- und damit der Kurzfristzinsen: Zurzeit (Ende Oktober) betragen sie im Euroraum 3,2%. Gemäß der Modellprognose gehen sie weiter zurück und liegen im Schnitt des Jahres 2025 bei 2,85%. Dem entsprechen in etwa auch die Erwartungen an den Finanzmärkten. In den USA, wo die Zinsen aktuell 4,8% betragen, gehen sie nach der Modellprognose im Jahresdurchschnitt im kommenden Jahr auf 3,3% zurück und damit noch etwas rascher als von den Finanzmärkten gegenwärtig erwartet. Auch die Kapitalmarktrenditen sind nach der Modellprognose im nächsten Jahr rückläufig.

6 Risikoszenarien

6.1 Schweres Negativszenario

Das schwere Negativszenario ist dadurch definiert, dass auf Grundlage der durch die Modellvariablen beschriebenen makroökonomischen Lage und der Volatilitäten, wie sie in der Zeit vor der Pandemie beobachtet wurden, mit einer noch schwächeren Entwicklung nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% zu rechnen ist. Dabei wird die Jahreszuwachsrate des aggregierten Bruttoinlandsprodukts für die europäische Ländergruppe Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien als Maßstab genommen.

In diesem Szenario sinkt die Weltproduktion in Jahr 2025 um 0,3%, statt wie im Basisszenario um 2,6% zuzulegen. Dies wäre nach Daten des IWF seit Anfang der 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts erst das dritte Jahr mit einer negativen Rate, allerdings war der Rückgang in der Weltfinanzkrise 2009 (−2,1%) und im Pandemiejahr 2020 (−3,1%) noch deutlich größer. In der europäischen Ländergruppe würde der Rückgang gar 2,5% betragen, gegenüber einem Anstieg um 1,6% im Basisszenario. Im Jahr 2026 würde die Weltwirtschaft um 2,7% und damit wie im Basisszenario zunehmen. Erst in den folgenden Jahren ist die Dynamik höher, denn die freien Produktionskapazitäten werden nach und nach wieder ausgeschöpft. Die Inflationsraten werden durch den schweren Einbruch einige Zehntel Prozentpunkte gedrückt, zumeist stärker im Jahr 2025 als im Rezessionsjahr selbst. In Deutschland fällt die Inflation sogar erst ab dem Jahr 2025 niedriger aus als im Basisszenario.

Weniger rasch würde sich die Weltwirtschaft erholen, wenn das Negativszenario auf strukturelle Ursachen zurückginge, welche nicht rasch zu beheben sind. Zurzeit könnte etwa ein Bruch der Handelsbeziehungen zwischen dem Westen und China eine Rezession auslösen, die nicht schnell vorüberginge. In diesem Fall könnte der Erholungsprozess ähnlich wie nach der Großen Rezession ablaufen: Zwar kam die Weltkonjunktur seit Mitte 2009 überraschend schnell wieder auf die Beine; die in der Finanzkrise aufgetretenen Probleme auf den Finanz- und Immobilienmärkten sowie die Krisen der öffentlichen Finanzen belasteten die Wirtschaft in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften aber noch einige Jahre länger.

Die Produktionsverluste eines weltweiten Konjunktureinbruchs verteilen sich nicht gleichmäßig über die Länder (vgl. Tabellen A.1 und A.2). Während der Rückgang in den beiden größten Volkswirtschaften USA und vor allem China relativ gering ausfällt, ist Europa stark betroffen. Denn die europäischen Volkswirtschaften reagieren aufgrund ihres hohen Offenheitsgrads besonders stark auf weltwirtschaftliche Schwankungen. Besonders deutlich reduziert wird die Produktion in Irland, der Slowakei und Tschechien, in Griechenland und auch in Spanien. Wie schon im Abschnitt zur Basisprognose erwähnt, wird die Aussagekraft der Simulationen für Irland allerdings durch die verzerrenden Effekte von Buchungspraktiken multinationaler Unternehmen auf die nationalen Statistiken erheblich gemindert. Bei Griechenland und Spanien dürfte eine Rolle spielen, dass die Produktion während der Pandemie besonders drastisch einbrach. Die Slowakei und Tschechien sind über ihre exportorientierte Automobilproduktion besonders stark von weltwirtschaftlichen Nachfrageschwankungen abhängig. Die deutsche Produktion wird vom weltwirtschaftlichen Schock zwar deutlich stärker als die Chinas und der USA, aber etwas weniger als im Durchschnitt der in dieser Studie betrachteten europäischen Ländergruppe getroffen. Hier dürfte sich niederschlagen, dass der pandemiebedingte Produktionseinbruch im Jahr 2020 in Deutschland weniger drastisch als in vielen anderen Ländern, etwa in Frankreich, Spanien oder Großbritannien, ausfiel.

6.2 Länderspezifische Stressszenarien für das Jahr 2024

Die Analyse der Risikoszenarien in Abschnitt 6.1 hat gezeigt, wie stark die einzelnen Länder von einem weltwirtschaftlichen Konjunktureinbruch betroffen wären. So liegt das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Fall einer schweren weltwirtschaftlichen Krise im Jahr 2025 3,4 Prozentpunkte unter dem Niveau im Basisszenario. Von Interesse ist aber auch, wie tief eine typische länderspezifische Krise in den einzelnen Volkswirtschaften ausfällt. Zur Beantwortung dieser Frage wird für jedes Land das Szenario

einer schweren Krise gezeichnet. Es ist dadurch gekennzeichnet, dass mit einer noch schwächeren Entwicklung in dem betreffenden Land nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% zu rechnen ist. Maßstab ist die Jahreszuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts in dem Land. Um abzuschätzen, wie sich Industrieproduktion, Arbeitslosenquote, privater Konsum und Inflation entwickeln, wird für jedes Land eine spezifische Simulation des Weltmodells vorgenommen. Dabei wird in die Nachfragegleichung des Landes ein allgemeiner Nachfrageschock eingebaut, so dass unter Berücksichtigung der internationalen Verflechtungen das reale Bruttoinlandsprodukt des Landes auf dem 1%-Konfidenzband zu liegen kommt.

Die Ergebnisse der länderspezifischen Simulationen finden sich in Tabelle A.3. Zunächst ist festzustellen, dass es im Fall länderspezifischer Schocks im dem Schock folgenden Jahr zu einer erheblich kräftigeren Erholung kommt als im globalen Risikoszenario. Hier schlägt sich nieder, dass im Fall länderspezifischer Schocks eine stabile Konjunktur im Ausland hilft, die heimische Konjunktur wieder zu normalisieren.

Vergleicht man die Werte für die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts mit denen des Basisszenarios für die einzelnen Länder, ist wie schon für die globalen Risikoszenarien festzustellen, dass schwere und mittelschwere Konjunktureinbrüche in Irland, Griechenland, der Slowakei und Tschechien sowie in Spanien mit besonders hohen Produktionsverlusten einhergehen. Frankreich und Belgien zeichnen sich durch eine besonders hohe Stabilität aus. Deutschland ist, mit einem Produktionsverlust in Relation zum Basisszenario von 3,8 Prozentpunkten, in etwa so stabil wie Italien oder Polen.

Die länderspezifischen Szenarien erlauben auch eine Antwort auf die Frage, wie stark die deutsche Wirtschaft von dem Wirtschaftseinbruch eines bestimmten Landes aus dem europäischen Länderkreis betroffen ist. Es zeigt sich, dass die Produktionsverluste für Deutschland im Krisenjahr bei 0,2 bis 0,3 Prozentpunkten liegen, wenn es zu einer schweren Rezession in einem der folgenden Länder kommt: Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Polen und Niederlande. Die dämpfenden Effekte, die von Rezessionen anderer Mitglieder des Länderkreises ausgehen, sind geringer oder unter der Messbarkeitsschwelle. Umgekehrt führt ein schwerer konjunktureller Einbruch in Deutschland (3,8 Prozentpunkte gegenüber dem Basisszenario) zu einem spürbaren Rückgang des Produktionszuwachses im selben Jahr in den meisten anderen Volkswirtschaften des betrachteten Länderkreises, der in Österreich (−1,2), Tschechien (−1,3) und der Slowakei (−1,1) besonders hoch ausfällt. Frankreich verliert 0,7 Prozentpunkte, Italien 0,6. Am wenigsten sind Luxemburg (0,0), Irland (−0,2), Griechenland und die Schweiz (je −0,3) betroffen.

6.3 Szenario eines mehrjährigen weltwirtschaftlichen Einbruchs, der mit erhöhten Zinssätzen einhergeht

Zuletzt wird das Szenario einer dreijährigen weltwirtschaftlichen Rezession simuliert, bei der es zu einem starken Inflationsschub und – als Reaktion der Zentralbanken – drastischen Anstiegen der Nominalzinsen kommt. Das gleichzeitige Auftreten von Produktionsrückgängen und Preiserhöhungen ist dann zu erwarten, wenn sich die Angebotsbedingungen abrupt verschlechtern. Dass solche Angebotsschocks nicht nur theoretisch möglich sind, haben die Jahre seit Ausbruch der Pandemie gezeigt. Auf den Produktionseinbruch im Frühjahr 2020 folgte in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit etwa einjährigem Abstand ein Inflationsschub, der bis heute noch nicht ausgelaufen ist. Die Zentralbanken in den

USA, im Euroraum und in Großbritannien reagierten im Jahr 2022 mit Leitzinserhöhungen, und erst im Lauf des Jahres 2024 haben sie begonnen, ihre Geldpolitik wieder zu lockern.

Erst mit einiger Verzögerung kam es in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu einem Inflationsschub, weil die Pandemie zunächst Angebot und Nachfrage gleichermaßen schockte. Als sich die Nachfrage (auch aufgrund staatlicher Hilfsmaßnahmen) in vielen Ländern erholte und sich dabei von Dienstleistungen auf Industriewaren verlagerte, taten sich Engpässe in den internationalen Lieferketten auf, auch weil die Pandemie an bestimmten Orten Produktion und Transport immer wieder behinderte. Es gibt Indizien dafür, dass größere Firmen weniger von den Lieferengpässen betroffen waren, und dass deren deshalb gestiegene Marktmacht die Teuerung weiter verschärfte (*Franzoni* et al., 2023). Die Inflation griff dann auf die Dienstleistungen über. Dabei spielte eine Rolle, dass in Wirtschaftszweigen wie der Gastronomie viele in der Pandemie entlassene Arbeitskräfte nicht mehr an ihre Arbeitsstellen zurückkamen, sich also auch dort die Angebotsbedingungen verschlechterten. Schließlich zogen die Löhne auf breiter Front nach, was in vielen Bereichen zu kosteninduszierten Preissteigerungen führte. Alles in allem hat der Verlauf der Pandemiekrise die Verwundbarkeit der internationalen Wertschöpfungsketten und mögliche makroökonomische Folgen von Unterbrechungen der Lieferbeziehungen deutlich gemacht. Im folgenden Szenario wird untersucht, welche konjunkturellen Konsequenzen es hätte, wenn in einem Zeitraum von drei Jahren zugleich negativer Angebotsschock, Inflationsschub und Zinserhöhungen aufträten. Produktionslücke, Phillips-Kurve und Zinsregel werden im ersten Jahr so geschockt, dass jeder Schock für sich allein genommen die jeweilige Variable auf das äußerste Konfidenzband bringen würde, das heißt, dass nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% eine noch höhere Inflation, ein noch höheres Zinsniveau und eine noch größere Unterauslastung zu erwarten wäre. Dabei überlagern sich die Schocks in ihrer Wirkung. In den beiden Folgejahren lässt der Umfang der Schocks nach.

Die Produktion wird hier im ersten Jahr in fast allen Ländern etwas weniger stark getroffen als im Szenario eines tiefen Einbruchs. Denn die Realzinsen gehen zurück, die Inflation steigt also stärker als die Zinsen: Die Kurzfristzinsen sind, mit 4,9% im Euroraum und 5,6% in Großbritannien im Jahr 2025, auch aufgrund der geldpolitischen Reaktion, zwar höher als im Basisszenario, die Inflationsraten (in Deutschland etwa 7,5% und in Großbritannien 11,3%) übertreffen aber die Kurzfristzinsen trotz der preisdämpfenden Wirkung des Konjunktureinbruchs deutlich. In den Jahren nach dem Schock sinkt die Inflation wieder auf zuvor übliche Niveaus, während die Kurzfristzinsen deutlich unterschießen, denn die Volkswirtschaften befinden sich noch in der Unterauslastung, auch weil im ersten Jahr nach Ende der Schocks die Produktion nur verhalten zunimmt. Weniger stark gehen die Langfristzinsen zurück, der Zinsspread wird also nach der Krise erst einmal größer.

Literaturverzeichnis

Campbell, J. Y.; Shiller, R. J.: Cointegration and Tests of Present Value Models, in: Journal of Political Economy, Vol. 95 (5), 1987, 1062–88.

Dornbusch, R.: Exchange Rates and Prices, in: American Economic Review, Vol. 77 (1), 1987, 93–106.

Franzoni, F.; Mariassunta, G.; Tubaldi, G.: Supply Chain Shortages, Large Firms' Market Power, and Inflation. CEPR Discussion Paper 18574, 2023.

Giesen, S.; Holtemöller, O.; Scharff, J.; Scheufele, R.: The Halle Economic Projection Model, in: Economic Modelling, Vol. 29 (4), 2012, 1461–1472.

Hodrick, R. J.; Prescott, E. C.: Post-war U.S. Business Cycles: A Descriptive Empirical Investigation, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 29 (1), 1997, 1–16.

International Monetary Fund: World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic. Washington D.C., 2024.

OECD Economic Outlook: Interim Report: Confronting Inflation and Low Growth. Paris, 2023.

Officer, L. H.: The Productivity Bias in Purchasing Power Parity: An Econometric Investigation, in: Staff Papers (International Monetary Fund), Vol. 23 (3), 1976, 545–579.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2024: Deutsche Wirtschaft im Umbruch – Konjunktur und Wachstum schwach. Berlin, 2024.

Rogoff, K.: The Purchasing Power Parity Puzzle, in: Journal of Economic Literature, Vol. 34, 1996, 647–68.

A Tabellen

Tabelle A.1

Prognose – Basisszenario (Auszug)

Reales BIP	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deutschland	0,0	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8
Belgien	1,1	1,4	1,6	1,4	1,3	1,3
Brasilien	3,0	2,4	2,2	1,9	1,6	1,8
China	4,7	4,5	4,3	4,2	3,7	3,2
Dänemark	2,2	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2
Frankreich	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4
Griechenland	2,5	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7
Großbritannien	1,0	1,5	1,5	1,7	1,7	1,5
Indien	7,0	6,6	6,7	6,4	6,3	6,3
Irland	−2,4	4,7	3,9	2,9	2,8	2,7
Italien	0,6	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8
Japan	0,0	1,2	0,9	0,6	0,6	0,7
Kanada	1,2	2,0	2,1	1,8	1,7	1,7
Luxemburg	1,4	2,7	2,3	2,3	2,2	2,3
Niederlande	0,7	1,7	1,6	1,8	1,6	1,6
Norwegen	2,3	1,9	1,8	1,6	1,4	1,4
Österreich	−0,3	1,3	1,7	1,6	1,3	1,1
Polen	3,3	3,7	3,5	3,2	3,1	3,1
Portugal	1,9	2,4	2,2	2,1	1,9	1,9
Schweden	0,7	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9
Schweiz	2,2	2,5	3,2	2,9	2,7	2,6
Slowakei	2,8	2,0	1,9	1,7	1,6	1,6
Spanien	2,4	2,2	2,5	2,2	2,2	2,1
Sü dkorea	1,1	2,8	3,1	2,7	2,4	2,3
Tschechien	1,6	1,7	1,8	1,7	1,6	1,6
USA	2,6	1,8	2,2	2,1	2,1	2,1
Welt[1]	2,6	2,6	2,7	2,5	2,4	2,3
Europa[2]	1,0	1,6	1,7	1,5	1,4	1,4

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in % (um Kalendereffekte bereinigt, außer für China, Indien, Japan, Kanada, Südkorea und USA).
1 Gewichteter Durchschnitt aller modellierten Länder. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2023 in USDollar.
2 Gewichteter Durchschnitt aus Deutschland, Belgien, Dänemark, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2023 in US-Dollar.

Quellen: Nationale Statistikämter; Internationaler Währungsfonds; Prognosen des IWH.

Tabelle A.2

Prognose – Schweres globales Negativszenario (Auszug)

Reales BIP	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deutschland	0,0	−2,5	1,0	2,3	1,6	1,3
Belgien	1,1	−1,5	1,7	2,5	1,9	1,7
Brasilien	3,0	−1,0	2,4	4,0	3,0	2,4
China	4,7	3,8	5,2	4,5	3,7	3,1
Dänemark	2,2	−2,1	0,9	3,2	2,3	1,9
Frankreich	1,2	−2,1	1,7	2,7	2,1	1,8
Griechenland	2,5	−4,2	−2,1	3,5	3,7	3,4
Großbritannien	1,0	−3,0	1,1	3,8	2,8	2,2
Indien	7,0	3,2	7,7	7,8	6,8	6,7
Irland	−2,4	−5,2	1,3	7,5	5,8	4,6
Italien	0,6	−3,1	0,8	2,6	1,8	1,4
Japan	0,0	−1,9	1,0	2,1	1,3	1,0
Kanada	1,2	−0,8	2,1	3,3	2,3	2,0
Luxemburg	1,4	−0,3	3,1	3,8	2,7	2,5
Niederlande	0,7	−1,9	0,5	3,3	2,8	2,3
Norwegen	2,3	−1,0	1,7	2,8	2,1	1,8
Österreich	−0,3	−2,9	1,6	3,3	2,3	1,7
Polen	3,3	0,3	2,2	4,4	4,0	3,7
Portugal	1,9	−2,3	1,5	4,1	3,3	2,6
Schweden	0,7	−2,0	1,7	3,8	2,9	2,5
Schweiz	1,6	−0,6	1,9	2,7	2,1	1,9
Slowakei	2,2	−3,6	1,4	5,5	4,6	3,9
Spanien	2,8	−3,6	0,3	4,4	3,3	2,7
Südkorea	2,4	−0,1	2,8	3,3	2,6	2,3
Tschechien	1,1	−3,2	−0,4	4,8	4,6	4,0
USA	2,6	−0,9	2,1	3,5	2,7	2,5
Welt[1]	2,6	−0,3	2,7	3,8	3,0	2,6
Europa[2]	1,0	−2,5	1,1	3,3	2,5	2,1

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in % (um Kalendereffekte bereinigt, außer für China, Indien, Japan, Kanada, Südkorea und USA).
1 Gewichteter Durchschnitt aller modellierten Länder. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2023 in US-Dollar.
2 Gewichteter Durchschnitt aus Deutschland, Belgien, Dänemark, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2023 in US-Dollar.

Quellen: Nationale Statistikämter; Internationaler Währungsfonds; Prognosen des IWH.

Tabelle A.3

Prognose – Schweres länderspezifisches Negativszenario (Auszug)

Reales BIP	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deutschland	0,0	−2,9	3,7	2,0	1,0	0,9
Belgien	1,1	−0,9	3,7	1,6	1,3	1,3
Dänemark	2,2	−2,5	4,2	3,0	1,5	1,3
Frankreich	1,2	−1,2	3,9	1,6	1,5	1,4
Griechenland	2,5	−5,8	0,8	5,9	4,1	3,1
Großbritannien	1,0	−2,8	4,6	2,9	1,9	1,5
Irland	−2,4	−10,6	1,8	10,6	7,1	5,5
Italien	0,6	−2,4	3,9	1,6	0,9	0,8
Luxemburg	1,4	−3,8	4,2	5,7	3,3	2,6
Niederlande	0,7	−1,6	3,2	2,9	2,0	1,8
Norwegen	2,3	−0,8	4,1	2,0	1,5	1,4
Österreich	−0,3	−2,2	4,9	2,0	1,4	1,2
Polen	3,3	0,0	4,7	4,8	3,5	3,2
Portugal	1,9	−2,1	5,4	3,3	2,2	1,9
Schweden	0,7	−2,3	5,0	3,4	2,2	1,9
Schweiz	2,2	−4,1	6,6	5,7	3,4	2,8
Slowakei	2,8	−3,0	4,4	3,7	2,1	1,7
Spanien	1,1	−2,4	3,9	5,4	3,5	2,7
Tschechien	1,6	−1,1	3,9	2,4	1,7	1,6

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in % (um Kalendereffekte bereinigt).

Quellen: Nationale Statistikämter; Prognosen des IWH.

Tabelle A.4

Prognose – Szenario eines mehrjährigen Abschwungs mit signifikantem Inflations- und Zinsanstieg (Auszug)

Reales BIP	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Deutschland	0,0	−2,2	−1,7	−0,6	2,3	2,8
Belgien	1,1	−1,2	−0,7	0,2	2,6	2,9
Brasilien	3,0	0,4	0,2	1,0	3,6	3,9
China	4,7	3,7	4,6	4,7	4,4	3,3
Dänemark	2,2	−1,6	−2,1	−0,5	2,8	3,8
Frankreich	1,2	−1,7	−1,1	0,2	3,0	3,2
Griechenland	2,5	−3,1	−6,9	−5,6	1,3	5,9
Großbritannien	1,0	−2,4	−2,6	−0,2	3,8	4,3
Indien	7,0	3,3	4,8	6,4	8,6	8,0
Irland	−2,4	−3,4	−6,9	−3,4	7,6	10,4
Italien	0,6	−2,6	−2,6	−1,1	2,7	3,4
Japan	0,0	−1,6	−1,4	−0,1	2,3	2,4
Kanada	1,2	−0,4	−0,2	0,9	3,2	3,5
Luxemburg	1,4	−0,1	0,6	2,4	4,6	3,8
Niederlande	0,7	−1,5	−2,3	−0,6	2,8	4,3
Norwegen	2,3	−0,7	−0,6	0,4	2,7	3,1
Österreich	−0,3	−2,5	−1,8	−0,2	3,3	3,6
Polen	3,3	0,8	0,0	0,6	3,3	5,3
Portugal	1,9	−1,7	−2,3	−0,4	4,0	5,0
Schweden	0,7	−1,6	−1,4	0,2	3,9	4,4
Schweiz	2,2	−2,8	−3,4	−1,0	4,8	7,0
Slowakei	2,8	−2,9	−4,1	−1,7	3,9	5,9
Spanien	2,4	0,2	0,9	1,8	3,4	3,4
Südkorea	1,1	−2,1	−4,9	−3,5	2,9	7,2
Tschechien	1,6	−0,4	0,0	1,0	2,8	2,9
USA	2,6	−0,6	−0,1	1,4	3,5	3,8
Welt[1]	2,6	0,0	0,4	1,5	3,8	4,0
Europa[2]	1,0	−2,0	−2,1	−0,5	3,2	4,0

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in % (um Kalendereffekte bereinigt, außer für China, Indien, Japan, Kanada, Südkorea und USA).
1 Gewichteter Durchschnitt aller modellierten Länder. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2023 in US-Dollar.
2 Gewichteter Durchschnitt aus Deutschland, Belgien, Dänemark, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2023 in US-Dollar.

Quellen: Nationale Statistikämter; Internationaler Währungsfonds; Prognosen des IWH.

B Dokumentation der Weiterentwicklungen am Modell

Durch die Kooperation des Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) mit der Volkswagen Bank GmbH und zuvor der Volkswagen Financial Services AG konnte das Internationale Konjunkturmodell des IWH schrittweise erweitert und verbessert werden. Es wird regelmäßig im Rahmen der IWH-Prognosen und der Gemeinschaftsdiagnose eingesetzt.

Das Modell wird regelmäßig Spezifikationstests unterzogen, um mögliche Verschlechterungen der Prognosegüte einzelner Modellgleichungen (z. B. durch Datenrevisionen) zu identifizieren. In diesem Zusammenhang werden gegebenenfalls Anpassungen hinsichtlich der verwendeten Variablen und Stützzeiträume vorgenommen.

Ein besonderer Schwerpunkt bei der Weiterentwicklung des Modells im laufenden Kalenderjahr war die Integration von Klimaszenarien zur Projektion der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen unterschiedlicher Anpassungspfade. Die Ergebnisse wurden in einer gesonderten Datenlieferung im ersten Quartal des Jahres zur Verfügung gestellt.

Darüber hinaus werden nun die Wechselkurse aller im Modell enthaltenen Währungen gegenüber dem US-Dollar auf Basis der relativen Kaufkraft-Paritäten-Theorie endogen modelliert. Die prognostizierten Wechselkurse ausgewählter Währungen werden im Rahmen der Datenlieferung zu diesem Bericht nachrichtlich zur Verfügung gestellt.

Mit Luxemburg und der Schweiz werden seit diesem Jahr zwei weitere Länder mit einem hohen Detailgrad modelliert.

C Voranalyse zur Integration von Credit-Spread-Schocks

Für das Modell wurde die Möglichkeit der Integration von Credit-Spread-Schocks untersucht. Da die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Modell bereits endogen modelliert sind, werden zunächst die Sovereign Credit-Spread-Schocks untersucht, d. h. die Differenz zwischen den Zinssätzen, die ein Staat für die Ausgabe von Schuldtiteln zahlen muss, und den Zinssätzen, die als risikofrei gelten. Diese Schocks sind von besonderer Bedeutung, da sie die Kreditwürdigkeit eines Landes und die Finanzierungskosten des öffentlichen Sektors beeinflussen.

Die Auswirkungen von Credit-Spread-Schocks auf makroökonomische Variablen wie das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation können erheblich sein. Sie ergeben sich zum Beispiel daraus, dass der Staat aufgrund höherer Finanzierungskosten Ausgaben verlagert. Ein Anstieg der Risikoprämien für Staatsanleihen kann auch zu höheren Finanzierungskosten für private Unternehmen führen, insbesondere in Ländern, in denen der Staat eine dominierende Rolle auf dem Kreditmarkt spielt oder die Banken stark in heimischen Staatsanleihen engagiert sind. Dies kann die Kreditvergabe an den privaten Sektor einschränken und zu einem Rückgang privater Investitionen führen.

In vielen Fällen führt ein Sovereign Credit-Spread-Schock zu einer Abwertung der Landeswährung, da Investoren Kapital abziehen. Eine schwächere Währung kann zu höheren Importpreisen und damit zu Inflation führen. Dies betrifft vor allem Länder, die stark von Importen abhängig sind. Ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage übt dagegen tendenziell inflationsmindernden Druck aus. Die Reaktion der Zentralbank auf einen Anstieg der Sovereign Spreads kann daher unterschiedlich ausfallen und entweder den Inflationsdruck erhöhen oder die Nachfrage zusätzlich dämpfen.

Die Auswirkungen von Credit-Spread-Schocks können zukünftig mit dem verwendeten Modell untersucht werden, indem die sich in den einzelnen Risikoszenarien endogen ergebenden Spreads zusätzlich exogen geschockt werden. Dazu werden die Credit Spreads in die Gleichungen für die Produktionslücke eines Landes integriert. Die Schocks können sich dabei an den Vorgaben für solche adversen Entwicklungen in den aufsichtlichen Stresstests der EBA orientieren.

Leibniz-Institut für
Wirtschaftsforschung Halle (IWH)

Kleine Märkerstraße 8
D-06108 Halle (Saale)

Postfach 11 03 61
D-06017 Halle (Saale)

Tel +49 345 7753 60
Fax +49 345 7753 820

www.iwh-halle.de

ISSN 2702-4733

30 Jahre Leibniz Gemeinschaft

Das IWH wird von Bund und Ländern gefördert.