



**20 | 2012**

65. Jg., 42.–43. KW, 22. Oktober 2012

# ifo Schnelldienst

## Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2012:

■ Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose:

- ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V.  
in Kooperation mit KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich
- Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel  
bei der Mittelfristprojektion in Kooperation mit Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim
- Institut für Wirtschaftsforschung Halle  
in Kooperation mit Kiel Economics
- Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen,  
in Kooperation mit Institut für Höhere Studien Wien

**ifo** Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung  
an der Universität München e.V.

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,  
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifode.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.



**Grußwort**  
**des Staatssekretärs**  
**im Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie**

**Dr. Bernhard Heitzer**

**anlässlich der 125. Gemeinschaftsdiagnose**  
**vom 11. Oktober 2012**

Die erste Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute erschien im Juli 1950. Heute liegt das 125. Gutachten vor uns. Die Gemeinschaftsdiagnose ist damit eine der traditionsreichsten Institutionen der Bundesrepublik und ein wichtiges Instrument der wirtschaftswissenschaftlichen Politikberatung. Sie hat sich kontinuierlich weiterentwickelt und sowohl neue wissenschaftliche Erkenntnisse als auch veränderten Beratungsbedarf der Politik aufgenommen. So kam zum Beispiel erst Anfang der 60er Jahre zur Bestandsaufnahme der wirtschaftlichen Lage die Prognose hinzu. Als eine regelrechte Verjüngungskur erwies sich vor einigen Jahren die Öffnung der Vergabe durch öffentliche Ausschreibung. Das Mehr an Wettbewerb hatte auch auf diesem Feld positive Auswirkungen. Die Institute verbesserten ihr methodisches Instrumentarium. Die Teilnahme an der Gemeinschaftsdiagnose ist seither noch stärker als zuvor zu einem Qualitätsnachweis für die Institute geworden, der zum Beispiel auch im Rahmen von Evaluierungen anerkannt wird.

Die aktuelle Kernaufgabe der Gemeinschaftsdiagnose hat in den letzten Jahren noch einmal an wirtschaftspolitischer Bedeutung gewonnen: Sie liefert die Referenz für die Projektionen der Bundesregierung. Dies ist im Zuge der Institutionalisierung der nationalen und europäischen Haushaltsüberwachung – ich nenne hier nur das Stichwort: Einhaltung der Schuldenbremse – eine unverzichtbare Dienstleistung. Denn die Projektionen der Bundesregierung, auf denen die Haushaltsplanungen beruhen, stehen damit gleichsam unter wissenschaftlicher Beobachtung von führenden unabhängigen Forschungsinstituten. Die Gemeinschaftsdiagnose ist somit heute eine feste Institution der Politikberatung in Deutschland. Ich wage deshalb die Prognose, dass es auch eine 150. Gemeinschaftsdiagnose geben wird. Ich danke allen Mitwirkenden an der Gemeinschaftsdiagnose, die wie auch in den 124 Gutachten zuvor im intensiven wissenschaftlichen Diskurs ihr Bestes gegeben haben, um die Bundesregierung fachkundig und kompetent zu beraten.

Ihr



### Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2012

#### Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch

3

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose:

*ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V.  
in Kooperation mit KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich  
Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel bei der Mittelfristprojektion in  
Kooperation mit Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim  
Institut für Wirtschaftsforschung Halle in Kooperation mit Kiel Economics  
Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen,  
in Kooperation mit Institut für Höhere Studien Wien*

Abgeschlossen in Kiel am 9. Oktober 2012

Am 11. Oktober 2012 stellten die Wirtschaftsforschungsinstitute der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose in Berlin ihr Herbstgutachten der Presse vor. Nach Ansicht der Institute befindet sich die Weltwirtschaft im Herbst 2012 in einer Schwächephase. Die Konjunktur hat nahezu überall an Fahrt verloren, und die Stimmung von Unternehmen und Haushalten hat sich weiter verschlechtert. Ein wichtiger Belastungsfaktor ist schon seit dem vergangenen Jahr die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum. Hinzu kommt, dass Anpassungsprozesse, die seit dem Platzen der Immobilienblase in den USA im Jahr 2007 auch in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften stattfinden, noch nicht abgeschlossen sind. Die Folgen struktureller Fehlentwicklungen vor der Krise dämpfen nach wie vor die Konjunktur, und je länger eine durchgreifende Erholung auf sich warten lässt, desto mehr wird Unternehmen und privaten Haushalten, aber auch den Regierungen bewusst, dass die langfristigen Wachstums- und Einkommensaussichten schlechter sind als bisher gedacht.

Die *Weltwirtschaft* wird bis Ende 2013 verhältnismäßig langsam expandieren; die Weltproduktion dürfte in diesem Jahr um 2,4 % und im nächsten Jahr um 2,6 % zulegen. Der Welthandel belebt sich dabei nur wenig. Nach einem Zuwachs von lediglich 2,1 % in diesem Jahr wird er auch im nächsten Jahr mit einer Rate von 3,8 % in einem im längerfristigen Vergleich mäßigen Tempo steigen.

Die Eurokrise belastet die Konjunktur auch in *Deutschland*. Im zurückliegenden Frühjahr lösten neue Probleme in Krisenländern Turbulenzen an den Finanzmärkten aus, und die Unsicherheit über die Zukunft des Euroraums nahm wieder zu. Neben der sich eintrübenden Weltkonjunktur drückte dies die Zuversicht der Unternehmen in Deutschland; so haben sich die Geschäftserwartungen seit April 2012 von Monat zu Monat verschlechtert und befanden sich zuletzt auf dem niedrigsten Stand seit der Rezession 2008/2009.

Die ungünstigen Aussichten schlugen sich insbesondere in den Unternehmensinvestitionen nieder. Hingegen konnten sich die deutschen Ausfuhren angesichts des sich verschlechternden weltwirtschaftlichen Umfelds bisher recht gut behaupten. Offenbar profitierten die deutschen Exporteure davon, dass sich aufgrund der Abwertung des Euro ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit bis zuletzt deutlich verbessert hat. Jüngst war sie so günstig wie noch nie seit der Gründung der Europäischen Währungsunion. Derzeit weist vieles darauf hin, dass sich die gesamtwirtschaftliche Expansion gegen Jahresende abschwächt. So waren die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe bis zuletzt in der Tendenz rückläufig, und die ungünstigen Erwartungen der Unternehmen sprechen für weiterhin sinkende Ausrüstungs- und gewerbliche Bauinvestitionen. Dagegen sind Investitionen in Wohneigentum nach wie vor attraktiv. Alles in allem erwarten die Institute für 2012 eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,8 %. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich die deutsche Konjunktur beleben, da sich die Lage im Euroraum allmählich entspannen und die übrige Weltwirtschaft stärker Fahrt aufnehmen dürfte. In einem so verbesserten Umfeld dürften die günstigen

Finanzierungsbedingungen stärker zum Tragen kommen. In der zweiten Hälfte des kommenden Jahres wird der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts voraussichtlich wieder über der Wachstumsrate des Produktionspotenzials liegen, welche die Institute auf etwas mehr als 1 % veranschlagen. Für den Jahresdurchschnitt erwarten die Institute gleichwohl nur einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um 1,0 %. Bei der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt zunächst kaum noch verbessern. Der Anstieg der Erwerbstätigkeit hat sich bereits im Verlauf dieses Jahres spürbar verlangsamt. Die Arbeitslosigkeit nimmt seit dem Frühjahr sogar in der Tendenz leicht zu, nicht zuletzt weil sich, auch aufgrund einer verstärkten Zuwanderung, das Erwerbspersonenpotenzial rascher erhöht. Im Prognosezeitraum wird die Arbeitsnachfrage wohl kaum zunehmen, worauf unter anderem die seit Jahresbeginn rückläufige Zahl offener Stellen hindeutet. Die Arbeitslosenquote wird in beiden Jahren des Prognosezeitraums 6,8 % betragen.

Trotz der sich abschwächenden Konjunktur hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Verlauf des Jahres 2012 nur wenig verlangsamt. Aufgrund anziehender Rohölpreise hat sich die Inflation zuletzt sogar wieder etwas beschleunigt. Für den Prognosezeitraum erwarten die Institute, dass der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb stärker wird, insbesondere erhöhen sich die Lohnstückkosten beschleunigt. Alles in allem ist mit einer Inflationsrate von 2,0 % in diesem und 2,1 % im kommenden Jahr zu rechnen. Für die öffentlichen Finanzen ist bedeutsam, dass die Struktur der gesamtwirtschaftlichen Expansion derzeit recht abgabenergiefähig ist, da die Bruttolöhne und -gehälter und die nominalen privaten Konsumausgaben deutlich zulegen. Dadurch sind die Einnahmen des Staates bis zuletzt kräftig gestiegen. Zudem ist die Finanzpolitik in diesem Jahr restriktiv ausgerichtet. Vor diesem Hintergrund erwarten die Institute für 2012 einen ausgeglichenen Staatshaushalt. Im kommenden Jahr dürfte sich die Haushaltssituation nicht weiter verbessern, zumal der Konsolidierungskurs voraussichtlich unterbrochen wird. Die vorliegende Einschätzung der deutschen Konjunktur basiert auf der Annahme, dass sich die Lage im Euroraum im Verlauf des Prognosezeitraums allmählich stabilisiert und dadurch die Zuversicht insbesondere der Investoren zurückkehrt. Dies ist indes keineswegs gesichert. Sollte sich die Lage im Euroraum weiter verschlechtern, würde auch die deutsche Wirtschaft getroffen. Über den gesamten Prognosezeitraum gesehen überwiegen die Abwärtsrisiken, und die Gefahr ist groß, dass auch Deutschland in eine Rezession gerät.

Die *Wirtschaftspolitik* wird weiterhin durch die Eurokrise bestimmt. Anfang September beschloss der EZB-Rat, am Sekundärmarkt unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen zu kaufen, und zwar grundsätzlich in unbegrenzter Höhe. Eine langfristige wirtschaftspolitische Lösung der Krise zeichnet sich dennoch nicht ab, vielmehr bleiben die Stabilitätsrisiken hoch. Damit die Staatsschuldenkrise überwunden wird, ist es notwendig, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den Krisenländern zu gewährleisten. Ist sie gefährdet, so hat ein Staat im Prinzip vier Möglichkeiten. Die erste besteht darin, dass er seinen Haushalt konsolidiert und durch strukturelle Reformen ein höheres Wachstum ermöglicht. Gelingt dies nicht, bleiben drei Optionen: Die Staatsschuld kann mittels Transfers von anderen getragen werden, sie kann durch eine Insolvenz oder Restrukturierung verringert oder sie kann durch Inflation entwertet werden. Vor dieser Wahl stehen letztlich auch die wirtschaftspolitischen Instanzen in Europa. Die Strategie der wachstumsfördernden Reformen verbunden mit glaubwürdiger Konsolidierung der öffentlichen Haushalte bleibt nach Ansicht der Institute der Königsweg, um das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in den Krisenländern wieder herzustellen. In den vergangenen Monaten nahmen allerdings Zweifel zu, ob diese Strategie allein zum gewünschten Ergebnis führt. Gleichzeitig machte die innenpolitische Diskussion in Ländern wie Finnland und Deutschland klar, dass die Bereitschaft schwindet, Hilfskredite zu erhöhen oder Transfers zu leisten. Damit wird eine Transferlösung weniger wahrscheinlich. Die Option einer staatlichen Insolvenz wurde von politischer Seite kategorisch ausgeschlossen. Damit bleibt keine geordnete finanzpolitische Alternative für den Fall, dass die Wachstums- und Konsolidierungsstrategie scheitert. Dabei wäre es ein geeigneter Lösungsweg, die Gläubiger an den Krisenkosten zu beteiligen. Dies sollte im Rahmen eines Insolvenzmechanismus für Staaten geschehen, den die Institute in früheren Gutachten wiederholt gefordert haben.

## 1. Die Lage der Weltwirtschaft

### Überblick

Im Herbst 2012 befindet sich die Weltwirtschaft in einer Schwächephase. Die Konjunktur hat nahezu überall an Fahrt verloren, und die Stimmung von Unternehmen und Haushalten hat sich weiter verschlechtert. Ein wichtiger Belastungsfaktor ist schon seit dem vergangenen Jahr die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum. Von der schwachen Nachfrage in dieser Region sind Exporteure weltweit betroffen, und die Sorgen um ein mögliches Auseinanderbrechen der Währungsunion belasteten zeitweise die Finanzmärkte auch außerhalb des Euroraums. Zwar hat sich die Stimmung an den Finanzmärkten spürbar verbessert, seitdem die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Bereitschaft zu umfangreichen Interventionen angekündigt hat. Die Indikatoren zur Realwirtschaft zeigen aber bislang keine Belebung der Konjunktur an.

Die Expansion der Weltwirtschaft verliert bereits seit Längerem zunehmend an Schwung. Schon seit Herbst 2011 geht die Produktion im Euroraum und in Großbritannien zurück, und seit Jahresbeginn hat sich die Erholung der Wirtschaft in den USA verlangsamt. In Japan kühlt sich die Konjunktur nach vorübergehend kräftiger Beschleunigung seit dem Frühjahr ab. In den großen Schwellenländern, zumal in China, hatte sich das Expansionstempo schon im Lauf des vergangenen Jahres verlangsamt. Auch die Dynamik des Welthandels ist seit geraumer Zeit schwach; er hat im ersten Halbjahr 2012 kaum noch zugenommen.<sup>1</sup>

### Fortgeschrittene Volkswirtschaften weiter im Zeichen der Krise

Die Schwäche der Weltkonjunktur geht auf eine ganze Reihe von Anpassungsprozessen zurück, die mit dem Platzen der Immobilienblase in den USA im Jahr 2007 ihren Anfang nahmen. Sowohl in den USA als auch in einer Reihe europäischer Länder wird eine Erholung durch die Folgen struktureller Fehlentwicklungen vor der Krise behindert, im Euroraum auch von institutionellen Unzulänglichkeiten der Währungsunion. Je länger eine durchgreifende Erholung auf sich warten lässt, desto mehr wird Unternehmen und privaten Haushalten, aber auch den Regierungen bewusst, dass die langfristigen Wachstums- und Einkommensaussichten schlechter sind als bisher gedacht. Auch in Folge dessen bemühen sie sich verstärkt, ihre Verschuldungspositionen zurückzuführen, was kurzfristig wiederum die Nachfrage dämpft. In den USA konsolidiert vor allem der private Sektor, der Zentralstaat bisher jedoch nur in bescheidenem Umfang. Außerordentliche Anstrengungen zur Konsolidierung des öffentlichen Sektors werden hingegen in Großbritannien unternommen. Gleiches gilt für den Euroraum. Dort laufen die Anpassungsprozesse an die reduzierten Wachstums-

<sup>1</sup> Für das dritte Quartal deutet sich eine weitere Verlangsamung an. Hierauf weist auch der RWI/ISL Containerumschlag-Index hin, der im August im dritten Monat in Folge gefallen ist.

erwartungen krisenhaft ab, weil für die südeuropäischen Mitgliedsländer Zweifel an der Solvenz des Staates und des Bankensystems aufgekommen sind, die sich wechselseitig verstärken.

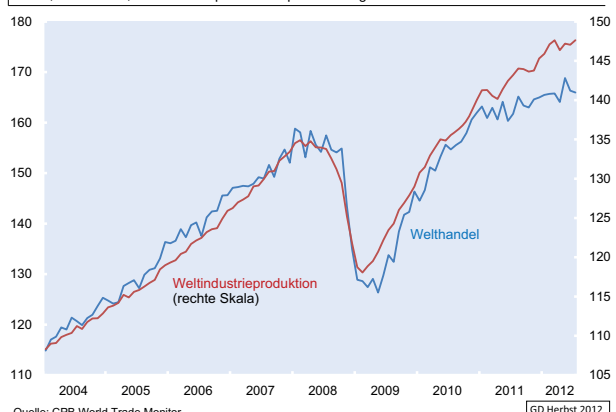
### Verlangsamung der Wachstumsdynamik in den großen Schwellenländern

Die stockende Nachfrage aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist ein wichtiger Grund für die Schwäche der Konjunktur in den großen Schwellenländern, doch spielen dort auch hausgemachte Probleme eine Rolle: Zunächst schienen die Volkswirtschaften nach der Großen Rezession – auch mit Unterstützung einer expansiven Konjunkturpolitik – rasch an die hohe Wachstumsdynamik der Jahre zuvor anzuknüpfen. Es zeichnet sich aber schon seit dem vergangenen Jahr ab, dass dieses Expansionstempo in vielen Schwellenländern aufgrund struktureller Probleme nicht durchzuhalten ist. So verliert China an Attraktivität als Fertigungsstandort, vor allem weil die Lohnkosten mit der zunehmenden Industrialisierung und aus demographischen Gründen stark steigen. Die indische Wirtschaft leidet unter Überregulierung und mangelhafter Infrastruktur, und das Verarbeitende Gewerbe in Brasilien hat auch wegen der Aufwertung der Währung an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Alles in allem ist damit zu rechnen, dass das Wachstum in den Schwellenländern zwar deutlich höher bleibt als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, dass die Impulse, die von dieser Ländergruppe für die Weltwirtschaft ausgehen, aber im Prognosezeitraum geringer als in den vergangenen Jahren ausfallen werden.

### Auffallend schwacher Welthandel

Die lahrende Weltkonjunktur bedingt eine geringe Dynamik des Welthandels. Allerdings sind die Zuwachsraten des Welthandels schon seit Mitte 2011 überraschend niedrig, und zwar auch unter Berücksichtigung der nur moderaten Produktionsausweitung in der Welt (Abb. 1.1). Dies dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass mit dem Euroraum

Abb. 1.1  
Welthandel und Weltindustrieproduktion  
Index, 2000 = 100; Weltindustrieproduktion: produktionsgewichtet



und Großbritannien Volkswirtschaften mit einem recht hohen Offenheitsgrad in der Rezession sind. Zudem haben sich die Prozesse der Globalisierung von Wertschöpfungsketten seit Ausbruch von Finanzkrise und Großer Rezession möglicherweise ein Stück weit verlangsamt. Dazu könnte in jüngerer Zeit auch eine Verknappung von Handelskrediten beigetragen haben, die von einer zurückhaltenderen Vergabepolitik der Banken aus dem Euroraum herrühren, denn diese Banken sind international bedeutende Anbieter von Handelskrediten.<sup>2</sup>

### **Neue Runde monetärer Lockerung der Notenbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften**

Die EZB und die US-Notenbank (Fed) reagierten im Spätsommer auf die neuerliche Zunahme von Pessimismus auf den Finanzmärkten und die Eintrübung der konjunkturellen Aussichten, indem sie neue und diesmal im Umfang zunächst nicht begrenzte Wertpapierkäufe ankündigten. Die Bank von England und die japanische Notenbank haben in letzter Zeit regelmäßig Wertpapierkäufe größeren Umfangs beschlossen; zuletzt taten sie das im Juli beziehungsweise im September. In den USA, wo die Krise des Immobiliensektors nur langsam überwunden wird, werden hypotheckenbesicherte Wertpapiere aufgekauft. Die EZB stellt in Aussicht, Schuldtitel von solchen Staaten zu kaufen, die sich Finanzhilfen durch die europäischen Rettungsschirme mittels Selbstverpflichtung auf ein Reformprogramm verschaffen. Ihr geht es vor allem darum, Ängste zu zerstreuen, dass ein Land aus dem Euroraum ausscheidet und in der Folge Ansprüche in Euro in Ansprüche in neuen Weichwährungen umgewandelt würden. Die von diesen Ängsten und der Furcht vor Insolvenzen ausgelöste Kapitalflucht aus dem südeuropäischen Bankensektor wird derzeit nur mittels umfangreicher Bereitstellung von Liquidität durch die nationalen Notenbanken ausgeglichen. Dies hat eine rasante Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge im Euroraum zur Folge. Trotzdem haben sich die Finanzierungsbedingungen in den betroffenen Ländern erheblich verschlechtert.

Auf den Finanzmärkten haben die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen zunächst einmal Wirkung gezeigt: Weltweit haben Aktien an Wert gewonnen, im Euroraum seit der ersten Ankündigung des EZB-Programms sogar deutlich. Freilich ist unklar, ob die Finanzmärkte eine Besserung der realwirtschaftlichen Lage erwarten oder ob die Kursgewinne lediglich Änderungen relativer Vermögenspreise vorwegnehmen, welche die weitere rasche Expansion der Zentralbankgeldmengen nach sich ziehen dürften. Denn mit der fortgesetzten Ausweitung der Liquiditätsversorgung steigt mittelfristig das Inflationspotenzial und damit die Attraktivität von Vermögenstiteln, die, wie Aktien, reale Renditen abwerfen, gegenüber Wertpapieren mit nominal fixer Verzinsung.

<sup>2</sup> Nach Angaben der Weltbank betrug der Marktanteil von großen Euroraum-Banken am weltweiten Volumen der Handelskredite im dritten Quartal 2011 über 35 % (der von US-Banken 5 %, von japanischen 4 %). Französische und spanische Banken hatten einen Anteil von 40 % am Handelskredit für Lateinamerika und Asien. Vgl. Weltbank (2012), *Global Economic Prospects 2012, Uncertainties and Vulnerabilities*, Trade Annex, Seite 44.

Wichtiger als der Anstieg der Aktienkurse ist für den Euroraum, dass die Risikoaufschläge für Schuldtitel der beiden Krisenstaaten Spanien und Italien deutlich (um etwa einen Prozentpunkt) gesunken sind. Dabei half wohl auch, dass der Wahlausgang in den Niederlanden und das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) von den Märkten positiv aufgenommen wurden. Ob das Stützungsprogramm der EZB die Finanzierungsbedingungen für öffentliche und private Schuldner in den Krisenländern nachhaltig verbessern kann, wird wohl wesentlich vom Verlauf der Reformbemühungen abhängen. Nur wenn die Anleger den Eindruck gewinnen, dass das Aufkaufprogramm der EZB den Reformdruck in den Ländern nicht wesentlich mindert, wird die Kapitalflucht aus den dortigen Bankensektoren zu bremsen sein. Das setzt voraus, dass auch weiter notwendige Strukturreformen und Konsolidierungsschritte durchgesetzt werden, auch wenn sie kurzfristig schmerzhaft sein mögen. Dies unterstellen die Institute für die vorliegende Prognose.

### **Finanzpolitik auf Konsolidierungskurs**

Für den Euroraum ist es offensichtlich, dass die Geldpolitik mit ihren Mitteln versucht, die Belastungen der Wirtschaft durch die Krise der Staatsfinanzen zu mindern. Ähnliches gilt aber auch für die USA. Dort ist die Eintrübung der Konjunktur zu einem Teil auf das Risiko zurückzuführen, dass die Finanzpolitik aufgrund der bestehenden Gesetzeslage im Jahr 2013 außerordentlich restriktiv würde, sofern sich der Kongress nicht mit dem Präsidenten auf eine Verlängerung einiger der auslaufenden finanzpolitischen Maßnahmen verständigt. Die Institute unterstellen, dass es zu einer Einigung kommt. Dennoch dürfte die Finanzpolitik in den USA im Jahr 2013 erheblich restriktiv wirken. Im Euroraum wird der Restriktionsgrad hoch bleiben, in Japan geht der Einsatz von öffentlichen Geldern für den Wiederaufbau nach der Natur- und Reaktorkatastrophe im Jahr 2011 zurück.

In vielen Schwellenländern sind die Spielräume konventioneller Konjunkturpolitik größer als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In einigen Ländern wurden bereits Stimulierungsprogramme verabschiedet, allerdings bislang in moderatem Umfang, da die Politik die Gefahren einer übermäßigen Verschuldung oder spekulativen Überhitzung derzeit im Auge behält. So haben die stimulierenden Maßnahmen in China bei weitem nicht die Dimension des Jahres 2009, und in Brasilien wird versucht, privates Kapital zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten heranzuziehen.

### **Ausblick: Dynamik der Weltwirtschaft bleibt gering**

Die Institute rechnen für den Rest des Jahres 2012 und das Jahr 2013 nur mit einer sehr moderaten Expansion der Weltwirtschaft. Derzeit stagnieren die realwirtschaftlichen Stimmungsindikatoren entweder auf recht niedrigem Niveau, oder sie sind in der Tendenz fallend. Die Finanzpolitik wirkt



**Tab. 1.1**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Welt**

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote in %		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						2011	2012	2013
		2011	2012	2013	2011	2012	2013			
Europa	33,7	1,8	0,2	0,8	3,4	2,5	2,2	–	–	–
EU 27	28,8	1,5	–0,3	0,4	3,1	2,4	1,9	9,7	10,5	10,9
Schweiz	1,0	1,8	0,9	1,3	0,2	–0,6	0,5	4,0	3,4	3,4
Norwegen	0,8	1,4	3,6	2,7	1,3	0,6	1,4	3,3	3,2	3,1
Russland	3,0	4,3	3,8	3,8	8,4	5,0	5,7	7,3	6,0	5,8
Amerika	35,8	2,5	2,3	2,1	–	–	–	–	–	–
USA	24,8	1,8	2,1	1,6	3,2	2,0	1,9	9,0	8,1	7,9
Kanada	2,8	2,4	2,0	1,9	2,9	1,8	1,9	7,5	7,3	7,1
Lateinamerika <sup>a)</sup>	8,2	4,5	3,0	3,8	–	–	–	–	–	–
Asien	30,5	4,9	5,0	5,1	–	–	–	–	–	–
Japan	9,6	–0,7	2,3	1,3	–0,3	0,0	0,0	4,6	4,4	4,3
China ohne Hongkong	12,0	9,2	7,6	8,1	–	–	–	–	–	–
Korea	1,8	3,6	2,5	3,4	4,0	2,6	2,6	3,4	3,5	3,5
Indien	2,7	7,0	5,5	6,5	–	–	–	–	–	–
Ostasien ohne China <sup>b)</sup>	4,4	4,6	4,5	5,1	–	–	–	–	–	–
Insgesamt <sup>c)</sup>	100,0	3,0	2,4	2,6	–	–	–	–	–	–
davon:										
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>d)</sup>	71,3	1,5	1,2	1,2	2,6	1,9	1,6	8,2	8,3	8,4
Schwellenländer <sup>e)</sup>	28,7	6,7	5,0	5,5	–	–	–	–	–	–
<i>Nachrichtlich:</i>										
Exportgewicht <sup>f)</sup>	100,0	2,0	0,9	1,3	–	–	–	–	–	–
Welthandel	–	5,7	2,1	3,8	–	–	–	–	–	–

<sup>a)</sup> Gewichteter Durchschnitt aus: Brasilien, Mexiko, Argentinien, Venezuela, Kolumbien, Chile. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2011 in US-Dollar. – <sup>b)</sup> Gewichteter Durchschnitt aus: Indonesien, Taiwan (Provinz Chinas), Thailand, Malaysia, Singapur, Philippinen, Hongkong (Sonderverwaltungszone Chinas). Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2011 in US-Dollar. – <sup>c)</sup> Summe der aufgeführten Ländergruppen. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2011 in US-Dollar. – <sup>d)</sup> EU 27, Schweiz, Norwegen, USA, Kanada, Japan, Korea, Taiwan, Hongkong, Singapur. – <sup>e)</sup> Russland, China ohne Hongkong, Indien, Indonesien, Thailand, Malaysia, Philippinen, Lateinamerika. – <sup>f)</sup> Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr 2011.

Quellen: OECD; IWF; Berechnungen der Institute; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

fast überall in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dämpfend. Immerhin dürfte die Geldpolitik dazu beitragen, dass die Produktion in den USA aufwärtsgerichtet bleibt und sich die Wirtschaft im Euroraum stabilisiert. Dabei wird unterstellt, dass Finanzinvestoren, Unternehmen und Haushalte nach und nach Vertrauen in die Reform- und Konsolidierungsanstrengungen im Euroraum fassen. Es wird zudem angenommen, dass der Außenwert des Euro (mit einem Wechselkurs zum US-Dollar von 1,30) im Prognosezeitraum stabil bleibt. Für die Produktion in den Schwellenländern ist mit einer leichten Beschleunigung der Expansion im nächsten Jahr zu rechnen. Insbesondere für China ist davon auszugehen, dass die Regierung den zuletzt eingeschlagenen Kurs fortsetzt und den Expansionsgrad ihrer Politik so lange ausweitet, bis die Konjunktur deutlich anzieht.

Die jüngsten Preisentwicklungen auf den Rohstoffmärkten werden eine Belebung der Weltkonjunktur allerdings er-

schweren: Zwar entsprechen die in der Tendenz rückläufigen Preise von Industrierohstoffen der schwachen Konjunktur. Der Ölpreis ist aber nach einer kurzen Phase der Verbiligung im Sommer mit gut 110 US-Dollar für ein Fass der Sorte Brent wieder recht hoch. Die wesentlichen Gründe sind wohl abermals die politische Situation im Nahen und Mittleren Osten, insbesondere hat sich die Lage am Ölmarkt durch das Embargo für iranisches Öl verschärft. Für das Jahr 2013 unterstellen die Institute einen Ölpreis (Brent), der im Durchschnitt mit 111 Dollar etwa auf dem Niveau dieses Jahres liegt. Sprunghaft gestiegen sind im Sommer die Preise für wichtige Lebensmittel, in Sonderheit für Weizen, Mais und Soja aufgrund einer ungewöhnlich schweren Sommerdürre in den USA, aber auch wegen Trockenheit in Osteuropa. Die hohen Lebensmittelpreise sind vor allem Grund zur Sorge um die Ernährungssituation in Entwicklungsländern. Aufgrund des hohen Anteils von Nahrungsmitteln an den Ausgaben der privaten Haushalte werden aber wohl

auch die Realeinkommen und damit die Nachfrage hier und auch in einigen Schwellenländern gedämpft. Zudem können steigende Nahrungsmittelpreise, wie der Arabische Frühling gezeigt hat, die politische Labilität erhöhen und, etwa über steigende Energiepreise, spürbare Konsequenzen für die Weltkonjunktur haben.

Alles in allem wird die Weltwirtschaft bis Ende 2013 verhältnismäßig langsam expandieren. Der Aufschwung in den USA bleibt matt, der Euroraum kann sich erst nächstes Jahr und dann nur allmählich aus der Rezession lösen. In Asien dürfte die Konjunktur im Jahr 2013 etwas Fahrt aufnehmen, aber ebenfalls vergleichsweise moderat bleiben. Der Welthandel belebt sich nur schwach: Der Zuwachs wird in diesem Jahr wohl nur 2,1 % betragen, im nächsten Jahr 3,8 %. Die Weltproduktion dürfte in diesem Jahr um 2,4 % und im nächsten Jahr um 2,6 % zulegen (Tab. 1.1).<sup>3</sup>

## Risiken

Die neue Runde monetärer Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nicht nur eine Fortsetzung früherer unkonventioneller Maßnahmen der Geldpolitik. Weil die Zentralbanken in den USA und im Euroraum diesmal auf eine quantitative Begrenzung ihrer Kaufprogramme verzichtet haben, sind die Risiken für die Preisstabilität höher als in früheren Runden. Die Inflationserwartungen könnten sich schon in kurzer Zeit deutlich nach oben bewegen. Destabilisierende Effekte eines solchen Vertrauensverlusts würden in der mittleren Frist, aber wohl noch nicht bis Ende des Prognosezeitraums, zum Tragen kommen. Schon bald könnte aber der fortgesetzt rasche Anstieg der weltweiten Liquidität nicht nur die Notierungen auf den Finanzmärkten, sondern auch auf den Rohstoffmärkten steigen lassen. Dies ist ein weltwirtschaftliches Risiko, weil insbesondere der Erdölpreis schon gegenwärtig recht hoch ist.

Die gewichtigsten Abwärtsrisiken für die Weltkonjunktur finden sich aber im Euroraum. So ist es durchaus möglich, dass die kurzfristig schmerzhaften Strukturreformen und Konsolidierungsschritte in den Krisenländern politisch nicht mehr durchgesetzt werden können, etwa weil der Reformdruck aufgrund des Aufkaufprogramms der EZB nachlässt. In diesem Fall wäre auch nicht damit zu rechnen, dass sich das Vertrauen im Euroraum festigt – und zwar unabhängig davon, in welchem Umfang die EZB auf den Märkten für Staatsanleihen eingreift. So ist zweifelhaft, ob die südeuropäischen Banken stabil blieben, wenn sie den Abzug von Kapital in diesem und im nächsten Jahr in unvermindertem Tempo verkraften müssten und ein immer größerer Teil der Finanzierung südeuropäischer Banken vom System der Europäischen Zentralbanken bereitzustellen wäre. Unter solchen Bedingungen einer latenten Krise des Finanzsektors

ist eine Erholung der Realwirtschaft in den Krisenländern sehr unwahrscheinlich. Auch ein unvorbereitetes Scheitern des Reformprozesses in Griechenland birgt erhebliche Risiken für den Euroraum und für die Weltwirtschaft. Für den Fall, dass die Troika aus Europäischer Kommission, IWF und EZB die internationalen Hilfsprogramme für Griechenland im Herbst stoppen sollte, wäre eine Fülle von Maßnahmen zur Eindämmung der dann zu erwartenden Krise des Vertrauens gegenüber den anderen Krisenstaaten des Euroraums notwendig, aber in der Kürze der Zeit vielleicht nicht zu bewältigen.

Ein erhebliches weltwirtschaftliches Risiko resultiert auch aus der Unsicherheit über die Ausrichtung der Finanzpolitik in den USA. Wenn im Winter 2012/13 die Auseinandersetzung der Parteien im Kongress eine rationale Finanzpolitik blockierte, wäre ein Rückfall der Wirtschaft in den USA in die Rezession wahrscheinlich. Politische Risiken sind auch anderswo erheblich. Zu nennen sind etwa die in jüngster Zeit erhöhte Labilität der Gesellschaften im Nahen und Mittleren Osten und die daher rührenden Risiken für die Ölversorgung der Welt, sowie das Risiko einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Beziehungen zwischen China und Japan (der zweit- und drittgrößten Volkswirtschaft der Welt) wegen des Streits der beiden Länder um die Inselgruppe Senkaku/Diaoyu.

## Finanzpolitik bremst Konjunktur in den USA

Die Konjunktur in den USA blieb bis zuletzt verhalten. Im zweiten Quartal verlangsamte sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts sogar etwas auf eine Rate von 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal. Der private Konsum wurde zwar im ersten Halbjahr durch eine stärkere Ausweitung der real verfügbaren Einkommen gestützt. Im zweiten Quartal schwächte sich sein Anstieg jedoch leicht ab, wobei vor allem der Absatz von Kraftfahrzeugen, der im Winterhalbjahr noch kräftig angezogen hatte, zurückging. Die Anlageinvestitionen wurden sogar deutlich langsamer ausgeweitet. Die Expansion der privaten Wohnungsbauinvestitionen blieb mit einer Zuwachsrate von 2 % gleichwohl kräftig, nicht zuletzt weil der Bestand an zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien weiter zurückging. Leichte Impulse kamen vom Außenhandel, da die Exporte bei mäßig steigenden Importen in beschleunigtem Tempo zulegen. Die Staatsausgaben wurden in deutlich geringerem Ausmaß zurückgefahren als im Vorquartal.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres etwas verbessert. Die Arbeitslosenquote lag im September mit 7,8 % 0,5 Prozentpunkte niedriger als im Januar. Der Beschäftigungsaufbau, der im ersten Quartal des Jahres per saldo immerhin bei über 200 000 Stellen pro Monat lag, hat sich allerdings verlangsamt; seit dem April wurden durchschnittlich nur noch gut 100 000 Stellen pro Monat geschaffen; dies ist bei zunehmendem Erwerbspersonenpotenzial zu wenig, um für einen merklichen Rückgang der Erwerbslosigkeit zu sorgen. Der schwache Beschäfti-

<sup>3</sup> Die Rate bezieht sich auf den in Tab. 1.1 enthaltenen Länderkreis, wobei die Zuwachsraten mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt in US-Dollar gewichtet wurden. Sie ist nicht unmittelbar vergleichbar mit anderen Angaben für das Wachstum der Weltwirtschaft, beispielsweise denen des Internationalen Währungsfonds, die Kaufkraftparitäten bei der Gewichtung zugrunde legen und auch hier nicht berücksichtigte Länder einschließen.

gungsanstieg dürfte nicht zuletzt auf eine abwartende Haltung der Arbeitgeber angesichts der derzeitigen Unsicherheit über die zukünftige Ausrichtung der Finanzpolitik zurückzuführen sein.

In den kommenden Monaten wird die Finanzpolitik besonders im Fokus stehen, da nachzeitigem Rechtsstand zu Beginn des kommenden Jahres zahlreiche temporäre Maßnahmen, die zur Stützung der Konjunktur beschlossen worden waren, auslaufen und Ausgaben gekürzt werden müssen. Insgesamt ergäben diese Maßnahmen im Fiskaljahr 2013 einen kontraktiven fiskalischen Impuls in Höhe von 4 % des Bruttoinlandsprodukts. Die Politik dürfte sich freilich darauf verständigen, die Konsolidierung nicht in vollem Umfang umzusetzen, da die Arbeitslosigkeit hartnäckig hoch ist und sich beide Parteien bereits für die Verlängerung einiger Maßnahmen, wie z. B. die Verstetigung der 2001 und 2003 eingeführten Steuersenkungen für geringe und mittlere Einkommen, ausgesprochen haben. Für die Prognose unterstellen die Institute deswegen, dass Maßnahmen, die nur knapp die Hälfte des Gesamtvolumens ausmachen, tatsächlich auslaufen werden. In diesem Fall würde der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Prognosezeitraum um rund 1½ Prozentpunkte gedämpft (Kasten 1.1). Das Budgetde-

fizit würde von 7,8 % im laufenden Fiskaljahr auf 5,9 % im kommenden Jahr zurückgehen.

Vor dem Hintergrund der Unsicherheit über die Ausrichtung der Finanzpolitik sowie der anhaltenden Schwäche des Arbeitsmarkts hat sich die Fed dazu entschlossen, zusätzliche Käufe von hypothekenbesicherten Wertpapieren im Umfang von 40 Mrd. Dollar pro Monat durchzuführen (»Quantitative Easing 3«). Neu an dem Programm ist, dass es nicht befristet ist, sondern so lange durchgeführt werden soll, bis sich die Lage am Arbeitsmarkt merklich gebessert hat. Sofern dies nicht in absehbarer Zeit geschehen sollte, sind sogar zusätzliche Maßnahmen in Aussicht gestellt worden. Des Weiteren ist der Zeitraum, in dem die Federal Funds Rate unverändert zwischen 0 und 0,25 % gehalten werden soll, bis Mitte 2015 verlängert worden. Zudem wird das Programm zur Erhöhung der durchschnittlichen Laufzeit der von der Fed gehaltenen Staatsanleihen (»Operation Twist«) bis zum Ende des Jahres fortgesetzt, und Einnahmen aus dem Wertpapierportfolio der Fed werden bis auf weiteres in zusätzliche Wertpapiere investiert.

Die langfristigen Realzinsen werden durch diese Maßnahmen wohl nur leicht gesenkt werden. Daher dürfte das neue

#### Kasten 1.1

##### Zu den Annahmen über die Finanzpolitik in den USA im Jahr 2013

Zu Beginn des Jahres 2013 laufen nach derzeitiger Gesetzeslage in den USA mehrere Maßnahmen aus, die in früheren Jahren insbesondere zur Stimulierung der Konjunktur eingeführt worden sind und bisher die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte gestützt haben. Zudem dürften die mit der Erhöhung der Schuldenobergrenze im Jahr 2011 beschlossenen automatischen Haushaltskürzungen im kommenden Jahr zum ersten Mal einen nennenswerten Umfang erreichen. Ohne Berücksichtigung von gesamtwirtschaftlichen Rückkopplungseffekten würde sich der Budgetsaldo des Staates dadurch im Fiskaljahr 2013 gegenüber dem Vorjahr um gut 600 Mrd. US-Dollar bzw. um knapp 4 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verbessern. Diese Situation wird als »Fiscal Cliff« bezeichnet und stellt ein großes Risiko für die Konjunktur in den USA dar.<sup>1</sup> Auch aufgrund der Präsidentschafts- und Kongresswahlen im November besteht derzeit große Unsicherheit darüber, welche der Maßnahmen tatsächlich auslaufen und welche Maßnahmen verlängert werden.

Für die hier vorgelegte Prognose unterstellen die Institute, dass sich die beiden politischen Lager darauf verständigen können, die in den Jahren 2001 und 2003 eingeführten Steuererleichterungen, die Erhöhung der Einkommensgrenze für die »Alternative Minimum Tax«, die Steuerbestimmungen aus dem »Affordable Care Act« sowie rund 80 weitere Steuererleichterungen, die zumeist schon länger bestehen und vielfach verlängert wurden, nach den Wahlen nochmals für mindestens ein Jahr weiterlaufen zu lassen. Demgegenüber gehen die Institute davon aus, dass folgende Maßnahmen tatsächlich wie geplant umgesetzt werden, wobei die geschätzte Höhe der dadurch jeweils induzierten finanzpolitischen Impulse für das Kalenderjahr 2013 meist höher ist als für das Fiskaljahr 2013, das bereits am 30. September endet: Rücknahme der für die Jahre 2011 und 2012 eingeführten Kürzung der Sozialversicherungsbeiträge um 2 Prozentpunkte (Impuls im Kalenderjahr 2013: 107 Mrd. Dollar), automatische Budgetkürzungen (70,5 Mrd.), das Auslaufen des zeitlich ausgedehnten Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung (32,5 Mrd.), Kürzungen beim Medicare-Programm (14 Mrd.) sowie eine Reihe weiterer Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung (78,8 Mrd.).

Insgesamt beträgt der angenommene finanzpolitische Impuls damit für das Kalenderjahr 2013 gut 300 Mrd. US-Dollar bzw. knapp 2 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, wobei rund ¾ davon über Einkommensentzug bei den privaten Haushalten realisiert werden und der Rest über staatliche Ausgabenkürzungen. Die kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen einer so umfangreichen fiskalischen Konsolidierung abzuschätzen ist schwierig, da eine große Unsicherheit über die Wirkung auf das Bruttoinlandsprodukt (Multiplikator) besteht. Das Congressional Budget Office (CBO) beziffert die Spannbreite möglicher Multiplikatoren für das Jahr 2013 mit 0,2 bis 1,3.<sup>2</sup> Die Institute schätzen, dass der für diese Prognose angenommene Impuls der Finanzpolitik den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts kurzfristig um rund 1½ Prozentpunkte dämpfen wird, was einen Multiplikator von 0,75 impliziert.

<sup>1</sup> Das CBO schätzt, dass es bei einem Auslaufen aller Maßnahmen im ersten Halbjahr 2013 zu einer Rezession in den USA käme, vgl. CBO (2012), *An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*, Congressional Budget Office, Washington D. C., August.

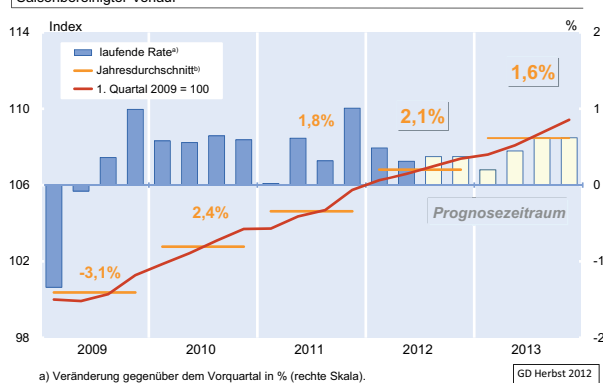
<sup>2</sup> Vgl. CBO (2012), *Economic Effects of Reducing the Fiscal Restraint That Is Scheduled to Occur in 2013*, via Internet (27. September 2012), [http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/FiscalRestraint\\_0.pdf](http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/FiscalRestraint_0.pdf).

Programm zur quantitativen Lockerung die Konjunktur nur wenig anregen, zumal sich die Zinsen bereits auf sehr niedrigem Niveau befinden und die verhaltenen Konjunkturaussichten die Investitionsbereitschaft dämpfen. Demgegenüber bestehen Risiken, nicht zuletzt, dass die neuerlichen Maßnahmen im Falle eines sich verstärkenden Aufschwungs die Preisstabilität gefährden könnten.

In der zweiten Jahreshälfte wird die Konjunktur in den USA voraussichtlich schwach bleiben. Die Unsicherheit über die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik nach den Präsidentschaftswahlen dürfte Unternehmen und private Haushalte dazu veranlassen, sich mit Investitionen zurückzuhalten, zumal neben der drohenden massiven fiskalischen Kontraktion mit dem Erreichen der Schuldenobergrenze und der Verabschiedung des Haushalts im Frühjahr des kommenden Jahres<sup>4</sup> weitere Entscheidungen von erheblicher politischer Tragweite anstehen. Schließlich wird die sich abzeichnende Konjunkturschwäche in wichtigen Handelspartnerländern der USA, vor allem im Euroraum, aber auch in China, die Expansion der Ausfuhren dämpfen. Auf eine verhaltene Konjunktur in den kommenden Monaten deuten auch die Stimmungsindikatoren der Unternehmen und das Konsumentenvertrauen hin, das sich weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau befindet.

Für das kommende Jahr ist von entscheidender Bedeutung, wie groß die fiskalische Kontraktion zu Beginn des Jahres ausfällt. Sollte sich die Annahme der Institute bestätigen, dass knapp die Hälfte der in der derzeitigen Gesetzeslage angelegten Konsolidierung umgesetzt wird, so dürfte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal kaum mehr als stagnieren. Stützend wirkt im gesamten Prognosezeitraum, dass sich die Verschuldungssituation der privaten Haushalte und die Lage am Immobilienmarkt verbessert haben. Dies wird stärker sichtbar werden, wenn die Wirkungen des ne-

Abb. 1.2  
**Reales Bruttoinlandsprodukt in den USA**  
Saisonbereinigter Verlauf



Quellen: Bureau of Economic Analysis; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

Tab. 1.2  
**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA**

	2011	2012	2013
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,8	2,1	1,6
Privater Konsum	2,5	1,9	1,3
Staatskonsum und -investitionen	-3,1	-1,9	-1,6
Private Anlageinvestitionen	6,6	8,6	5,4
Vorratsänderungen <sup>a)</sup>	-0,3	0,2	0,0
Inländische Verwendung	1,7	2,1	1,3
Exporte	6,7	3,9	4,2
Importe	4,8	3,3	2,2
Außenbeitrag <sup>a)</sup>	0,1	-0,1	0,2
Verbraucherpreise	3,2	2,0	1,9
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts			
Budgetsaldo <sup>b)</sup>	-8,7	-7,8	-5,9
Leistungsbilanzsaldo	-3,1	-3,2	-3,0
in % der Erwerbspersonen			
Arbeitslosenquote	9,0	8,1	7,9

a) Wachstumsbeitrag. – b) Budget des Bundes, Fiskaljahr.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

gativen Fiskalimpulses auslaufen. Im Verlauf des kommenden Jahres dürften deshalb die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts merklich anziehen (Abb. 1.2). Im Jahresdurchschnitt wird sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr wohl auf 1,6 % verlangsamen, nach 2,1 % im laufenden Jahr (Tab. 1.2). Bei dieser schwachen Konjunktur wird die Arbeitslosigkeit von durchschnittlich 8,1 % im laufenden Jahr nur leicht auf 7,9 % im Jahr 2013 zurückgehen. Die Verbraucherpreisinflation dürfte sowohl im laufenden als auch im kommenden Jahr bei rund 2 % liegen.

## Gedämpfte wirtschaftliche Expansion in Asien

### Nur allmähliches Anziehen der Konjunktur in China

Die wirtschaftliche Abschwächung in China hält nun schon seit Mitte 2011 an. Nach offiziellen Angaben stieg das Bruttoinlandsprodukt im Verlauf des ersten Halbjahres 2012 real mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von etwa 7 %. Der Rückgang der Zuwachsraten liegt einerseits an der Eintrübung der globalen Konjunkturlage. So legten die Exporte im ersten bzw. im zweiten Quartal 2012 nominal und in US-Dollar denominated um 7,6 % bzw. 10,5 % gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres zu. Dies sind relativ niedrige Werte im Vergleich zu der Entwicklung im ver-

<sup>4</sup> Für das Fiskaljahr 2013 konnte sich der Kongress nur auf einen Übergangshaushalt für die erste Hälfte des Haushaltsjahres einigen, so dass ein neues Haushaltsgesetz bis zum 31. März 2013 verabschiedet werden muss.

gangenen Jahrzehnt. Des Weiteren scheint sich China im Übergang zu einem niedrigeren Wachstumstrend zu befinden. Hier spielt eine Rolle, dass die Erwerbsbevölkerung immer langsamer steigt und dass die Arbeitskosten im internationalen Vergleich zunehmen. Zudem befindet sich der Immobiliensektor seit vergangenem Jahr im Abschwung. Die Wachstumsverlangsamung wurde durch die der Großen Rezession folgenden Konjunkturpakete 2008/09 lediglich überdeckt.

Die schwächere wirtschaftliche Expansion hat offenbar bislang nicht zu einem erheblichen Anstieg der Arbeitslosigkeit geführt. Dies spricht dafür, dass sich das zur Integration zusätzlicher Arbeitskräfte notwendige Wirtschaftswachstum, das von der chinesischen Führung vormals auf mindestens 8 % beziffert wurde, verringert hat. Damit im Einklang steht die Reduzierung des offiziellen Wachstumsziels im März dieses Jahres auf 7,5 %.

Die Inflation befindet sich weiterhin im Sinkflug: Der Konsumentenpreisindex lag im August 2012 nur noch um 2,0 % höher als ein Jahr zuvor. Die Rate hatte im August 2011 noch 6,2 % betragen. Die niedrige Inflation lässt Raum für eine lockere Geldpolitik. In der Tat hat die chinesische Zentralbank auf die negative konjunkturelle Lage bereits reagiert. Zur Jahresmitte senkte sie innerhalb weniger Wochen gleich zweimal den Leitzins um insgesamt 56 Basispunkte auf nun 6 %. Ende August 2012 erhöhte die Zentralbank die Liquidität im Bankensektor kräftig. Verlautbarungen von offizieller Seite deuten auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik hin. Neben diesen monetären Maßnahmen greift die chinesische Führung erneut zu – wenn auch im Vergleich zu 2008/09 deutlich geringeren – fiskalischen Stimuli, um ein Fallen der Expansionsrate unter das Wachstumsziel zu vermeiden. So beschloss sie Anfang September 2012 verschiedene Hilfen für Exportunternehmen wie Steuervergünstigungen sowie weniger bürokratische und kostengünstigere Genehmigungsverfahren. Im Rahmen eines in der Höhe noch zu konkretisierenden Konjunkturpaketes sollen zudem diverse Infrastrukturprojekte auf den Weg gebracht oder vorgezogen werden.

Dennoch dämpfen verschiedene Konjunkturindikatoren die Hoffnung auf eine konjunkturelle Belebung im restlichen Jahr 2012 (Abb. 1.3). Die Institute erwarten für das Gesamtjahr 2012 einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von nur noch 7,6 %. Die Wiederbelebung der globalen Konjunktur im Laufe des nächsten Jahres sowie die oben beschriebenen monetären und fiskalischen Maßnahmen legen einen wieder stärkeren Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2013 nahe; die Institute rechnen mit 8,1 %.

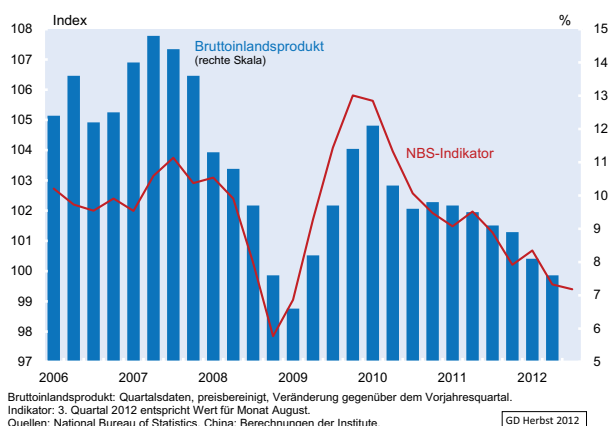
### Verlangsamter Produktionsanstieg in Japan

In Japan wurde die Produktion im zweiten Quartal deutlich langsamer ausgeweitet als noch zu Beginn des Jahres. Dies ist vor allem auf das Auslaufen fiskalischer Impulse zurückzuführen, die im ersten Quartal insbesondere den privaten Konsum gestützt hatten. Zudem wurden die Exporte durch die höhere Bewertung des Yen und die schwächere Auslandskonjunktur stark gedämpft. Gleichzeitig legten die Importe weiter deutlich zu, so dass der Außenbeitrag zurückging. Die Handelsbilanz wies im ersten Halbjahr das größte Defizit seit 30 Jahren auf, was vor allem darauf zurückzuführen ist, dass die Einfuhren von fossilen Energieträgern nach der Abschaltung der Kernreaktoren im Frühjahr des vergangenen Jahres stark gestiegen sind.

Die Finanzpolitik wirkt nach den bisherigen Plänen im laufenden Jahr expansiv und im kommenden Jahr nur leicht restriktiv. Die beträchtlichen Aufwendungen für den Wiederaufbau nach der Natur- und Nuklearkatastrophe vom März 2011 sollen in diesem Jahr weitgehend über zusätzliche Schuldenaufnahme finanziert werden, so dass das Budgetdefizit des Staates gemessen am Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 auf knapp 10 % steigen wird. Auf längere Sicht ist allerdings eine deutliche Erhöhung der Steuerbelastung vorgesehen, um die finanziellen Lasten zu tragen und die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen voranzubringen. Bereits mit Beginn des kommenden Jahres wird ein auf 25 Jahre terminierter Einkommensteuerzuschlag von 2,1 % auf die Steuerschuld erhoben. Quantitativ bedeutsamer ist die beschlossene Anhebung der Mehrwertsteuer, die aber erst nach dem Ende des Prognosezeitraums wirksam wird. Der Steuersatz soll in zwei Schritten im April 2014 (von 5 % auf 8 %) und Oktober 2015 (von 8 % auf 10 %) erhöht werden. Die Geldpolitik wird dagegen ihren Expansionsgrad weiter erhöhen. Dazu wurde im September beschlossen, die Mittel zum Ankauf festverzinslicher Wertpapiere weiter aufzustocken. Durch diese Maßnahmen soll der Zins für langfristige Kapitalanlagen gesenkt werden, um der Privatwirtschaft Impulse zu verleihen.

Die Konjunktur wird im zweiten Halbjahr wohl noch etwas an Fahrt verlieren, gedämpft durch eine allenfalls schwache Zunahme der Exporte und nachlassende Impulse von den öffentlichen Programmen zum Wiederaufbau. Die Produktion dürfte aber in der Grundtendenz aufwärtsgerichtet bleiben; jedenfalls hat sich die Stimmung bei den Unternehmen bislang noch nicht deutlich eingetrübt. Im Verlauf des kommenden Jahres wird das Bruttoinlandsprodukt voraus-

Abb. 1.3  
Konjunkturindikator und Bruttoinlandsprodukt in China



sichtlich wieder etwas rascher steigen, da sich das weltwirtschaftliche Umfeld allmählich verbessern und die Unternehmensinvestitionen wieder stärker ausgeweitet werden dürften. Im Jahresdurchschnitt wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 mit 1,3 % allerdings langsamer steigen als im Jahr 2012, für das dank der kräftigen Zunahme im ersten Quartal und im zweiten Halbjahr 2011 ein Zuwachs von 2,3 % zu erwarten ist. Die jüngst entbrannte Auseinandersetzung mit China um die Inselgruppe Senkaku/Diaoyu stellt ein Risiko für die Prognose dar, sollten sich daraus nennenswerte Störungen der Produktionsketten japanischer Hersteller ergeben. Bei den Verbraucherpreisen ist eine Änderung der nach wie vor leicht abwärtsgerichteten Grundtendenz nicht in Sicht; zuletzt belief sich die Inflationsrate auf -0,4 % (August), die Kernrate der Inflation liegt seit Beginn des Jahres zwischen -0,5 % und -1 %.

### **Schwache Exportnachfrage dämpft Konjunktur in Südkorea**

In Südkorea machte sich zuletzt die geringe Dynamik im Welthandel deutlich bemerkbar. Die stark verringerte Expansion bei den Exporten – sie machten im vergangenen Jahr 52 % der Wirtschaftsleistung aus – war maßgeblich dafür, dass sich die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal auf nur noch 0,3 % verringerte. Angesichts der Exportschwäche hat sich auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen merklich verlangsamt. Der private Konsum zeigte sich hingegen bis zuletzt robust. Angesichts der schwächer als erwartet ausgefallenen Produktionsentwicklung im bisherigen Verlauf des Jahres und der eingetrübten Perspektiven für den Außenhandel in der Region rechnen die Institute für Südkorea im laufenden Jahr nur mit einer Expansionsrate des Bruttoinlandsprodukts von etwa 2,5 %. Stützend wirkt im Prognosezeitraum eine gelockerte Geldpolitik und ein moderater Impuls durch die Finanzpolitik – angesichts einer mit weniger als 35 % gemessenen am Bruttoinlandsprodukt vergleichsweise niedrigen Staatsverschuldung und eines Überschusses im Staatshaushalt besteht derzeit in Südkorea kein Konsolidierungsbedarf. Vor diesem Hintergrund dürfte sich der Zuwachs der Produktion mit der erwarteten Belebung bei den Exporten im kommenden Jahr wieder auf 3,4 % beschleunigen.

### **Verschlechterte Perspektiven in Indien**

In Indien wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion im Verlauf des ersten Halbjahres 2012 mit einer annualisierten Rate von knapp über 3 % nur schwach ausgeweitet. So hat sowohl der Anstieg des privaten Konsums als auch der der Investitionen deutlich an Tempo verloren. Dies dürfte einmal auf die gestiegenen Zinsen zurückzuführen sein. Aber auch Unsicherheiten über den Kurs der Wirtschaftspolitik<sup>5</sup> sowie Engpässe in der Infrastruktur, eindrücklich zutage getreten beim Zusammenbruch des Elektrizitätsnetzes in weiten Teilen des Landes im August, dürften das Investitionsklima verschlechtert haben. Trotz der inzwi-

schon schon ein Jahr dauernden konjunkturellen Schwächephase liegt die Teuerung deutlich über dem von der indischen Notenbank angestrebten Bereich von 4–4,5 %. Im August lagen die Großhandelspreise um 7,6 %, die Verbraucherpreise sogar um 10 % über dem Vorjahreswert, wobei ein Großteil dieses Anstiegs auf die Verteuerung von Lebensmittel und Energie zurückzuführen ist. Da aufgrund des verspäteten Sommermonsuns mit einer deutlich unterdurchschnittlichen Ernte zu rechnen ist, dürfte der Preisdruck bei Lebensmitteln bestehen bleiben. Gleichzeitig drücken die Ernteausfälle in den kommenden Monaten auch die gesamtwirtschaftliche Produktion, da der Agrarsektor einen Anteil von knapp 20 % an der Wertschöpfung aufweist. Die Geldpolitik hat angesichts der stark steigenden Preise nur wenig Spielraum für eine weitere Lockerung, nachdem im April der Leitzins um 0,5 Prozentpunkte gesenkt worden ist. Auch von der Finanzpolitik sind kurzfristig keine größeren Anregungen zu erwarten. Zwar wurde kürzlich angekündigt, die Ausgaben für staatliche Infrastrukturinvestitionen kräftig auszuweiten. Infolge der Zeitverzögerung bei der Umsetzung solcher Vorhaben, aber auch angesichts des hohen Defizits der öffentlichen Haushalte (über 8 % im Fiskaljahr 2011) dürften diese Maßnahmen kurzfristig jedoch nur wenig Nachfrageimpulse geben. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt vorerst weiter nur im mäßigen Tempo expandiert. Für dieses und das nächste Jahr rechnen die Institute mit Zuwachsraten von 5,5 % bzw. 6,5 %.

### **Konjunktur in Südostasien nimmt nur langsam Fahrt auf**

In den übrigen südostasiatischen Ländern – betrachtet werden hier Indonesien, Taiwan, Thailand, Malaysia, die Philippinen, Hongkong und Singapur – war die Konjunktur im ersten Halbjahr 2012 gespalten: Das Exportgeschäft verlief überwiegend schleppend. Davon waren besonders die sehr offenen Volkswirtschaften Hongkong und Singapur betroffen. Die Binnennachfrage nahm hingegen vielfach kräftig zu. Sie hielt besonders in Indonesien und Malaysia das Expansionstempo der Wirtschaft hoch. Aber auch die gesamtwirtschaftliche Produktion in Thailand erholte sich von dem Einbruch aufgrund der Überschwemmungskatastrophe im vergangenen Jahr und legte spürbar zu.

Die Frühindikatoren deuten auf eine weiterhin schwache Exportkonjunktur in Südostasien hin, die Binnennachfrage bleibt aber wohl stabil. Insgesamt dürfte die Wirtschaftsleistung im Prognosezeitraum zunächst nur moderat zulegen. Für Anfang des nächsten Jahres bestehen Aussichten auf ein Anziehen der Konjunktur, weil dann Impulse vom wichtigsten Handelspartner China kommen dürften. In diesem Jahr wird die gesamtwirtschaftliche Produktion Südasiens wohl nur um 4,5 % und im Jahr 2013 um 5,1 % zulegen.

<sup>5</sup> So wurde beispielsweise ein wichtiges Reformvorhaben, nämlich eine Liberalisierung im Einzelhandel, zunächst beschlossen und dann unter dem Eindruck von Protesten in der lokalen Geschäftswelt wieder zurückgezogen.

## Konjunktur in Lateinamerika zieht wieder an

In Lateinamerika stellt sich die konjunkturelle Lage derzeit differenziert dar. In den meisten Ländern expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr trotz der schwachen Nachfrage aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der Konjunkturabschwächung in China kräftig. So nahm das reale Bruttoinlandsprodukt in Mexiko in der ersten Jahreshälfte um annualisiert 4,1 % zu; in Chile stieg es sogar um 6,1 %. In Argentinien hingegen kam die Expansion zum Stillstand, und in Brasilien setzte sich die Konjunkturschwäche, die Mitte des vergangenen Jahres eingesetzt hatte, fort. Sie ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die heimischen Unternehmen infolge der Aufwertung des Reals – die brasilianische Währung gewann real effektiv zwischen Anfang 2009 und Ende 2011 um 40 % an Wert – merklich an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben. Zum anderen sind die Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik spürbar, in deren Folge die Kreditvergabe ins Stocken geraten ist, und der Fiskalimpuls war durch das Auslaufen von Teilen eines Konjunkturprogramms negativ. Als Reaktion auf die Konjunkturschwäche und einen deutlich verminderten Preisauftrieb hat die brasilianische Zentralbank den maßgeblichen Leitzins im Juli und im August um jeweils 50 Basispunkte reduziert und weitere Zinssenkungen in Aussicht gestellt. So dürfte die Konjunktur in Brasilien im Prognosezeitraum wieder an Fahrt gewinnen, zumal die öffentlichen Investitionen in Vorbereitung auf die Fußballweltmeisterschaft im Jahr 2014 wohl kräftig erhöhen werden. Auch andernorts in Lateinamerika sind die Inflationsraten inzwischen gesunken, so dass die geldpolitischen Zügel dort in den kommenden Monaten gelockert werden dürften. Hinzu kommt, dass die Region als Nettoexporteur agrarischer Rohstoffe von dem kräftigen Anstieg der Weltmarktpreise dieser Güter profitiert. So dürfte die konjunkturelle Dynamik in Lateinamerika insgesamt im Prognosezeitraum recht kräftig sein. Für das Jahr 2012 erscheint eine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 3,0 % wahrscheinlich, für 2013 ein Anstieg um 3,8 %.

## Etwas verlangsamer Produktionsanstieg in Russland

In Russland expandierte die Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte gegenüber dem Vorjahrszeitraum um 4,5 %. Nachdem die Produktion im ersten Quartal sehr kräftig gestiegen war, hat sich die Konjunkturdynamik im zweiten Quartal allerdings merklich verringert. Dies ist in erster Linie auf eine schwächere Expansion der Investitionen zurückzuführen. Der private Konsum nahm dagegen weiterhin recht kräftig zu, gefördert nicht zuletzt durch hohe Lohnzuwächse im öffentlichen Sektor. Real, also bereinigt um die Lohnkostensteigerungen legte der Staatskonsum dagegen weiterhin in nur moderatem Tempo zu.

Der Überschuss in der Leistungsbilanz erhöhte sich im ersten Halbjahr 2012 auf 6,5 % in Relation zum Bruttoinlands-

produkt. Die Exporterlöse, die sich zu rund 70 % aus dem Verkauf von Öl, Ölprodukten und Gas speisen, stiegen in der ersten Jahreshälfte stärker als die Importrechnung. Ursache war eine Verbesserung der Terms of Trade; real sanken die Warenexporte sogar leicht, während die Importe stark zunahmen. Das Volumen der Exporte wird wegen der eng begrenzten Förderkapazitäten bei Öl und Gas auch in den nächsten Jahren kaum zunehmen. Die Importe erhalten dagegen Impulse vom Beitritt Russlands zur WTO. Die kurzfristigen Auswirkungen dieses Schrittes sollten allerdings nicht überschätzt werden. So werden die Einfuhrzölle um durchschnittlich nicht mehr als 3 % sinken.

Die Preisdynamik ist in Russland recht volatil. Die Inflationsraten gingen von fast 10 % im Sommer 2011 auf 3,6 % im Frühjahr 2012 zurück, lagen im Sommer aber wieder bei rund 6 %. Auslöser für den erneuten Anstieg waren die Anhebung staatlich regulierter Tarife für kommunale Dienstleistungen sowie die Zunahme der Nahrungsmittelpreise aufgrund schlechter Ernten als Folge von Dürren. Um zunehmenden Inflationserwartungen vorzubeugen, hat die Zentralbank ihren Leitzins Anfang September um 25 Basispunkte auf 8,25 % angehoben.

Die Arbeitslosenquote ist innerhalb eines Jahres von 6,1 % auf 5,2 % im August gefallen. Der Trend sinkender Arbeitslosigkeit dürfte im weiteren Jahresverlauf aber auslaufen, denn die Wirtschaftsleistung Russlands nimmt im Prognosezeitraum zwar weiter deutlich, aber doch in abgeschwächtem Tempo, zu. Die abnehmende Dynamik bei der Kreditnachfrage der Unternehmen deutet darauf hin, dass insbesondere die Ausweitung der privaten Investitionen an Tempo verlieren wird. So werden in der Öl- und Gasindustrie Investitionsprojekte auf Eis gelegt, seitdem auf den Weltenergiemärkten mit neuer Konkurrenz durch Anbieter von Schiefer- und Flüssiggas zu rechnen ist. Die Ausgabeneigung der privaten Haushalte dürfte hingegen zunächst hoch bleiben. So lag das Volumen der Bankkredite an Privatpersonen im Sommer um fast 50 % über dem Vorjahresniveau. Alles in allem ist für dieses und das nächste Jahr mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um jeweils 3,8 % zu rechnen.

## 2. Die Lage in der Europäischen Union

### Euroraum löst sich nur langsam aus der Rezession

Die Rezession im Euroraum hat sich im Verlauf des Jahres 2012 fortgesetzt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion geht nun seit dem Herbst des vergangenen Jahres zurück; im zweiten Quartal 2012 sank sie um 0,2 %. Nachdem sich das Bruttoinlandsprodukt von dem Einbruch im Gefolge der Finanzkrise ohnehin nicht vollständig erholt hatte, lag es zuletzt auf demselben Niveau wie Ende des Jahres 2006. Dabei sind die einzelnen Länder in einer höchst unterschiedlichen Weise betroffen. Während die Produktion zuletzt in einigen Ländern höher war als vor der Großen Rezession, ist sie in anderen Ländern nach wie vor erheblich niedriger (Abb. 2.1). Vergleichsweise günstig verlief die Entwicklung in Deutschland und Österreich, wo die wirtschaftliche Aktivität bis zuletzt aufwärts gerichtet war, sowie in Belgien und der Slowakei. Geradezu dramatisch sind demgegenüber die Produktionsrückgänge in den von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Ländern. Unter ihnen ist lediglich in Irland inzwischen eine Stabilisierung erkennbar, während die wirtschaftliche Talfahrt in Spanien, Italien, Portugal und Griechenland im ersten Halbjahr 2012 unvermindert anhielt oder sich sogar nochmals beschleunigte. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass die Produktion in vielen dieser Länder in den Jahren vor der Krise zum Teil sehr stark gestiegen war (Abb. 2.2). Im Zuge dieses Booms hatten sich bei Produktion und Nachfrage Strukturen ergeben, die sich als nicht nachhaltig herausstellten und nun korrigiert werden müssen (Kasten 2.1). Das Niveau des Bruttoinlandsprodukts, welches längerfristig mit den Produktionsmöglichkeiten dieser Länder im Einklang steht, lässt sich derzeit kaum abschätzen.

Seit dem Sommer 2011 schrumpft die Binnennachfrage im Euroraum kontinuierlich. Anregungen gehen hingegen vom Außenhandel aus. Wohl nicht zuletzt infolge der Abwertung des Euro legten die Exporte im zweiten Quartal dieses Jahres trotz der schwächeren Weltkonjunktur in beschleunigtem Tempo zu. Gleichzeitig verringerte sich die Zunahme der

Importe, weil die Inlandsnachfrage weiterhin merklich zurückging. So nahmen die Bruttoanlageinvestitionen deutlich ab. Besonders stark war der Rückgang bei den Bauinvestitionen; sie sind mittlerweile auf ihr Niveau von 1997 gefallen, wobei die Anpassung in den Niederlanden und in Spanien als Folge von Immobilienkrisen besonders ausgeprägt ist. Auch der private Konsum ging im gesamten ersten Halbjahr zurück. Vielerorts werden große Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte unternommen, so dass höhere Abgaben und Einschnitte bei Löhnen und Beschäftigung im öffentlichen Dienst die private Nachfrage belasten. Hinzu kam, dass die steigende Arbeitslosigkeit zunehmend Druck auf die Löhne im privaten Sektor ausübt und sich der Preisauftrieb zeitweise durch wieder höhere Ölpreise verstärkte, so dass die real verfügbaren Einkommen rückläufig waren. In einigen Ländern wird der private Konsum zudem dadurch belastet, dass die Haushalte versuchen, ihre im vergangenen Boom stark gestiegene Verschuldung zurückzuführen.

Die Inflationsrate ist seit Ende des Jahres 2011 in der Tendenz rückläufig. Zwischen November 2011 und Juli 2012 sank sie von 3 % auf 2,4 %. Zuletzt legte sie allerdings infolge des erneuten Anstiegs der Energiepreise wieder etwas zu; im September betrug sie 2,7 %. Die Kernrate (ohne Energie und saisonale Lebensmittel) ging hingegen weiter zurück und betrug im August 1,7 %. Dabei wurde die Teuerung unverändert durch beträchtliche Erhöhungen von Verbrauchsteuern und administrierten Preisen beeinflusst. So geht von dem Anstieg der Verbraucherpreise in Italien, der sich im August auf 3,3 % belief, gut 1 Prozentpunkt auf die Anhebung der Mehrwertsteuer im Herbst des vergangenen Jahres zurück.

Im Zuge der Rezession hat sich die Arbeitslosenquote seit Mitte letzten Jahres kontinuierlich um 1,5 Prozentpunkte auf 11,4 % erhöht. Dabei sind die Unterschiede im Ausmaß der Probleme am Arbeitsmarkt nach wie vor massiv. Rückläufig war die Arbeitslosigkeit im ersten Halbjahr nur noch in Estland und Slowenien. In Deutschland und in Österreich ist sie zuletzt saisonbereinigt leicht gestiegen, ihr Niveau ist aber weiterhin im längerfristigen Vergleich niedrig. Sehr hoch

Abb. 2.1

**Veränderung des Bruttoinlandsprodukts**  
preisbereinigt, 2. Quartal 2012 gegenüber jeweiligem Hochpunkt vor der Krise, in %

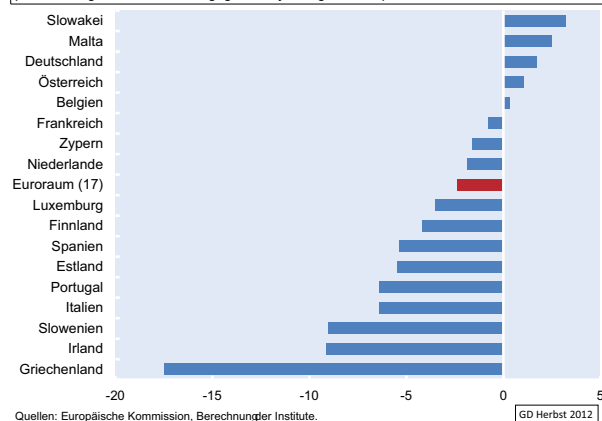
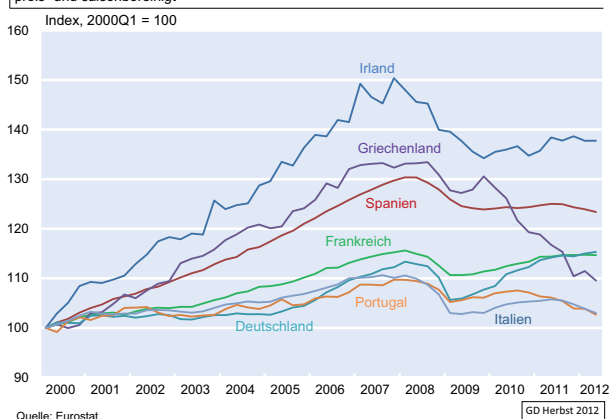


Abb. 2.2

**Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Ländern des Euroraums**  
preis- und saisonbereinigt





**Kasten 2.1**

**Bilden sich die Leistungsbilanzdefizite in den Krisenländern des Euroraums strukturell zurück?**

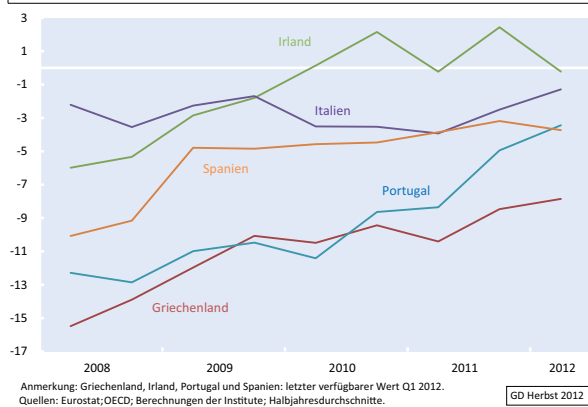
Die Solvenz der Krisenstaaten im Euroraum wird nicht nur wegen hoher öffentlicher Defizit- und Schuldenquoten in Zweifel gezogen. Weil der Staat für seinen Schuldendienst letztlich auf Ressourcen der gesamten Volkswirtschaft zurückgreifen kann, ist auch die gesamtwirtschaftliche Vermögensposition gegenüber dem Rest der Welt ein wichtiger Indikator für die Tragfähigkeit der Staatsschulden. In den Jahren bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 hatte sich die Vermögensposition der Krisenländer des Euroraums aufgrund hoher Leistungsbilanzdefizite erheblich verschlechtert. Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, ob sich dieses außenwirtschaftliche Ungleichgewicht unter dem Eindruck der Schulden- und Vertrauenskrise strukturell zurückbildet.

Die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer Griechenland, Irland, Portugal und Spanien hatten kurz vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 ihren Höhepunkt erreicht. Seitdem gehen sie nach und nach zurück (Abb. 2.3). In Irland, wo das Defizit schon vor der Krise weniger ausgeprägt war, ist die Leistungsbilanz seit dem Jahr 2010 in etwa ausgeglichen, anderswo ist sie noch in erheblichem Umfang defizitär. In Griechenland liegt das Defizit trotz jahrelanger massiver Rezession gegenwärtig sogar noch bei 7 % relativ zum Bruttoinlandsprodukt. Italien ist ein Sonderfall: Dort waren die Leistungsbilanzdefizite auch in den Jahren vor der Krise vergleichsweise moderat, und sie sinken erst seit kurzem.

Ob der Rückgang der Defizite in den Krisenländern nachhaltig ist, darf allerdings bezweifelt werden. Denn die schwindenden Defizite sind zu einem Großteil eine Folge des Einbruchs der Inlandsnachfrage, die einen Rückgang der Importe nach sich zieht. Falls die heimischen Produzenten nicht an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland gewinnen, steht zu befürchten, dass die Leistungsbilanzdefizite wieder größer werden, sobald es einmal zu einer Erholung der inländischen Nachfrage kommt. Um die Wettbewerbsfähigkeit in ausreichendem Maße zu erhöhen, sind Strukturformen zu mehr Flexibilität und Wettbewerb auf den Güter- und Arbeitsmärkten und eine Absenkung der relativen Preise heimischer Güter und Produktionsfaktoren (zumal der Lohnkosten) notwendig. Eine rasche Verbesserung der Wettbewerbsposition mit Hilfe einer nominalen Abwertung kann gegenüber den Partnerländern in der Währungsunion nicht erfolgen.

Ein wichtiger Indikator für die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes ist die Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses. Für die Krisenländer ergibt sich diesbezüglich ein unterschiedliches Bild, je nachdem auf welche Weise der reale effektive Wechselkurs berechnet wird. Auf Basis der Verbraucherpreise ergibt sich, dass die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer mit Ausnahme Irlands allenfalls geringfügig gestiegen ist. Hier spielt eine Rolle, dass die Erhöhungen von Verbrauchsteuern und administrierten Preisen die Inflationsraten in den Krisenländern bis zuletzt hoch gehalten haben. Der reale effektive Wechselkurs auf Basis der Lohnstückkosten scheint hingegen darauf hinzudeuten, dass die Anpassung bereits weit vorangekommen ist. Gesamtwirtschaftlich haben die Arbeitskosten – gemessen an den Arbeitnehmerentgelten je abhängig Beschäftigten – seit Beginn der Krise stagniert oder sie sind zurückgegangen, während sie im Euroraum insgesamt moderat gestiegen sind (Abb. 2.4). Allerdings sind die Löhne in der Mehrzahl der Krisenländer vor allem im öffentlichen Sektor gesunken. Dies hilft bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen, für die internationale Wettbewerbsfähigkeit ist aber die Entwicklung bei den Entgelten in der gewerblichen Wirtschaft, etwa der Industrie, wichtiger. Gemessen an diesem Indikator ist der Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit deutlich geringer, und in Spanien und Italien sind die Entgelte je Beschäftigten mit etwa 2 % gegenüber dem Vorjahr zuletzt in ungefähr dem gleichen Tempo gestiegen wie im Euroraum insgesamt. Abschließend ist zu betonen, dass die Prozesse, die zu einem nachhaltigen Rückgang der Leistungsbilanzdefizite in den Krisenländern führen, noch viel Zeit brauchen werden. Konsequente Reformen und Strukturveränderungen sind eine wichtige Voraussetzung für diese Entwicklung.

**Abb. 2.3**  
Leistungsbilanzsalden relativ zum Bruttoinlandsprodukt von ausgewählten Ländern des Euroraums, in %



**Abb. 2.4**  
Arbeitnehmerentgelte je abhängig Beschäftigten in den Krisenländern und im Euroraum insgesamt, 2007–2012, Skalen unterschiedlich

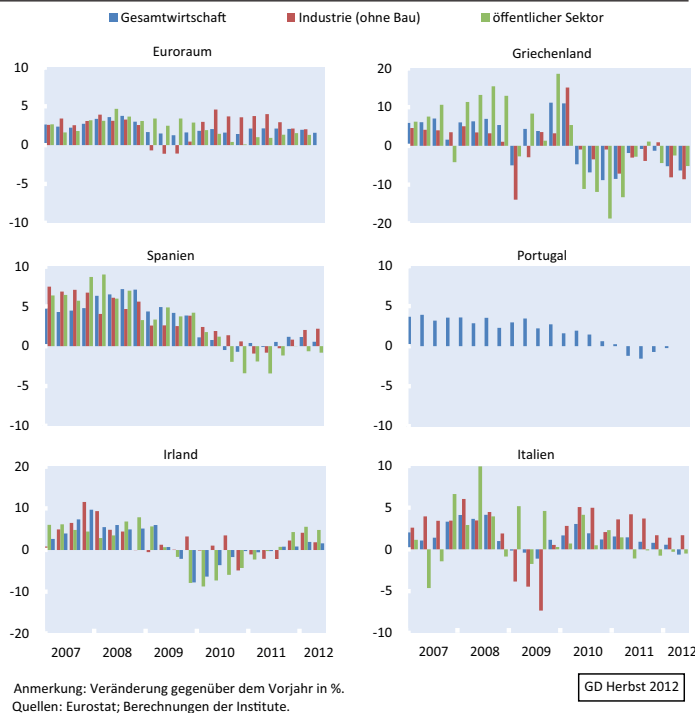
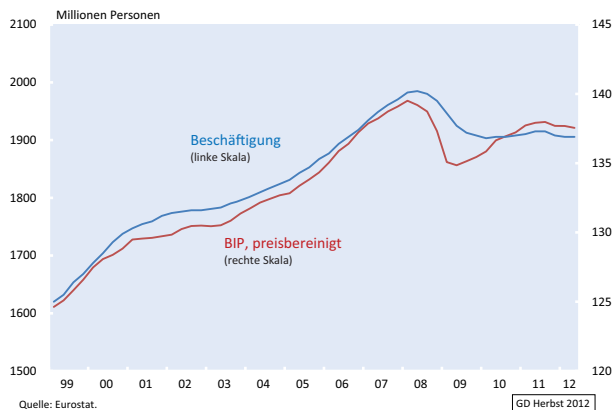


Abb. 2.5  
Entwicklung des reales Bruttoinlandsprodukts und der Beschäftigung im Euroraum



ist sie hingegen in Spanien und Griechenland, wo im Sommer eine Quote von rund 25 % verzeichnet wurde.

Auffällig ist, dass die Beschäftigung im Euroraum im Zuge der konjunkturellen Belebung nach der Großen Rezession praktisch nicht zugenommen hat, der Entwicklung der Produktion also anders als in den Jahren zuvor nicht gefolgt ist (Abb. 2.5). In der Folge steigt die Arbeitslosigkeit in der gegenwärtigen Rezession von einem unvermindert hohen Niveau aus. Ursächlich für die schwache Entwicklung am Arbeitsmarkt in der Phase steigender Produktion nach der Finanzkrise ist wohl – neben der vergleichsweise schwachen Dynamik der Konjunktur – einmal, dass die Unternehmen in der Rezession in vielen Fällen auf die Entlassung von kurzfristig eigentlich nicht benötigten Arbeitskräften verzichtet und einen Rückgang der Produktivität in Kauf genommen haben. Dieses sogenannte *Labour Hoarding* mindert die Zahl der Entlassungen in der Rezession und wurde in beträchtlichem Umfang durch staatliche Programme wie das Kurzarbeitergeld in Deutschland oder die *Cassa Integrazione Guadagni* in Italien gefördert. Der dadurch mögliche Rückgriff auf vorhandene, nicht vollständig ausgelastete Arbeitskräfte dämpft dann im Gegenzug in der konjunkturellen Erholung zunächst die Beschäftigungsintensität der Expansion. Zudem leidet die Beschäftigung unter dem Stellenabbau im öffentlichen Sektor.<sup>6</sup> Schließlich könnte die schwache Dynamik am Arbeitsmarkt auch ein Hinweis auf strukturelle Hemmnisse sein, die den Aufbau von Arbeitsplätzen in der Privatwirtschaft behindern. Insbesondere in Zeiten hoher Unsicherheit dürften Arbeitsmarktregulierungen, die zu hohen Kosten der Entlassung von Arbeitnehmern führen, die Neigung zu Einstellungen verringern. So besteht insbesondere in den Ländern, in denen – etwa im Zusammenhang mit einer Immobilienkrise – ein umfangreicher Strukturwandel erforderlich ist, die Gefahr, dass sich die Arbeitslosigkeit verfestigt.

<sup>6</sup> Spanien kündigte im Reformpaket vom 13. Juli an, den Einstellungsstopp im öffentlichen Sektor auf 2014 zu verlängern. In Portugal ist geplant, die Anzahl der staatlichen Beschäftigten zwischen 2012 und 2014 jährlich um 2 % zu senken. Die Verkleinerung des öffentlichen Dienstes in Griechenland kommt nur langsam in Gang, während die Reduzierung der Zahl der Stellen in Irland erste Erfolge zeigt.

## Finanzpolitik: Fortgesetzte Konsolidierung in schwierigerem wirtschaftlichem Umfeld

Die Finanzpolitik im Euroraum steht weiterhin unter dem Diktat der Schuldenkrise. In den Krisenländern wurden ambitionierte Sparprogramme implementiert, um die öffentlichen Finanzen rasch auf einen nachhaltigen Kurs zu bringen. Aber auch in den meisten übrigen Ländern ist die Politik in der Regel bestrebt, die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren, weil die Defizite nach wie vor höher sind, als es nach den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes erlaubt ist. Insgesamt dürften die Konsolidierungsmaßnahmen im laufenden Jahr einen Umfang von 1,5 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt haben. Im kommenden Jahr ist abermals mit einem negativen Impuls von der Finanzpolitik zu rechnen, dieser dürfte allerdings geringer ausfallen als noch in diesem Jahr.

Besonders ambitioniert sind die Pläne für das laufende Jahr in Spanien. Zu den ursprünglich im Haushalt vorgesehenen Maßnahmen kamen als Reaktion auf die konjunkturbedingte Verschlechterung der Haushaltslage sowie den zusätzlichen Finanzbedarf bei den untergeordneten Gebietskörperschaften und unter dem Druck der Finanzmärkte zusätzliche Einsparungen und Steuererhöhungen, so dass sich das Konsolidierungsvolumen im laufenden Jahr auf rund 62 Mrd. Euro (etwa 6 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) beläuft. Der Entwurf für das Budget im kommenden Jahr sieht zusätzliche Sparmaßnahmen vor, um den Abbau des Defizits weiter voranzubringen. Beträchtlich sind die Konsolidierungsanstrengungen auch in Italien, wo im Jahr 2012 Maßnahmen im Umfang von knapp 50 Mrd. Euro (3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) durchgeführt werden. Im kommenden Jahr soll das Budget zusätzlich um gut 25 Mrd. Euro entlastet werden. Infolge der Konsolidierungsbemühungen werden die Defizite im Staatshaushalt sowohl in Spanien als auch in Italien merklich sinken. Gleichwohl dürften die Budgetziele zum Teil deutlich verfehlt werden. Zum einen wird die gesamtwirtschaftliche Produktion stärker schrumpfen als in den Konsolidierungsplänen unterstellt, was rein rechnerisch zu einer Verschlechterung der Budgetzahlen führen wird. Zum anderen ist zu bedenken, dass sich im Gefolge der Rezession insbesondere die Struktur der Staatseinnahmen verändert haben dürfte, weil bei einem Einbruch der Binnennachfrage und einem gleichzeitig höheren Expansionsbeitrag der Nettoexporte, die Abgabenergiebigkeit der wirtschaftlichen Aktivität sinkt. In Spanien kommt hinzu, dass Hilfen für die Banken das Defizit erhöhen.

In Portugal und Griechenland, die seit einiger Zeit ein umfassendes Anpassungsprogramm durchlaufen, deuten die jüngsten Budgetzahlen zwar auf eine deutliche Verbesserung der fiskalischen Situation hin, es erscheint aber auch hier unwahrscheinlich, dass die in den Anpassungsprogrammen formulierten Ziele eingehalten werden können. Während in Portugal im Wesentlichen der starke Konjunkturreinbruch dafür verantwortlich ist, dass das Budgetdefizit sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr höher aus-

fallen dürfte als im Anpassungsprogramm vorgesehen, kam es in Griechenland zu Verzögerungen bei der Umsetzung der Vorgaben des zweiten Anpassungsprogramms. Diese sind zum Teil Folge einer Phase ohne handlungsfähige Regierung im Sommer, reflektieren aber auch Bestrebungen der neuen Regierung, ein langsames Reformtempo einzuschlagen. In Irland hingegen scheint die auch dort ehrgeizige Konsolidierung im Staatshaushalt planmäßig zu verlaufen.

In den übrigen Ländern des Euroraums sind zumeist ebenfalls Sparprogramme verabschiedet worden, und auch für das kommende Jahr ist mit einer restriktiven Ausrichtung der Finanzpolitik zu rechnen. So strebt die französische Regierung nach wie vor an, das Haushaltsdefizit in diesem Jahr auf 4,5 % und im nächsten Jahr auf 3 % zu senken. Auch dürfte die neue niederländische Regierung den im laufenden Jahr eingeschlagenen Restriktionskurs, der zu den kürzlich abgehaltenen Neuwahlen geführt hatte, beibehalten. In Belgien und Slowenien ist ebenfalls geplant, das strukturelle Defizit im Staatshaushalt sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr merklich zu senken. In Finnland ist der gesamtstaatliche Haushalt zwar nahezu ausgeglichen, dies liegt aber wesentlich an Überschüssen im Sozialversicherungssystem, die zur Abfederung der zukünftigen Belastungen aus der demographischen Entwicklung akkumuliert werden sollen. Die Regierung will in den kommenden Jahren auch das Budget des Zentralstaats ausgleichen, das im vergangenen Jahr noch ein Defizit in der Größenordnung von 3 % des Bruttoinlandsprodukts aufwies. Zu diesem Zweck hat sie Erhöhungen sowohl der Mehrwertsteuer als auch der Einkommensteuer angekündigt. In einer ähnlichen Position befindet sich Luxemburg, wo für 2013 ebenfalls Konsoli-

dierungsmaßnahmen vorgesehen sind. Lediglich in Deutschland dürfte im kommenden Jahr eine weitgehend neutrale Finanzpolitik betrieben werden.<sup>7</sup>

Im Euroraum insgesamt dürfte das Budgetdefizit im Jahr 2012 trotz der konjunkturellen Schwäche im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 3,3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken (Tab. 2.1). Im Jahr 2013 dürfte es sich auf 2,6 % verringern. Nach den Regeln des Fiskalpakts, der vorsieht, dass ein nahezu ausgeglichener Haushalt angestrebt werden muss, ist auch für die Jahre nach 2013 mit einer restriktiven Politik zu rechnen. Sogar die deutlich weniger ambitionierte im Vertrag von Maastricht festgelegte Obergrenze für die Defizitquote von 3 % wird im kommenden Jahr voraussichtlich noch von neun der siebzehn Länder des Euroraums überschritten.

### Monetäres Umfeld entspannt sich leicht

Die EZB hat in Reaktion auf die zunehmend nach Ländern segmentierten Kapitalmärkte im Euroraum Maßnahmen ergriffen, um die Finanzierungsbedingungen in den Mitgliedsländern wieder anzugleichen und den Expansionsgrad der Geldpolitik im gesamten Euroraum zu erhöhen. So verabschiedete der EZB-Rat im September ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen (Outright

<sup>7</sup> Zu einer Sonderentwicklung ist es in diesem Jahr in Estland gekommen, wo die Politik durch zunehmende Staatsausgaben für Investitionen und Sozialausgaben sowie den Fortfall von Sondereffekten, die die fiskalische Position im vergangenen Jahr begünstigt hatten, stark expansiv ausgerichtet ist. Zudem erhöht sich das Budgetdefizit infolge einer schwächeren Konjunktur.

**Tab. 2.1**  
**Finanzierungssalden<sup>a)</sup> der öffentlichen Haushalte in den Ländern des Euroraums**  
2007 bis 2013

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deutschland	0,2	-0,1	-3,1	-4,1	-0,8	0,1	0,0
Frankreich	-2,8	-3,3	-7,6	-7,1	-5,2	-4,8	-3,7
Italien	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,4	-1,7
Spanien	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5	-7,5	-6,3
Niederlande	0,2	0,5	-5,6	-5,0	-4,7	-3,7	-3,2
Belgien	-0,3	-1,3	-5,9	-4,2	-3,7	-3,2	-2,7
Österreich	-1,0	-1,0	-4,1	-4,4	-2,6	-2,9	-2,4
Griechenland	-6,8	-9,9	-15,8	-10,8	-9,1	-8,0	-7,0
Irland	0,1	-7,3	-14,2	-31,3	-13,1	-8,2	-7,3
Finnland	5,3	4,2	-2,7	-2,8	-0,5	-0,8	-0,3
Portugal	-3,2	-3,7	-10,2	-9,8	-4,2	-6,0	-4,5
Slowakei	-1,8	-2,1	-8,0	-7,7	-4,8	-4,9	-4,7
Luxemburg	3,7	-3,3	-7,6	-7,1	-0,6	-1,6	-1,1
Slowenien	3,7	3,0	-0,9	-1,1	-6,4	-4,5	-4,1
Zypern	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	-6,0	-4,4
Estland	2,4	-2,9	-2,0	0,3	1,0	-2,4	-1,3
Malta	-2,4	-4,6	-3,7	-3,6	-2,7	-2,8	-2,0
<b>Euroraum<sup>b)</sup></b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,6</b>

<sup>a)</sup> In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts; gemäß der Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht. – <sup>b)</sup> Summe der Länder; gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2011 in Euro.

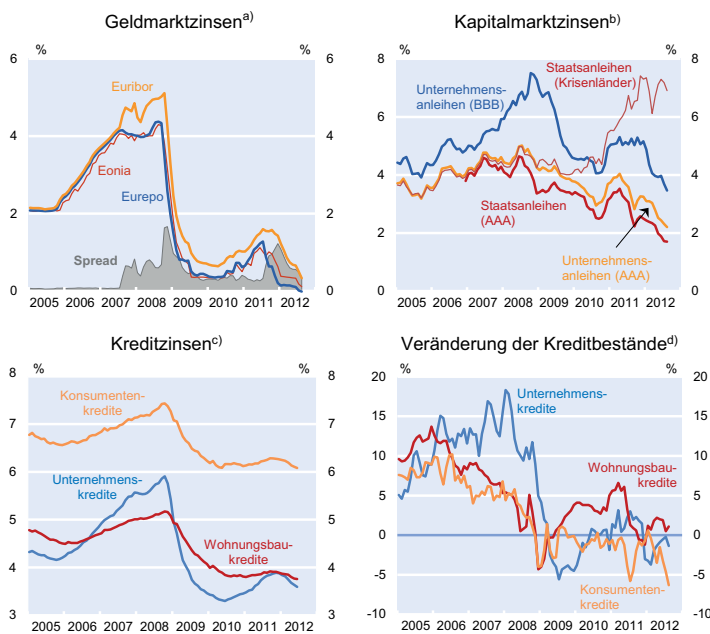
Quellen: Eurostat; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

Monetary Transactions, OMT).<sup>8</sup> Dabei sollen am Sekundärmarkt Anleihen von Ländern erworben werden, die ein »angemessenes« europäisches Anpassungsprogramm in Anspruch nehmen und deren Zinsen die EZB als unangemessen hoch erachtet. Außerdem wurde beschlossen, die Anforderungen für notenbankfähige Sicherheiten erneut zu lockern. Außerdem hat die EZB den maßgeblichen Leitzins im Juli um 25 Basispunkte auf 0,75 % gesenkt. Der Zinskorridor, der sich aus der Differenz aus dem Zinssatz für tägliche Zentralbankeinlagen und dem Zinssatz für die Spitzenrefinanzierung ergibt, blieb unverändert bei 1,5 Prozentpunkten. Der Zinssatz für die Einlagefazilität, der für Übernachteinlagen von Geschäftsbanken bei der Zentralbank gilt, beträgt nun 0 %.

Die Lage an den Geld- und Kapitalmärkten hat sich infolge der jüngsten Ankündigungen der EZB merklich entspannt. Vor allem die Zinsen für Staatsanleihen der Krisenländer sind gesunken, insbesondere Spaniens und Italiens (Abb. 2.6). Da sich gleichzeitig die Renditen von Anleihen höchster Bonität (AAA) etwas erhöhten, hat sich die durchschnittliche Rendite von Staatsanleihen im Euroraum nur geringfügig von 3,7 % im August auf 3,5 % im September vermindert. Die Renditen von Unternehmensanleihen und die von Schuldverschreibungen monetärer Finanzinstitute sind im Verlauf dieses Jahres auch etwas gesunken. Hier ist der Rückgang der Notierungen in Deutschland maßgeblich gewesen. Die Geldmarktzinsen sind infolge der Leitzinssenkung weiter zurückgegangen. Die Zinsen für besichertes Dreimonatsgeld (Eurorepo) waren zuletzt sogar negativ. Da sich der Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld jedoch noch stärker verringerte, sank der Zinsaufschlag, der als Risikobepreisung am Geldmarkt interpretiert werden kann, in den vergangenen Monaten merklich und war zuletzt so niedrig wie Mitte des Jahres 2011.

Die Situation am Kreditmarkt hat sich im Euroraum insgesamt etwas entspannt. Die Kreditzinsen für den Privatsektor sind in den vergangenen Monaten geringfügig gesunken. Sowohl die Zinsen für das Neugeschäft als auch für ausstehende Kredite gaben zwischen März und Juli dieses Jahres um bis zu 30 Basispunkte nach. Die Kredite an den privaten Sektor haben sich im vergangenen halben Jahr recht unterschiedlich entwickelt. Während die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Konsumenten zuletzt unter ihrem Niveau im Vorjahr lagen, hat sich der Bestand an Wohnungsbaukrediten etwas erhöht. Insgesamt stagnierte das Kreditvolumen an den Privatsektor nahezu. Allerdings entwickelt sich der Kreditbestand der Banken im Euroraum sehr unterschiedlich. So sind Bankkredite an den nichtfinanziellen Sektor in Spanien, Portugal, Irland und Griechenland, wo die Lage der Banken weiterhin äußerst angespannt ist,

Abb. 2.6  
Zur monetären Lage im Euroraum



<sup>a)</sup> Spread = Euribor – Eurorepo. <sup>b)</sup> Unternehmensanleihen = Zinsen für Anleihen von Unternehmen mit höchster (AAA) bzw. mittlerer (BBB) Bonität und einer Restlaufzeit von 10 Jahren. Staatsanleihen = Zinsen für Anleihen von Ländern des Euroraums mit höchster Bonität (AAA) bzw. Krisenländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) und einer Restlaufzeit von 10 Jahren; BIP-gewichtete Durchschnitte. <sup>c)</sup> Zinsen für Kreditbestände; Unternehmenskredite = Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; Wohnungsbaukredite = Wohnungsbaukredite der privaten Haushalte. <sup>d)</sup> Auf Jahresrate hochgerechnete Veränderung gegenüber Vormonat (gleitender Dreimonatsdurchschnitt), saisonbereinigt.

Quellen: Europäische Zentralbank; Reuters; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2012

gegenüber dem Vorjahr spürbar gesunken. In Deutschland, Finnland und den Niederlanden ist das Kreditvolumen hingegen gestiegen. Auch die Kreditvergabestandards der Banken deuten auf Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern hin. Während diese im Euroraum insgesamt laut *Bank Lending Survey* der EZB nur moderat angehoben worden sind, haben Banken in Italien und Portugal ihre Vergabekonditionen merklich verschärft.

Vor dem Hintergrund der schwachen konjunkturellen Entwicklung und anscheinend nach wie vor verankerter Inflationserwartungen dürfte die EZB den Leitzins im Prognosezeitraum nochmals leicht auf 0,5 % senken. Angesichts der angekündigten unkonventionellen Maßnahmen rechnen die Institute damit, dass sich die Renditen für Anleihen von Ländern höchster Bonität (AAA) etwas erhöhen und die Risikoaufschläge für Schuldner niedriger Bonität etwas zurückgehen. Die Geldmarktzinsen dürften im Verlauf des Jahres 2013 wieder etwas steigen.

### Ausblick: Konjunktur stabilisiert sich, aber Dynamik bleibt gering

Für die zweite Jahreshälfte erwarten die Institute einen weiteren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Die jüngsten Indikatoren für die wirtschaftliche Aktivität zeichnen ein ungünstiges Bild, auch wenn die Industrieproduktion seit dem Frühjahr in der Tendenz kaum noch gesunken ist. Die Bauproduktion setzte ihren Abwärtstrend bis zuletzt fort. Umfrageindikatoren wie der *Purchasing Managers' In-*

<sup>8</sup> Für eine ausführliche Beschreibung und Bewertung des OMT vgl. den Abschnitt »Zur Geldpolitik« in diesem Gutachten.

dex und der von der Europäischen Kommission erhobene Indikator für das Vertrauen in der Industrie haben sich seit dem Frühjahr kontinuierlich verschlechtert, nachdem sie um die Jahreswende herum vorübergehend auf ein annähernd neutrales Niveau gestiegen waren. Beim Konsumklimaindex hat sich die Abwärtstendenz zuletzt sogar verstärkt. In dem Rückgang der Indikatoren spiegelt sich wohl nicht zuletzt eine gestiegene Unsicherheit darüber, ob und wie die Staatsschuldenkrise gelöst werden kann. Zwischen den Ländern bestehen weiterhin deutliche konjunkturelle Unterschiede, den Ländern ist jedoch gemein, dass die Stimmungsindikatoren fast überall auf eine geringe konjunkturelle Dynamik für die zweite Jahreshälfte hindeuten. Insbesondere in Italien, Spanien, Portugal und Griechenland ist in der zweiten Jahreshälfte ein weiterer Rückgang der Produktion zu erwarten. Diese Länder, befinden sich seit mehreren Quartalen in einer tiefen Rezession und die strukturellen Anpassungen dort sind besonders einschneidend. Zudem dämpfen dort zusätzliche Sparmaßnahmen des Staates die Nachfrage.

Für die erste Hälfte des kommenden Jahres rechnen die Institute gleichwohl mit einer langsamen Stabilisierung der Produktion im Euroraum, der eine allmähliche konjunkturelle Erholung folgen dürfte (Abb. 2.7). Diese Prognose gilt unter der Voraussetzung, dass die Unsicherheit über den Fortbestand der Europäischen Währungsunion nachhaltig zurückgegangen ist, seit die EZB angekündigt hat, die Kurse von Staatsanleihen unter Druck geratener Länder unter bestimmten Bedingungen zu stützen. Es wird unterstellt, dass sich die Risikoaufschläge auf die Renditen von Staatsanleihen der Krisenländer allmählich weiter verringern. Das wäre ein Ausdruck zunehmenden Vertrauens in die Fähigkeit dieser Länder, ihre Probleme letztlich im Rahmen der Währungsunion zu meistern. Eine solche Entwicklung ist freilich nur realistisch unter der Annahme, dass die Regierungen nicht bei der Konsolidierung der Staatshaushalte

nachlassen und die Strukturreformen zur Unterstützung des Wachstums voranbringen. Wenn dies glaubwürdig umgesetzt wird, würde auch ein temporäres, konjunkturelles Abweichen von den Zielen bei der Rückführung der Defizitquoten nicht zu einem Vertrauensverlust an den Finanzmärkten führen. Sollte die Aussicht auf Hilfe durch die EZB die Regierungen aber dazu veranlassen, Reformanstrengungen zu verringern, wäre neuerliche Unruhe an den Finanzmärkten, ein Anhalten der Unsicherheit bei Unternehmen und Haushalten mit entsprechenden negativen Wirkungen auf Investitionen und Konsum und letztlich eine Fortsetzung der Rezession die Folge.

Bei diesem Szenario hinsichtlich des Fortgangs der Schuldenkrise dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum im Verlauf des kommenden Jahres wieder zunehmen. Die Konjunktur wird aber wohl zunächst nur wenig Schwung entwickeln. Positive Impulse dürften im Prognosezeitraum primär vom Außenhandel ausgehen (Tab. 2.2). Dabei werden vornehmlich die Aufträge aus dem außereuropäischen Ausland, deren Bedeutung für den Euroraum zuletzt weiter gestiegen ist, Impulse geben. Die Binnennachfrage dürfte noch bis zur Mitte des kommenden Jahres rückläufig sein. Der private Konsum wird aufgrund der vorerst weiter steigenden Arbeitslosigkeit sowie höherer Steuern und Abgaben weiter sinken und sich erst gegen Ende des Prognosezeitraums stabilisieren. Dämpfende Wirkungen gehen darüber hinaus von den Maßnahmen zur Konsolidierung der Staatshaushalte aus, auch wenn der restriktive Impuls von der Finanzpolitik im kommenden Jahr spürbar kleiner ausfallen wird als noch in diesem Jahr. Die Investitionen werden in Anbetracht der stark unterausgelasteten

**Tab. 2.2**  
**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum**  
2011 bis 2013

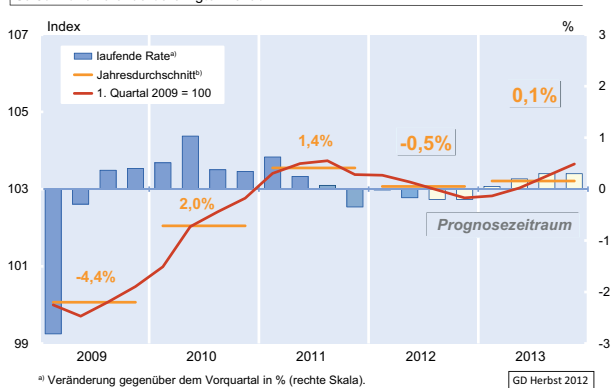
	2011	2012	2013
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,4	- 0,5	0,1
Privater Konsum	0,1	- 0,9	- 0,6
Öffentlicher Konsum	- 0,1	0,1	- 0,1
Bruttoanlageinvestitionen	1,4	- 3,2	- 1,1
Vorratsänderungen <sup>a)</sup>	0,1	- 0,7	0,0
Inländische Verwendung	0,5	- 1,9	- 0,6
Exporte <sup>b)</sup>	6,3	2,9	3,6
Importe <sup>b)</sup>	4,1	- 0,1	2,3
Außenbeitrag <sup>a)</sup>	1,0	1,3	0,7
Verbraucherpreise <sup>c)</sup>	2,7	2,4	1,8
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts			
Budgetsaldo <sup>d)</sup>	- 4,1	- 3,3	- 2,6
Leistungsbilanzsaldo	0,0	0,4	0,4
in % der Erwerbspersonen			
Arbeitslosenquote <sup>e)</sup>	10,2	11,3	12,0

<sup>a)</sup> Wachstumsbeitrag. – <sup>b)</sup> Einschließlich Intrahandel. – <sup>c)</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – <sup>d)</sup> Gesamtstaatlich. – <sup>e)</sup> Standardisiert.

Quellen: Eurostat; Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

**Abb. 2.7**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
<sup>b)</sup> Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Eurostat; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

**Tab. 2.3**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa**  
 2011 bis 2013

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt <sup>a)</sup>			Verbraucherpreise <sup>b)</sup>			Arbeitslosenquote <sup>c)</sup> in %		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						2011	2012	2013
		2011	2012	2013	2011	2012	2013			
Deutschland	20,3	3,0	0,8	1,0	2,5	2,1	2,2	5,9	5,5	5,7
Frankreich	15,8	1,7	0,1	0,3	2,3	2,1	1,7	9,6	10,2	10,6
Italien	12,5	0,4	-2,3	-0,9	2,9	3,3	1,9	8,4	10,7	11,5
Spanien	8,5	0,4	-1,5	-1,2	3,1	2,4	1,7	21,7	24,8	26,8
Niederlande	4,8	1,0	-0,5	0,5	2,5	2,4	1,9	4,4	5,2	5,6
Belgien	2,9	1,8	-0,3	0,1	3,5	2,5	1,7	7,2	7,3	7,6
Österreich	2,4	2,7	0,8	1,0	3,6	2,3	2,0	4,2	4,3	4,3
Griechenland	1,7	-7,1	-6,5	-4,0	3,1	0,5	-0,3	17,7	24,0	27,5
Finnland	1,5	2,7	0,2	0,9	3,3	2,8	2,3	7,8	7,6	7,7
Portugal	1,4	-1,7	-2,9	-1,5	3,6	2,9	1,4	12,9	15,7	16,7
Irland	1,2	1,4	0,1	0,9	1,2	1,6	1,2	14,4	14,9	14,8
Slowakei	0,5	3,3	2,5	2,2	4,1	3,7	2,2	13,6	13,9	14,0
Slowenien	0,3	0,6	-1,8	-0,5	2,1	2,7	1,9	8,2	8,3	8,4
Luxemburg	0,3	1,7	-0,8	1,0	3,7	2,7	2,0	4,9	5,5	5,6
Zypern	0,1	0,5	-1,8	-0,2	3,5	3,5	2,5	7,9	10,8	11,6
Estland	0,1	8,3	2,0	2,7	5,1	4,0	2,8	12,5	10,2	9,5
Malta	0,1	1,9	0,5	1,3	2,5	3,0	2,3	6,5	6,2	6,1
Euroraum ohne Deutschland	74,6 54,2	1,4 0,9	-0,5 -1,0	0,1 -0,3	2,7 2,8	2,4 2,5	1,8 1,7	10,2 11,7	11,3 13,5	12,0 14,4
Großbritannien	13,8	0,9	-0,4	0,9	4,5	2,6	1,9	8,0	8,1	7,9
Polen	3,1	4,3	2,5	2,0	3,9	3,0	2,6	9,7	10,2	10,3
Schweden	2,9	3,9	2,0	2,5	1,4	1,2	1,4	7,5	7,5	7,3
Dänemark	1,9	0,8	0,3	1,2	2,7	2,4	1,6	7,6	7,9	7,8
Tschechien	1,2	1,9	-0,8	1,0	2,1	3,1	1,2	6,7	6,7	6,8
Rumänien	1,1	2,5	0,8	1,7	5,8	4,0	3,5	7,4	7,4	7,3
Ungarn	0,8	1,6	-1,0	1,0	3,9	5,2	3,7	10,9	11,1	10,9
Bulgarien	0,3	1,7	0,5	1,5	3,4	2,5	2,3	11,3	12,3	11,5
Litauen	0,2	5,9	2,6	2,7	4,1	3,0	2,8	15,4	13,2	12,8
Lettland	0,2	5,5	4,2	3,5	4,2	2,0	2,0	16,2	15,8	15,3
MOE-Länder <sup>d)</sup>	7,8	3,2	1,2	1,7	3,8	3,4	2,5	10,0	10,2	10,1
EU 27 <sup>e)</sup>	100,0	1,5	-0,3	0,4	3,1	2,4	1,9	9,7	10,5	10,9

a) Die Zuwachsraten sind untereinander nicht voll vergleichbar, da sie für einige Länder um Arbeitstageeffekte bereinigt sind, für andere – wie Deutschland – nicht. – b) Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – c) Standardisiert. – d) Mittel- und osteuropäische Länder: Slowakei, Slowenien, Estland, Polen, Tschechien, Rumänien, Ungarn, Bulgarien, Litauen, Lettland. – e) Summe der aufgeführten Länder. Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2011 in US-Dollar. Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbspersonen von 2011.

Quellen: Eurostat; OECD; IWF; Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

**GD Herbst 2012**

Kapazitäten und den in vielen Ländern restriktiven Kreditvergabekonditionen zunächst weiter schrumpfen und erst gegen Ende des Prognosezeitraums wieder leicht aufwärtsgerichtet sein. Dabei dürfte auch eine Rolle spielen, dass die Unternehmen wegen der schlechten Absatzperspektiven im Euroraum einen Teil der geplanten Investitionen vorerst nur zurückstellen.

Alles in allem erwarten die Institute, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr um 0,5 % sinkt und im kommenden Jahr um 0,1 % zunimmt (Tab. 2.3). Im Euroraum ohne Deutschland wird das Bruttoinlandsprodukt auch im kommenden Jahr noch um 0,3 % schrumpfen,

nach einem Rückgang um 1% in diesem Jahr. Die Arbeitslosenquote im gesamten Euroraum wird in den kommenden Monaten weiter steigen und im Jahresdurchschnitt 2012 bei 11,3 % liegen. Für das kommende Jahr ist mit einer Stabilisierung der Quote auf hohem Niveau zu rechnen, so dass der Durchschnitt 12 % betragen dürfte. Die Inflationsrate wird im weiteren Verlauf dieses Jahres nur geringfügig sinken, was unter anderem auf die zuletzt wieder gestiegenen Energiepreise und die zurückliegenden Verbrauchsteuererhöhungen zurückzuführen ist. Der Wegfall dieser Effekte dürfte bei einem nur geringen inländischen Preisdruck dazu führen, dass die Inflationsrate im Jahr 2013 auf 1,8 % sinkt.

## Zur Lage in ausgewählten Ländern Europas

### Frankreich: Sparprogramm belastet die Erholung

Die französische Wirtschaft stagniert bereits seit Herbst 2011, vor allem weil der private Konsum – traditionell eine Stütze der Expansion – nicht ausgeweitet worden ist. Im ersten Halbjahr 2012 dämpfte zudem der Außenhandel die Produktion. Während die Exporte im Zuge der Eurokrise stagnierten, nahmen die Importe weiter deutlich zu. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im August auf mehr als 3 Millionen (10,6 % der Erwerbspersonen), den höchsten Stand seit Einführung der gemeinsamen Währung. Der Preisdruck ging weiter zurück. Zuletzt betrug die Inflationsrate 2,1 %.

Das Ziel der neuen Regierung ist es, bis zum Jahr 2017 einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen. Der kürzlich veröffentlichte Budgetplan für das kommende Jahr sieht Abgabenerhöhungen und Ausgabenkürzungen in einem Volumen von rund 35 Mrd. Euro vor. Zwei Drittel dieser Summe bestehen aus Steuermehreinnahmen, die jeweils zur Hälfte von Haushalten und Unternehmen aufgebracht werden sollen. Sie sollen insbesondere Besserverdienende und Großunternehmen treffen. Auf diese Weise soll das Defizit im kommenden Jahr auf 3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gesenkt werden. Dass dieses Ziel erreicht wird, ist allerdings zweifelhaft, schon weil die Produktion langsamer expandieren dürfte als um 0,8 %, wie die Regierung unterstellt hat – die Institute rechnen lediglich mit einem Zuwachs von 0,3 %. Darüber hinaus will die französische Regierung die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen stärken. So soll ein höherer Anteil der Sozialabgaben nunmehr von den Angestellten übernommen werden. Unternehmen und Gewerkschaften verhandeln bis zum Ende des Jahres über Möglichkeiten, Arbeitskosten zu senken, Kündigungen zu vereinfachen und gleichzeitig Beschäftigungsverluste in Grenzen zu halten. Eine solche Reform würde helfen, bei Nachfragefluktuationen die Kosten schneller zu senken. Allerdings dürften Arbeitsmarktreformen, sofern sie durchgesetzt werden, erst gegen Ende des Prognosezeitraums zu wirken beginnen.

Für die zweite Hälfte des laufenden Jahres wird erwartet, dass die Produktion leicht zurückgeht. Vor allem die Investitionstätigkeit wird vorerst schwach bleiben. Im kommenden Jahr dürfte mit abnehmender Unsicherheit eine allmähliche Erholung einsetzen. Die Arbeitslosigkeit nimmt voraussichtlich weiter zu, die Inflation geht auf 1,7 % zurück.

### Italien: Konjunkturabschwung im Schatten struktureller Anpassungen

In Italien hat sich die Rezession in der ersten Jahreshälfte 2012 nochmals verschärft. Die Inlandsnachfrage ging angesichts der Belastungen durch die Maßnahmen zur fiskalischen Konsolidierung erneut kräftig zurück. So sank der private Konsum mit einer aufs Jahr hochgerechneten Rate von mehr als 2 %, und auch die Investitionen wurden wei-

ter spürbar eingeschränkt. Zuletzt verringerten sich die Impulse vom Außenbeitrag, da die Exporte nur geringfügig zulegten und die Importe in verlangsamtem Tempo schrumpften. Trotz der tiefen Rezession lag die Inflationsrate im Sommer immer noch bei mehr als 3,5 %. Getrieben wurde die Inflation durch einen Anstieg der Energiepreise von über 12 % sowie die Effekte der Mehrwertsteuererhöhung im September 2011. Die Arbeitslosenquote hat sich seit Beginn der Rezession im Sommer letzten Jahres um 2,5 Prozentpunkte auf 10,7 % (August 2012) erhöht.

Seit dem Antritt der Regierung Monti im vergangenen Herbst wurde eine Reihe von Konsolidierungsmaßnahmen initiiert, als Folge eines Rückgangs des strukturellen Defizits in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um knapp 3 Prozentpunkte dürfte das Budgetdefizit die Marke von 3 % in diesem Jahr trotz der ungünstigen Konjunkturentwicklung wieder deutlich unterschreiten. Die Primärüberschussquote liegt gemäß der Schätzung der EU-Kommission bei 3,4 %. Unter Ausschluss des Anteils des Defizits, der konjunktureller Natur ist, ergibt sich mit 4,5 % die größte strukturelle Primärüberschussquote unter den Ländern des Euro-Raums. Auch im kommenden Jahr wird der Konsolidierungskurs in Italien fortgesetzt werden. Die Institute gehen von einem restriktiven Impuls durch Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen in der Größenordnung von 2 % des Bruttoinlandsprodukts aus. Gleichzeitig wurden Strukturreformen eingeleitet, die die Wachstumskräfte stärken sollen. So wurden Gesetze verabschiedet, die einen leichteren Zugang zu den sogenannten freien Berufen ermöglichen. Verabschiedet wurden auch Maßnahmen, die darauf abzielen, den Wettbewerb in den Sektoren Energie und Verkehr zu erhöhen; diese müssen aber noch umgesetzt werden. Eine Rentenreform, die insbesondere eine Erhöhung des Renteneintrittsalters beinhaltet, verringert die implizite Staatsschuld und erhöht das Arbeitskräftepotenzial auf die mittlere Sicht. Ein zentrales Vorhaben der Arbeitsmarktreform, die Trennung zwischen einem Kern stark geschützter Beschäftigter mit unbefristeten Verträgen und der steigenden Zahl befristeter Beschäftigter ohne Schutz vor Entlassungen aufzubrechen, wurde stark verwässert und ist wohl in dieser Form nicht geeignet, die Funktionsweise des Arbeitsmarkt deutlich zu verbessern.

Vorerst deuten die Frühindikatoren auf eine Fortsetzung der Rezession hin. Die Stimmung in der Industrie und unter den Konsumenten hat sich zuletzt weiter eingetrübt. Der *Economic Sentiment Indicator* der Kommission lag im August fast wieder auf seinem Tiefststand der Krisenjahre 2008/09. Die Industrieproduktion hat ihren Abwärtstrend bis zuletzt fortgesetzt. Die inländische Nachfrage wird durch die Konsolidierungsmaßnahmen, die steigende Arbeitslosigkeit, und die schlechten Finanzierungsbedingungen der Unternehmen zunächst weiter belastet. Für den Verlauf des kommenden Jahres ist zu erwarten, dass die Inlandsnachfrage allmählich wieder zunimmt, nicht zuletzt weil mit fortschreitendem Konsolidierungserfolg auch Vertrauen an den Finanzmärkten zurückgewonnen werden kann, was zusammen mit den angekündigten Interventionen der EZB die Unsicherheit über die Zukunft Italiens im Euroraum verringern

und die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen verbessern dürfte. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Produktion 2013 allerdings nochmals, um voraussichtlich 0,9 % sinken, nach einem Rückgang um 2,2 % im laufenden Jahr. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt dürfte sich zunächst noch weiter verschlechtern, so dass die Arbeitslosenquote im Durchschnitt dieses Jahres bei 10,7 % liegen und 2013 auf 11,4 % steigen wird. Entsprechend ist im Prognosezeitraum nur ein geringer Preisdruck von der inländischen Nachfrage zu erwarten, so dass die Inflation bereits in den letzten Monaten dieses Jahres deutlich sinken und im Durchschnitt des Jahres bei 3,3 % liegen dürfte. Die bisher für dieses Jahr geplante Mehrwertsteuererhöhung um zwei Prozentpunkte wurde aufgrund der angespannten wirtschaftlichen Lage auf Juli 2013 verschoben. Diese dürfte dann nochmals einen Preisschub auslösen. Gleichwohl ist für das kommende Jahr nur mit einer Teuerungsrate von 1,9 % zu rechnen.

### Spanien: Rezession hält an

In Spanien schrumpfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal um 0,4 %. Maßgeblich dafür war der kräftige Rückgang der Binnennachfrage und hier vor allem der Investitionen. Der Außenhandel hingegen lieferte zuletzt einen positiven Beitrag. Während die Exporte trotz des schwierigen außenwirtschaftlichen Umfelds leicht expandierten, sind die Importe seit nunmehr drei Quartalen rückläufig. Seit Anfang 2008 verschlechtert sich auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt kontinuierlich. Im Juli war rund jede vierte Erwerbsperson ohne Arbeit. Obwohl der inländische Preisdruck aufgrund der schwachen Konjunktur sehr gering ist, hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise seit dem Frühjahr wieder beschleunigt, vor allem wegen gestiegener Preise für Energie und Industrierohstoffe und höherer administrierter Preise. Im August lag die Inflationsrate bei 2,7 %.

Die ambitionierten Konsolidierungspläne des Staates dämpfen die Konjunktur im laufenden Jahr stark. Einschließlich des im August beschlossenen zusätzlichen Konsolidierungspakets im Umfang von gut 13 Mrd. Euro belaufen sie sich in diesem Jahr auf insgesamt rund 62 Mrd. Euro (etwa 6 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Das Ziel für das Gesamtstaatliche Defizit im Jahr 2012 von 5,3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird dennoch deutlich verfehlt werden, auch weil beträchtliche Kosten zur Stützung der Banken anfallen. Der Entwurf für das Budget im kommenden Jahr sieht vor, den Konsolidierungskurs fortzusetzen. Die auch deswegen sinkenden realen verfügbaren Einkommen sowie die immer noch hohe Verschuldung werden die privaten Haushalte dazu veranlassen, ihren Konsum weiter einzuschränken.

Alles in allem dürfte die Produktion in der zweiten Jahreshälfte weiter merklich zurückgehen. Erst für den Verlauf des kommenden Jahres ist mit einer allmählichen Stabilisierung der Konjunktur zu rechnen. So wird der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Jahr 2012 wohl 1,5 % und im kommenden Jahr 1,2 % betragen. Der konjunkturelle Preisdruck dürfte über den gesamten Prognosezeitraum

sehr gering bleiben, weil die Lohndynamik weiter abnehmen wird und die Unternehmen aufgrund der starken Unterauslastung ihrer Produktionskapazitäten höhere Preise wohl kaum werden durchsetzen können. Gleichwohl wird die Inflation nicht so stark zurückgehen, wie es die konjunkturelle Entwicklung nahelegt, weil die Mehrwertsteuererhöhung im September und steigende administrierte Preise stark preiserhöhend wirken. Die Inflationsrate dürfte daher im laufenden Jahr bei durchschnittlich 2,4 % liegen und im Jahr 2013 auf 1,7 % sinken. Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird die Lage am spanischen Arbeitsmarkt sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr weiter verschärfen. So werden im Jahr 2012 durchschnittlich wohl knapp 25 % der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein. Im Jahr 2013 wird ihr Anteil voraussichtlich bei annähernd 27 % liegen.

### Schwache Konjunktur in Großbritannien

In Großbritannien schrumpfte die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal 2012 zum dritten Mal in Folge. Der Rückgang um 0,4 % ist vor allem auf eine starke Abnahme der Exporte (-1,1 %) und der Bruttoanlageinvestitionen (-2,7 %) zurückzuführen; lediglich die Lagerinvestitionen lieferten einen positiven Expansionsbeitrag. Allerdings wurde die Produktion durch temporäre Faktoren gedrückt, denn die Feierlichkeiten anlässlich des diamantenen Thronjubiläums führten im Juni zu Produktionsausfällen, die im dritten Quartal wieder aufgeholt werden dürften. Dies zeigt auch die Industrieproduktion, die im Juli mit einem Zuwachs von 2,9 % den Einbruch vom Vormonat bereits mehr als wettmachte. Zusätzlich dürften die Olympischen Spiele in London einen moderaten positiven Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion entfaltet haben, so dass für das dritte Quartal mit einem deutlichen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen ist.

Die konjunkturelle Grunddynamik wird sich im Prognosezeitraum hingegen wohl nur langsam beleben. Darauf weisen die Stimmungsindikatoren hin, die sich in der Mehrzahl seit Juni verschlechtert haben. Die Sparpolitik der Regierung und der Vermögensverlust durch die seit dem Ausbruch der Finanzkrise gesunkenen Häuserpreise werden die inländische Nachfrage weiter belasten. Der Außenhandel wird zunächst durch die Rezession im Euroraum gedämpft. Im nächsten Jahr dürfte eine höhere Dynamik in den asiatischen Schwellenländern die Exporte beleben – wichtige britische Handelspartner sind unter anderem China, Hongkong und Südkorea. Zudem werden die Realeinkommen im Prognosezeitraum voraussichtlich weniger stark sinken als im Vorjahr, so dass sich ein Faktor, der die private Nachfrage belastet, abschwächt. Zwar wird der Lohndruck angesichts der hohen Arbeitslosigkeit von derzeit 8,1 % auch weiterhin gering bleiben; im Dreimonatsdurchschnitt bis Juli stiegen die Löhne nur um 1,5 % im Vergleich zum Vorjahr. Allerdings hat die Inflation stark nachgelassen; im August betrug die Inflationsrate 2,5 %, während sie im vergangenen Jahr durchschnittlich bei 4,5 % gelegen hatte. Dieser Rückgang ist vor allem darauf zurückzuführen, dass der Effekt der Mehrwertsteuererhöhung von



Anfang 2011 um 2,5 Prozentpunkte weggefallen ist. Im Prognosezeitraum dürfte sich die Teuerung angesichts der schwachen Konjunktur weiter verlangsamen.

Angesichts des geringeren Preisdrucks hat die Zentralbank im Juli den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik weiter erhöht, indem sie das Ankaufprogramm für Staatsanleihen erneut erweiterte. Inzwischen beläuft es sich auf 375 Mrd. Pfund, was rund einem Viertel der britischen Wirtschaftsleistung entspricht. Zudem führte die Zentralbank das »Funding for Lending Scheme« ein, im Rahmen dessen sie Liquidität zu Zinsen unter Marktniveau zur Verfügung stellt, wobei die Refinanzierungskosten der Banken von ihrer Kreditvergabe an den Privatsektor abhängen.

Insgesamt wird das britische Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr voraussichtlich um 0,4 % sinken. Im Jahr 2013 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion aufgrund der expansiven Geldpolitik, der positiveren Entwicklung der Realinkommen sowie der Belebung der Exporte wieder expandieren (+ 0,9 %). Die Inflationsrate wird in diesem Jahr voraussichtlich bei 2,6 % liegen und 2013 auf 1,9 % fallen. Der Arbeitsmarkt zeigte sich in den vergangenen Monaten in überraschend robuster Verfassung. Die Arbeitslosenquote ist seit Jahresbeginn trotz der rückläufigen Produktion kaum gestiegen, und die Zahl der Beschäftigten nahm sogar kräftig zu. Mit anziehender Konjunktur dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt im Prognosezeitraum zunehmend aufhellen, wenngleich die Arbeitslosenquote wohl nur allmählich sinken wird.

### **Vorübergehend langsamerer Produktionsanstieg in den mittel- und osteuropäischen Ländern**

In allen Ländern der Region – einschließlich der bislang recht krisenresistenten Wirtschaft in Polen – kühlte sich die Konjunktur im ersten Halbjahr 2012 deutlich ab. Hauptgrund war die Stagnation der Nachfrage aus dem Euroraum seit der zweiten Jahreshälfte 2011. Dennoch ist das Bild nicht einheitlich: In den baltischen Ländern, in der Slowakei sowie in Polen, also dort, wo im Vorjahr noch eine kräftige Expansion zu verzeichnen war, blieb die Produktion weiterhin aufwärtsgerichtet. Hingegen befinden sich Ungarn, die Tschechische Republik und Slowenien bereits seit mehreren Quartalen in der Rezession. In diesen Ländern spielen auch pessimistischere Erwartungen der privaten Haushalte sowie eine restriktive Finanzpolitik eine Rolle. Die divergente Entwicklung ist vorwiegend auf markante Unterschiede bei der Inlandsnachfrage, und zwar sowohl beim privaten Konsum als auch bei den Investitionen, zurückzuführen. Gemeinsam ist allen betrachteten Ländern, dass die ausländischen Direktinvestitionen aufgrund einer weiterhin hohen Risikoaversion gedämpft bleiben, ähnlich wie die Überweisungen von Gastarbeitern in ihre Herkunftsländer.

Die auch in Mittel- und Osteuropa vielerorts geplante Rückführung der Defizite in den öffentlichen Haushalten wird durch

die Konjunkturertrübung erschwert. Insbesondere die Steuereinnahmen entwickeln sich verbreitet schwächer als veranschlagt, und so werden die Defizite in der Regel höher als geplant ausfallen, in einigen Ländern (Tschechische Republik, Litauen) steigen sie sogar wieder an. In Polen und Ungarn, wo die Haushaltsdefizite seit Jahren besonders hoch sind, ist allerdings nach wie vor vorgesehen, die Defizitquoten in diesem Jahr deutlich zurückzuführen. Dafür wurden in Polen das Rentensystem reformiert, die Mehrwertsteuer erhöht und die Löhne und Gehälter im öffentlichen Sektor eingefroren. In der Slowakei sind neben Strukturmaßnahmen wie der Anhebung des Renteneintrittsalters weitreichende Steuererhöhungen geplant, darunter die Aufgabe des Einheitssteuersatzes zugunsten eines progressiven Tarifs bei der Einkommensteuer.

Die Inflationsraten sind in den letzten Monaten wieder gestiegen, wozu neben der Anhebung staatlich regulierter Preise ein starker Anstieg der Lebensmittelpreise als Folge anhaltender Trockenheit beitrug. Darüber hinaus wird die Preisdynamik durch die beträchtliche Volatilität des Ölpreises beeinflusst. Verbrauchsteuererhöhungen im Zuge der Konsolidierung wirken in Ungarn, Slowenien und der Tschechischen Republik zusätzlich preistreibend. Die Notenbankzinsen sind angesichts der konjunkturellen Abschwächung in den meisten Ländern mit eigenen Währungen gesenkt worden. Für Polen ist eine Leitzinssenkung für das vierte Quartal 2012 zu erwarten.

Auf den Arbeitsmärkten hat sich die geringfügige Entspannung der vergangenen Jahre zuletzt nicht fortgesetzt. Die Arbeitslosenquoten liegen meist im zweistelligen Bereich. Die Aussichten für die Konjunktur in den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern sind gedämpft, weil die Finanzpolitik restriktiv bleibt und der Euroraum als wichtigster Absatzmarkt der Region zunächst in der Rezession verharrt. Allerdings sind einige Länder diesbezüglich stärker exponiert als andere. Während über 60 % der Exporte der Tschechischen Republik und der Slowakei in den Euroraum gehen, beläuft sich dieser Anteil in den baltischen Staaten auf weniger als 40 %.

Der Produktionszuwachs dürfte sich in der Region in diesem Jahr auf 1,3 % mehr als halbieren; im Jahr 2013 wird sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts auf rund 2,0 % wieder etwas beschleunigen. Ein Risiko für die Prognose ist die Tendenz mancher westeuropäischer Banken, ihr internationales Engagement zurückzuführen, denn diese spielen im Finanzsektor der Region als Muttergesellschaften lokaler Töchter eine sehr wichtige Rolle. Viele Banken koppeln die Vergabe neuer Kredite an die Zunahme der Spareinlagen im jeweiligen Land. Zudem verschärfen sie die Richtlinien für Kredite an Unternehmen und private Haushalte. Dies alles dürfte die Kreditfinanzierung dämpfen.

### 3. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

#### Überblick

Die Eurokrise belastet die deutsche Konjunktur. Im zurückliegenden Frühjahr führten die Regierungskrise in Griechenland und das Bekanntwerden eines deutlich erhöhten Abschreibungsbedarfs bei spanischen Banken dazu, dass die Unsicherheit über die Zukunft des Euroraums wieder zunahm. Neben der sich eintrübenden Weltkonjunktur drückte dies die Zuversicht der Unternehmen in Deutschland; so haben sich die ifo Geschäftserwartungen seit April 2012 von Monat zu Monat verschlechtert und befanden sich zuletzt auf dem niedrigsten Stand seit der Rezession 2008/2009. Die ungünstigen Erwartungen schlugen sich insbesondere in den Unternehmensinvestitionen nieder. Diese waren trotz unverändert günstiger Finanzierungsbedingungen im ersten Halbjahr 2012 rückläufig. Moderat aufwärtsgerichtet blieben hingegen angesichts einer weiter zunehmenden Beschäftigung und steigender verfügbarer Einkommen die privaten Konsumausgaben. Beide Faktoren stimulierten auch die Wohnungsbauinvestitionen, die zudem von den historisch niedrigen Hypothekenzinsen profitierten.

Die deutschen Ausfuhren konnten sich angesichts des sich verschlechternden weltwirtschaftlichen Umfelds bisher recht gut behaupten. Sie waren in der ersten Jahreshälfte um 2,3 % höher als im Halbjahr zuvor. Dies ist im längerfristigen Vergleich zwar eine niedrige Rate, jedoch nahm im gleichen Zeitraum der Welthandel noch schwächer zu. Offenbar profitierten die deutschen Exporteure davon, dass sich aufgrund der Abwertung des Euro ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit bis zuletzt deutlich verbessert hat. Jüngst war sie so

günstig wie noch nie seit der Gründung der Europäischen Währungsunion. Ungeachtet der schwächeren Weltwirtschaft leistete die Außenwirtschaft bisher einen positiven Beitrag zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts, da zugleich die Einfuhren – insbesondere wohl aufgrund der Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen – nur sehr verhalten ausgeweitet wurden.

Derzeit weist vieles darauf hin, dass sich die gesamtwirtschaftliche Expansion gegen Jahresende abschwächt. So waren die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe bis zuletzt in der Tendenz rückläufig, und der Order-Capacity-Index ist inzwischen deutlich gefallen. Auch sprechen die ungünstigen Erwartungen der Unternehmen für weiterhin sinkende Ausrüstungs- und gewerbliche Bauinvestitionen. Einem Rückgang der Nachfrage steht aber entgegen, dass aufgrund der günstigen Arbeitsmarktlage die Lohneinkommen wohl weiterhin deutlich zunehmen werden. Zudem sind Investitionen in Wohneigentum nach wie vor attraktiv. Alles in allem erwarten die Institute für 2012 eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,8 % (Tab. 3.1).

Damit dürfte die deutsche Wirtschaft mit geringer Dynamik in das kommende Jahr hineingehen (Tab. 3.2). Die Unternehmensinvestitionen werden voraussichtlich zunächst gedämpft bleiben. Zudem werden die Exporte wohl nur verhalten expandieren, da der Euroraum sich vorerst nicht aus der Rezession lösen dürfte und die Nachfrage aus den USA durch eine deutlich restriktivere Finanzpolitik gedämpft wird. Impulse sind hingegen für die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte zu erwarten, wenn zum Jahresbeginn 2013 – wie von den Instituten unterstellt – der Beitragssatz

**Tab. 3.1**  
**Eckdaten der Prognose für Deutschland**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Reales Bruttoinlandsprodukt (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	1,1	- 5,1	4,2	3,0	0,8	1,0
Erwerbstätige <sup>a)</sup> (1 000 Personen)	40 348	40 370	40 603	41 164	41 627	41 775
Arbeitslose (1 000 Personen)	3 258	3 415	3 238	2 976	2 892	2 903
Arbeitslosenquote BA <sup>b)</sup> (in %)	7,8	8,1	7,7	7,1	6,8	6,8
Verbraucherpreise <sup>c)</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	2,6	0,3	1,1	2,3	2,0	2,1
Lohnstückkosten <sup>d)</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	2,3	6,2	-1,5	1,2	2,8	1,8
Finanzierungssaldo des Staates <sup>e)</sup> in Mrd. Euro	- 1,8	- 73,0	- 103,6	- 19,7	2,0	- 0,2
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	- 0,1	- 3,1	- 4,1	- 0,8	0,1	0,0
Leistungsbilanzsaldo in Mrd. Euro	153,6	140,6	150,7	146,6	166,7	166,5
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	6,2	5,9	6,0	5,7	6,3	6,1

<sup>a)</sup> Im Inland. – <sup>b)</sup> Arbeitslose in % der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß der Bundesagentur für Arbeit). – <sup>c)</sup> Verbraucherpreisindex (2005 = 100). – <sup>d)</sup> Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmerstunde bezogen auf das reale Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde. – <sup>e)</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

**GD Herbst 2012**

**Tab. 3.2**  
**Quartalsdaten zur Entwicklung der Verwendungskomponenten des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>a)</sup>**  
 Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %

	2010				2011				2012				2013			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Private Konsumausgaben	0,2	0,8	0,3	0,6	0,7	-0,5	1,3	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3
Öffentlicher Konsum	1,5	-1,4	1,2	0,1	0,1	0,6	0,2	0,5	0,2	0,2	0,4	0,2	0,3	0,2	0,6	0,1
Ausrüstungen	4,5	5,7	4,1	1,6	0,9	1,1	1,6	-0,3	-0,9	-2,3	0,3	-0,9	-0,5	0,2	2,0	2,5
Bauten	-1,9	6,9	-0,6	-2,9	7,2	-0,4	-0,7	1,4	-0,8	-0,3	1,0	1,2	0,5	0,4	0,8	0,8
Sonstige Anlagen	-0,2	0,5	1,5	0,9	0,9	0,2	1,6	2,0	-1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Vorratsinvestitionen <sup>b)</sup>	1,0	0,3	-0,4	0,2	-0,2	1,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Inländische Verwendung	1,6	1,5	0,2	0,3	0,9	1,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,5	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6
Außenbeitrag <sup>b)</sup>	-0,8	0,8	0,5	0,2	0,3	-0,7	0,3	0,0	0,7	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Exporte	3,0	6,5	1,3	2,0	2,7	0,5	2,1	-0,5	1,2	2,5	0,6	0,0	0,9	1,3	1,5	1,6
Importe	5,7	5,5	0,2	1,6	2,3	2,2	1,7	-0,4	-0,2	2,1	1,0	0,6	1,0	1,2	1,6	1,8
Bruttoinlandsprodukt	0,7	2,2	0,7	0,6	1,2	0,5	0,4	-0,1	0,5	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5

<sup>a)</sup> Saison- und kalenderbereinigte Werte. – <sup>b)</sup> Beitrag zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten (Lundberg-Komponenten).

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

zur gesetzlichen Rentenversicherung und die Einkommensteuer gesenkt werden.

Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich die deutsche Konjunktur beleben, sofern sich die Lage im Euroraum – wie unterstellt – allmählich entspannt und die Weltwirtschaft stärker Fahrt aufnimmt. In einem so verbesserten Umfeld dürften die günstigen Finanzierungsbedingungen stärker zum Tragen kommen. In der zweiten Hälfte des kommenden Jahres wird der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts voraussichtlich wieder über der Potenzialrate liegen. Für den Jahresdurchschnitt erwarten die Institute gleichwohl nur einen Zuwachs um 1,0 %.

Bei der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt zunächst kaum noch verbessern. Der Anstieg der Erwerbstätigkeit hat sich im Verlauf dieses Jahres spürbar verlangsamt. Die Arbeitslosigkeit nimmt seit dem Frühjahr sogar in der Tendenz leicht zu, nicht zuletzt weil sich, auch aufgrund einer verstärkten Zuwanderung, das Erwerbspersonalpotenzial rascher erhöht. Im Prognosezeitraum wird die Arbeitsnachfrage wohl kaum zunehmen, worauf unter anderem die seit Jahresbeginn rückläufige Zahl offener Stellen hindeutet. Da allerdings Fachkräfte weiterhin gesucht sind, erwarten die Institute, dass es trotz der schwächeren gesamtwirtschaftlichen Expansion nicht zu einem Beschäftigungsabbau kommt, sondern dass die Unternehmen versuchen, ihr Personal zu halten. Dabei dürften Überstunden abgebaut und Arbeitszeitkonten vor-

übergehend geleert werden. Die Arbeitslosigkeit dürfte aber vorerst nicht sinken, da der Nettozuzug von Arbeitskräften aus dem Ausland wohl anhalten wird. Im Verlauf des kommenden Jahres belebt sich die Arbeitsnachfrage nur leicht, da zunächst Produktivitätsgewinne realisiert werden dürften. Da die Arbeitszeit ebenfalls leicht steigt, beschleunigt sich die Beschäftigungszunahme nur wenig. Die Arbeitslosenquote wird in beiden Jahren des Prognosezeitraums 6,8 % betragen.

Trotz der sich abschwächenden Konjunktur hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Verlauf des Jahres 2012 nur wenig verlangsamt. Aufgrund anziehender Rohölpreise hat sich die Inflation zuletzt sogar wieder etwas beschleunigt. Die Kerninflation (ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) sank hingegen im Verlauf dieses Jahres leicht und betrug im August 1,3 %. Für den Prognosezeitraum erwarten die Institute, dass der preistreibende Effekt der gestiegenen Rohstoffpreise – die für die Prognose als real konstant angenommen werden – ausläuft, während der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb stärker wird. Insbesondere erhöhen sich die Lohnstückkosten beschleunigt. Alles in allem ist mit einer Inflationsrate von 2,0 % in diesem und 2,1 % im kommenden Jahr zu rechnen.

Die Struktur der gesamtwirtschaftlichen Expansion ist derzeit recht abgabenergiebig, da die Bruttolöhne und -gehälter und die nominalen privaten Konsumausgaben deutlich zulegen. Dadurch sind die Einnahmen des Staates bis zu-

**Kasten 3.1****Zur Veränderung der Prognose gegenüber dem Frühjahr 2012**

Die Institute hatten in ihrem Frühjahrgutachten für das Jahr 2012 mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,9 % gerechnet. Im Einzelnen war erwartet worden, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion nach dem Durchlaufen einer Schwäche-phase im Herbst und Winter ab dem Frühjahr wieder Fahrt aufnimmt und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung steigt. Dieser Einschätzung lag die Diagnose zugrunde, dass sich die ausgeprägte Unsicherheit bei Investoren und Verbrauchern bezüglich der Schuldenkrise wieder verringert habe, wofür zum damaligen Zeitpunkt Stimmungsindikatoren wie die Geschäftserwartungen der Unternehmen oder das Konsumklima sprachen. Allerdings dürfe es nicht, so die Warnung in der Risikoansprache der Prognose, zu einem erneuten Vertrauensverlust auf den Kapitalmärkten kommen. Die maßgeblichen Impulse für die Konjunktur sollten wie schon in den beiden vergangenen Jahren von der inländischen Verwendung kommen, und hier vor allem von den Investitionen und den privaten Konsumausgaben. Beim Export wurde aufgrund der schwachen Konjunktur im restlichen Euroraum hingegen nur mit einer zögerlichen Belebung gerechnet; der Außenhandel sollte – anders als noch im Jahr 2011 – keinen positiven Beitrag zum Anstieg des BIP liefern.

Im vorliegenden Herbstgutachten wird die Prognose für die jahresdurchschnittliche Zuwachsrate des realen BIP mit 0,8 % geringfügig nach unten revidiert (Tab. 3.3). Dabei stellt sich allerdings das konjunkturelle Verlaufsmuster inzwischen deutlich anders dar. Den aktuellen Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge hat das reale BIP bereits zu Jahresanfang sehr kräftig expandiert; anregende Impulse kamen vor allem vom Außenhandel. Seit dem Frühjahr hat die gesamtwirtschaftliche Expansion an Tempo verloren. Abermals war es im Euroraum im Gefolge der Staatsschuldenkrise zu Vertrauensverlusten gekommen. Zudem schwächte sich die Weltkonjunktur – anders als im Frühjahr erwartet – wieder ab.

Die erneute Verschärfung der Schulden- und Vertrauenskrise hat vor allem die Investitionstätigkeit gedämpft, die Absatz- und Gewinnerwartungen der Unternehmen sind inzwischen deutlich zurückgenommen worden. Bei den Ausrüstungsinvestitionen wird im vorliegenden Gutachten nunmehr ein Minus erwartet. Auch die Prognose der Bauinvestitionen wurde herabgesetzt. Für den Gewerbebau und mehr noch für den öffentlichen Bau wird jetzt im Jahresdurchschnitt ein Rückgang prognostiziert. Für die Investitionen in Wohnbauten wird zwar weiterhin ein Anstieg erwartet, allerdings ein geringerer als im Frühjahr. Keine großen Änderungen gab es bei den Prognosen des privaten und des öffentlichen Konsums sowie bei der Veränderung der Vorratsinvestitionen. Alles in allem trägt

**Tab. 3.3****Prognose und Prognosekorrektur für das Jahr 2012**

Verwendung des realen Bruttoinlandsprodukts

	Frühjahrgutachten		Herbstgutachten		Prognosekorrektur für 2012	
	Prognosewerte für 2012		Prognosewerte für 2012		Differenz der Wachstumsraten bzw. -beiträge	
	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>a)</sup>	Veränderung in % gegenüber Vorjahr	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>a)</sup>	Spalte (3) abzüglich Spalte (1)	Spalte (4) abzüglich Spalte (2)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inlandsnachfrage	1,1	1,0	0,2	0,2	-0,9	-0,8
Privater Konsum	0,9	0,5	1,0	0,8	0,1	0,1
Staatlicher Konsum	1,3	0,3	1,2	0,2	-0,1	-0,1
Ausrüstungen	3,3	0,2	-2,7	-0,2	-6,0	-0,4
Bauten	2,3	0,2	-0,2	0,0	-2,5	-0,1
Sonstige	5,2	0,1	3,0	0,0	-2,2	-0,1
Anlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen	-	-0,3	-	-0,4	-	-0,1
Außenbeitrag	-	-0,1	-	0,6	-	0,7
Ausfuhr	3,1	1,4	3,7	1,7	0,6	0,3
Einfuhr	3,7	-1,5	2,8	-1,2	-0,9	0,3
Bruttoinlandsprodukt	0,9	0,9	0,8	0,8	-0,1	-0,1
<i>Nachrichtlich:</i>						
Bruttoinlandsprodukt USA	2,2	-	2,1	-	-	-
Bruttoinlandsprodukt Euroraum	-0,3	-	-0,5	-	-	-
Welthandel	4,4	-	2,1	-	-	-
Verbraucherpreise	2,3	-	2,0	-	-	-

<sup>a)</sup> Beiträge der Nachfragekomponenten zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (Lundberg-Komponenten). Der Wachstumsbeitrag einer Nachfragekomponente ergibt sich aus der Wachstumsrate gewichtet mit dem nominalen Anteil des Aggregats am Bruttoinlandsprodukt aus dem Vorjahr. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. Angaben für das Bruttoinlandsprodukt: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quelle: Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2012

## Fortsetzung Kasten 3.1

die inländische Verwendung nach der gegenwärtigen Prognose im Jahresdurchschnitt 2012 mit 0,2 Prozentpunkten nur wenig zum Anstieg des realen BIP bei, im Frühjahrsgutachten war hingegen mit einem Beitrag von 1,0 Prozentpunkten gerechnet worden.

Vom Außenhandel geht dagegen im laufenden Jahr ein stärkerer Impuls auf die Produktion aus, als im Frühjahr prognostiziert worden war. Der Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Expansion dürfte mit 0,6 Prozentpunkten genauso hoch wie im Jahr 2011 ausfallen. Die Zuwachsrate der Exporte wurde im vorliegenden Herbstgutachten heraufgesetzt, die der Importe heruntergenommen.

Für das Jahr 2013 wurde die Prognose für den Anstieg des realen BIP deutlich nach unten revidiert. Aufgrund der verschlechterten Weltkonjunktur und der weiter virulenten Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Winterhalbjahr 2012/2013 nur wenig zunehmen. Auch für den restlichen Prognosezeitraum wird jetzt mit einem geringeren konjunkturellen Anstiegstempo gerechnet. Die jahresdurchschnittliche Zuwachsrate des realen BIP im Jahr 2013 veranschlagen die Institute auf 1,0 %; dies bedeutet gegenüber dem Frühjahrsgutachten eine Revision um einen Prozentpunkt nach unten.

GD Herbst 2012

letzt kräftig gestiegen. Zudem ist die Finanzpolitik in diesem Jahr restriktiv ausgerichtet. Vor diesem Hintergrund erwarten die Institute für 2012 einen ausgeglichenen Staatshaushalt. Im kommenden Jahr dürfte sich die Haushaltssituation nicht weiter verbessern, zumal der Konsolidierungskurs voraussichtlich unterbrochen wird.

Die vorliegende Einschätzung der deutschen Konjunktur basiert auf der Annahme, dass sich die Lage im Euroraum im Verlauf des Prognosezeitraums allmählich stabilisiert und dadurch die Zuversicht insbesondere der Investoren zurückkehrt. Dies ist indes keineswegs gesichert. Sollte sich die Lage im Euroraum weiter verschlechtern, würde die deutsche Wirtschaft über mehrere Kanäle getroffen. Erstens würde die Nachfrage aus dem Euroraum stärker sinken als hier unterstellt, und dies würde auch auf die Wirtschaft anderer Länder und damit auf deren Importnachfrage ausstrahlen. Schwächere Absatzerwartungen schlugen zudem aller Erfahrung nach negativ auf die Unternehmensinvestitionen durch. Zweitens würden fortgesetzte Turbulenzen im Euroraum den Außenwert des Euro wohl wieder belasten. Dies steigert für sich genommen zwar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure, zugleich aber nähme aufgrund steigender Einfuhrpreise der Inflationsdruck im Inland zu. Drittens würde die Kreditwürdigkeit der Krisenländer des Euroraums weiter leiden. Die hieraus resultierenden Auswirkungen auf Deutschland hängen allerdings ganz davon ab, in welcher Weise sich die Situation verschärft. Bleibt die Lage ähnlich unsicher wie bisher, dann könnte die Rolle Deutschlands als sicherer Hafen gestärkt werden und dadurch die Zinsen hierzulande für eine längere Zeit sehr niedrig bleiben. Halten hingegen die Anleger eine Insolvenz der Krisenländer für immer wahrscheinlicher, dann dürfte auch Deutschlands Kreditwürdigkeit leiden. Zudem ist zu erwarten, dass die EZB bei fortgesetzten erheblichen Turbulenzen in immer stärkerem Maße Staatsanleihen im Rahmen ihrer Outright Monetary Transactions (OMT) kauft, wodurch die Inflationserwartungen bereits im Prognosezeitraum steigen könnten, was sich in den Kapitalmarktzinsen niederschlagen würde.

Je nach Verlauf der Krise und der Markterwartungen können einzelne der angesprochenen Faktoren die deutsche Konjunktur kurzzeitig sogar anregen. Jedoch dürften über den gesamten Prognosezeitraum gesehen die Abwärtsrisi-

ken überwiegen, und die Gefahr ist groß, dass auch Deutschland in eine Rezession geriete. Darauf deuten auch die Konfidenzbänder hin, die die Institute basierend auf den Prognosefehlern in der Vergangenheit berechnen. Für dieses Jahr liegt das 68 %-Intervall in dem recht engen Korridor zwischen 0,6 % und 1,0 %. Für 2013 liegt das Intervall zwischen -0,5 % und +2,5 %, schließt also die Möglichkeit einer Rezession ein.

## Rahmenbedingungen und Annahmen für die Prognose

### Weltwirtschaftliches Umfeld und monetäre Rahmenbedingungen

Die Prognose beruht auf folgenden Annahmen: Rohöl (Sorte Brent) kostet im Durchschnitt dieses Jahres 112 und im kommenden Jahr 111 US-Dollar pro Barrel. Der Welthandel nimmt 2012 um 2 % und im Jahr 2013 um 4 % zu. Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar liegt im Prognosezeitraum bei 1,30. Die EZB wird den Hauptrefinanzierungssatz gegen Ende dieses Jahres um 0,25 Prozentpunkte senken und ihn bis Ende 2013 auf dem Niveau von 0,5 % belassen. Ferner beruht die vorliegende Prognose – wie im internationalen Teil ausgeführt – auf der Annahme, dass die Eurokrise nicht eskaliert, sondern sich allmählich entspannt.

### Sehr günstiges monetäres Umfeld

Die monetären Rahmenbedingungen sind für Deutschland außerordentlich günstig, sie haben sich im vergangenen Halbjahr sogar weiter leicht verbessert. So hat die EZB den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,75 % gesenkt; ferner sind die Kreditzinsen und die Anleiherenditen für den nichtfinanziellen Sektor gesunken und liegen auf historisch tiefen Niveaus. Darüber hinaus haben die Verspannungen an den Finanzmärkten etwas abgenommen.

Die Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Konsumenten sowie für Wohnungsbauinvestitionen sind allesamt gesunken. Unternehmen mussten im August durchschnittlich nur 3,5 % Zinsen auf ihren Kreditbestand

zahlen, nach 3,8 % im Februar dieses Jahres. Die Kreditzinsen für Konsumenten verringerten sich im gleichen Zeitraum um 30 Basispunkte auf 5,7 %, und die Zinsen für Wohnungsbaukredite sanken um 10 Basispunkte auf 4,3 %.

Trotz der sehr niedrigen Zinsen sind die Kreditaggregate nur verhalten gestiegen. Etwas stärker als das Volumen der ausstehenden Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben im Verlauf des ersten Halbjahres die Kredite an private Haushalte zugelegt. Dies gilt vor allem für die Wohnungsbaukredite, die sich im Durchschnitt der Monate Mai bis August mit einer laufenden Jahresrate von 2,4 % erhöhten, nachdem sie zuvor über mehrere Quartale stagniert hatten.

Das Kreditangebot dürfte hierzulande – anders als in den Krisenländern des Euroraums – derzeit keinen nennenswerten Restriktionen unterliegen. Darauf deuten Umfrageergebnisse unter Banken und Unternehmen hin. Aus dem *Bank Lending Survey* der Deutschen Bundesbank geht hervor, dass im zweiten Quartal 2012 per saldo nur eine geringe Zahl der Banken ihre Kreditvergabestandards für Unternehmen verschärfte bzw. eine Verschärfung für die kommenden drei Monate erwartete. Zudem zeigt die ifo Kredithürde, dass sich der Anteil der Unternehmen, die über eine restriktive Kreditvergabe seitens der Banken berichten, auf einem sehr niedrigen Niveau befindet; der Anteil ist in den vergangenen Monaten nur geringfügig gestiegen. Auch bei den kleinen und mittleren Unternehmen deuten Umfrageergebnisse der EZB darauf hin, dass Bankkreditgesuche von Unternehmen in Deutschland seltener abgelehnt werden als zuvor und auch in geringerem Umfang als in anderen Ländern des Euroraums.

Am Anleihemarkt haben sich die Finanzierungsbedingungen weiter verbessert. Die durchschnittliche Umlaufrendite von Anleihen der öffentlichen Hand sank von 1,6 % im März auf 1,2 % im September. Die Renditen von Bankschuldverschreibungen gingen um 70 Basispunkte zurück und notierten im September bei 1,3 %. Auch die Renditen für Unternehmensanleihen sanken zwischenzeitlich spürbar, sie waren zuletzt mit 3,9 % aber wieder ähnlich hoch wie vor einem halben Jahr.

Im Prognosezeitraum werden sich die monetären Rahmenbedingungen leicht verschlechtern, sie bleiben jedoch sehr günstig. Zwar ist die Geldpolitik aus Sicht der deutschen Volkswirtschaft weiterhin sehr expansiv ausgerichtet. Im Zuge der für die Prognose unterstellten allmählichen Entspannung an den europäischen Finanzmärkten dürften die Kapitalmarktzinsen in Deutschland aber leicht anziehen, da sich die privaten Kapitalzuflüsse verlangsamen dürften, die daraus resultieren, dass Deutschland als sicherer Hafen bewertet wird.

### **Finanzpolitik unterbricht Konsolidierungskurs im kommenden Jahr**

Der im Jahr 2011 eingeleitete restriktive Kurs der Finanzpolitik wird im Jahr 2012 beibehalten. So entfallen nach

dem Auslaufen der Konjunkturprogramme die Investitionsimpulse vonseiten der öffentlichen Hand. Zudem laufen Abschreibungsvergünstigungen für Unternehmen aus, und bei den Rentenzahlungen werden vormals unterbliebene Kürzungen verrechnet. Restriktiv wirken zudem Ausgabenkürzungen im Rahmen arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen sowie das Auslaufen der Eigenheimzulage. Dem steht allerdings gegenüber, dass der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung zum 1. Januar 2012 um 0,3 Prozentpunkte gesenkt wurde. Alles in allem fällt der restriktive finanzpolitische Impuls im laufenden Jahr mit 0,5 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt etwas geringer aus als im Jahr 2011.

Im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik annähernd konjunktural neutral ausgerichtet sein. Einerseits werden verschiedene Abgaben gesenkt und Leistungen ausgeweitet. So wirkt insbesondere die weitere Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung um 0,6 Prozentpunkte zum 1. Januar 2013 anregend. Die Institute unterstellen zudem, dass das Gesetz zum Abbau der kalten Progression zu Beginn des kommenden Jahres in Kraft tritt. Darüber hinaus werden Pflegeleistungen ausgeweitet. Andererseits laufen die Eigenheimzulage und die Abschreibungsvergünstigungen aus dem Konjunkturpaket aus. Auch wirken die Anhebung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung um 0,1 Prozentpunkte zu Jahresbeginn sowie Einsparungen bei den Gebietskörperschaften für sich genommen dämpfend.

## **Die Entwicklung im Einzelnen**

### **Vorerst Flaute im Außenhandel**

Trotz des ungünstigen weltwirtschaftlichen Umfelds blieb der Außenhandel bis zur Jahresmitte recht lebhaft. So legten die Ausfuhren im zweiten Quartal deutlich zu, sie stiegen um 2,5 % gegenüber dem Vorquartal. Auch die Einfuhren expandierten mit einer Rate von 2,1 % kräftig, nachdem sie im Winterhalbjahr 2011/2012 noch zurückgegangen waren. Aus dem Außenhandel ergab sich ein Beitrag von 0,3 Prozentpunkten zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts.

Stimulierend auf die Exporte dürfte insbesondere die hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit gewirkt haben, die sich aufgrund der Abwertung des Euro weiter verbesserte. Außerdem haben die Exporteure wohl davon profitiert, dass sie eine starke Marktpräsenz in den Schwellenländern aufgebaut haben. So hat der Anteil der Ausfuhren in den Euroraum an den Gesamtexporten seit dem Jahr 2007 von rund 44 % auf zuletzt weniger als 38 % abgenommen, während der Anteil der Ausfuhren in den asiatischen Raum von knapp 12 % auf mehr als 16 % gesteigert wurde. Dadurch ist es den Exporteuren leichter gefallen, die nachlassende Nachfrage aus dem Euroraum zu kompensieren. Dies zeigte sich auch im zweiten Quartal, in dem ein wesentlicher Impuls aus Asien kam, während die nominalen Warenausfuhren in den Euroraum zurückgingen. Dabei hat sich der Handelsbilanzüberschuss mit dem übrigen Euroraum nahezu halbiert, während sich das Defizit mit den asiatischen Handels-

partnerländern kontinuierlich verringert hat (Abb. 3.1). Zuletzt ergab sich im Handel mit den asiatischen Ländern sogar ein Überschuss.

In der zweiten Jahreshälfte dürften die Ausfuhren wegen der schwächeren Weltkonjunktur deutlich an Dynamik verlieren. So waren die ifo Exporterwartungen im September 2012 zum zweiten Mal in Folge im Minus. Auch die Unternehmenszuversicht in den Abnehmerländern war stark rückläufig. Für das dritte Quartal lassen die vorliegenden Werte für die nominalen Ausfuhren und der recht hohe Auftragsbestand erwarten, dass die Exporte noch leicht um 0,6 % zulegen. Im vierten Quartal dürften sie dann stagnieren.

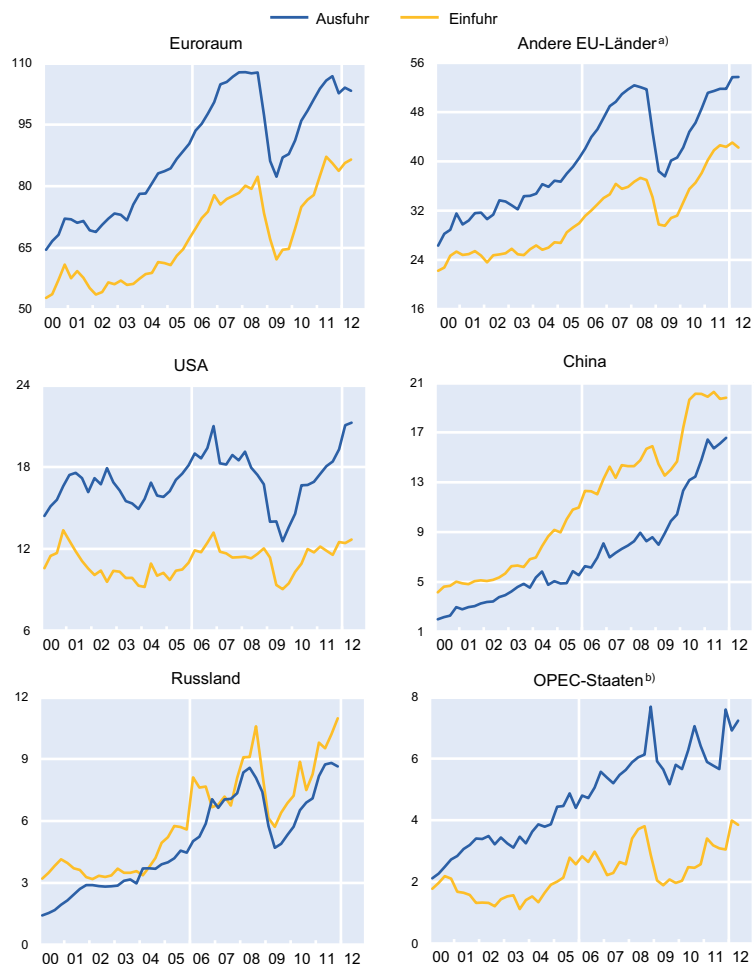
Im kommenden Jahr dürften die Ausfuhren im Verlauf etwas an Schwung gewinnen. So wird sich die wirtschaftliche Aktivität in den Schwellenländern wohl wieder etwas beschleunigen, ferner dürfte die Konjunktur im Euroraum allmählich Tritt fassen. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wird sich im kommenden Jahr hingegen leicht verschlechtern und somit keine zusätzlichen Impulse liefern. Die zurückliegende Abwertung des Euro wird jedoch noch eine Zeit lang nachwirken. Alles in allem werden die Ausfuhren im laufenden Jahr wohl um 3,7 % zulegen (Abb. 3.2). Für das kommende Jahr rechnen die Institute mit einem Anstieg von 3,8 %.

Die Importe dürften im zweiten Halbjahr 2012 ebenfalls nur verhalten expandieren. Zum einen wird der Bedarf an Vorleistungsgütern aufgrund des geringen Exportzuwachses wohl kaum zunehmen, zum anderen dürften die Einfuhren durch die rückläufige Nachfrage nach Investitionsgütern gedämpft werden. Für das kommende Jahr ist mit einer beschleunigten Zunahme der Einfuhren zu rechnen, da sich sowohl die Binnenkonjunktur als auch der Export beleben dürften. Alles in allem werden die Importe im laufenden Jahr wohl um 2,8 % und im kommenden Jahr um 4,6 % zulegen (Abb. 3.3).

Vor diesem Hintergrund wird der Außenbeitrag den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr um 0,6 Prozentpunkte erhöhen, im Jahr 2013 wird er leicht dämpfend wirken (Tab. 3.4).

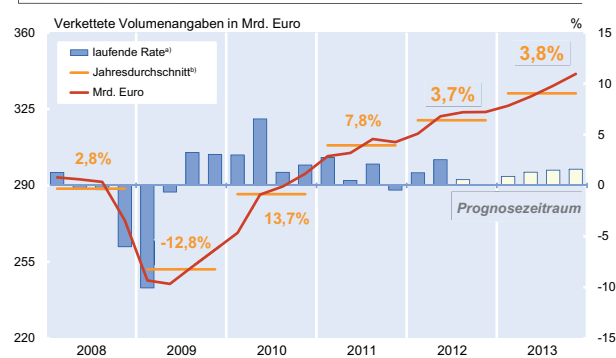
Die Importpreise sind im zweiten Quartal im Zuge rückläufiger Rohstoffnotierungen leicht gesunken, nachdem sie sich im ersten Quartal noch kräftig erhöht hatten. Die vorliegenden Werte für die Einfuhrpreise im Spezialhandel deuten darauf hin, dass der Deflator der Einfuhren im dritten Quartal deutlich niedriger war.<sup>9</sup> Im weiteren Verlauf dürften die Preise für Importgüter mit der Belebung der Binnenkonjunktur

**Abb. 3.1**  
**Außenhandel Deutschlands nach Ländern und Regionen**  
Spezialhandel; saisonbereinigte Quartalswerte in Mrd. Euro



<sup>a)</sup> Polen, Ungarn, Tschechien, Lettland, Litauen, Bulgarien, Dänemark, Rumänien, Schweden, Großbritannien.  
<sup>b)</sup> Algerien, Libyen, Nigeria, Venezuela, Irak, Iran, Saudi-Arabien, Kuwait, Katar, Vereinigte Arabische Emirate, Indonesien.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute. GD Herbst 2012

**Abb. 3.2**  
**Reale Exporte**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



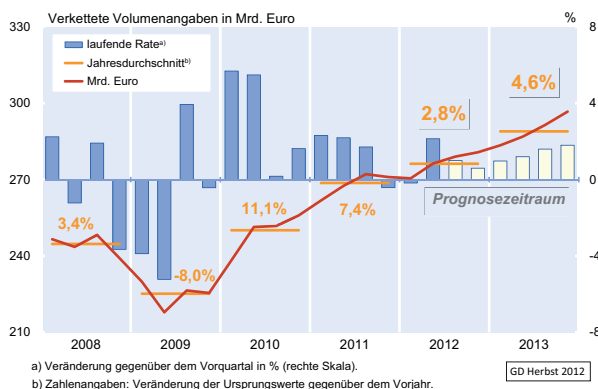
a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute. GD Herbst 2012

<sup>9</sup> Dabei muss berücksichtigt werden, dass die Preisstatistik des Spezialhandels mit einer Zeitverschiebung von einem Monat in die Deflatorrechnung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen eingeht.

**Abb. 3.3**

**Reale Importe**

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
 b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
 Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

leicht aufwärtsgerichtet sein. Im laufenden Jahr werden die Importpreise wohl um 1,2 % und im Jahr 2013 um 0,7 % steigen.

Der Preisrückgang für Energie- und Industrierohstoffe spiegelt sich auch in den Exportpreisen wider, die im zweiten Quartal deutlich langsamer zulegen als im Vorquartal. Für das dritte Quartal deuten die Angaben für den Spezialhandel darauf hin, dass sich der Deflator der Ausfuhren kaum verändert hat. Im weiteren Prognosezeitraum dürften die Exporteure mit der leichten Belebung des Welthandels die steigenden Lohnstückkosten zunehmend an ihre Kunden weiterreichen. Alles in allem werden die Exportpreise sowohl im laufenden als auch im kommenden Jahr wohl um rund 1 % zulegen. Damit werden die Terms of Trade in diesem

Jahr leicht zurückgehen und sich im kommenden Jahr etwas verbessern (Tab. 3.5).

**Ausrüstungsinvestitionen erholen sich nur zögerlich**

Die Ausrüstungsinvestitionen sind bis zur Jahresmitte 2012 bereits drei Quartale in Folge gesunken, zuletzt sogar beschleunigt. Zwar waren die Finanzierungsbedingungen günstig. Aber im Zuge der weltweiten Konjunkturschwäche haben sich die Absatz- und Gewinnerwartungen der Unternehmen deutlich eingetrübt, zudem ist die industrielle Kapazitätsauslastung in Deutschland jüngst unter ihren langjährigen Durchschnitt gesunken. Außerdem hat die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Krise im Euroraum offenbar dazu geführt, dass geplante Investitionsvorhaben zurückgestellt oder eingeschränkt wurden. Hierfür spricht auch, dass die Streuung bei den Unternehmenserwartungen in den vergangenen Monaten kontinuierlich gestiegen ist.<sup>10</sup>

Auch in den kommenden Monaten wird die Investitionskonjunktur gedämpft bleiben. Zwar lagen die Umsätze der Investitionsgüterhersteller im Inland im Durchschnitt der Monate Juli und August über dem Stand im zweiten Quartal. Gleichwohl sind die konjunkturellen Risiken immer noch recht hoch, so dass sich die Erwartungen der Unternehmen weiter eingetrübt haben. Für das Winterhalbjahr wird die Exportindustrie wegen des schwachen Welthandels ihre Absatz- und Gewinnaussichten wohl deutlich nach unten korrigieren. Die Impulse von den konsumnahen Unternehmen werden wegen der dort nur durchschnittlich ausgelasteten Kapazitäten vorerst schwach sein. Vor diesem Hintergrund werden die gewerblichen Investoren nach wie vor abwartend agieren und hauptsächlich Ersatz- und Rationalisierungsmaßnahmen tätigen.

**Tab. 3.4**

**Beiträge der Verwendungskomponenten zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>a)</sup> in Prozentpunkten**

	2011	2012	2013
Konsumausgaben	1,2	0,8	0,9
Private Haushalte <sup>b)</sup>	1,0	0,6	0,6
Staat	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	1,1	-0,2	0,3
Ausrüstungen	0,5	-0,2	0,0
Bauten	0,6	0,0	0,3
Sonstige Anlagen	0,0	0,0	0,0
Vorratsveränderungen	0,2	-0,4	-0,1
Inländische Verwendung	2,4	0,2	1,1
Außenbeitrag	0,6	0,6	-0,1
Exporte	3,7	1,9	2,0
Importe	-3,1	-1,3	-2,1
<b>Bruttoinlandsprodukt<sup>c)</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>

a) Lundberg-Komponenten, Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. – b) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. – c) Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2012 und 2013: Prognose der Institute.  
**GD Herbst 2012**

Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich die Investitionstätigkeit allmählich beleben. Die Absatzaussichten der Unternehmen dürften sich bei dem wieder etwas kräftiger steigenden Welthandel und den aufwärtsgerichteten Konsumausgaben aufhellen. Daneben wird sich annahmegemäß die Unsicherheit in den Unternehmen bezüglich der Eurokrise allmählich verringern. Bei dann wieder steigender Kapazitätsauslastung werden die Unternehmen die zurückgestellten Investitionen zügig nachholen. Die Finanzierungsbedingungen bleiben

<sup>10</sup> Bachmann et al. verwenden die Streuung bei den Unternehmenserwartungen als Unsicherheitsmaß und kommen zu dem Ergebnis, dass sich eine Zunahme der Unsicherheit bei Unternehmern negativ auf die wirtschaftliche Aktivität auswirkt. Vgl. Bachmann, R., S. Elstner und E. Sims (2012), »Uncertainty and Economic Activity: Evidence From Business Survey Data«, American Economic Journal: Macroeconomics, im Erscheinen.



**Tab. 3.5**  
**Indikatoren zur Außenwirtschaft<sup>a)</sup>**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						
Exporte, real	2,8	- 12,8	13,7	7,8	3,7	3,8
Waren	2,3	- 15,7	15,4	8,7	3,7	3,7
Dienstleistungen	6,2	4,3	5,1	2,9	4,1	4,6
Importe, real	3,4	- 8,0	11,1	7,4	2,8	4,6
Waren	3,7	- 8,6	12,4	8,2	2,7	4,5
Dienstleistungen	2,0	- 5,3	5,9	4,1	3,2	5,1
Terms of Trade	- 1,5	3,8	- 2,1	- 2,2	- 0,2	0,2
in Mrd. Euro						
Außenbeitrag, nominal	155,8	116,9	138,9	131,7	146,8	147,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>b)</sup>	153,6	140,6	150,7	146,6	166,7	166,5

<sup>a)</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. – <sup>b)</sup> In der Abgrenzung der Zahlungsbilanzstatistik.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

**GD Herbst 2012**

angesichts niedriger Zinsen und nahezu unveränderter Kreditkonditionen gut. Im Jahresdurchschnitt dürften die Ausrüstungsinvestitionen im laufenden Jahr um 2,7 % sinken. Im Jahr 2013 nehmen sie aufgrund des Unterhangs nur um 0,2 % zu (Abb. 3.4).

### Gespaltene Baukonjunktur

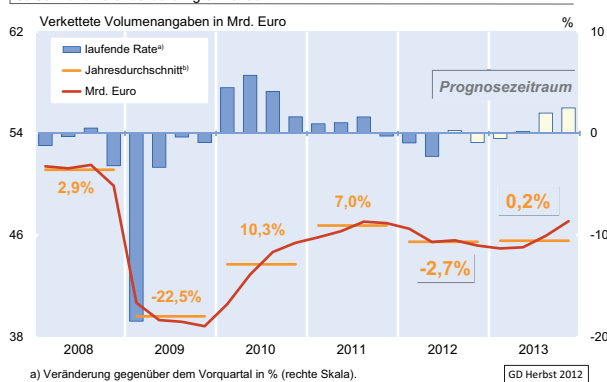
Die Bauinvestitionen verliefen in der ersten Hälfte dieses Jahres schwach. Dabei sind unterschiedliche Tendenzen in den einzelnen Bausparten zu beobachten. So wurden die Investitionen in Wohnbauten rascher ausgeweitet als im Halbjahr zuvor. Förderlich wirkten die nach wie vor robuste Arbeitsmarktlage, die günstigen Einkommensaussichten und die niedrigen Zinsen; auch die »Flucht in Sachwerte« dürfte eine Rolle gespielt haben. Dagegen hat sich bei den gewerblichen Investoren im Nichtwohnungsbau – ähnlich wie bei den Ausrüstungsinvestitionen – Attentismus eingestellt. Die öffentlichen Bauinvestitionen sanken deutlich, nachdem die Konjunkturprogramme ausgelaufen waren. Die Wohnungsbauinvestitionen bleiben bei unverändert günstigen

Zinsen und Einkommensaussichten im gesamten Prognosezeitraum aufwärtsgerichtet. Dafür spricht der hohe und bis zuletzt gestiegene Auftragsbestand im Wohnungsbau. Auch die Baugenehmigungen, die einen längeren Vorlauf als die Auftragseingänge aufweisen, stützen diese Prognose. Dabei verstärkt sich der zuletzt beobachtete Wechsel der Impulsgeber von den privaten Haushalten hin zu Wohnungsunternehmen und Immobilienfonds weiter. So signalisieren die Baugenehmigungen für den Prognosezeitraum einen kräftigen Anstieg des Neubaus von Mehrfamilienhäusern bzw. Wohngebäuden mit Eigentumswohnungen. Zudem stützen der Ausbau und die Modernisierung des Bestandes die Wohnungsbauinvestitionen. Sie dürften im Jahr 2013 um 3,8 % steigen, nach 2,8 % in diesem Jahr.

Die gewerblichen Bauinvestitionen werden wohl erst im Verlauf des nächsten Jahres zunehmen. Dafür sprechen die Auftragseingänge und die Auftragsbestände im Wirtschaftsbau, die bis zum aktuellen Rand rückläufig waren. Nach den starken baulichen Erweiterungen im vergangenen Jahr dürfte insbesondere das Verarbeitende Gewerbe weniger investieren als zuvor, zumal die Kapazitätsauslastung sowohl in der exportabhängigen Investitionsgüterindustrie als auch bei den Konsumgüterproduzenten zuletzt gesunken ist. Allerdings dürften die Rückgänge im gewerblichen Hochbau im Winterhalbjahr etwas geringer ausfallen als bei den Ausrüstungen; hierfür spricht die große Zahl der bereits erteilten Baugenehmigungen. Im späteren Verlauf des Jahres 2013 dürften die Investitionen in Wirtschaftsbauten infolge der anziehenden Konjunktur und der weiterhin sehr günstigen Finanzierungsbedingungen wieder kräftig ausgeweitet werden. Die gewerblichen Bauinvestitionen nehmen in diesem Jahr um knapp 1 % ab, im nächsten Jahr dürften sie um 0,4 % steigen.

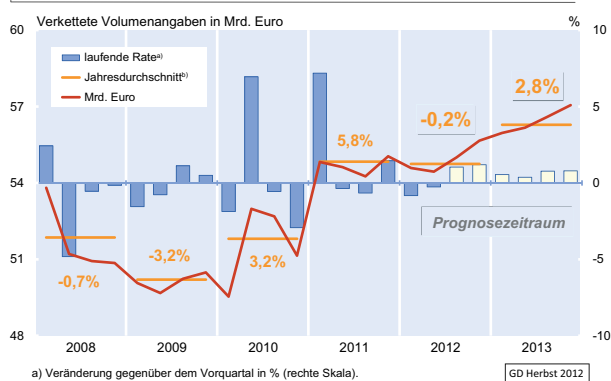
Der öffentliche Bau wurde zu Beginn dieses Jahres erheblich zurückgefahren, nachdem die Konjunkturpakete ausgelaufen waren. Zwar dürften mit der Entspannung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte im zweiten Halbjahr wieder deutlich mehr Investitionen getätigt werden. Dafür sprechen

**Abb. 3.4**  
**Reale Investitionen in Ausrüstungen**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



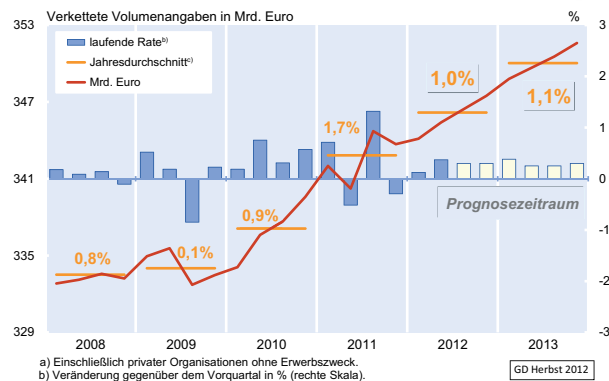
a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

**Abb. 3.5**  
**Reale Bauinvestitionen**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

**Abb. 3.6**  
**Reale Konsumausgaben der privaten Haushalte<sup>a)</sup>**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.  
b) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
c) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

die gestiegenen Auftragsbestände im Straßenbau und im sonstigen Tiefbau. Die im ersten Halbjahr eingetretenen Einbußen können damit aber nicht annähernd kompensiert werden. Hierzu trägt bei, dass die Steuermehreinnahmen mit einer erheblichen regionalen Spreizung anfallen, so dass die strukturelle Unterfinanzierung vieler Kommunen ein Problem bleibt.<sup>11</sup> Dies wird dazu beitragen, dass die öffentlichen Bauinvestitionen auch im nächsten Jahr nur moderat steigen. Die öffentlichen Bauherren dürften ihre Investitionen im laufenden Jahr um etwa 11 % einschränken. Im Jahr 2013 ergibt sich aufgrund des statistischen Überhangs eine Zunahme um 4,3 %.

Die Bauinvestitionen insgesamt dürften 2013 um 2,8 % zulegen, nach einer annähernden Stagnation in diesem Jahr (Abb. 3.5 und Tab. 3.6).

**Privater Konsum profitiert von günstigen Einkommensperspektiven**

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte expandierten bis zur Jahresmitte 2012 nur sehr verhalten. Sie nahmen im ersten Halbjahr lediglich um 0,2 % zu und damit deutlich langsamer als im vorangegangenen Halbjahr (Abb. 3.6). Maßgeblich hierfür war der verlangsamte Anstieg der real verfügbaren Einkommen, zu dem die schwache Zunahme der

Gewinn- und Vermögenseinkommen der privaten Haushalte beitrug.

Im Prognosezeitraum dürften die real verfügbaren Einkommen wieder stärker zulegen. Die Bruttolohn- und -gehaltssumme nimmt voraussichtlich um 4,0 % (2012) und 3,2 % (2013) zu, wobei die Verlangsamung im Jahr 2013 allein aus dem schwächeren Beschäftigungsaufbau resultiert. Netto ergibt sich in diesem Jahr ein Zuwachs von 3,9 %. Im kommenden Jahr wird der Bruttoanstieg zwar geringer ausfallen; da der Einkommensteuertarif angepasst und die Beitragssätze zur Sozialversicherung per saldo gesenkt werden, ergibt sich netto aber ein Plus von 3,4 %. Die Einkommen der privaten Haushalte aus Unternehmertätigkeit und Vermögen dürften im laufenden Jahr um 2,3 % und im nächsten Jahr aufgrund der sich bessernden Konjunktur um 2,8 % zulegen; dies ist aber immer noch deutlich niedriger als der langfristige Durchschnitt. Die monetären Sozialleistungen steigen um 1,1 % bzw. 1,7 %. Die Expansion der Transfer-einkommen im Prognosezeitraum rührt von den höheren Rentenbezügen her.

Insgesamt nehmen die nominal verfügbaren Einkommen in diesem Jahr um 2,5 % und im nächsten Jahr um 2,9 % zu. Nach Abzug der Inflation (gemessen am Deflator des privaten Verbrauchs) ergibt sich ein realer Kaufkraftzuwachs von 1,0 % (2012) und 1,1 % (2013). Bei der von den Instituten für die Prognose unterstellten konstanten Sparquote<sup>12</sup> der privaten Haushalte resultiert ein gleich hoher Zuwachs des privaten Verbrauchs.

**Tab. 3.6**  
**Reale Bauinvestitionen**

	2011	2009	2010	2011	2012	2013
	Anteil in %	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Wohnungsbau	56,5	-2,6	4,6	6,3	2,8	3,8
Nichtwohnungsbau	43,5	-3,9	1,4	5,2	-4,0	1,5
Gewerblicher Bau	30,6	-6,8	1,6	8,1	-0,9	0,4
Öffentlicher Bau	12,9	2,8	1,1	-1,0	-11,2	4,3
Bauinvestitionen	100,0	-3,2	3,2	5,8	-0,2	2,8

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute, 2012 und 2013: Prognose der Institute.

**GD Herbst 2012**

<sup>11</sup> Vgl. Wolff, S. (2012), »Trotz verbesserter Einnahmesituation kein Abbau des Investitionsstaus in Sicht – Ergebnisse des KfW-Kommunalpanels 2011«, KfW Economic Research, Fokus Volkswirtschaft, Nr. 4.

<sup>12</sup> Im Frühjahr waren die Institute noch von einer Sparquote von 11 % ausgegangen. Nach der Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird sie nunmehr saisonbereinigt mit 10,4 % ausgewiesen. Mit der Revision ist jedoch nur eine Niveaushiftung zutage getreten, am Muster einer seit über einem Jahr praktisch konstanten privaten Sparquote hat sich nichts geändert.

**Binnenwirtschaftlicher Preisauftrieb verstärkt sich**

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich in den vergangenen Monaten vorübergehend leicht abgeschwächt, er verringerte sich von 2,3 % im Februar auf 1,7 % im Juli. Ausschlaggebend hierfür war der deutliche Rückgang der Rohölnotierungen, in Euro gerechnet verbilligte sich Rohöl in diesem Zeitraum um knapp 15 % (laufende Jahresrate). Zuletzt erhöhte sich die Inflationsrate insbesondere wegen des gestiegenen Rohölpreises wieder und lag im September bei 2,0 %. Der um die Einflüsse der Energiepreise bereinigte Anstieg der Verbraucherpreise nahm seit März um 0,2 Prozentpunkte auf 1,4 % (August) ab.

Für den Prognosezeitraum erwarten die Institute einen weiterhin moderaten Preisauftrieb. Allerdings kommt es zu spürbaren Verschiebungen bei den Triebkräften. So nehmen die preistreibenden Impulse von internationaler Seite ab, weil annahmegemäß der Anstieg der Preise für importierte Energierohstoffe geringer ausfallen wird und die schwache Auslandskonjunktur – insbesondere im übrigen Euroraum – auch für andere Einfuhrgüter preisdämpfend wirken dürfte. Demgegenüber ist mit einem stärkeren binnenwirtschaftlichen Preisauftrieb zu rechnen. Die Lohnstückkosten steigen bereits seit Mitte 2011 deutlich, und die Unternehmen werden diesen Anstieg der Kosten voraussichtlich an die Verbraucher weitergeben, wenn die Auslastung der Produktionskapazitäten wieder zunimmt. Darüber hinaus werden administrierte Preise angehoben. So ist mit einem deutlichen Anstieg der Strompreise zu rechnen: Die Umlage aus dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) dürfte Anfang 2013 um etwa 1,5 Cent auf 5 Cent erhöht werden.<sup>13</sup> Allein dieser Effekt würde bei vollständiger Überwälzung an die privaten Haushalte deren Stromkosten um etwa 7 % erhöhen; bei einem Anteil der Ausgaben für Strom an den gesamten Verbrauchsausgaben von 2,5 % dürfte die Inflationsrate entsprechend um etwa 0,2 Prozentpunkte steigen. Preistreibend wirkt ferner die erneute Anhebung der Tabaksteuer und weiterer administrierter Preise.

Vor diesem Hintergrund dürften die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2012 um 2,0 % und 2013 um 2,1 % steigen

(Abb. 3.7). Bereinigt um den Einfluss von Energieträgern dürfte sich der Warenkorb um 1,6 % in diesem und um 2,0 % im kommenden Jahr verteuern.

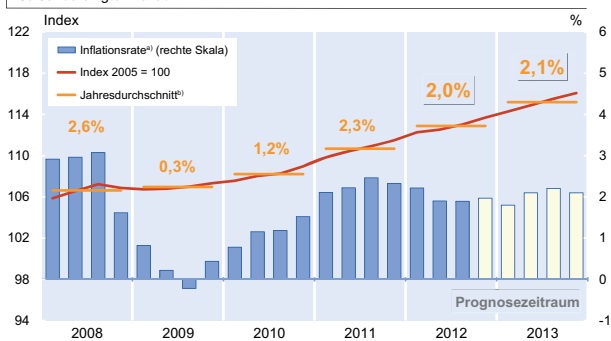
**Produktionsanstieg schwächt sich weiter ab**

Die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion hat sich im Verlauf des ersten Halbjahrs leicht abgeschwächt. So erhöhte sich die Bruttowertschöpfung insgesamt um 0,4 % im zweiten Quartal nach 0,5 % im ersten. Im Produzierenden Gewerbe allerdings verlangsamte sich die Dynamik deutlicher, was vor allem an dem zuletzt ausgeprägten Rückgang im Baugewerbe lag, der auch auf die baunahen Dienstleistungen ausstrahlte. Der Dienstleistungssektor insgesamt zeigte sich robust, hier nahm die Wertschöpfung mit nahezu unverändertem Tempo um rund 1 % gegenüber dem Vorhalbjahr zu.

Im dritten Quartal dieses Jahres dürfte sich die Expansion mit nahezu unverändertem Tempo fortgesetzt haben (Tab. 3.7). So nahm die Industrieproduktion deutlich zu; sie lag im Durchschnitt der Monate Juli und August um 1,3 % über dem Vorquartalswert. Zwar hat die Produktion des Bauhauptgewerbes im Durchschnitt der ersten beiden Quartalsmonate stagniert, für die Wertschöpfung des Bausektors ist insgesamt aber mit einem Zuwachs zu rechnen, da der Wohnungsbau insbesondere dem Ausbaugewerbe Impulse verliehen haben dürfte. In vielen Dienstleistungsbereichen zeichnet sich eine verlangsamte Gangart ab. So lagen die Einzelhandelsumsätze in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals unter dem Durchschnitt des vorherigen Quartals. Das ifo Geschäftsklima für das Dienstleistungsgewerbe signalisiert ebenfalls eine schwächere Expansion. Im vierten Quartal dürfte der Produktionsanstieg zum Stillstand kommen. So haben sich die ifo Geschäftserwartungen bis zuletzt eingetrübt. Auch die Auftragseingänge in der Industrie waren weiter abwärtsgerichtet. Alles in allem erwarten die Institute für das Jahr 2012 einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 0,8 %.

Im kommenden Jahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion zunächst nur verhalten zunehmen. Die wohl weiterhin hohe Unsicherheit über die Lage im Euroraum und die vorerst noch schwache Konjunktur in wichtigen Abnehmerländern dürften insbesondere die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe dämpfen. Die Bauproduktion wird voraussichtlich aufwärtsgerichtet bleiben, da der Wohnungsbau weiter von den niedrigen Hypothekenzinsen gestützt wird und der gewerbliche Bau von einem günstigeren Investitionsumfeld profitiert. Zudem dürfte sich die Wertschöpfung der konsumnahen Dienstleister wie Einzelhandel und Kfz-Handel aufgrund der anziehenden Konsumkonjunktur beschleunigen. Im weiteren Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich der Welthandel allmählich beleben und die Ver-

**Abb. 3.7**  
**Verbraucherpreise in Deutschland**  
Saisonbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 4. Quartal 2012: Prognose der Institute.

<sup>13</sup> Prognosen der Übertragungsnetzbetreiber kommen zu einem Anstieg der EEG-Umlage auf mehr als 5 Cent im Jahr 2013. Vgl. Frondel, M., C. M. Schmidt und N. aus dem Moore (2012), »Die Energiewende und der Strompreis: Von Gewinnern und Verlierern«, ifo Schnelldienst 65(15), 3–8.

**Tab. 3.7**  
**Bruttoinlandsprodukt und Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen**

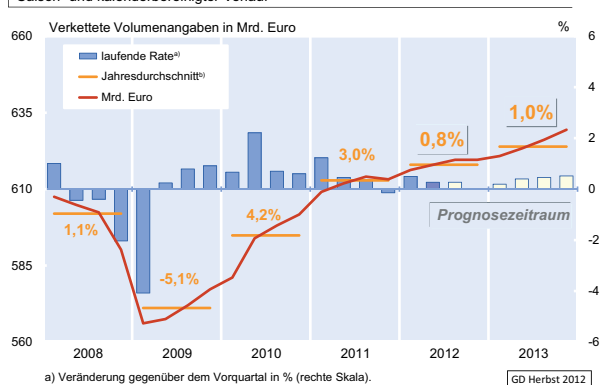
	2012		Prognose für 2012	
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Ursprungswerte			
	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in %			
Bruttoinlandsprodukt	1,7	0,5	0,4	0,7
darunter:				
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	1,8	0,8	0,7	0,9
darunter:				
Produzierendes Gewerbe ohne Bau	1,1	-1,4	-0,9	0,6
Verarbeitendes Gewerbe	2,2	-1,5	-1,3	0,0
Energie- und Wasserversorgung	-5,6	0,0	2,4	3,8
Baugewerbe	1,0	-1,6	0,2	-0,3
Handel, Gastgewerbe, Verkehr	2,6	1,0	0,0	-0,2
Unternehmensdienstleistungen	4,2	3,1	2,8	1,9
Information und Kommunikation	3,4	3,2	2,6	2,1
Finanzen und Versicherungen	2,2	5,2	0,2	1,4
Wohnungswesen	1,8	1,5	2,0	2,4
Sonstige Dienstleister	1,2	0,7	1,1	0,8
Öffentliche Dienstleister	0,8	1,1	1,2	1,1
	Saison- und kalenderbereinigte Werte			
	Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %			
Bruttoinlandsprodukt	0,5	0,3	0,3	0,0
darunter:				
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	0,5	0,4	0,3	0,0
darunter:				
Produzierendes Gewerbe ohne Bau	0,4	0,3	0,9	-0,4
Verarbeitendes Gewerbe	0,4	0,1	0,7	-0,4
Energie- und Wasserversorgung	0,3	1,4	2,2	-0,4
Baugewerbe	0,6	-0,7	0,3	0,6
Handel, Gastgewerbe, Verkehr	0,1	0,7	-0,2	-0,3
Unternehmensdienstleistungen	1,5	0,3	0,4	-0,1
Information und Kommunikation	0,6	0,3	0,7	0,6
Finanzen und Versicherungen	0,7	3,5	-3,0	0,5
Wohnungswesen	1,1	0,1	0,6	0,6
Sonstige Dienstleister	0,5	-0,4	0,5	0,3
Öffentliche Dienstleister	0,0	0,5	0,3	0,4

Quellen: Statistisches Bundesamt; 3. und 4. Quartal 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

**Abb. 3.8**

**Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



unsicherung der Investoren nachlassen, was insbesondere die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe fördern wird. Alles in allem erwarten die Institute eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2013 um 1,0 % (Abb. 3.8).

### Reallohnanstieg setzt sich fort

Der Tariflohnanstieg beschleunigte sich zuletzt weiter. Während die tariflichen Stundenverdienste im zweiten Halbjahr 2011 um 1,9 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum zugelegt hatten, stiegen sie im ersten Halbjahr 2012 um 2,3 %. Der Effektivlohnanstieg verlangsamte sich indes spürbar, von 3,6 % auf 2,3 %. Folglich verringerte sich die Lohndrift auf nunmehr null. Offenbar stehen die Effektivver-

dienste unter dem Einfluss der jüngsten konjunkturellen Abschwächung, während sich die gute Wirtschaftslage der Jahre 2010 und 2011 erst jetzt bei den Tariflöhnen bemerkbar macht, die aufgrund der zeitlichen Staffelung der Tarifverträge mit deutlicher Verzögerung auf das wirtschaftliche Umfeld reagieren.

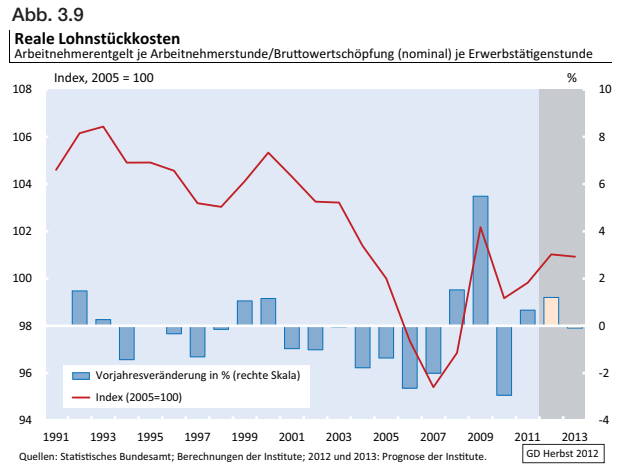
Die Tarifrunde 2012 ist zwar noch nicht abgeschlossen; die ausstehenden Verhandlungen bis Ende dieses Jahres werden allerdings kaum noch Einfluss auf das Jahresergebnis haben. Auf Basis der bisherigen Tarifabschlüsse erwarten die Institute einen Zuwachs der tariflichen Stundenverdienste um 2,7 %. Im kommenden Jahr stehen zunächst Tarifverhandlungen für den öffentlichen Dienst der Länder an; mit dem Bauhauptgewerbe, dem Einzel- und Großhandel sowie der Metall- und Elektroindustrie folgen im Frühjahr weitere große Branchen. Die Institute veranschlagen für das gesamte Jahr 2013 einen Anstieg von 2,8 %.

Effektiv dürften die Stundenverdienste in diesem Jahr mit 2,9 % etwas stärker steigen als die Tariflöhne. Dabei spielen die zunehmenden Knappheiten am Arbeitsmarkt eine Rolle, zudem stehen in diesem Jahr deutlich weniger Arbeitstage zur Verfügung als im Vorjahr. Für nächstes Jahr ist mit einem Anstieg um ebenfalls 2,9 % zu rechnen. Die Arbeitskosten nehmen in beiden Jahren etwas weniger stark zu, weil die Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung sinken. Da die Produktivität in diesem Jahr rückläufig ist (-0,2 %), werden die nominalen Lohnstückkosten mit 2,8 % recht kräftig anziehen. Im nächsten Jahr dürften sie merklich langsamer zunehmen (1,8 %), da die Produktivität im Zuge der sich bessernden Konjunktur wohl wieder steigen wird. Die realen Lohnstückkosten – auf Basis der Bruttowertschöpfung – werden in diesem Jahr um 1,2 % steigen und im kommenden Jahr um 0,1 % sinken. Sie streben somit in diesem Jahr gegen das Niveau, das vor den Arbeitsmarktreformen der »Agenda 2010« vorherrschte (Abb. 3.9). Dies ist ein Hinweis darauf, dass der strukturelle Anpassungsprozess am Arbeitsmarkt, den die Reformen ausgelöst haben, allmählich ausläuft. Von dieser Seite gehen im Prognosezeitraum also geringere Impulse auf die Arbeitsnachfrage aus als in den vergangenen Jahren.

**Deutlich verlangsamer Beschäftigungsaufbau**

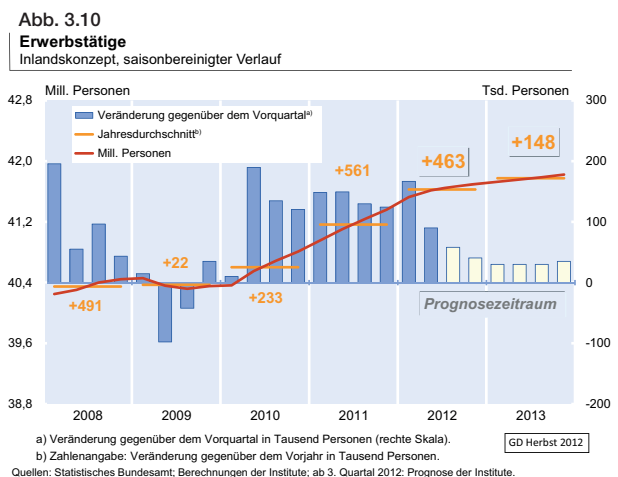
Die konjunkturelle Verlangsamung, die in der zweiten Jahreshälfte 2011 eingesetzt hat, macht sich zunehmend am Arbeitsmarkt bemerkbar. Zwar stieg die Erwerbstätigkeit im bisherigen Jahresverlauf spürbar, allerdings mit abnehmendem Tempo. Im zweiten Quartal nahm die Zahl der Er-

<sup>14</sup> Nach vorläufigen Angaben auf Basis des Ausländerzentralregisters liegen die monatlichen Nettozuzüge aus denjenigen mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedsländern, für die im Mai 2011 die Freizügigkeitsbeschränkung aufgehoben wurde (EU-8), mit durchschnittlich 4 500 Personen weiterhin um rund 70 % über jenen aus der Zeit unmittelbar vor dem Wegfall, vgl. Bundesamt für Migration und Flüchtlinge (2012), Wanderungs- und Freizügigkeitsmonitoring: Migration nach Deutschland (Stand 30. Juni 2012).

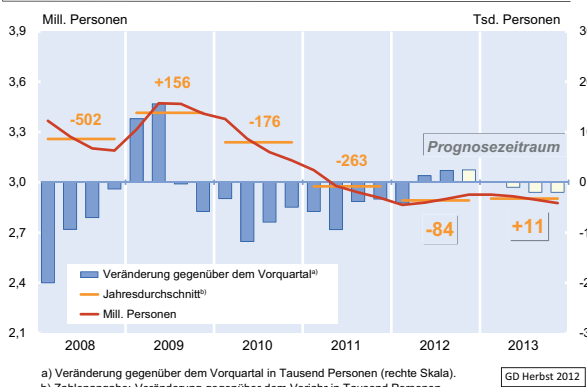


werbstätigen um 90 000 zu; in den zwei Jahren zuvor hatte die Zunahme bei durchschnittlich 145 000 je Quartal gelegen. Trotz dieses Beschäftigungsanstiegs hat sich die Arbeitslosigkeit erhöht; sie lag im September um 54 000 Personen über ihrem Tiefstand vom März. Maßgeblich hierfür ist, dass das Angebot an Arbeitskräften weiter zugenommen hat. Zum einen dürfte die Erwerbsbeteiligung von Älteren zugelegt haben, zum anderen hat eine verstärkte Zuwanderung aus Mittel- und Osteuropa und – wenn auch in deutlich geringerem Umfang – aus den Krisenländern des Euroraums das Arbeitsangebot erhöht.<sup>14</sup> Außerdem ist die Zahl der Teilnehmer an arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen – auch im Zuge der jüngsten Einsparungsbemühungen im Bereich der aktiven Arbeitsmarktpolitik – deutlich zurückgegangen. Vor diesem Hintergrund sank die Unterbeschäftigung, die neben den Arbeitslosen auch Personen in arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen umfasst, seit März um 60 000 Personen.

Für das zweite Halbjahr des laufenden Jahres zeichnet sich eine weitere Abschwächung des Stellenaufbaus ab. Sowohl das ifo Beschäftigungsbarometer als auch der Zugang der Zahl der offenen Stellen sind in der Tendenz weiter rückläufig. Zudem ist die Leiharbeit, mit der Unternehmen zeitnah auf die konjunkturelle Lage reagieren können, jüngst unter

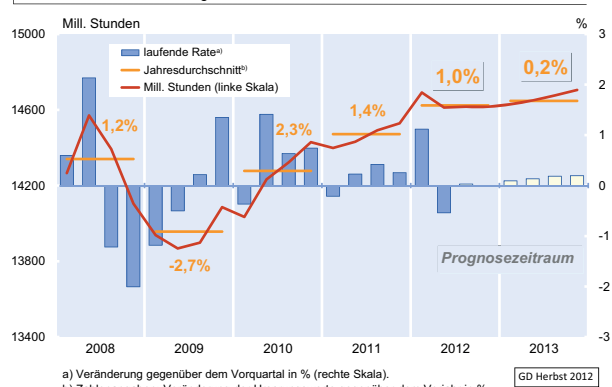


**Abb. 3.11**  
**Arbeitslose**  
Saisonbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Tausend Personen (rechte Skala).  
b) Zahlenangabe: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Tausend Personen.  
Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute; ab 4. Quartal 2012: Prognose der Institute.

**Abb. 3.12**  
**Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen im Inland**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



a) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
b) Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in %.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2012: Prognose der Institute.

das Vorjahresniveau gefallen. Für das Jahr 2012 dürfte sich ein Zuwachs der Erwerbstätigkeit von 463 000 ergeben (Abb. 3.10). Die Zahl der Arbeitslosen wird im restlichen Jahresverlauf weiter zunehmen. Ausschlaggebend hierfür ist das steigende Arbeitsangebot. Aufgrund des statistischen Unterhangs aus dem vergangenen Jahr ergibt sich im Jahresdurchschnitt ein leichter Rückgang der Arbeitslosigkeit um 84 000 auf 2,89 Mill. (Quote: 6,8 %) (Abb. 3.11).

Im kommenden Jahr dürfte die Arbeitsnachfrage gleichsowie schwach bleiben. Von konjunktureller Seite sind erst im späteren Jahresverlauf nennenswerte Impul-

se zu erwarten. Zugleich dürften vonseiten der Arbeitskosten geringere Anregungen ausgehen als in den vergangenen Jahren. Infolgedessen steigt das Arbeitsvolumen im Jahr 2013 nur wenig (Abb. 3.12). Da die allmählich bessere Auftragslage der Unternehmen auch zu einem Überstundenaufbau führt und Arbeitszeitkonten gefüllt werden dürften, steigt die durchschnittliche Arbeitszeit im Jahresverlauf; jahresdurchschnittlich ergibt sich dennoch ein leichter Rückgang um 0,2 %. Vor diesem Hintergrund bleibt der Beschäftigungsaufbau verhalten, und die Erwerbstätigkeit steigt um 0,4 % bzw. 148 000 Personen (Tab. 3.8).

**Tab. 3.8**  
**Arbeitsmarktbilanz**  
Jahresdurchschnitte in 1 000 Personen

	2009	2010	2011	2012	2013
Arbeitsvolumen Inland (Mill. Stunden)	55 827	57 111	57 887	58 493	58 589
Erwerbstätige Inländer	40 323	40 566	41 116	41 578	41 729
Arbeitnehmer	35 852	36 073	36 578	37 017	37 163
darunter:					
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	27 487	27 779	28 471	28 995	29 202
Marginal Beschäftigte	5 936	5 883	5 763	5 640	5 591
darunter:					
Minijobs	4 906	4 881	4 864	4 781	4 752
Ein-Euro-Jobs <sup>a)</sup>	280	260	166	126	106
Selbständige	4 471	4 493	4 539	4 561	4 566
darunter:					
geförderte Selbständige <sup>b)</sup>	145	155	136	71	20
Pendlersaldo	48	37	48	49	46
Erwerbstätige Inland	40 370	40 603	41 164	41 627	41 775
Arbeitslose	3 415	3 238	2 976	2 892	2 903
Arbeitslosenquote BA <sup>c)</sup>	8,1	7,7	7,1	6,8	6,8
Erwerbslose <sup>d)</sup>	3 228	2 946	2 502	2 314	2 241
Erwerbslosenquote <sup>e)</sup>	7,4	6,8	5,8	5,3	5,1
Kurzarbeit	1 144	503	148	125	135

a) Arbeitsgelegenheiten mit Mehraufwandsentschädigung. – b) Gründungszuschüsse, Leistungen zur Eingliederung von Selbständigen und Einstiegsgeld. – c) Arbeitslose in % der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß Bundesagentur für Arbeit). – d) Definition der ILO. – e) Erwerbslose in % der inländischen Erwerbspersonen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

Inwieweit dies die Zahl der Arbeitslosen beeinflusst, hängt von der weiteren Entwicklung des Arbeitsangebots ab. Hierbei sind zwei Faktoren zu berücksichtigen. Zum einen dürfte sich die Zuwanderung aus den EU-Partnerländern zwar fortsetzen, jedoch mit vermindertem Tempo.<sup>15</sup> Zum anderen schrumpft die heimische Bevölkerungszahl beschleunigt.<sup>16</sup> Alles in allem wird das Erwerbspersonenpotenzial voraussichtlich leicht zurückgehen. Die Zahl der Arbeitslosen dürfte somit im Jahresverlauf wieder sinken; im Jahresdurchschnitt ergibt sich ein geringfügiger Anstieg um 11 000 auf 2,90 Mill. (Quote: 6,8 %).

### Konjunkturelle Abkühlung erreicht Ostdeutschland

Die Konjunktur in Ostdeutschland hat sich im Jahr 2012 deutlich verlangsamt. Vor allem die Industrie hat an Schwung verloren; die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe wird wohl auf dem Niveau des Vorjahres verharren. Auch die Bauproduktion dürfte in etwa stagnieren. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im Jahr 2012 mit 0,3 % deutlich schwächer expandieren als in Westdeutschland.<sup>17</sup> Auch im Jahr 2013 dürfte das Bruttoinlandsprodukt mit 0,5 % aufgrund der Branchenstruktur sowie der rückläufigen und alternden Bevölkerung langsamer zunehmen als in Westdeutschland.

Die Zahl der Erwerbstätigen wird im Jahr 2012 den Vorjahresstand voraussichtlich um 0,2 % und im Jahr darauf um etwa 0,1 % übertreffen. Damit fällt die Zunahme der Erwerbstätigkeit deutlich geringer aus als in Westdeutschland. Maßgeblich hierfür ist der niedrigere Produktionsanstieg in Ostdeutschland; hinzu kommt, dass hier weiter etwas stärkere Produktivitätsgewinne realisiert werden. Die registrierte Arbeitslosigkeit dürfte im Jahr

<sup>15</sup> Zwar dürfte die Zuwanderung aus den Krisenländern des Euroraums im nächsten Jahr aufgrund der sich fortsetzenden Verschlechterung der dortigen Arbeitsmarktlage weiter zunehmen. Zudem soll das jüngst von der Bundesagentur für Arbeit und dem Bundesministerium für Arbeit und Soziales entwickelte Sonderprogramm »Förderung der beruflichen Mobilität von ausbildungsinteressierten Jugendlichen und arbeitslosen jungen Fachkräften aus Europa« (Start: Januar 2013) jungen Menschen aus Europa die Arbeits- und Ausbildungsaufnahme in Deutschland gezielt erleichtern. Allerdings dürfte die Zuwanderung aus den EU-8-Staaten, die nach Wegfall der Freizügigkeitsbeschränkung im Mai 2011 sprunghaft gestiegen war, von Jahr zu Jahr geringer ausfallen (vgl. Baas, T. und H. Brücker (2010), Wirkungen der Zuwanderungen aus den neuen mittel- und ost-europäischen EU-Staaten auf Arbeitsmarkt und Gesamtwirtschaft, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn). Letzteres dürfte stärker ins Gewicht fallen, da die Zuwanderung aus den EU-8-Staaten (noch) um ein Vielfaches höher ist als die aus den Krisenländern des Euroraums.

<sup>16</sup> Vgl. IAB (2012), »IAB-Prognose 2012/2013, Neue Herausforderungen für den deutschen Arbeitsmarkt«, IAB-Kurzbericht 14/2012.

<sup>17</sup> Zur wirtschaftlichen Entwicklung Ostdeutschlands im Jahr 2012 vgl. auch Ludwig, U., H.-U. Brautzsch, B. Loose, und F. Exß (2012), »Ostdeutsche Wirtschaft im Jahr 2012: Im Sog der allgemeinen Abkühlung der Konjunktur«, Wirtschaft im Wandel 18(8–9), 263–289.

**Tab. 3.9**  
**Indikatoren zum wirtschaftlichen Aufholprozess in Ostdeutschland**  
Relationszahlen für Ostdeutschland (ohne Berlin), in jeweiligen Preisen

	2008	2009	2010	2011
Westdeutschland = 100				
Bruttoinlandsprodukt nominal je Einwohner <sup>a)</sup>	66,3	67,4	66,2	67,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>a)</sup>	77,2	78,3	78,4	78,7
je Arbeitsstunde der Arbeitnehmer <sup>a)</sup>	70,7	70,9	71,1	71,8
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen <sup>a,b)</sup>	75,2	76,2	75,0	76,0
je Arbeitsstunde der Erwerbstätigen <sup>a,b)</sup>	69,8	70,0	69,0	70,3
Lohnstückkosten <sup>a,c)</sup>				
Basis Personen	102,6	102,9	104,4	103,5
Basis Stunden	101,2	101,3	102,9	102,2
Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr				
Bevölkerung <sup>a)</sup>				
Ostdeutschland		- 0,8	0,0	- 1,2
Westdeutschland		- 0,2	- 0,1	0,1
Erwerbstätige (Inland) <sup>a)</sup>				
Ostdeutschland		- 0,2	0,3	0,2
Westdeutschland		0,1	0,5	1,5
Arbeitsvolumen der Erwerbstätigen (Inland) <sup>a)</sup>				
Ostdeutschland		- 2,1	2,0	0,2
Westdeutschland		- 2,8	2,3	2,0

<sup>a)</sup> Angaben für Ostdeutschland: neue Bundesländer ohne Berlin, für Westdeutschland: alte Bundesländer einschließlich Berlin. – <sup>b)</sup> Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen je Erwerbstätigen (Arbeitsstunde der Erwerbstätigen). – <sup>c)</sup> Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (Arbeitsstunde der Arbeitnehmer) bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen je Erwerbstätigen (Arbeitsstunde der Erwerbstätigen).

Quellen: Arbeitskreis Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der Länder (Rechenstand: Juli 2012); Arbeitskreis Erwerbstätigenrechnung des Bundes und der Länder (Rechenstand: Juli 2012); Berechnungen der Institute.

2012 um 42 000 und im Jahr darauf um 15 000 Personen sinken. Dass sie – gemessen am Beschäftigungsaufbau – erneut überproportional stark sinken wird, ist durch den weiteren Rückgang des Arbeitsangebots, auch aufgrund der anhaltenden Wanderungsverluste, bedingt. Die auf die Erwerbspersonen (Inlandskonzept) bezogene Arbeitslosenquote dürfte 10,5 % im Jahr 2012 und 10,3 % im kommenden Jahr betragen. In Westdeutschland dürften in beiden Jahren 5,8 % der Erwerbspersonen arbeitslos sein.

Der Konvergenzprozess zwischen Ost- und Westdeutschland wird im Prognosezeitraum wie in den Vorjahren keine Fortschritte machen. Im Jahr 2011 blieb der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in Ostdeutschland (ohne Berlin) mit 2,5 % erneut hinter dem in den alten Ländern zurück. Zwar konnten die krisenbedingten Produktionsausfälle mittlerweile in etwa wettgemacht werden; die westdeutsche Wirtschaft hat aber den Vorkrisenstand bereits um 1,4 % überschritten. Im Verarbeitenden Gewerbe, das von der Großen Rezession besonders betroffen war, lag die Wertschöpfung jedoch noch um 7,8 % unter dem Stand aus dem Jahr 2008, in Westdeutschland waren es 6,2 %. Das geringere Produktionswachstum in Ostdeutschland bremst den Aufholprozess. Die Angleichung beim Bruttoinlandsprodukt je Einwohner stagniert, und dies bei divergierender Bevölkerungsentwicklung zwischen den neuen und alten Bundesländern (Tab. 3.9). Dieser Eindruck wird durch die jüngste Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der Länder erhärtet. Demnach war das Bruttoinlandsprodukt je Einwohner in Ostdeutschland – in Relation zu Westdeutschland – zuvor um mehrere Prozentpunkte überschätzt worden.<sup>18</sup> Die Arbeitsproduktivität in Ostdeutschland dürfte sich zwar weiter an das westdeutsche Niveau annähern; das Bruttoinlandsprodukt je Einwohner wird aber aufgrund der demographisch bedingten ungünstigeren Entwicklung der Erwerbsquote in Ostdeutschland wohl auch in den kommenden Jahren nicht weiter konvergieren.<sup>19</sup>

Bei alledem hat sich die Lage auf dem ostdeutschen Arbeitsmarkt im Jahr 2011 nur leicht gebessert. Die Zahl der Erwerbstätigen lag um 0,2 % über dem Vorjahresstand (Westdeutschland: 1,5 %). Die geleisteten Arbeitsstunden nahmen gegenüber dem Vorjahr gleichfalls um 0,2 % zu (Westdeutschland: 2,0 %). Während die Stundenzahl in den alten Ländern bereits den Vorkrisenstand um 1,4 % übertraf, wurde in Ostdeutschland erst der Wert aus dem Jahr 2008 erreicht. Die Beschäftigung in den neuen Ländern entwickelte sich damit erneut deutlich schwächer als in Westdeutschland.

<sup>18</sup> Der Osten erreichte im Vorkrisenjahr 2008 beim Bruttoinlandsprodukt je Einwohner nach der jüngsten Revision der amtlichen Statistik nur 66 % des Westniveaus statt der bisher ausgewiesenen 69 % und bei der Produktivität je Arbeitsstunde 70 % statt 75 %, vgl. Ludwig, U., B. Loose und F. Exß (2012), »Im Lichte neuer Daten: Ostdeutschland liegt ökonomisch weiter zurück als vermutet«, *Wirtschaft im Wandel* 18(7), 204–208.  
<sup>19</sup> Vgl. Holtemöller, O. und M. Irrek (2012), »Wachstumsprojektion 2025 für die deutschen Länder: Produktion je Einwohner divergiert«, *Wirtschaft im Wandel* 18(4), 132–140.

## Staatshaushalt voraussichtlich ausgeglichen

Die Finanzlage des Staates wird sich in diesem Jahr weiter verbessern. Dies ist zum einen der auf Haushaltskonsolidierung ausgerichteten Finanzpolitik zu verdanken; der restriktive finanzpolitische Impuls dürfte sich in diesem Jahr in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt auf 0,5 % belaufen (Tab. 3.10). Zum anderen ist die Struktur der Entstehung und Verwendung des Bruttoinlandsprodukts aufgrund der kräftig expandierenden Lohn- und Gehaltsumme weiterhin abgabenergiebig. Im kommenden Jahr wird sich die Finanzlage des Staates voraussichtlich nicht verbessern. Von der Konjunktur dürften leicht belastende Wirkungen ausgehen, und die Finanzpolitik wird voraussichtlich annähernd konjunkturneutral ausgerichtet sein. Dies gilt zumindest dann, wenn – wie in dieser Prognose unterstellt – die kalte Progression entsprechend dem Gesetzentwurf der Bundesregierung abgebaut, der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung um 0,6 Prozentpunkte gesenkt und das Betreuungsgeld eingeführt werden, ohne dass dies durch Ausgabeneinsparungen oder Abgabenerhöhungen finanziert wird.

Das Steueraufkommen wird in diesem Jahr voraussichtlich um 3,9 % und damit nicht mehr so kräftig wie im Vorjahr (7,4 %) zunehmen. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass das Aufkommen im Vorjahr durch die Einführung der Kernbrennstoffsteuer, der Luftverkehrssteuer und der Bankenabgabe, die Erhöhung der Tabaksteuer sowie den Abbau von Vergünstigungen bei der Energie- und der Stromsteuer kräftig gesteigert wurde, während in diesem Jahr die Mehreinnahmen aus der Anhebung der Tabaksteuer und einiger kommunaler Steuern nur gering ausfallen und ihnen zudem noch Mindereinnahmen gegenüberstehen aus dem Steuervereinfachungsgesetz 2011, mit dem u. a. der Arbeitnehmer-Pauschbetrag angehoben wurde. Zum anderen nehmen die Lohnsteuereinnahmen langsamer zu, weil die Bruttolöhne und -gehälter nicht mehr so stark expandieren wie im Vorjahr. Zudem dürfte sich der Anstieg der ertragsabhängigen Steuern trotz des Auslaufens der günstigen Abschreibungsmöglichkeiten abflachen, da die Gewinne nur wenig steigen. Die Sozialbeiträge dürften in diesem Jahr mit 2,7 % ebenfalls nicht mehr so stark expandieren wie im Vorjahr (3,7 %), weil sich die Zunahme der sozialversicherungspflichtigen Einkommen in jahresdurchschnittlicher Betrachtung verlangsamt. Hinzu kommt, dass der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung zu Jahresbeginn um 0,3 Prozentpunkte gesenkt wurde, da ansonsten die Obergrenze der Rücklage in Höhe von 1,5 Monatsausgaben merklich überschritten worden wäre. Die Vermögenseinkommen des Staates werden in diesem Jahr wohl um 0,7 % sinken. So fiel die Gewinnausschüttung der Deutschen Bundesbank mit 0,6 Mrd. Euro erheblich geringer aus als im Vorjahr (2,2 Mrd. Euro), weil die Bundesbank angesichts der gestiegenen Risiken aus der europäischen Staatsschuldenkrise Rückstellungen bildete. Zudem sinken die Zinszahlungen Griechenlands für die gewährten Kredite, da die von Griechenland geforderten Zinssätze gesenkt wurden. Geringe Mehreinnahmen sind hingegen aus der Ausweitung der LKW-Maut zu erwarten.



**Tab. 3.10**  
**Finanzpolitische Maßnahmen<sup>a)</sup>**  
 Haushaltsentlastungen (+) und Haushaltsbelastungen (–) in Mrd. Euro gegenüber 2011

	2012	2013
Steuervereinfachungsgesetz 2011	– 0,8	– 0,6
Alterseinkünftegesetz	– 0,8	– 1,7
Anhebung der Tabaksteuer	0,3	0,5
Einführung der Kernbrennstoffsteuer und der Luftverkehrssteuer	0,6	0,4
Auslaufen der Abschreibungsvergünstigungen aus dem Konjunkturpaket	1,8	4,1
Gesetz zum Abbau der kalten Progression		– 1,9
Umsetzung von EuGH-Urteilen zur Dividendenbesteuerung	– 1,3	– 1,6
Sonstige steuerliche Maßnahmen	0,4	0,3
Einführung einer LKW-Maut auf Bundesstraßen	0,1	0,1
Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung zum 1. Januar 2012 um 0,3 Prozentpunkte und zum 1. Januar 2013 um 0,6 Prozentpunkte	– 2,7	– 8,5
Anhebung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung zum 1. Januar 2013 um 0,1 Prozentpunkte		1,1
Erhebung der Insolvenzgeldumlage	0,4	0,6
Kürzung disponibler Bundesausgaben	0,5	1,0
Diskretionäre Maßnahmen von Ländern und Gemeinden	0,5	1,0
Wegfall der Heizkostenkomponente beim Wohngeld	0,1	0,1
Schrittweise Abschaffung der Eigenheimzulage	1,4	2,0
Kürzung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen	1,7	2,0
Eingriffe in die Rentenformel	3,7	6,0
Wegfall der Investitionsimpulse aus den Konjunkturpaketen	8,0	8,0
Wiedergewährung des vollen Weihnachtsgeldes für Beamte	– 0,5	– 0,5
Gesetz zur Verbesserung der Versorgungsstrukturen in der gesetzlichen Krankenversicherung	– 0,2	– 0,3
Gesetz zur Neuausrichtung der Pflegeversicherung		– 1,1
Anhebung der Minijobgrenze von 400 auf 450 Euro		– 0,3
Einführung eines Betreuungsgeldes		– 0,3
<b>Insgesamt</b>	<b>13,0</b>	<b>10,4</b>
<b>Insgesamt, im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in %</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
<i>Nachrichtlich (aus Sicht des Bundeshaushalts relativ zum bisher geltenden Recht):</i>		
Im Rahmen des Haushaltsbegleitgesetzes 2013 geplante Maßnahmen:		
Kürzung des Bundeszuschusses an den Gesundheitsfonds		2,0
Kürzung des Zuschusses an die gesetzliche Rentenversicherung		0,8
Kürzung des Bundeszuschusses zu den Kosten der Arbeitsförderung bei Wegfall des von der Bundesagentur für Arbeit zu leistenden Eingliederungsbeitrags		2,1

<sup>a)</sup> Ohne makroökonomische Rückwirkungen, ohne Maßnahmen im Zusammenhang mit der Banken- und EU-Schuldenkrise.

Quellen: BMF; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2012

Alles in allem dürften die Staatseinnahmen im laufenden Jahr um 3,2 % expandieren.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Mögliche Mehreinnahmen aus dem Steuerabkommen zwischen Deutschland und der Schweiz, dem der Bundesrat nicht zugestimmt hat, sowie aus den Schadenersatz- und Vertragsstrafenansprüchen des Bundes gegenüber dem Toll-Collect-Konsortium wegen der verspäteten Einführung der streckenbezogenen LKW-Maut sind hier nicht berücksichtigt, da ungewiss ist, ob und wann diese Einnahmen anfallen. Nach der Verabschiedung des Steuerabkommens kann damit gerechnet werden, dass die Schweiz mindestens 2 Mrd. Schweizer Franken überweisen wird. Die Ansprüche gegenüber dem Toll-Collect-Konsortium könnten einmalige Einnahmen in Höhe von rund 6,7 Mrd. Euro begründen.

Im Jahr 2013 dürfte sich der Anstieg der Staatseinnahmen auf 2,2 % abflachen. Insbesondere das Steueraufkommen und die Sozialbeiträge dürften mit 2,5 % bzw. 1,5 % schwächer zunehmen als im laufenden Jahr, weil zu Beginn des kommenden Jahres der Einkommensteuertarif zum nachträglichen Ausgleich der kalten Progression geändert und der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung zur Einhaltung der Rücklagenobergrenze um 0,6 Prozentpunkte verringert werden. Zudem dämpfen der nur noch verhaltene Beschäftigungsaufbau den Anstieg der Lohnsumme und die verschlechterte Ertragslage der Unternehmen aus dem Vorjahr die Zunahme der ertragsabhängigen Steuern.

Aufkommenssteigernd wirkt hingegen, dass der Beitragssatz zur Pflegeversicherung um 0,1 Prozentpunkte angehoben wird, um die aus der Leistungsausweitung für demenzkranke Pflegebedürftige resultierenden Mehrausgaben zu finanzieren.

Die Vermögenseinkommen des Staates werden im kommenden Jahr wieder zulegen, auch weil nach der Auflösung der WestLB das Portfolio der zum Staat zählenden Ersten Abwicklungsanstalt (EAA) Mitte dieses Jahres aufgestockt wurde und die hieraus resultierenden Zinserträge erstmals ganzjährig zu Buche schlagen. Dagegen wird die Deutsche Bundesbank wiederum nur einen geringen Gewinn ausschütten, da sie ihre Rückstellungen angesichts der Risiken aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise noch einmal erhöhen will.

Die Staatsausgaben werden in diesem Jahr nach dem Rückgang im vergangenen Jahr wieder steigen – voraussichtlich um 1,3 %. Ausschlaggebend hierfür ist zum einen, dass die sozialen Sachleistungen nach dem Auslaufen kostendämpfender Maßnahmen wieder stärker expandieren; zudem führt die Verbesserung der Versorgungsstrukturen in der gesetzlichen Krankenversicherung zu Mehrausgaben. Zum anderen werden die monetären Sozialleistungen voraussichtlich wieder zunehmen (1,0 %). Zwar sollen durch die Reform der aktiven Arbeitsmarktpolitik bis zu 1,8 Mrd. Euro eingespart werden und die im Jahresdurchschnitt niedrigere Arbeitslosigkeit führt zu geringeren Lohnersatzleistungen. Doch wurden die Renten zum 1. Juli 2012 im Westen um 2,18 % und im Osten um 2,26 % angehoben, wozu neben der vergleichsweise kräftigen Entwicklung der Bruttolöhne und -gehälter im vergangenen Jahr auch beiträgt, dass der Nachhaltigkeitsfaktor anpassungssteigernd wirkt, denn das Verhältnis von sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten zu Rentnern verbesserte sich spürbar.<sup>21</sup>

Die Personalausgaben des Staates werden voraussichtlich um 2 % zunehmen. Der Anstieg geht insbesondere auf den Tarifabschluss für die Bediensteten von Bund und Kommunen zurück, der auf das gesamte Jahr bezogen ein Plus von 2,9 % bringt. Zudem wurden die Einsparungen bei den Sonderzahlungen für die Beamten (»Weihnachtsgeld«) wieder aufgehoben, was zu jährlichen Mehrausgaben in Höhe von 0,5 Mrd. Euro führt. Dagegen sind mit dem Stellenabbau bei der Bundeswehr und der Bundesagentur für Arbeit Minderausgaben verbunden; dämpfend wirkt auch der verminderte Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung. Die Vorleistungskäufe dürften mit 3,2 % schwächer als im Vorjahr expandieren, u.a. weil Konsolidierungsmaßnahmen des »Zukunftspakets« greifen. Die öffentlichen Investitionen werden in diesem Jahr voraussichtlich kräftig sinken, weil die Mittel aus den Konjunkturpaketen entfallen, was nur zum Teil dadurch ausgeglichen wird, dass sich die Finanzlage der

Gemeinden, die knapp 60 % der staatlichen Investitionen tätigen, merklich entspannt hat. Die Zinsausgaben dürften um 3,4 % sinken, da auslaufende Kredite aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus sehr günstig refinanziert werden. Auch die Vermögensübertragungen werden – ohne Berücksichtigung der mit der Abwicklung der WestLB verbundenen Vermögensübertragungen<sup>22</sup> – weiter abnehmen; ausschlaggebend hierfür ist die schrittweise Abschaffung der Eigenheimzulage.

Im Jahr 2013 wird sich der Anstieg der Staatsausgaben voraussichtlich auf 2,4 % beschleunigen. Dies resultiert zum einen daraus, dass die diskretionären Einsparungen voraussichtlich geringer ausfallen als in diesem Jahr. Zum anderen werden die Investitionen des Staates aufgrund der verbesserten Finanzlage wieder steigen, zumal der Kita-Ausbau vorangetrieben werden soll. Hinzu kommt, dass die Leistungen der Pflegeversicherung für demenzkranke Pflegebedürftige ausgeweitet werden. Schließlich dürften die monetären Sozialleistungen um 1,7 % zunehmen. Die Renten werden Mitte des kommenden Jahres erneut deutlich angehoben, da der Anstieg der Pro-Kopf-Verdienste im laufenden Jahr abermals kräftig ausfällt und die in früheren Jahren unterbliebenen Rentenkürzungen in Ostdeutschland vollständig und in Westdeutschland zu großen Teilen abgegolten worden sind. Ausgabensteigernd wirkt auch das neu eingeführte Betreuungsgeld.<sup>23</sup> Die Zunahme der Arbeitnehmerentgelte wird sich voraussichtlich auf 2,8 % beschleunigen, da bei den zu Beginn des kommenden Jahres anstehenden Tarifverhandlungen für die Beschäftigten der Länder mit höheren Lohnsteigerungen als in den vergangenen Jahren zu rechnen ist. Die Zinsausgaben des Staates dürften trotz der weiterhin äußerst günstigen Refinanzierungsbedingungen nur wenig sinken, da mit der Abwicklung der WestLB das Portfolio der EAA aufgestockt wurde, was zu höheren Zinsausgaben führt.

Nach einem staatlichen Budgetdefizit von knapp 20 Mrd. Euro im Jahr 2011 dürfte in diesem Jahr – ohne Berücksichtigung der mit der Abwicklung der WestLB verbundenen Vermögensübertragungen – ein Überschuss von 2 Mrd. Euro

<sup>21</sup> Gedämpft wird der Anstieg der Renten allerdings durch das Verrechnen vormals unterlassener Rentenkürzungen sowie auch durch den Riester-Faktor, der die Belastungen der Beschäftigten beim Aufbau ihrer privaten Altersvorsorge widerspiegelt.

<sup>22</sup> Im Rahmen der Abwicklung der WestLB wurde Mitte dieses Jahres ein zweites Portfolio an die EAA übertragen. Dies schlägt in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgabensteigernd zu Buche, da die Differenz zwischen dem Übertragungs- und dem Marktwert des Portfolios als Vermögensübertragung des Staates an den Bankensektor gebucht wird. Der Umfang dieser Vermögenstransfers ist auf Basis der vorliegenden Informationen nicht verlässlich ableitbar; legt man die Erfahrungen mit der Abwicklung der Hypo Real Estate und der WestLB aus dem Jahr 2010 zugrunde, könnte er sich im niedrigen zweistelligen Milliardenbereich bewegen.

<sup>23</sup> Die Fraktionen CDU/CSU und FDP haben einen Gesetzentwurf zur Einführung eines Betreuungsgeldes für Kinder von ein bis drei Jahren, für die kein öffentlich geförderter Betreuungsplatz in Anspruch genommen wird, vorgelegt. Danach soll Betreuungsgeld im Jahr 2013 zunächst in Höhe von 100 Euro für das zweite Lebensjahr eines Kindes und ab 2014 in Höhe von 150 Euro für das zweite und dritte Lebensjahr eines Kindes gezahlt werden. Die hieraus resultierenden Ausgaben werden auf 0,3 Mrd. Euro (2013), 1,11 Mrd. Euro (2014) und 1,23 Mrd. Euro ab dem Jahr 2015 veranschlagt (Bundestags-Drucksache 17/9917). Weitere von der Bundesregierung in Aussicht gestellte Leistungsausweitungen, wie die Zuschussrente für Geringverdiener, sind in dieser Prognose nicht berücksichtigt, da sie noch nicht hinreichend spezifiziert sind.

**Tab. 3.11**  
**Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren<sup>a)</sup> 1991 bis 2013**  
 in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

	Staatseinnahmen			Staatsausgaben			Finanzierungssaldo	Nachrichtlich: Zinssteuerquote <sup>b)</sup>
	insgesamt	darunter:		insgesamt	darunter:			
		Steuern	Sozialbeiträge		Zinsausgaben	Bruttoinvestitionen		
1991	43,4	22,0	16,8	46,2	2,7	2,6	- 2,9	12,2
1992	44,7	22,3	17,2	47,1	3,1	2,8	- 2,4	14,0
1993	45,2	22,4	17,7	48,1	3,2	2,6	- 3,0	14,3
1994	45,5	22,3	18,2	48,0	3,4	2,5	- 2,5	15,0
1995 <sup>c)</sup>	45,4	21,9	18,5	48,2	3,5	2,2	- 2,9	16,0
1996	45,7	21,8	19,2	49,1	3,5	2,1	- 3,4	16,0
1997	45,5	21,5	19,5	48,2	3,4	1,9	- 2,8	15,7
1998	45,7	22,1	19,2	48,0	3,4	1,9	- 2,3	15,2
1999	46,6	23,3	19,0	48,2	3,2	2,0	- 1,6	13,6
2000 <sup>d)</sup>	46,2	23,5	18,6	47,6	3,2	1,9	- 1,3	13,6
2001	44,5	21,9	18,4	47,6	3,1	1,9	- 3,1	14,1
2002	44,1	21,5	18,4	47,9	3,0	1,8	- 3,8	13,8
2003	44,3	21,6	18,5	48,5	3,0	1,6	- 4,2	14,0
2004	43,3	21,1	18,1	47,1	2,9	1,5	- 3,8	13,6
2005	43,6	21,4	17,9	46,9	2,8	1,4	- 3,3	13,3
2006	43,7	22,2	17,3	45,3	2,9	1,5	- 1,7	12,9
2007	43,7	23,0	16,5	43,5	2,8	1,5	0,2	12,3
2008	44,0	23,1	16,5	44,1	2,8	1,6	- 0,1	11,9
2009	45,1	23,1	17,3	48,2	2,7	1,7	- 3,1	11,6
2010 <sup>e)</sup>	43,6	22,0	16,9	47,9	2,5	1,7	- 4,3	11,6
2011	44,5	22,7	16,9	45,3	2,5	1,6	- 0,8	11,2
2012	44,9	23,1	16,9	44,8	2,4	1,5	0,1	10,4
2013	44,7	23,0	16,7	44,7	2,3	1,5	- 0,0	10,0

<sup>a)</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. – <sup>b)</sup> Zinsausgaben des Staates in Relation zum Steueraufkommen. – <sup>c)</sup> Ohne Vermögenstransfers im Zusammenhang mit der Übernahme der Schulden der Treuhandanstalt und der Wohnungswirtschaft der ehemaligen DDR (per saldo: 119,6 Mrd. Euro). – <sup>d)</sup> Ohne Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen (50,8 Mrd. Euro). – <sup>e)</sup> Ohne Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunklizenzen (4,4 Mrd. Euro).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

und im kommenden Jahr ein ausgeglichener Staatshaushalt erzielt werden (Tab. 3.11). Dabei stellt sich die Lage der öffentlichen Haushalte uneinheitlich dar: Die Gebietskörperschaften weisen Defizite aus, die sich verringern – in diesem Jahr vor allem aufgrund der Konsolidierungsmaßnahmen und im kommenden Jahr aufgrund der Kürzung von Bundeszuschüssen an die Sozialversicherung. Dagegen weist die Sozialversicherung Überschüsse aus, die sich verringern werden, zumal sich der Bund im Jahr 2013 zu Lasten der Sozialversicherung im Vergleich zu den bisherigen Planungen entlastet. So werden die Zuweisungen an den Gesundheitsfonds einmalig um 2 Mrd. Euro gesenkt, die Beteiligung an den Kosten der Arbeitsförderung von 6,1 Mrd. Euro bei gleichzeitigem Wegfall des von der Bundesagentur für Arbeit an den Bund zu leistenden Eingliederungsbeitrags von jährlich 4 Mrd. Euro gestrichen und die Zahlungen an die gesetzliche Rentenversicherung um 1 Mrd. Euro gekürzt.

Die verbesserte Finanzlage und auch der Anstieg des nominalen Bruttoinlandsprodukts führen für sich genommen zu einem Rückgang der staatlichen Bruttoschuldenquote von 80,6 % im Jahr 2011 auf 76,4 % im Jahr 2013. Auch die bei den »Bad Banks« vorgesehenen Tilgungen werden

diese Quote mindern. Dagegenzurechnen ist, dass zum einen mit der Auflösung der WestLB ein zweites Portfolio an die EAA übertragen wird; hierdurch wird sich der Bruttoschuldenstand des Staates in diesem Jahr nach Einschätzung des Bundesfinanzministeriums um nicht mehr als 50 Mrd. Euro bzw. knapp 2 % des Bruttoinlandsprodukts erhöhen. Zum anderen dürften die vereinbarten Kredite der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) an Irland, Griechenland, Portugal, Spanien und Zypern sowie die Einzahlungen in den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)<sup>24</sup> die Quote um 2 1/2 Prozentpunkte steigern. Alles in allem dürfte sich die Staatschuldenquote in diesem Jahr auf 82,7 % und im kommenden Jahr auf 80,5 % belaufen.

<sup>24</sup> Deutschland zahlt in diesem und dem kommenden Jahr jeweils zwei Tranchen von je 4,3 Mrd. Euro zur Ausstattung des ESM, im Jahr 2014 werden es dann nochmals 4,3 Mrd. Euro sein. Diese Zahlungen werden nach einer Eurostat-Entscheidung als Erwerb von Finanzvermögen klassifiziert und schlagen damit in den VGR nicht defizitwirksam zu Buche.

## 4. Mittelfristige Projektion

### Schätzung des Produktionspotenzials

Die Institute schätzen das Produktionspotenzial auftragsgemäß mit der Methode, die auch von der Europäischen Kommission angewendet wird.<sup>25</sup> Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten werden auf Basis einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion abgeleitet. Dabei gehen das potenzielle Arbeitsvolumen, der Trend der Totalen Faktorproduktivität (TFP) und der Kapitalbestand unter der Annahme konstanter Skalenerträge in die Berechnung ein. Die Veränderung der TFP wird aus dem Solow-Residuum abgeleitet und stellt den Anteil des Produktionsanstiegs dar, der nicht auf einen vermehrten Einsatz der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital zurückzuführen ist.

Das potenzielle Arbeitsvolumen wird in Stunden gemessen und setzt sich multiplikativ aus der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, der trendmäßigen Partizipationsrate, der potenziellen Beschäftigungsquote und dem Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen zusammen. Bezüglich der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wurden von den Instituten bisher Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren berücksichtigt. Im Einklang mit dem Vorgehen auf EU-Ebene gehen die Institute mit der vorliegenden Mittelfristprojektion auftragsgemäß dazu über, die Bevölkerung im Alter von 15 bis 74 Jahren zu verwenden, womit der bereits eingeleiteten Anhebung des Renteneintrittsalters Rechnung getragen wird. Hinsichtlich der künftigen Bevölkerungsentwicklung greifen die Institute im Wesentlichen auf die 12. Vorausberechnung des Statistischen Bundesamts (Variante 1-W1) zurück.<sup>26</sup> Diese Berechnung wurde bereits im Jahr 2009 veröffentlicht und spiegelt die jüngste Bevölkerungsentwicklung nur unzureichend wider. So war im Jahr 2011 die tatsächliche Zuwanderung deutlich höher als in der Bevölkerungsvorausberechnung unterstellt. Die amtliche Statistik weist einen positiven Wanderungssaldo von 279 207 Personen aus, während in Variante 1-W1 lediglich von 40 000 Personen ausgegangen wird. Auf Basis der für das erste Quartal 2012 vorliegenden Angaben unterstellen die Institute für das Gesamtjahr einen Wanderungssaldo von 295 000 Personen (zum Vergleich Variante 1-W1: 60 000). Ab dem Jahr 2013 wird die Nettozuwanderung linear an den in der Bevölkerungsvorausberechnung unterstellten Wert herangeführt, so dass im letzten Projektionsjahr 2017 der positive Wanderungssaldo wieder dem Wert von

100 000 Personen der Variante 1-W1 entspricht. Trotz der vorübergehend deutlich höheren Zuwanderung wird sich der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in Deutschland im Projektionszeitraum fortsetzen (Tab. 4.1).

Die Trendwerte der Partizipationsrate und der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen werden mit Hilfe eines statistischen Filterverfahrens (Hodrick-Prescott-Filter) geschätzt. Das mit der Anwendung solcher Verfahren verbundene Endpunktproblem wird abgeschwächt, indem die betreffenden Bestandteile des Arbeitsvolumens mit Zeitreihenmodellen über den Projektionszeitraum hinaus bis zum Jahr 2019 fortgeschrieben werden. Anschließend werden ihre trendmäßigen Werte bestimmt und in die Produktionsfunktion eingesetzt.<sup>27</sup> Der Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen dürfte sich im Projektionszeitraum abschwächen, da sich der Trend zur Teilzeitarbeit nicht im bisherigen Ausmaß fortsetzen dürfte.<sup>28</sup> Der Übergang zu der neuen Abgrenzung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter führt bei einem in der Vergangenheit unveränderten tatsächlichen Arbeitsvolumen zu einer geringeren Partizipationsrate, d. h. jenes Teils der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, der dem Arbeitsmarkt zur Verfügung steht. Gleichwohl dürfte auch bei einer Betrachtung der 15- bis 74-Jährigen als erwerbsfähige Bevölkerung die Partizipationsrate im Projektionszeitraum weiter steigen.

<sup>27</sup> Die Zeitreihenmodelle für die durchschnittliche Arbeitszeit und die Partizipationsrate weichen im Detail von den Spezifikationen der Europäischen Kommission ab. Die Institute spezifizieren die Prozesse auf Basis der Zeitreiheneigenschaften und statistischer Gütekriterien.

<sup>28</sup> Die Institute basieren die Projektion der Arbeitszeit auf ein Zeitreihenmodell, das dem trendmäßigen Verlauf der Arbeitszeit in Deutschland besser gerecht wird als der von der EU-Kommission verwendete Ansatz. Daraus ergibt sich ein weniger stark rückläufiger Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen.

**Tab. 4.1**  
**Produktionspotenzial und seine Determinanten nach EU-Verfahren**  
1995 bis 2017<sup>a)</sup>; jahresdurchschnittliche Veränderung in %

	1995–2011 <sup>b)</sup>		1995–2011		2011–2017	
Produktionspotenzial	1,4 <sup>c)</sup>		1,3		1,1	
Kapitalstock	1,8	(0,6)	1,8	(0,6)	1,2	(0,4)
Solow-Residuum	0,7	(0,7)	0,7	(0,7)	0,5	(0,5)
Arbeitsvolumen	0,0	(0,0)	–0,1	(–0,1)	0,2	(0,1)
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	0,0		0,0		–0,4	
Partizipationsrate	0,4		0,4		0,5	
Erwerbsquote	0,1		0,1		0,3	
Durchschnittliche Arbeitszeit	–0,5		–0,5		–0,2	
Nachrichtlich:						
Arbeitsproduktivität	1,4		1,4		0,9	

<sup>a)</sup> Differenzen in den aggregierten Werten durch Rundung. In Klammern: Wachstumsbeiträge. – <sup>b)</sup> Tatsächliche Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und seiner Determinanten. – <sup>c)</sup> Bruttoinlandsprodukt.

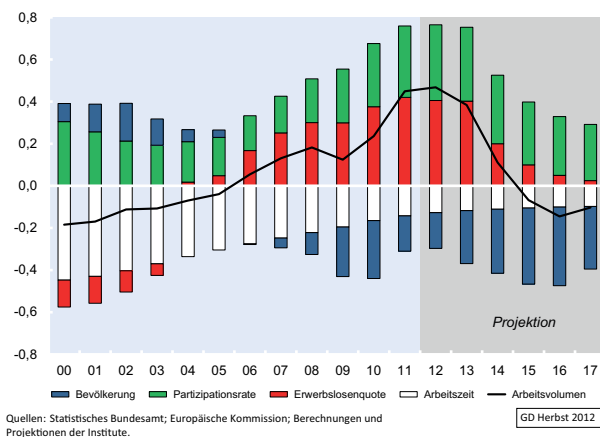
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektion der Institute.

GD Herbst 2012

<sup>25</sup> Vgl. D'Auria, F., C. Denis, K. Havik, K. Mc Morrow, Ch. Planas, R. Raciborski, W. Röger, und A. Ross (2010), »The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps, European Commission«, Economic Papers 420, Brüssel.

<sup>26</sup> Im Gegensatz dazu verwendet die EU-Kommission die Bevölkerungsprognose von Eurostat, die auf anderen Annahmen bezüglich der Fertilitäts- und Mortalitätsraten sowie der Migration beruht.

**Abb. 4.1**  
**Komponenten der Veränderung des Arbeitsvolumens**  
 Prozent, Prozentpunkte

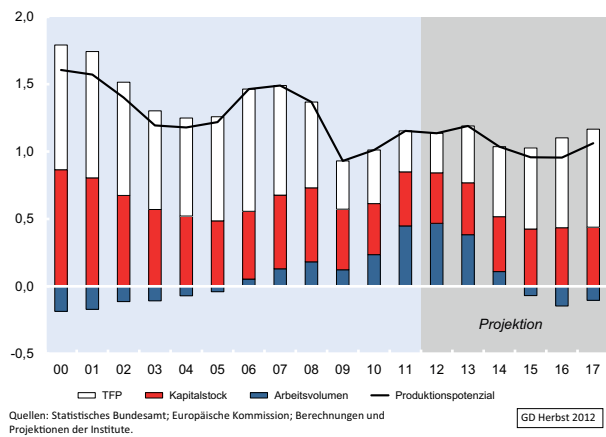


Bei der potenziellen Beschäftigungsquote handelt es sich um das Komplement zur strukturellen Erwerbslosenquote. Im Einklang mit der von der Europäischen Kommission angewandten Methode definieren die Institute die strukturelle Erwerbslosenquote als die lohninflationstabile (non-accelerating wage rate of unemployment, NAWRU). Wenn die tatsächliche der so definierten strukturellen Erwerbslosenquote entspricht, geht vom Arbeitsmarkt kein Inflationsdruck aus. Nach dem hier verwendeten Modell liegt die strukturelle Erwerbslosenquote gegenwärtig bei 5,4 % und wird bis zum Ende des Projektionszeitraums noch um etwa einen Prozentpunkt sinken.

Insgesamt folgt aus der Fortschreibung der Komponenten, dass das potenzielle Arbeitsvolumen bis zum Jahr 2017 um 0,2 % pro Jahr zunimmt. Dabei werden die negativen Wachstumsbeiträge der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und der durchschnittlichen Arbeitszeit durch den Anstieg der potenziellen Beschäftigungsquote (bzw. den Rückgang der strukturellen Erwerbslosenquote) sowie der trendmäßigen Partizipationsrate mehr als ausgeglichen (Abb. 4.1). Die Abnahme der strukturellen Erwerbslosenquote schwächt sich im Projektionszeitraum ab. Dies lässt sich ökonomisch damit begründen, dass die positiven Wirkungen der zurückliegenden Arbeitsmarkt- und Sozialreformen allmählich auslaufen. Der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter verstärkt sich im Verlauf des Projektionszeitraums aufgrund der abklingenden Zuwanderung. Der positive Wachstumsbeitrag der Partizipationsrate schwächt sich leicht ab, während der negative Beitrag der durchschnittlichen Arbeitszeit relativ konstant bleibt.

Im Einklang mit dem Vorgehen der Europäischen Kommission bestimmen die Institute den trendmäßigen technischen Fortschritt mit einer Methode, die den Trend von konjunkturellen Schwankungen mittels Umfragedaten zur Kapazitätsauslastung trennt. Dabei verwenden die Institute Angaben zur Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe.<sup>29</sup>

**Abb. 4.2**  
**Wachstumsbeiträge der Produktionsfaktoren zum Produktionspotenzial**  
 Prozent, Prozentpunkte



Aus dem Modell ergibt sich, dass der Trend der TFP im Projektionszeitraum um 0,5 % pro Jahr expandiert.

Der Kapitalbestand, gemessen am jahresdurchschnittlichen Bruttoanlagevermögen, wird im Projektionszeitraum auf Basis der Bruttoanlageinvestitionen und des Abschreibungssatzes des Jahres 2011 fortgeschrieben. Zur Bestimmung der Anlageinvestitionen wird deren Relation zum Produktionspotenzial, d.h. die potenzielle Investitionsquote, mit einem univariaten Zeitreihenmodell fortgeschrieben.<sup>30</sup> Nach dem hier verwendeten Verfahren wird der Kapitalbestand bis zum Jahr 2017 um 1,2 % pro Jahr zunehmen.

### Produktionspotenzial und Produktionslücke bis 2017

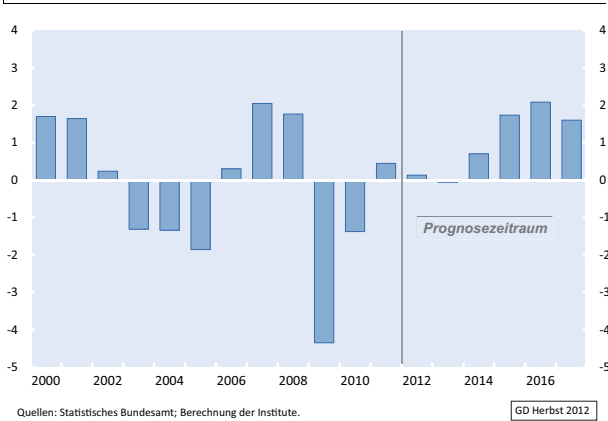
Alles in allem ergibt sich bis zum Jahr 2017 ein Wachstum des Produktionspotenzials um 1,1 % pro Jahr. Während bis zum Jahr 2014 sowohl der Kapitalbestand als auch der Arbeitseinsatz zum Wachstum beitragen, wird der Beitrag des Arbeitsvolumens ab 2015 negativ (Abb. 4.2). Mittelfristig trägt das Solow-Residuum am stärksten zum Potenzialwachstum bei.

Im Jahr 2012 folgt aus der Potenzialschätzung und der vorliegenden Konjunkturprognose eine leicht positive Produktionslücke, während sie im kommenden Jahr in etwa geschlossen sein dürfte (Abb. 4.3). Ab dem Jahr 2014 sollten die Produktionskapazitäten überausgelastet sein.

<sup>29</sup> Die EU-Kommission nutzt zusätzlich Angaben aus den Unternehmensbefragungen zur Geschäftslage im Dienstleistungssektor. Konjunkturelle Schwankungen kommen aber beim Verarbeitenden Gewerbe aufgrund der stärkeren Ausrichtung auf Auslandsmärkte mehr als im Dienstleistungsbereich zum Tragen, weshalb die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe besser zur Trennung von Konjunktur und Trend geeignet scheint.

<sup>30</sup> An dieser Stelle weichen die Institute wiederum vom Verfahren der EU-Kommission ab. Dort wird eine in der Tendenz fallende Relation zwischen den realen Bruttoanlageinvestitionen und dem Produktionspotenzial zugelassen, was sich theoretisch schwer rechtfertigen lässt. Stattdessen gehen die Institute von einer langfristig stabilen Investitionsquote aus.

Abb. 4.3  
Produktionslücke  
% in Relation zum Produktionspotenzial



### Zur Robustheit der Schätzung des Produktionspotenzials

Die Einschätzung des Produktionspotenzials unterliegt beträchtlichen Revisionen. Diese können durch Änderungen der zugrunde liegenden Datenbasis, methodische Anpassungen sowie die Anwendung symmetrischer statistischer Filterverfahren zur Trendbestimmung der Komponenten zustande kommen. Datenrevisionen und Änderungen im Stützbereich führen regelmäßig zu geänderten Einschätzungen des Produktionspotenzials, die nicht vermieden werden können. Darüber hinaus kommt es immer wieder zu Umstellungen der Methodik nach Vorgaben auf europäischer Ebene. Sie führen dazu, dass die Schätzungen mit den zuvor veröffentlichten nur bedingt vergleichbar sind. Daher sollte man mit solchen Methodenänderungen zurückhaltend agieren. Die Schätzung der Produktionslücke ist mit erheblicher Unsicherheit behaftet. So weicht etwa die gegenwärtige Einschätzung nach EU-Methode darüber, in welcher Konjunkturphase sich die deutsche Wirtschaft im Jahr 2011 befand, von der Einschätzung im Frühjahr 2012 ab.<sup>31</sup> Dies hat erhebliche Auswirkungen auf die Beurteilung der Ausrichtung der Finanzpolitik, da für diese unter anderem der strukturelle, d.h. um Konjunkturfaktoren bereinigte, Finanzierungssaldo herangezogen wird.<sup>32</sup>

Im Vergleich zum Frühjahr 2012 fällt die Projektion der durchschnittlichen Zunahme des Produktionspotenzials zwischen 2011 und 2016 im vorliegenden Herbstgutachten um 0,3 Prozentpunkte pro Jahr niedriger aus. Dies ist auf die veränderte Definition der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, Datenrevisionen für die Vergangenheit durch die amtliche Statistik sowie eine pessimistischere Kurzfrist-

prognose zurückzuführen. Die Verwendung der 15- bis 74-Jährigen statt der 15- bis 64-Jährigen wirkt sich auch auf die durchschnittliche Partizipationsrate aus. Bei gleichbleibendem tatsächlichem Arbeitsvolumen in der Vergangenheit ergibt sich eine niedrigere Partizipationsrate. Diese verläuft nicht nur niedriger, sondern folgt auch einem etwas anderen Trend, der für die Zukunft fortgeschrieben wird. Die Datenrevisionen sowie die neue Einschätzung der Entwicklung in den Jahren 2012 und 2013, insbesondere hinsichtlich der Investitionen, reduzieren das Niveau und die Wachstumsrate des Produktionspotenzials.

### Internationale und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen

Die mittelfristige Projektion beruht auf der Annahme, dass die strukturellen Probleme in einigen Industrieländern im Projektionszeitraum allmählich überwunden werden. In der Folge dürfte sich das weltwirtschaftliche Wachstum langsam normalisieren. In den Schwellenländern dürfte die gegenwärtige Krise die mittelfristigen Perspektiven kaum verändern. Im Einzelnen gehen die Institute davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt in den USA bis 2017 um 2½ % pro Jahr expandiert. In Japan dürften nach der Sonderentwicklung in Folge der Naturkatastrophen und dem folgenden Wiederaufbau mittelfristig die strukturellen Belastungsfaktoren, insbesondere die demographische Entwicklung, wieder zum Tragen kommen. Für den Projektionszeitraum wird ein durchschnittlicher Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 1¼ % unterstellt. Für China wird von einer leichten Verringerung des Wachstumstempos auf 8 % pro Jahr ausgegangen. Für den Euroraum wird erwartet, dass die ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen und die institutionellen Reformen im Projektionszeitraum allmählich Wirkung zeigen, so dass sich die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts bis zum Ende des Projektionszeitraums auf 2 % beschleunigt. Aufgrund der niedrigen Werte zu Beginn ergibt sich für den gesamten Zeitraum bis 2017 nur eine durchschnittliche Wachstumsrate von etwa 1 %. Für die gesamte Europäische Union wird ein jahresdurchschnittlicher Zuwachs von 1½ % erwartet. Diese Annahmen zur Weltwirtschaft implizieren, dass der Welthandel durchschnittlich um 5 % pro Jahr zunimmt, wobei sich der Anstieg ab dem Jahr 2014 auf gut 6 % pro Jahr beläuft. Für den Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar wird die Annahme aus der Kurzfristprognose fortgeschrieben. Für den Zeitraum 2014 bis 2017 wird somit ein Wechselkurs von 1,30 US-Dollar je Euro eingestellt. Des Weiteren wird unterstellt, dass der Ölpreis real konstant bleibt und in jeweiligen Preisen mit einer durchschnittlichen Rate von 2 % pro Jahr steigt.

Nachdem sich die Finanzlage des Staates in Deutschland mittlerweile deutlich entspannt hat und im laufenden Jahr voraussichtlich ein ausgeglichener Staatshaushalt erzielt wird, dürften die Konsolidierungsanstrengungen vorübergehend nachlassen. Im kommenden Jahr ist jedenfalls mit einer annähernd konjunkturalen Ausrichtung der Finanz-

<sup>31</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwelt weiter, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012, München, S. 45.

<sup>32</sup> Kempkes, G. (2012), »Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries«, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 15/2012, weist darauf hin, dass mögliche Verzerrungen der Echtzeit-Konjunkturkomponenten im Rahmen der Fiskalregeln korrigiert werden sollten.

**Tab. 4.2**  
**Erwerbstätige, Produktivität und Wirtschaftswachstum**

Jahr	Erwerbstätige (Inland)	Beschäftigte Arbeitnehmer (Inland)	Arbeitszeit je Erwerbstätigen	Bruttoinlandsprodukt				
				Preisbereinigt, verkettete Volumenwerte			in jeweiligen Preisen	Deflator
				Insge- samt	je Erwerbs- tätigen	je Erwerbs- tätigen- stunde		
							Mrd. Euro	Euro
2005	38,976	34,559	1 431,0	2 224,4	57 071	40	2 224,4	100,0
2011	41,164	36,625	1 406,3	2 451,5	59 555	42	2 592,6	105,8
2017	42,4	37,7	1 408	2 649	62 544	44	3 115	117,6
Veränderung insgesamt in %								
2011/2005	5,6	6,0	- 1,7	10,2	4,4	6,2	16,6	5,8
2017/2011	3	3	$\frac{1}{4}$	8	5	$4\frac{3}{4}$	$20\frac{1}{4}$	$11\frac{1}{4}$
Jahresdurchschnittliche Veränderung in %								
2011/2005	0,9	1,0	- 0,3	1,6	0,7	1,0	2,6	0,9
2017/2011	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	0	$1\frac{1}{4}$	$\frac{3}{4}$	$\frac{3}{4}$	3	$1\frac{3}{4}$

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute;  
Zeitraum 2017/2011: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

politik zu rechnen, falls die kalte Progression entsprechend dem Beschluss der Bundesregierung abgebaut und der Beitragsatz zur gesetzlichen Rentenversicherung gesenkt wird, ohne dass dies durch Einsparungen an anderer Stelle finanziert wird. Mittelfristig dürfte die Finanzpolitik leicht restriktiv ausgerichtet sein. Die Bundesregierung plant, ihr struk-

turelles Defizit in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt bis zum Jahr 2016 um 0,9 Prozentpunkte abzubauen, um dann gemäß der Schuldenbremse einen strukturell ausgeglichenen Bundeshaushalt vorzulegen. Zudem dürften etliche Länder und viele Gemeinden ihre Haushalte konsolidieren.

**Tab. 4.3**  
**Verwendung des nominalen Bruttoinlandsprodukts**

Jahr	Bruttoinlands- produkt	Konsumausgaben		Insgesamt	Bruttoinvestitionen		Außenbeitrag
		Private Haushalte	Staat		Brutto- anlagen- investitionen	Vorrats- veränderung	
Mrd. Euro							
2005	2 224,4	1 307,0	417,3	384,1	384,5	- 0,3	116,0
2011	2 592,6	1 487,7	499,8	473,5	469,9	3,7	131,7
2017	3 115	1 805	603	556	570	- 14	151
Anteile am BIP in %							
2005	100,0	58,8	18,8	17,3	17,3	0,0	5,2
2011	100,0	57,4	19,3	18,3	18,1	0,1	5,1
2017	100	58	$19\frac{1}{4}$	$17\frac{3}{4}$	$18\frac{1}{4}$	$-\frac{1}{2}$	$4\frac{3}{4}$
Veränderung insgesamt in %							
2011/2005	16,6	13,8	19,8	23,3	22,2	-	-
2017/2011	$20\frac{1}{4}$	$21\frac{1}{4}$	$20\frac{3}{4}$	$17\frac{1}{2}$	$21\frac{1}{4}$	-	-
Jahresdurchschnittliche Veränderung in %							
2011/2005	2,6	2,2	3,1	3,5	3,4	-	-
2017/2011	3	$3\frac{1}{4}$	$3\frac{1}{4}$	$2\frac{3}{4}$	$3\frac{1}{4}$	-	-

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen);  
Berechnungen der Institute; Zeitraum 2017/2011: Prognose der Institute.

GD Herbst 2012

Bezüglich der Geldpolitik wird unterstellt, dass die EZB angesichts der noch bestehenden Probleme im Finanzsektor und der weiterhin niedrigen Kapazitätsauslastung im Euroraum noch einige Zeit die sehr expansive Geldpolitik beibehält. Im Verlauf des Projektionszeitraums dürfte die Geldpolitik in dem Maße normalisiert werden, wie die finanz- und realwirtschaftlichen Probleme in den europäischen Krisenländern überwunden werden.

### **Projektion der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bis 2017**

Die Produktion dürfte im Zeitraum 2011 bis 2017 mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme von  $1\frac{1}{4}$  % stärker als das Produktionspotenzial steigen (Tab. 4.2). Ausgehend von einer annähernden Normalauslastung der Produktionskapazitäten im Jahr 2013 wird die Produktionslücke ab dem Jahr 2014 positiv. Die Geldpolitik wirkt dann in Deutschland sehr anregend; davon profitiert vor allem die Investitionstätigkeit. Aufgrund der guten Arbeitsmarktlage und der steigenden Einkommen wird der private Konsum deutlich stärker zunehmen als im vergangenen Sechsjahreszeitraum. Die in der mittleren Frist günstige weltwirtschaftliche Entwicklung insbesondere in den Schwellenländern stimuliert die Exporte. Dämpfend wirkt aber die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen aufgrund der hierzulande stärker steigenden Preise. Der nominale Außenbeitrag wird in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bis 2017 leicht sinken (Tab. 4.3). Die Inflation beschleunigt sich im Projektionszeitraum spürbar, auch weil die Löhne stärker zulegen. Die Terms of Trade werden sich vor dem Hintergrund der geschilderten Annahmen geringfügig verbessern. Über den Projektionszeitraum wird der Deflator des Bruttoinlandsprodukts um  $1\frac{3}{4}$  % pro Jahr zunehmen. Das nominale Bruttoinlandsprodukt dürfte somit bis 2017 jahresdurchschnittlich um 3 % steigen. Dies wird im Wesentlichen von einer Erhöhung der Konsumausgaben und der Bruttoanlageinvestitionen getragen, die jeweils um  $3\frac{1}{4}$  % pro Jahr zulegen.



## 5. Zur Wirtschaftspolitik

Die Wirtschaftspolitik wird weiterhin durch die Eurokrise bestimmt. Vor dem Hintergrund der immer wieder auftretenden Turbulenzen an den Finanzmärkten bekräftigte der Präsident der EZB im Sommer dieses Jahres, dass der Euro irreversibel sei, und verkündete, dass die EZB im Rahmen ihres Mandates jegliche Maßnahme ergreifen würde, um dies zu gewährleisten. Anfang September beschloss der EZB-Rat, am Sekundärmarkt unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen zu kaufen, und zwar grundsätzlich in unbegrenzter Höhe. Eine langfristige wirtschaftspolitische Lösung der Krise zeichnet sich dennoch nicht ab, vielmehr bleiben die Stabilitätsrisiken hoch.

Damit die Staatsschuldenkrise überwunden wird, ist es notwendig, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den Krisenländern zu gewährleisten. Eine gegebene Staatsschuld ist dann nachhaltig, wenn abzusehen ist, dass der Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt stabilisiert werden kann. Ist die Nachhaltigkeit gefährdet, so hat ein Staat im Prinzip vier Möglichkeiten. Die erste besteht darin, dass er seinen Haushalt konsolidiert und durch strukturelle Reformen ein höheres Wachstum ermöglicht; durch das zunehmende Vertrauen der Anleger würden auch die Zinsen sinken, was die Schuldenproblematik weiter entschärft. Auf dieser im Prinzip sinnvollen Strategie basieren alle Bemühungen der europäischen Krisenländer. Führen sie nicht zum Erfolg oder besteht die Bereitschaft zu den notwendigen Reformen nicht, so bleiben drei Optionen, wobei auch Kombinationen denkbar sind: Die Staatsschuld kann mittels Transfers von anderen getragen werden, sie kann durch eine Insolvenz oder Restrukturierung verringert oder sie kann durch Inflation entwertet werden. Vor dieser Wahl stehen letztlich auch die wirtschaftspolitischen Instanzen in Europa.

Die Konsequenzen der verschiedenen Handlungsmöglichkeiten und damit auch deren Kosten und Nutzen sind zwischen Ökonomen äußerst umstritten. Dies liegt auch daran, dass die Bewertung der einzelnen Politikoptionen davon abhängt, was als Politikziel unterstellt und ob eine nationale oder eine EWU-weite Perspektive eingenommen wird. Man könnte aus ökonomischer Sicht sogar diskutieren, ob der Fortbestand der Währungsunion den wirtschaftspolitischen Zielen dient. Da die Politik die Gemeinschaftswährung bislang nicht zur Disposition gestellt hat, betrachten die Institute in diesem Gutachten den Fortbestand der Währungsunion als gegeben.

Die Strategie der wachstumsfördernden Reformen verbunden mit glaubwürdiger Konsolidierung der öffentlichen Haushalte bleibt nach Ansicht der Institute der Königsweg, um das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in den Krisenländern wieder herzustellen. Eine solche Strategie ist auch deshalb vorzuziehen, weil sie an den fundamentalen Ursachen der Probleme ansetzt. Grundsätzlich haben sich alle Länder des Euroraums im Rahmen des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu diesem Ansatz bekannt. Flankierende temporäre und begrenzte

Darlehen aus den europäischen Krisenfonds lassen sich dadurch rechtfertigen, dass es einige Zeit dauert, bis sich die Reformen in höheren Wachstumsraten und in positiven Erwartungen der Gläubiger niederschlagen. Auch können so die zum Teil schmerzhaften Anpassungsprozesse in den Ländern erleichtert und die Akzeptanz der Maßnahmen erhöht werden. Die betroffenen Volkswirtschaften müssen sich nämlich zunächst an ein Einkommensniveau anpassen, das niedriger ist, als es vor der Krise erwartet wurde. Denn die strukturellen Verwerfungen rühren daher, dass es zu Fehlallokationen gekommen ist: Ein Teil des im Zuge des vorangegangenen Booms geschaffenen Kapitalstocks (z. B. Immobilien) wirft nicht die zum Investitionszeitpunkt erwartete Rendite ab und muss entsprechend abgeschrieben werden. Dieser Vermögensverlust, der nicht zuletzt bei den Banken auftritt, ist real und muss hingenommen werden; er lässt sich nicht durch Anwerfen der Notenpresse aus der Welt schaffen.

Sehr viel größere Kosten für die Währungsunion insgesamt entstehen, wenn eine der anderen drei Optionen gewählt werden muss. Der Politik bliebe also nur die Möglichkeit, sich zwischen verschiedenen schlechten Lösungen zu entscheiden, wobei Unsicherheit darüber besteht, welche Folgekosten, z. B. in Form von Ansteckungseffekten, anfallen. Daneben ist es möglich, dass die politische Stabilität gefährdet wird, weil die Lösungen von der Bevölkerung nicht mitgetragen werden, sei es in den Ländern, denen hohe Anpassungslasten auferlegt werden, sei es in den Staaten, die Transfers aufbringen müssen. Bei einer reinen Transferlösung ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich anreizbedingt ineffiziente Strukturen verfestigen. Bei einer Insolvenz oder einer Umschuldung werden Verträge nicht eingehalten und Gläubiger müssen Verluste hinnehmen. Und bei der Inflationslösung würden Kosten verschleiert und in einer Weise auf die Bevölkerung verteilt, die nicht der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit entspricht. Die Erfahrung zeigt zudem, dass damit die ökonomische Stabilität über lange Zeit beeinträchtigt werden kann.

Die Lösung der Staatsschuldenkrise sollte die marktwirtschaftlichen Strukturen stärken. Dazu gehört erstens, dass der Anreiz für die betroffenen Länder nicht geschmälert werden sollte, die notwendigen Reformen vorzunehmen. Das bedeutet zweitens, dass es spürbare Sanktionen geben muss für den Fall, dass ein Land die Bedingungen für die gewährten Hilfskredite nicht einhält. Und drittens sollten die Investoren letztlich das Risiko ihres Engagements tragen, um dem für die marktwirtschaftliche Koordination unerlässlichen Haftungsprinzip wieder Geltung zu verschaffen.

In den vergangenen Monaten wurde immer deutlicher, dass die Wachstums- und Konsolidierungsstrategie nicht oder nicht so schnell wie erhofft zu den gewünschten Ergebnissen führen würde. In Griechenland, aber auch anderswo, tauchten immer neue Haushaltslöcher auf, und Strukturformen wurden verschleppt oder nicht vollständig umgesetzt. Zudem traten die aus dem Platzen der Immobilienblasen herrührenden enormen finanziellen und strukturellen Verwerfungen zunehmend zu Tage. So müssen Banken etwa

in Spanien in großem Umfang Hypothekenforderungen abschreiben, und auch wegen des schrumpfenden Bausektors steigt die Arbeitslosigkeit dort dramatisch. Begleitet wurden diese Entwicklungen von massiven innenpolitischen Verteilungskämpfen in den Krisenländern, die Zweifel an der Handlungsfähigkeit der Regierungen weckten.

Gleichzeitig machte die innenpolitische Diskussion in Ländern wie Finnland und Deutschland klar, dass die Bereitschaft schwindet, Hilfskredite zu erhöhen oder Transfers zu leisten. Offenbar sind eine erneute Ausweitung der ohnehin schon mehrfach vergrößerten Rettungsschirme sowie eine teilweise oder vollständige Gemeinschaftshaftung, die einige südeuropäische Länder und die EU-Kommission ins Spiel gebracht hatten, nicht durchsetzbar. Mit dem Übergreifen der Krise auf Italien und Spanien wurden die Grenzen der europäischen Finanzhilfe auf mittlere Sicht immer deutlicher.

Die Option einer staatlichen Insolvenz wurde von politischer Seite kategorisch ausgeschlossen, die Umschuldung der griechischen Staatsschuld als einmalig bezeichnet und die Einrichtung eines geregelten Verfahrens für zahlungsunfähige Euroländer unterlassen. Damit blieb keine geordnete finanzpolitische Alternative für den Fall, dass die Wachstums- und Konsolidierungsstrategie scheitern würde. Solange die EZB glaubwürdig der Inflationslösung entgegentrat, befürchteten die Gläubiger der Krisenländer daher zunehmend ungeordnete Insolvenzen, die wohl zumindest den Austritt einzelner Länder aus dem Euroraum, möglicherweise aber sogar einen Zusammenbruch der Währungsunion nach sich ziehen würden. Diese Insolvenz- und Abwertungserwartungen ließen die Renditen für italienische und spanische Staatsanleihen zur Jahresmitte erneut anziehen. In dieser Lage stieg der Druck auf die EZB, mit ihren theoretisch unbegrenzten nominalen Mitteln einzugreifen.

Eine Bewertung der von der EZB angekündigten Maßnahmen setzt voraus, die relevanten Alternativen vergleichend zu analysieren. Dies wird dadurch erschwert, dass die gegenwärtige Situation durch große Unsicherheit und durch vielfältige Zeitinkonsistenzprobleme geprägt ist. So kann es aus Sicht einer Zentralbank morgen optimal sein, überraschend höhere Inflationsraten zuzulassen, auch wenn es heute am vorteilhaftesten ist, am bestehenden Inflationsziel festzuhalten. Auch optimales Regierungshandeln kann zu unterschiedlichen Zeitpunkten stark variieren, z. B. vor und nach Erhalt eines Rettungspakets oder vor und nach Parlamentswahlen. Hinzu kommt neben der ökonomischen Unsicherheit, die vor allem die Frage betrifft, wie schnell und wie stark die Strukturreformen wirken, die vielerorts unklare gesellschaftliche und politische Lage. Es wäre wohl naiv anzunehmen, alle Regierungen und alle politischen Kräfte würden sich allein an einem wie auch immer zu definierenden europäischen Gemeinwohl ausrichten und nicht an ihren eigenen Interessen oder an der innenpolitischen Lage. Daher sind neben rein ökonomischen auch politökonomische Argumente zu berücksichtigen. Neben die Bedingung der Zahlungsfähigkeit tritt noch die Bedingung der Zahlungs-

willigkeit, denn in das Vermögen eines souveränen Landes kann – anders als bei privaten Schuldner – nicht vollstreckt werden. Nun kann aber die Mehrheit der Wähler im demokratischen Prozess zu der Einschätzung gelangen, dass ein Staatsbankrott günstiger ist als die Fortsetzung des Kapitaldienstes.

Es ist politisch insbesondere umstritten, was konkret unter Strukturreformen zu verstehen ist, welche Lasten der Bevölkerung zugemutet werden können und wie schnell Maßnahmen umgesetzt werden sollen. So scheint das politische System in Griechenland nur dann zu dringend erforderlichen Strukturreformen in der Lage zu sein, wenn die europäischen Geldgeber mit einem Zahlungsstopp drohen. Die italienische Regierung unter Silvio Berlusconi schien den Ernst der Lage bis zuletzt massiv zu unterschätzen, und auch die neue Regierung unter Mario Monti sieht sich immer wieder heftigem politischem Gegenwind ausgesetzt; die Perspektiven der italienischen Reformpolitik über die im Frühjahr 2013 endende Legislaturperiode hinaus erscheint unklar. Auch in Spanien ist eine Regierung über die Krise gestürzt. Die neue Regierung hat zwar weitreichende Arbeitsmarktreflexen und Konsolidierungsmaßnahmen umgesetzt, entscheidend für die öffentlichen Finanzen dürfte jedoch die Frage sein, wie die Lasten der geplatzten Immobilien- und Kreditblase verteilt werden sollen. Insgesamt entsteht der Eindruck, dass harte Konsolidierungsmaßnahmen und durchgreifende Strukturreformen erst unter enormem Druck der Kapitalgeber angegangen werden, denn das politische Interesse an einer Wiederwahl steht der Bereitschaft entgegen, der Bevölkerung kurzfristig Einschnitte zuzumuten, selbst wenn diese sich mittel- und langfristig auszahlen. Sind die Gläubiger aber erst einmal ungeduldig, ist es angesichts langwieriger politischer Prozesse und ökonomischer Wirkungsketten offenbar schon zu spät, um aus eigener Kraft eine Krise zu vermeiden.

Um den Krisenländern Zeit zur Umsetzung der Reform- und Konsolidierungsprogramme zu verschaffen, befürworten die Institute klar konditionierte, temporäre, dem Umfang nach begrenzte und rückzahlbare Liquiditätshilfen.<sup>33</sup> Dabei muss aber nicht nur gewährleistet sein, dass die Geberländer nicht selbst in Bedrängnis geraten. Es muss auch sichergestellt werden, dass die Hilfszahlungen nicht den Reformeifer in den Krisenländern erlahmen lassen und letztlich in Transfers umgewandelt werden. So sehr sich insbesondere die Bundesregierung dafür eingesetzt hat, dieses Anreizproblem durch Konditionierung zu entschärfen, so befindet sie sich doch in einem Dilemma: Solange sie am Diktum der europäischen Schicksalsgemeinschaft festhält und damit letztlich den Bestand der Währungsunion garantiert, ist sie in der gegenwärtigen Lage von den Krisenstaaten erpressbar. Droht sie aber selbst mit einem Austritt aus der Währungsunion, wären die nachfolgenden Turbulenzen an den Finanzmärkten möglicherweise so gravierend, dass ein Auseinanderbrechen nur noch durch weit-

<sup>33</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010), Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010, Kiel, S. 86.

reichende Vergemeinschaftung der Schulden verhindert werden könnte.

Aus einer solchen Betrachtung der politökonomischen Anreize wird deutlich, dass die Trennlinie zwischen rückzahlbaren Liquiditätshilfen und dauerhaften Transfers unscharf ist. Dies gilt schon allein deshalb, weil Zinsen unterhalb des Marktniveaus eine Transferkomponente enthalten. Aus ökonomischer Sicht geht es letztlich um die Frage, ob die mit den Liquiditätshilfen gekaufte Zeit tatsächlich genutzt wird, um die zukünftige Rückzahlungsfähigkeit zu gewährleisten. Angesichts der eher kurzfristigen politischen Interessen der betroffenen Regierungen, denen eher mittelfristige Reformen gegenüberstehen, ist bei der Bewertung Skepsis angebracht. Das Insistieren gerade Italiens und Spaniens auf der Einführung von Eurobonds oder anderen Wegen der Schuldenvergemeinschaftung legt zumindest nahe, dass sie die politisch einfachere Transferlösung bevorzugen.

Ein weiterer Lösungsweg besteht darin, die Gläubiger an den Krisenkosten zu beteiligen. Dies sollte im Rahmen eines Insolvenzmechanismus für Staaten geschehen, den die Institute in früheren Gutachten wiederholt gefordert haben.<sup>34</sup> Dieser kann zum einen als Disziplinierungsmittel gegenüber den Empfängerländern eingesetzt werden, sollten diese die Bedingungen der konditionierten Hilfen nicht einhalten, ohne zugleich den Bestand der Währungsunion in Frage zu stellen. Zum anderen ist der Übergang in ein Insolvenzverfahren geeignet, die Haftungssummen für die Geberländer zu begrenzen. Die Insolvenz eines Staates auch unter Beteiligung der Gläubiger kann geordnet ablaufen, wie die Erfahrungen mit Umschuldungen zahlreicher Staaten in der Vergangenheit gezeigt haben. Zwar ist auch eine Umschuldung mit Friktionen verbunden, denn Gläubiger werden enteignet. Sie entspricht jedoch dem Haftungsprinzip der Marktwirtschaft. In diesem Zusammenhang sollten die in Spanien auf den Weg gebrachten Maßnahmen in Richtung eines Insolvenzmechanismus für Banken zügig umgesetzt werden, da die faulen Immobilienkredite nicht nur die Neukreditvergabe schwer belasten, sondern bei Übernahme in die Bücher des Staates die Staatsverschuldung empfindlich nach oben treiben werden.

Im Fall Griechenlands kam es zwar zu einer Gläubigerbeteiligung, zugleich wurde aber ihre Einmaligkeit betont. Wohl auch, um daran keinen Zweifel aufkommen zu lassen, wurden zaghafte Ansätze für eine Gläubigerbeteiligung, die noch in frühen Entwürfen des ESM-Vertrags zu finden waren, nicht in das endgültige Gesetzeswerk übernommen. Ein vollständiger Insolvenzmechanismus stand zu keiner Zeit auf der Tagesordnung europäischer Gipfeltreffen.

In Ermangelung einer anderen politisch akzeptierten Lösung ist die EZB nun ein weiteres Mal eingesprungen, um die Risikoauflagen für Staatsanleihen der Krisenländer zu begrenzen. Als offenbar einzige handlungsfähige Instanz ließ

sich die EZB dazu drängen, eine Garantieerklärung für die Währungsunion abzugeben. Eigentlich ist es allein Aufgabe der europäischen Regierungen, über den Bestand der Währungsunion zu entscheiden und ihn gegebenenfalls zu sichern, weil nur sie hierfür demokratisch legitimiert sind. Mit der Entscheidung der EZB, Staatsanleihen von Krisenländern zu kaufen, könnte nun auch der Grundpfeiler der Währungsunion ins Wanken geraten, nämlich das Ziel der Preisstabilität. So ist die EZB auch aufgrund der Konditionierung nicht mehr unabhängig von der Finanzpolitik, mit der Folge, dass die Verantwortlichkeiten zwischen den jeweiligen Politikbereichen verwischt werden. Die Unabhängigkeit einer Notenbank ist jedoch, so zeigen die makroökonomische Forschung der vergangenen Jahrzehnte und die Erfahrungen mit Inflationsprozessen, eine wichtige Voraussetzung für eine langfristig stabilitätsorientierte Geldpolitik.

Die EZB will mit ihrem Schritt der Unsicherheit der Kapitalgeber entgegengetreten. Fraglich ist jedoch, ob diese tatsächlich beseitigt werden kann. Denn erstens bleibt unklar, nach welchen Regeln die EZB bei ihrer Politik verfährt (Umfang und Dauer der Käufe, Höhe der Zinsen, bei der Käufe beginnen usw.), und zweitens bleibt die Unsicherheit über den Wert z. B. spanischer Immobilienkredite – und damit letztlich auch über die wirtschaftliche Entwicklung in diesem Land – bestehen. Dabei ist es unerheblich, ob die Käufe von Staatsanleihen am Primär- oder am Sekundärmarkt erfolgen, denn so oder so wird letztlich die Budgetbeschränkung für Staaten gelockert. Eine Aufkaufgarantie der Zentralbank am Sekundärmarkt erodiert ja gerade den Markttest, dem sich Regierungen bei der Emission am Kapitalmarkt aus guten Gründen ausgesetzt sehen sollen. Wenn die Käufer am Primärmarkt damit rechnen können, dass sich die erworbenen Wertpapiere jederzeit an die Zentralbank weiterverkaufen lassen, wird die Funktion der Solvenzprüfung am Primärmarkt außer Kraft gesetzt.

Die EZB macht ihre Käufe davon abhängig, dass sich die betreffenden Regierungen an Auflagen etwa hinsichtlich ihrer Budgetpolitik halten. Diese Konditionierung bedeutet eine noch engere Bindung an die Finanzpolitik. Eine solche Ex-ante-Koordination zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik hatte die Notenbank in der Vergangenheit immer abgelehnt, weil sie dadurch ihre Unabhängigkeit gefährdet sah. Die Bindung kann auch den Bestand der Währungsunion gefährden, den die EZB eigentlich sichern will. Hier kommt das Problem des »moral hazard« ins Spiel. Wenn ein Land den Bedingungen für die Hilfen nicht nachkommen kann oder will, müsste die EZB es wie angekündigt ablehnen, weitere Staatsanleihen des Landes zu kaufen. Dies könnte von den Akteuren an den Märkten als Signal verstanden werden, diese Anleihen zu verkaufen. In der Folge könnten die Zinsen so stark steigen, dass das betreffende Land in noch größere Schwierigkeiten gerät oder sogar in die Insolvenz getrieben wird. Weicht die EZB hingegen von ihrer Ankündigung ab und stützt sie die Kurse der Anleihen dennoch, wäre ihre Glaubwürdigkeit massiv beschädigt. Es ist nicht auszuschließen, dass Regierungen sich auf genau diese Reaktion der EZB verlassen und ihre Anstrengungen zu Reformen verringern.

<sup>34</sup> Vgl. z. B. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2011, Essen.

Die Geldpolitik hat nun praktisch die Führungsrolle bei dem Versuch übernommen, die Schuldenkrise zu bewältigen. Diese Rolle käme eigentlich den Regierungen zu, weil hiermit erhebliche Umverteilungswirkungen verbunden sind und die notwendigen Anpassungen nicht-monetärer Natur sind. Die EZB wird zum Wächter über die nationalen Finanzpolitiken und beeinflusst möglicherweise die Solvenz einzelner Staaten. Neben der Unabhängigkeit gerät so auch die Glaubwürdigkeit in Gefahr. Beides sind für eine Notenbank hohe Güter, und sie zu verlieren bedeutet, dass das Ziel der Preisstabilität möglicherweise gar nicht oder nur mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten erreicht werden kann. Vor diesem Hintergrund beurteilen die Institute das OMT-Programm kritisch.

Aus Sicht der *Konsortien IWH/Kiel Economics und RWI/IHS* ist der Kauf von Staatsanleihen von Ländern mit Finanzierungsproblemen grundsätzlich geeignet, die gesamtwirtschaftliche Lage in Situationen zu stabilisieren, in denen Marktübertreibungen vorliegen oder internationale Ansteckungseffekte zu befürchten sind. Es ist jedoch keine gute Lösung, dass die Notenbank diese Aufgabe übernimmt. Vielmehr sollten dies finanzpolitische Institutionen tun, um die gegenwärtige Verquickung von Geld- und Finanzpolitik zu beenden, beispielsweise in Form eines Schuldentilgungspakts.<sup>35</sup> Für den Fall, dass die damit verbundenen Bedingungen, insbesondere die planmäßige Tilgung, nicht eingehalten werden, ist ein geordnetes Insolvenzverfahren vorzusehen. Mit einem solchen Pakt werden die Risiken in Form von Haftungssummen sichtbar. Kauft die EZB im Rahmen des OMT-Programms Staatsanleihen, werden die Risiken verschleiert.

Die *Konsortien aus IfW/ZEW und ifo/KOF* lehnen den Kauf von Staatspapieren ab, weil sie die damit einhergehenden Stabilitäts- und Inflationsrisiken für zu groß halten. Aus ihrer Sicht dürfen Anstrengungen zum Erhalt des Euro-Raums die Voraussetzungen für eine stabile Währung nicht außer Kraft setzen. Das OMT-Programm markiert aber den Einstieg in eine Inflationslösung. Diese würde die Glaubwürdigkeit der EZB untergraben und das Ende der europäischen Stabilitätsunion bedeuten. Einer möglichen kurzfristigen Beruhigung von Investoren stünde die mittelfristige Destabilisierung und Entwertung des Euro gegenüber. Die beiden Konsortien schätzen die gesellschaftlichen Kosten einer solchen Strategie als zu hoch ein. Sie bezweifeln zudem, dass ein Schuldentilgungspakt das Problem lösen würde, denn er müsste so groß dimensioniert sein, dass die Bonität aller Garantieländer – einschließlich Deutschlands – wahrscheinlich in Zweifel gezogen würde. Daher setzen sie allein auf eine Insolvenzlösung für Staaten und insbesondere für Banken, sollte die Strategie der wachstumsfördernden Reformen verbunden mit einer glaubwürdigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte scheitern.

*Soweit die unterschiedlichen Meinungen der Konsortien.*

Bleiben die Konsolidierungs- und Wachstumserfolge im erforderlichen Umfang aus und werden Transfers weiterhin ausgeschlossen, bleiben als Lösung nur die Insolvenz oder die Inflation. Dabei kann die Insolvenz für die Regierungen dann attraktiv werden, wenn sich ein Großteil der Anleihen des betroffenen Staates in der Hand des Eurosystems befindet. Es müsste die betreffenden Anleihen abschreiben und letztlich über die Steuerzahler rekapitalisiert werden. Dieser Weg entspräche einer indirekten und demokratisch nicht legitimierten Transferlösung. Die Anreize für Regierungen in Finanznöten wären verheerend – exakt aus diesem Grund wurde ja das Verbot der Staatsfinanzierung über das Zentralbanksystem im Maastricht-Vertrag verankert. Wenn die Regierungen aber weiterhin eine Insolvenz grundsätzlich ablehnen und die EZB auf Dauer als Käufer letzter Instanz für Staatsanleihen von Krisenländern auftritt, führt kaum ein Weg an höherer Inflation vorbei. Zwar betont die EZB nach wie vor, dass sie ihr Mandat erfüllen will. Nach dem bisherigen Ablauf des Krisenmanagements scheint es aber immer wahrscheinlicher, dass die Politik letztlich auch eine höhere Inflation akzeptieren würde, weil dies aus ihrer Sicht die einfachste Lösung ist.

Die Institute sehen daher das Risiko, dass die Inflation mittelfristig steigt. Dieser Prozess kann dadurch ausgelöst werden, dass die EZB in großem Umfang Staatsanleihen kauft und so letztlich eine monetäre Staatsfinanzierung betreibt. In der Folge könnten die Bürger und die Akteure an den Märkten das Vertrauen in die EZB verlieren, nachhaltig für Preisstabilität zu sorgen. Früher oder später würden sich dann die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung lösen. Ferner ist die Gefahr groß, dass Abweichungen von den Anpassungsprogrammen, die Voraussetzung für die Staatsanleihekäufe sind, nicht zum Anlass dafür genommen werden, die Programme als gescheitert zu erklären, so dass die EZB dennoch weiterhin Anleihen kauft und übermäßig geldpolitisch stimuliert, was dann preistreibend wirken und zu einem Anstieg der Inflationserwartungen führen könnte. Da die Wiedergewinnung geldpolitischer Reputation in einem solchen Fall langwierig sein kann und mit restriktiven Impulsen einhergeht, wäre mit hohen sozialen Kosten bei der Gewährleistung von Preisstabilität zu rechnen.<sup>36</sup>

Der Versuch, einen nennenswerten Teil der Staatsverschuldung auf dem Inflationswege real zu entwerten, wäre keineswegs ein reibungsloser Prozess, der gewissermaßen im Hintergrund nahezu unbemerkt abliefe. Die inflationsbedingten Umverteilungsgewinne zu Gunsten des Staates ergeben sich – von höheren Geldschöpfungsgewinnen abgesehen – nur aus Überraschungsinflationen. Da sich die Kapitalgeber der Staaten aber rasch auf dieses neue Regime einstellen dürften, sind die Erfolge allenfalls kurzfristiger Natur. Darüber hinaus sind viele Ausgaben der Staaten ohnehin inflationsabhängig. Daher bedürfte es schon großer oder wiederholter unerwarteter Inflationssschocks, um das Schuldenproblem deutlich zu reduzieren.

<sup>35</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwellt weiter, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012, München, S. 52.

<sup>36</sup> »Gaining credibility is a long and laborious process. Maintaining it is a permanent challenge. But losing credibility can happen quickly – and history shows that regaining it has huge economic and social costs.« Aus der Rede von Mario Draghi am 19. November 2011 in Frankfurt.

## Zu den institutionellen Reformen in der Europäischen Union

### Zum Europäischen Stabilitätsmechanismus

Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ist mittlerweile in Kraft getreten. Die Institute haben den ESM in früheren Gutachten inhaltlich bewertet und insbesondere kritisiert, dass er keine klaren Regeln für eine Gläubigerbeteiligung vorsieht.<sup>37</sup> Die Auslegung des ESM-Vertrags ist vom Bundesverfassungsgericht (BVerfG) mit seinem Urteil im Eilverfahren vom 12. September 2012 konkretisiert worden. So hat es klargestellt, dass eine Ausweitung der deutschen Haftung über die vom Bundestag beschlossene Summe von rund 190 Mrd. Euro eines erneuten Parlamentsbeschlusses bedarf. Auch darf dem Bundestag ein umfassendes Informationsrecht nicht verwehrt werden. Zudem betont das BVerfG, dass »eine Aufnahme von Kapital durch den ESM bei der Europäischen Zentralbank ... mit dem in Art. 123 AEUV verankerten Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung nicht vereinbar wäre«. <sup>38</sup> Inzwischen hat die Bundesregierung mit den europäischen Partnern eine entsprechende Auslegungserklärung verabschiedet.

Eine Entscheidung des BVerfG im Hauptsacheverfahren steht noch aus. Dabei wird es auch um die Ankündigung der EZB gehen, sie werde im Rahmen ihres Programms OMT (Outright Monetary Transactions) Staatsanleihen von europäischen Krisenländern kaufen. Hierin sehen die Kläger einen Verstoß gegen den Maastrichter Vertrag. Bereits in seiner Entscheidung vom 12. September 2012 hat das BVerfG dazu entschieden, dass »ein Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt durch die Europäische Zentralbank, der auf eine von den Kapitalmärkten unabhängige Finanzierung der Haushalte der Mitgliedstaaten ziele, ... als Umgehung des Verbotes monetärer Haushaltsfinanzierung ... untersagt« ist.<sup>39</sup> Bei der kommenden Entscheidung wird es daher wohl darauf ankommen, worauf das OMT-Programm zielt. Gelingt es der EZB zu belegen, dass es ihr ausschließlich darum geht, den Transmissionsprozess der Geldpolitik zu verbessern, so ist nicht mit einer ablehnenden Entscheidung des BVerfG zu rechnen. Offen ist allerdings, wie das BVerfG interpretiert, dass es für die Käufe grundsätzlich keine Obergrenze geben soll. Zudem stellt sich die Frage nach der von der EZB betonten Konditionalität, denn diese beeinträchtigt die vertraglich festgeschriebene Unabhängigkeit der EZB.

### Zur Bankenunion

Im jüngsten Frühjahrsgutachten haben die Institute gefordert, eine zentrale Instanz zur Kontrolle, Rekapitalisierung

und gegebenenfalls systemschonenden Abwicklung von Finanzinstituten zu schaffen. Dafür spricht zum einen, dass eine gemeinsame Aufsicht eher in der Lage sein dürfte, das europaweit verflochtene Banken- und Finanzsystem zu überblicken. Zum anderen belegen die Erfahrungen seit dem Beginn der Finanzkrise, dass unterkapitalisierte Banken eines Landes erhebliche negative externe Effekte auf die Finanzsysteme und die Volkswirtschaften der übrigen Mitgliedstaaten ausüben können. Daher haben nationale Regulierungsbehörden, die letztlich Teil der Exekutive des jeweiligen Landes sind, einen zu geringen Anreiz einzugreifen, und gegebenenfalls sogar Institutsschließungen anzuordnen. Zudem ist die Gefahr, dass es zu einer starken Beeinflussung des Regulators durch die Bankenlobby kommt, auf einzelstaatlicher Ebene möglicherweise größer.

Daher begrüßen die Institute im Grundsatz, dass die Europäische Kommission und der Präsident des Europäischen Rates Vorschläge unterbreitet haben, die in die geforderte Richtung zielen.<sup>40</sup> Wichtig ist dabei allerdings, dass die notwendigen Reformen gründlich und in der richtigen Reihenfolge umgesetzt werden. Ein gemeinsamer Aufsichtsmechanismus für Banken sollte zwar zügig eingeführt werden. Es ist aber abzulehnen, ihn überhastet einzuführen, allein weil er nach der Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets vom 29. Juni 2012 die Voraussetzung dafür ist, dass der ESM Banken direkt rekapitalisieren darf.<sup>41</sup> Dies sollte vielmehr in drei Schritten geschehen.

Der *erste Schritt* sollte darin bestehen, dass sich alle Mitgliedsländer über die Prinzipien einigen, denen eine europäische Bankenaufsicht folgen soll. Diese betreffen insbesondere das Spannungsverhältnis zwischen Zentralismus und Subsidiarität, also letztlich die Machtverteilung zwischen der einzelstaatlichen und der europäischen Ebene. Zwar besteht aus Sicht der Institute kein Zweifel, dass mehr zentrale Kontrolle notwendig ist, wenn die genannten Probleme gelöst werden sollen. Eine Zentralisierung kann aber auch zu Überregulierung führen.<sup>42</sup> Zudem ist zu bedenken, dass sich die Gepflogenheiten, Institutionen und gesetzlichen Grundlagen der nationalen Finanzsysteme voneinander unterscheiden. Eine vollständige Vereinheitlichung kann daher – sofern überhaupt gewünscht – wohl nur am Ende eines langwierigen Prozesses stehen. Schließlich muss geklärt werden, wie die nationalen Behörden und ihre länderspezifischen Kompetenzen in die neue europäische Aufsicht eingebunden werden sollen.

Parallel muss die Frage der demokratischen Legitimation beantwortet werden. Eine Aufsichtsbehörde ist nämlich ein Teil der Exekutive. Normalerweise bedeutet dies nicht nur, dass das Parlament umfassende Kontrollrechte wahrnimmt,

<sup>37</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwellt weiter. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012, München, S. 50.

<sup>38</sup> Vgl. Bundesverfassungsgericht (2012). Pressemitteilung Nr. 67/2012 vom 12. September 2012.

<sup>39</sup> Vgl. Bundesverfassungsgericht (2012). Pressemitteilung Nr. 67/2012 vom 12. September 2012.

<sup>40</sup> Vgl. Van Rompuy, H. (2012) »Auf dem Weg zu einer echten Wirtschafts- und Währungsunion«, Bericht des Präsidenten des Europäischen Rates, Brüssel, 26. Juni 2012, EUCO 120/12; EU-Kommission (2012) »Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat – Fahrplan für eine Bankenunion«, Brüssel, 12. September 2012, COM(2012) 510 final.

<sup>41</sup> Vgl. Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets, 29. Juni 2012.

<sup>42</sup> Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010), Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise, Gutachten Nr. 03/10, S. 42.

wie von der Kommission vorgesehen. Damit die parlamentarische Kontrolle auch effektiv erfolgen kann, ist die Regierung vielmehr typischerweise bevollmächtigt, die Leitungsebene der Aufsichtsbehörde auszutauschen, wenn der politische Druck aus Parlament und Öffentlichkeit groß ist. Das wäre unmöglich, wenn die Bankenaufsicht der EZB übertragen wird. Allerdings bleibt es einem demokratisch verfassten Gemeinwesen unbenommen, auch die Bankenaufsicht an eine unabhängige Institution zu delegieren.

Schließlich ist festzulegen, wie finanzielle Belastungen aus Rekapitalisierungs- oder Abwicklungsmaßnahmen auf die Mitgliedstaaten verteilt werden sollen. Dies ist bei transnational operierenden Instituten keineswegs trivial. Zudem sind die Anreizstrukturen sorgfältig zu beachten. Geschieht die Lastenverteilung beispielsweise nach Maßgabe der relativen Wirtschaftskraft, die Stimmengewichtung in den Aufsichtsgremien jedoch nicht, so eröffnet sich gerade für kleine Länder mit überproportional großen Banken die Möglichkeit des Trittbrettfahrerverhaltens.

In einem *zweiten Schritt* sollte damit begonnen werden, eine zentrale Aufsichtsbehörde mit Durchgriffsrechten auf alle nationalen Bankensysteme zu schaffen. Dies ist angesichts der Größe und der Heterogenität des europäischen Bankensystems eine ambitionierte Aufgabe, zumal es derzeit offenbar keine europäische Institution gibt, die dafür personell und organisatorisch gewappnet ist. Der Vorschlag der EU-Kommission, die EZB ab dem 1. Januar 2013 stufenweise damit zu betrauen, scheint sich aus guten Gründen nicht durchzusetzen. So ist zuvor die oben aufgeworfene Frage zu beantworten, ob tatsächlich eine politisch unabhängige Bankenaufsicht gewünscht ist. Zudem sollte genau abgewogen werden, ob die EZB die geeignete Institution ist, um diese Aufgabe zu übernehmen. Denn aufsichtsrechtliche Anordnungen können erhebliche finanzielle Auswirkungen auf die betroffenen Länder oder auf die EU insgesamt besitzen. So käme es zu einer weiteren Verquickung von Geldpolitik und Finanzpolitik, die dazu führen könnte, dass die EZB ihren geldpolitischen Verpflichtungen nicht mehr mit der gebotenen Unabhängigkeit nachkommen kann. Die von der EU-Kommission vorgeschlagene organisatorische Trennung zwischen geldpolitischen und aufsichtsrechtlichen Geschäften schafft nur unvollkommene Abhilfe, weil die Verantwortung für beide Aufgaben letztlich beim EZB-Rat liegt. Schließlich ist es wohl nicht zu schaffen, bis zum Beginn des kommenden Jahres die notwendigen rechtlichen, organisatorischen und personellen Anpassungen mit der gebotenen Sorgfalt vorzunehmen. So existiert nicht einmal ein europäisches Bankeninsolvenzrecht, auf dessen Grundlage mögliche Restrukturierungen oder Abwicklungen erfolgen könnten.

Um Schieflagen von Banken in den europäischen Krisenländern dennoch rasch angehen zu können, schlägt der Sachverständigenrat ein kurzfristig einzurichtendes Übergangsregime vor.<sup>43</sup> Es könnte darin bestehen, dass europäische Bankenhilfen – wie im Fall Spaniens – über den Staat

<sup>43</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), »Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen«, Sondergutachten, 5. Juli 2012, Wiesbaden.

als Eigenkapital an die notleidenden Institute geleitet werden. Die dadurch erworbenen Anteils- und Kontrollrechte sollten an die EFSF oder den ESM abgegeben und durch die Europäische Bankenaufsicht (EBA) oder die EZB in Zusammenarbeit mit den nationalen Aufsichtsbehörden wahrgenommen werden. Hierbei ist es allerdings aus Sicht der Institute essentiell für eine funktionierende Marktwirtschaft, dass staatliche Hilfen nur eingesetzt werden, wenn das öffentliche Gut der Finanzmarktstabilität gefährdet ist. Bevor die Gesellschaft eingreift, sollten die Eigentümer und Gläubiger möglichst weitgehend in Haftung genommen werden; erstere bis hin zum vollständigen Verlust ihrer Anteilsrechte, letztere durch Umwandlung ihrer Forderungen in Eigenkapital (Debt Equity Swaps).<sup>44</sup> Die Institute fordern, dass dieses Prinzip für alle Bankenrettungen verankert wird. Dies schließt das Programm zur Finanzhilfe zugunsten der spanischen Banken ein.

Parallel zum Aufbau einer europäischen Bankenaufsicht muss der Ordnungsrahmen für die Finanzwirtschaft weiter verbessert werden, um die strukturellen Ursachen der zurückliegenden und anhaltenden Finanz- und Banken Krisen zu beseitigen. An Vorschlägen hierzu mangelt es nicht.<sup>45</sup> Tatsächlich hat es eine Reihe von Regulierungsfortschritten gegeben.<sup>46</sup> So wurde mit dem European System of Financial Supervision (ESFS) der Kern einer europaweit einheitlichen Finanzmarktaufsicht geschaffen. Außerdem wurden die Eigenkapitalanforderungen verschärft (Capital Requirements Directive, CRD II und III). Dies hat allem Anschein nach zumindest dazu beigetragen, dass sich die Eigenkapitalausstattung der Banken etwas verbessert hat.<sup>47</sup>

Allerdings wurde die G-20-Agenda einer lückenlosen Regulierung sämtlicher Finanzinstrumente, sämtlicher Finanzmarktsegmente sowie sämtlicher Weltregionen bisher nicht einmal auf EU-Ebene erreicht. So fehlt ein grenzüberschreitendes europäisches Bankeninsolvenzrecht, für das die EU-Kommission erst im Juni 2012 einen Richtlinienentwurf vorgelegt hat. Auch sind die im Rahmen von Basel III beschlossenen höheren Eigenkapitalanforderungen noch nicht in Kraft (Capital Requirements Directive, CRD IV).<sup>48</sup> Zudem ist die

<sup>44</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), Deutschland am Rande der Rezession, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008, Halle, S. 39. Plenum der Ökonomen (2012), »Stellungnahme zur Europäischen Bankenunion«, abgerufen von [www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/](http://www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/) am 19.9.2012.

<sup>45</sup> Vgl. z. B. Hellwig, M. (2010), »Finanzkrise und Reformbedarf«, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2010/19, Bonn; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009), »Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen«, Jahrgutachten 2009/10, Wiesbaden; sowie Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010), »Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise«, Gutachten 03/10.

<sup>46</sup> Vgl. z. B. Bundesministerium der Finanzen (2012) Finanzmarktregulierung. Auf den Punkt, Ausgabe 03/2012.

<sup>47</sup> Vgl. European Banking Authority (2012), Final report on the implementation of Capital Plans following the EBA's 2011 Recommendation on the creation of temporary capital buffers to restore market confidence; <http://stress-test.eba.europa.eu/capitalexercise2012/Finalreportrecapitalisationexercise.pdf>; EBA BS 2012 188; London October 2012.

<sup>48</sup> Danach sollen Banken bis zu 12 % Eigenkapital in Relation zu den risikogewichteten Aktiva halten. Darin enthalten ist ein antizyklischer Kapitalpuffer von bis zu 2,5 %, der im Boom gebildet werden muss und im Abschwung abgebaut werden kann. Zudem soll das harte Kernkapital (inklusive Kapitalhaltungspuffer von 2,5 %) von 2 % auf 7 % steigen. Schließlich soll ab 2018 eine ungewichtete Eigenkapitalquote (Eigenkapital in Relation zu den ungewichteten Aktiva, Leverage Ratio) von 3 % vorgeschrieben werden.

schärfere Behandlung systemrelevanter Banken im Rahmen von Basel III noch nicht implementiert; vorgesehen sind obligatorische Notfall- und Abwicklungspläne sowie zusätzliche Eigenkapitalanforderungen in Höhe von 1 % bis 2,5 % der risikogewichteten Aktiva.

Trotz aller Bemühungen ist zu konstatieren, dass die beschlossenen Reformen angesichts der in der Finanzkrise offensichtlich gewordenen Fehlsteuerungen nicht weit genug gehen. So ist die anvisierte Eigenkapitalunterlegung zu gering. Banken, die im Zuge der Finanzkrise in Schieflage gerieten, wiesen vor der Krise zum Teil höheres Eigenkapital auf.<sup>49</sup> Hochproblematisch ist darüber hinaus das Prinzip der Risikogewichtung, denn es ist zweifelhaft, ob die Risiken von Bankaktiva überhaupt sinnvoll messbar sind.<sup>50</sup> Das ab 2018 geforderte Verhältnis von Eigenkapital zur Bilanzsumme von mindestens 3 % behebt das Problem des übermäßigen Deleveraging im Krisenfall nicht, denn bei einem Eigenkapitalverlust von 1 Mill. Euro müsste eine Bank ihre Bilanzsumme um insgesamt 33 Mill. Euro verkürzen. Dies führt schnell zu Notverkäufen (Fire Sales) mit möglicherweise verheerenden systemischen Konsequenzen. Manche Ökonomen plädieren daher, dass das Eigenkapital mindestens 20 % bis 30 % der Bilanzsumme betragen sollte.<sup>51</sup>

Erst in einem *dritten Schritt* sollte über Formen der gemeinschaftlichen Haftung oder einer europäischen Einlagensicherung entschieden werden, nachdem eine funktionsfähige Bankenaufsicht und ein europäisches Bankensolvenzrecht eingeführt worden sind und sich das Bankensystem von bestehenden Altlasten befreit hat. Kurzfristig käme die Einführung einer gemeinsamen Einlagensicherung einer massiven Subvention gleich, denn in den europäischen Krisenländern sind die Schadensfälle bereits eingetreten, so dass die Versicherung unmittelbar zahlungswirksam würde. Aber auch langfristig ist durchaus unklar, ob es bei guter Ausgestaltung des europäischen Ordnungs- und Aufsichtsrahmens überhaupt einer länderübergreifenden Einlagensicherung bedarf. Für einen europäischen Ansatz spräche wohl allein, dass sich damit die einzelnen Länder gegen große rein nationale Schocks versichern könnten. Dagegen ist einzuwenden, dass unterschiedliche Einlagensicherungssysteme durchaus Teil des Wettbewerbs unter Banken sind. Zudem gehen Versicherungslösungen immer mit der Gefahr des »moral hazard« einher und müssen daher sehr sorgfältig austariert werden. Die ökonomische Literatur legt zwar nahe, dass eine Einlagensicherung bestimmte Formen von Banken Krisen verhindern kann.<sup>52</sup> Die damit einher gehenden Fehlanreize können aber dazu führen, dass Banken größere Risiken eingehen und Krisen wahrscheinlicher werden.<sup>53</sup> In einem europäischen

System beträfe dies nicht nur privates, sondern auch einzelstaatliches Verhalten und wäre daher erheblich schwieriger zu vermeiden. Befürworten dennoch alle Mitgliedsländer einen europaweiten Ansatz, so käme glaubwürdigen und bindenden Haftungsgrenzen eine große Bedeutung zu. Empirische Ergebnisse deuten nämlich an, dass eine explizite, aber begrenzte Einlagensicherung zu mehr Disziplin bei den Banken führt als eine implizite und damit potenziell unbegrenzte Staatsgarantie.<sup>54</sup> Bei entsprechender Ausgestaltung könnte das auch für die Risikoneigung der Mitgliedsländer gelten.

## Zur Geldpolitik

### Verspannungen am Interbankenmarkt bestehen fort

Die Lage am europäischen Geldmarkt ist nach wie vor äußerst angespannt. Die Unsicherheit über Solvenz und Liquidität potenzieller Gegenparteien hat zur Folge, dass Finanzinstitute bei Verleihungen am Geldmarkt weiter vorsichtig sind<sup>55</sup>, insbesondere bei grenzüberschreitenden Krediten an Banken in Krisenländern. Diese ausbleibenden Finanzströme wurden zunehmend durch Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems ersetzt. Insbesondere im Zuge der Dreijahrestender hat sich das Bankensystem mit reichlich Liquidität versorgt. Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität schoss seither in die Höhe, im Juli lag diese bei 770 Mrd. Euro. Im Rahmen der Leitzinssenkung im Juli dieses Jahres wurde die Verzinsung der Einlagefazilität auf 0 % gesenkt. In der Folge haben die Geschäftsbanken die Inanspruchnahme der Einlagefazilität auf zuletzt 330 Mrd. Euro reduziert und ihre überschüssige Liquidität in Höhe von 433 Mrd. Euro auf Girokonten der nationalen Zentralbanken in Form von unverzinsten Überschussreserven belassen.

Die Zinsaufschläge von unbesicherten gegenüber besicherten Geldmarktgeschäften sind seit Anfang des Jahres deutlich zurückgegangen, was üblicherweise für eine Verringerung der Risikoeinschätzung am europäischen Geldmarkt spricht. Zum Teil geht der Rückgang jedoch auf das Erreichen der Nullzinsschranke bei besicherten Geldmarktgeschäften zurück. Die Zinsen sowohl besicherter als auch unbesicherter Transaktionen notieren deutlich unterhalb des Leitzinses der EZB (Abb. 5.1). Die Zinsen für besicherte eintägige Geldmarktgeschäfte konnten der Leitzinssenkung nicht vollständig folgen, da sie bereits nahe der Nullzinsschranke notierten.

<sup>49</sup> Vgl. Sinn, H.-W. (2010), »Kasinoökonomismus«, Ullstein, Berlin, S. 115.

<sup>50</sup> Vgl. Hellwig, M. (2010), »Finanzkrise und Reformbedarf«, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2010/19, Bonn, S. 33.

<sup>51</sup> Admati, A. R., P. M. De Marzo, M. F. Hellwig und P. C. Pfleiderer (2012), »Debt Overhang and Capital Regulation«, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 114, MPI Collective Goods Preprint, No. 2012/5.

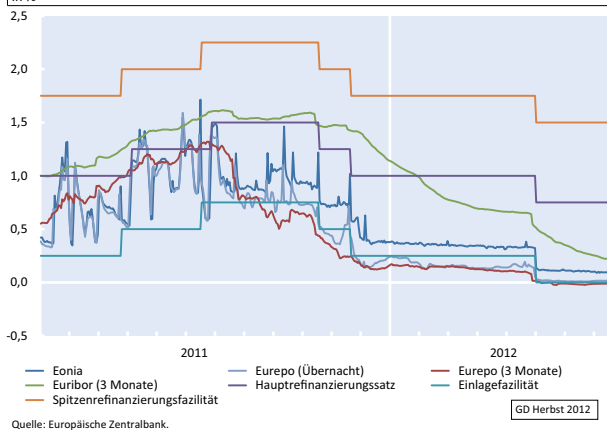
<sup>52</sup> Vgl. Diamond, D. und P. Dybvig (1983), »Bank runs, deposit insurance, and liquidity«, Journal of Political Economy 91, 401–419.

<sup>53</sup> Vgl. Demirgüç-Kunt, A. und E. Detragiache (2002), »Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation«, Journal of Monetary Economics 49, 1373–1406.

<sup>54</sup> Vgl. Gropp, R., und J. Vesala (2004), »Deposit Insurance, Moral Hazard and Market Monitoring«, Review of Finance 8, 571–602.

<sup>55</sup> Während die Volumina am besicherten Geldmarkt im Vergleich zum Jahr 2007 nur leicht gesunken sind, etwa 2 %, liegen die Transaktionsvolumina am unbesicherten Geldmarkt im Jahr 2012 bei nur noch etwa 40 % des Vorkrisenniveaus. Im Vorjahresvergleich sanken die Volumina um etwa 15 % (besicherter Geldmarkt) bzw. 35 % (unbesicherter Geldmarkt), vgl. EZB (2012), Money Market Survey 2012, Frankfurt am Main.

**Abb. 5.1**  
Ausgewählte Zinsen im Euroraum  
in %



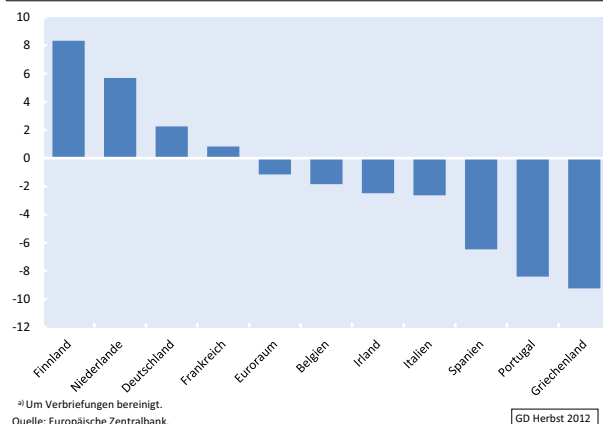
Quelle: Europäische Zentralbank.

### Finanzierungsbedingungen in den Euroländern weiterhin sehr unterschiedlich

Die Situation am Kreditmarkt ist im Euroraum nach wie vor gespalten. In den Krisenländern verringerte sich das Kreditvolumen merklich. So sank der Bestand an ausstehenden Krediten in Spanien, Portugal und Griechenland im Juli um mehr als 6 % (Abb. 5.2). In Deutschland, den Niederlanden und Finnland hingegen haben die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gegenüber dem Vorjahr zugenommen.

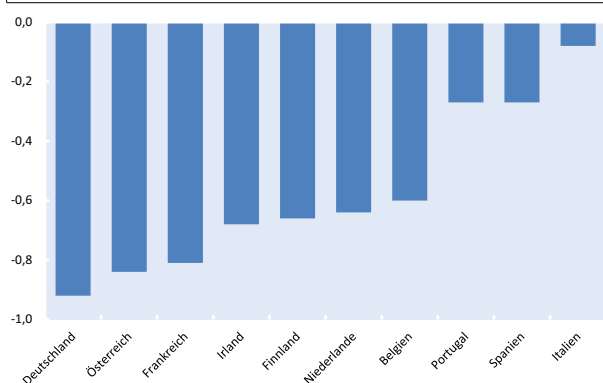
Die heterogene Kreditentwicklung dürfte sowohl auf die unterschiedliche Situation in den Bankensektoren als auch auf die Unterschiede in der Konjunktur zurückzuführen sein. Die Lage der Banken in den Krisenländern ist nach wie vor äußerst angespannt. So sind die Bilanzen vieler Finanzinstitute – beispielsweise die der spanischen Sparkassen – stark von der Immobilienkrise und der Rezession betroffen. Der Betrag zweifelhafter Kredite an Unternehmen und private Haushalte hat sich seit Beginn des Jahres 2008 verzehnfacht.<sup>56</sup> Darüber hinaus müssen die Banken infolge der Staatsschuldenkrise und der geplatzten Kreditblasen Abschreibungen auf ihre Forderungen hinnehmen. Dies führt

**Abb. 5.2**  
Veränderung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen<sup>a)</sup>  
Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %



<sup>a)</sup> Um Verbriefungen bereinigt.  
Quelle: Europäische Zentralbank.

**Abb. 5.3**  
Rückgang der Kreditzinsen zwischen August 2011 und August 2012<sup>a)</sup>  
Prozentpunkte



<sup>a)</sup> Bei den Kreditzinsen handelt es sich um durchschnittliche Zinsen für Neukredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über alle Laufzeiten.  
Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute.

in Verbindung mit verschärften Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III dazu, dass die Banken ihr Kreditangebot zurückfahren müssen.

Auf Unterschiede der Finanzierungsbedingungen von Banken im Euroraum deuten Berechnungen der EZB hin, dass Banken in Italien, Frankreich und Spanien höhere Zinsen zahlen müssen als die Banken in Deutschland und den Niederlanden.<sup>57</sup> Die Entwicklung der Zinsen für Kredite an den nichtfinanziellen Sektor verlief im vergangenen Jahr ebenfalls unterschiedlich (Abb. 5.3). Im Verlauf des ersten Halbjahres 2012 gingen die Zinsen für Neukredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Deutschland spürbar zurück, hingegen stagnierten sie in Spanien weitgehend, und in Italien erhöhten sie sich gegenüber dem Vorjahr sogar.

Auf angebotsseitige Kreditbeschränkungen in den Krisenländern deutet auch die Umfrage unter kleinen und mittleren Unternehmen SAFE hin, die halbjährlich von der EZB und der EU-Kommission durchgeführt wird. Bei der Märzumfrage gaben in Finnland und Deutschland lediglich 2 % der befragten Unternehmen, die einen Bankkredit beantragt hatten, an, dass ihr Kreditantrag abgelehnt wurde (Abb. 5.4). In Spanien und Italien erhöhte sich dieser Anteil von September 2011 bis März 2012 um 5 bzw. 4 Prozentpunkte und betrug 12 % bzw. 15 %. Besonders drastisch erhöhte sich der Anteil abgelehnter Kreditanträge in Griechenland, wo er sich von 14 % im September auf 25 % im März erhöhte.

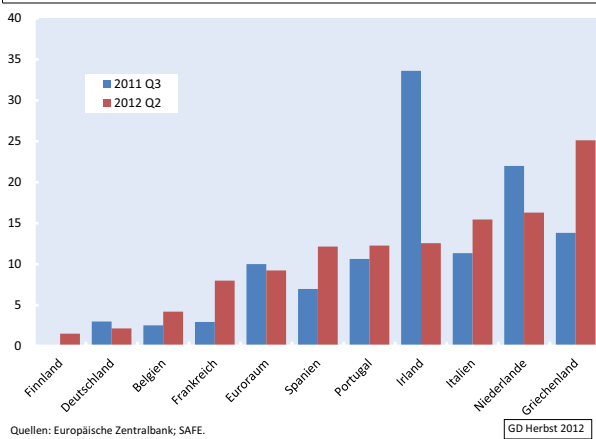
Der Bank Lending Survey der EZB vom September 2012 deutet darauf hin, dass die Kreditvergabestandards im Euroraum etwas gestrafft wurden. In Spanien und Irland berichteten die Banken zwar, dass sich die Vergabestandards nicht weiter verschärft haben; die Konditionen sind dort aber

<sup>56</sup> Vgl. van Roye, B. und T. Schwarz Müller (2012), »Spaniens Bankensektor in der Solvenzkrise«. IfW-Fokus 120. Institut für Weltwirtschaft.

<sup>57</sup> Vgl. EZB (2012), »Beurteilung der Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet während der Staatsschuldenkrise«, Monatsbericht August, 91.



**Abb. 5.4**  
Anteil abgelehnter Kreditanträge kleiner und mittlerer Unternehmen in %



bereits sehr ungünstig. In Italien und Portugal wurden die Kreditrichtlinien hingegen weiter gestrafft.

Alles in allem deutet eine Vielzahl von Indikatoren darauf hin, dass in den Krisenländern angebotsseitige Beschränkungen für die Kreditvergabe bestehen. Insbesondere in Spanien, Italien, Griechenland und Portugal dürften die Banken vor dem Hintergrund belasteter Bankbilanzen ihre Ausleihungen an den nichtfinanziellen Sektor restriktiv gestalten. In Deutschland, Finnland und den Niederlanden sind angebotsseitig hingegen kaum Restriktionen zu erkennen.

### Massive Kapitalflucht aus Italien und Spanien

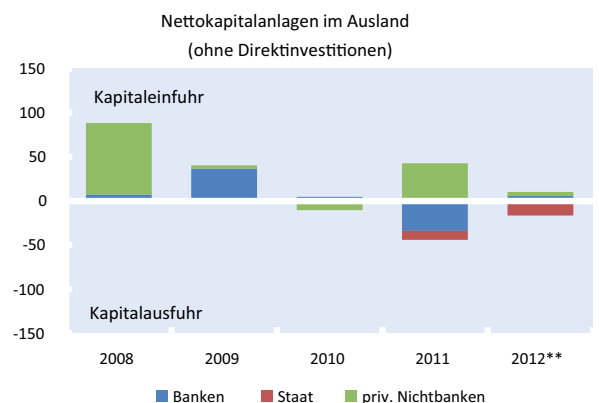
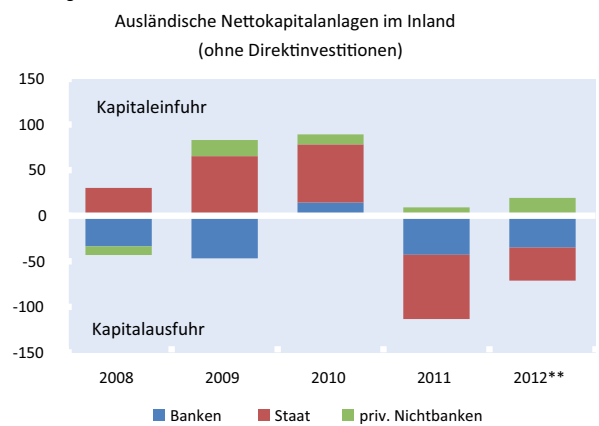
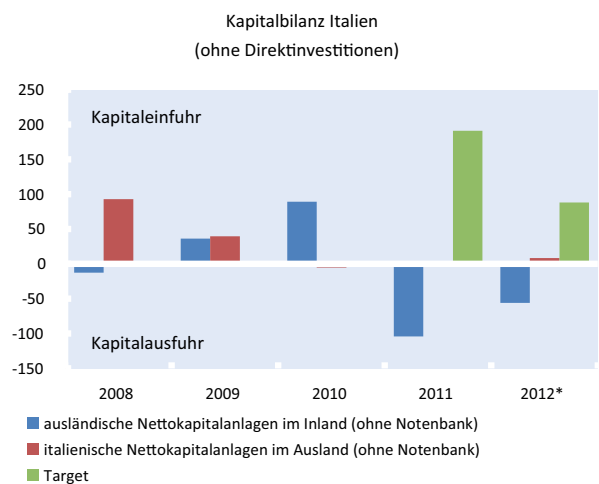
Mitte des Jahres 2011 gerieten mit Italien und Spanien auch zwei große Volkswirtschaften des Euroraums an den Kapitalmärkten unter Druck. Bis November 2011 stiegen die Renditeabstände zu zehnjährigen Bundesanleihen auf knapp 5 Prozentpunkte. Nachdem die EZB ihre unkonventionellen Maßnahmen Ende vergangenen Jahres deutlich ausgeweitet hatte, beruhigte sich die Lage vorübergehend. Ende März 2012 kam es zu einem erneuten Anstieg der Risikoprämien, der Ende Juli mit 5,4 Prozentpunkten für italienische und 6,4 Prozentpunkten für spanische Staatsanleihen seinen vorläufigen Höhepunkt erreichte. Seit der Ankündigung der EZB Anfang August, notfalls unbegrenzt am Anleihemarkt zu intervenieren, bildeten sich die Risikoprämien kontinuierlich zurück und lagen Ende September bei 3,6 (Italien) bzw. 4,2 (Spanien) Prozentpunkten. Ein ganz ähnliches Bild zeichnete sich auch bei den marktbasiereten Fremdfinanzierungskosten für Banken und Unternehmen in den beiden Krisenländern ab.<sup>58</sup>

Eine der Hauptursachen für den Kursverfall spanischer und italienischer Wertpapiere war ein breit angelegter Rückzug

<sup>58</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2012), »Beurteilung der Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet während der Staatsschuldenkrise«, in: Monatsbericht August, 83–104, Abbildungen 3 und 11.

ausländischen Kapitals aus diesen Ländern gewesen. Seit Anfang 2011 stießen ausländische Investoren per saldo Finanzanlagen in Höhe von 160 (Italien) bzw. 238 (Spanien) Mrd. Euro ab (Abb. 5.5 und 5.6, obere Graphik). Die Dynamik des Kapitalabzugs war allerdings in den beiden Ländern sehr unterschiedlich. In Italien lag der Höhepunkt im November und Dezember des vergangenen Jahres, als Ausländer

**Abb. 5.5**  
Kapitalbilanz Italien  
Mrd. Euro

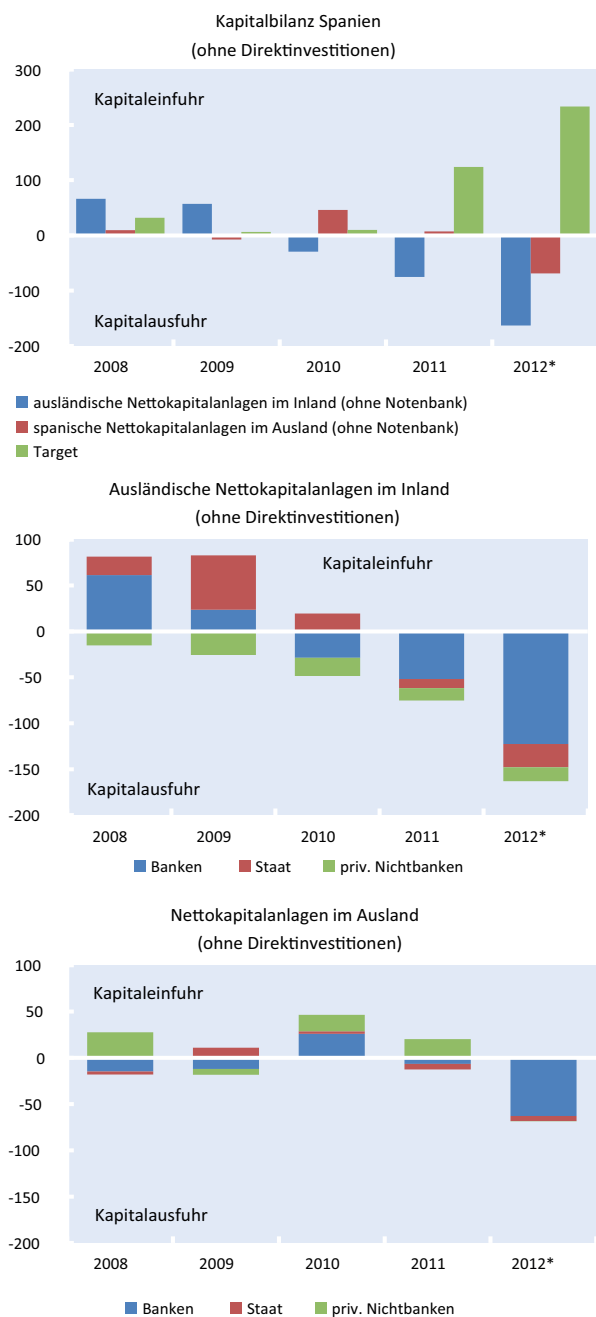


\* Januar bis Juli 2012. – \*\* Januar bis Mai 2012.

Quellen: Datastream, Banca d'Italia; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2012

**Abb. 5.6**  
**Kapitalbilanz Spanien**  
Mrd. Euro



\* Januar bis Juni 2012.

Quellen: Datastream, Banco de España;  
Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2012

zusammengenommen 90 Mrd. Euro abzogen; in der ersten Hälfte dieses Jahres hat sich diese Entwicklung etwas verlangsamt. In Spanien hat sich dagegen der Kapitalabzug im Laufe dieses Jahres kontinuierlich verstärkt; allein im Juni wurden vom Ausland Kapitalanlagen in Höhe von knapp 40 Mrd. Euro und damit deutlich mehr als in den vorherigen Monaten veräußert.

Die treibende Kraft des Abzugs ausländischen Kapitals war der Abbau von Kapitalanlagen im Bankensektor (Abb. 5.5 und 5.6, mittlere Graphik). In beiden Krisenländern gingen die Interbankkredite aus dem Ausland zurück, und Bankschuldverschreibungen wurden abgestoßen bzw. nicht verlängert. Knapp drei Viertel des seit 2011 erfassten Kapitalabzugs aus Spanien ist auf eine Flucht aus dem Bankensektor zurückzuführen; in Italien war es immerhin knapp die Hälfte. Vor allem in Italien kam ein Verkauf von Staatsanleihen durch ausländische Investoren in hohem Umfang hinzu, der sich seit Anfang 2011 auf 107 Mrd. Euro akkumuliert; in Spanien betrug der entsprechende Wert 36 Mrd. Euro.

Ein umfangreicher Abfluss heimischen Finanzkapitals ins Ausland kann lediglich in Spanien seit Jahresbeginn beobachtet werden (Abb. 5.5 und 5.6, obere Graphik). Spanische Anleger erwarben netto knapp 70 Mrd. Euro an ausländischen Anlagen. Diese Kapitalausfuhr war nahezu ausschließlich auf den Erwerb von Wertpapieren und sonstigen Kapitalanlagen (Einlagen, Kredite) durch spanische Banken im Ausland zurückzuführen; entgegen häufiger Vermutungen kann eine breit angelegte Kapitalflucht spanischer Privathaushalte und Unternehmen in sicherere ausländische Wertpapiere oder Einlagen nicht festgestellt werden (Abb. 5.6, untere Graphik). Solche Vermutungen stützten sich insbesondere auf den massiven Rückgang der Einlagen von spanischen Nichtbanken im spanischen Bankensystem, der sich seit Anfang 2011 auf 145 Mrd. Euro beziffert. Dieser Einlagenabzug, der Sorgen über einen bevorstehenden Bank-Run in Spanien schürte, ist vermutlich eher auf die anhaltende Rezession in Spanien und den damit verbundenen Rückgang der Geld- und Kreditnachfrage zurückzuführen als auf eine Verlagerung spanischer Ersparnisse ins Ausland. Zudem gibt es Anzeichen für Umschichtungen in Bankschuldverschreibungen, die aufgrund höherer regulatorischer Kosten für Einlagen von den spanischen Banken stark erworben wurden.<sup>59</sup>

Neben der Kapitalflucht aus den Krisenländern müssen auch erhebliche, wiewohl schrumpfende, Leistungsbilanzdefizite finanziert werden. Sie summieren sich seit 2011 auf etwa 65 Mrd. Euro (knapp 3 % des Bruttoinlandsproduktes) in Italien bzw. auf etwa 55 Mrd. Euro (3 ½ % des Bruttoinlandsproduktes) in Spanien. Die so resultierenden Zahlungsbilanzdefizite werden zu einem guten Teil über Liquiditätszufuhr an das Bankensystem finanziert; die Target2-Verbindlichkeiten der spanischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem sind um 357 Mrd. Euro und die der italienischen Zentralbank um 279 Mrd. Euro gestiegen (Abb. 5.5 und 5.6, obere Graphik). Aufgrund des Misstrauens ausländischer Kapitalleger in Bezug auf die Zahlungsfähigkeit spanischer und italienischer Banken und des Staates werden Forderungen gegenüber Schuldern in den Krisenländern veräußert bzw. fällig werdende Anleihen und sonstige Forderungen nicht verlängert. Die notwendigen Mittel für den Schuldendienst beschaffen sich die Geschäftsbanken durch Kreditaufnahme bei der jeweiligen nationalen Zentralbank.

<sup>59</sup> Vgl. Banco de España (2011), Economic Bulletin, Juli, S. 144 ff.

Tatsächlich stieg das Volumen der Refinanzierungsgeschäfte der Banca d'Italia seit Anfang 2011 um 236 Mrd. Euro und das der Banco de España um knapp 300 Mrd. Euro. Zwar wurde ein Teil des neu geschaffenen Zentralbankgeldes vor allem in Spanien wieder in Form der Einlagefazilität von den Zentralbanken absorbiert; der überwiegende Teil wurde jedoch über das grenzüberschreitende Zahlungssystem Target2 über die Europäische Zentralbank an die Zentralbanken in den Überschussländern überwiesen. Diese Zentralbanken erhalten eine Target2-Forderung gegenüber dem Eurosystem, weil sie im Auftrag der italienischen und spanischen Zentralbank den Empfängern der Zahlungen Gutschriften und damit Forderungen gegen sich selbst gewähren und dafür kompensiert werden müssen. In den Krisenländern findet eine entsprechende Gegenbuchung als Target2-Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem statt.<sup>60</sup>

### EZB weitet unkonventionelle Maßnahmen aus

Am 6. September 2012 beschloss der EZB-Rat, künftig unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen von Ländern des Euroraums auf dem Sekundärmarkt zu kaufen (OMT-Programm). Die EZB zielt mit dem OMT-Programm<sup>61</sup> darauf ab, die Übertragung geldpolitischer Impulse, wie sie mit Leitzinsänderungen intendiert werden, wieder zu gewährleisten. Denn nach Einschätzung der EZB funktioniert die Übertragung der Zinspolitik auf die Finanzierungsbedingungen und die Realwirtschaft in einigen Ländern des Euroraums nur unzureichend. Als Ursache für die Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus führt die EZB starke Verwerfungen an den Märkten für Staatsanleihen an, insbesondere die aus ihrer Sicht unbegründete Befürchtung, dass einige Länder den Euroraum verlassen könnten. Diese Befürchtung führe zu einer Wechselkursrisikoprämie in den entsprechenden Ländern, die die geldpolitische Transmission störe.

Die Staatsanleihekäufe sollen nur unter der Bedingung durchgeführt werden, dass sich das entsprechende Land unter einen europäischen Rettungsschirm (EFSF oder ESM) begeben hat und ein makroökonomisches Anpassungsprogramm verabschiedet wurde. Von den verschiedenen Fazilitäten der Rettungsschirme kommen demnach die Stabili-

tätshilfen (Artikel 16 ESM-Vertrag)<sup>62</sup> und die »Kreditlinien mit erweiterten Bedingungen« (ECCL, Artikel 14 ESM-Vertrag)<sup>63</sup> in Frage. Eine zusätzliche Bedingung ist die Vereinbarung der Primärmarkt-Unterstützungsfazilität (Artikel 17 ESM-Vertrag) im Rahmen der Rettungsschirme, die Ankäufe von Staatsanleihen durch den ESM auf dem Primärmarkt vorsieht. Es ist dabei nicht notwendig, ein neues Programm zu vereinbaren, auch Länder mit einem laufenden Programm und Zugang zu den Kapitalmärkten kommen für das OMT-Programm in Frage.

Die im Rahmen der angesprochenen Programme vereinbarte Konditionalität muss vollständig erfüllt werden. Das Vorliegen der Voraussetzungen stellt keinen hinreichenden Anlass für die Aktivierung des OMT-Programms dar. Vielmehr handelt es sich um eine Ermessensentscheidung der EZB über die geldpolitische Notwendigkeit, Staatsanleihekäufe aufzunehmen oder einzustellen. Gründe für die Einstellung eines OMT-Programmeinsatzes können sowohl der Erfolg als auch die Nichterfüllung der Voraussetzungen sein.

Die EZB beabsichtigt im Rahmen des OMT-Programms kurzfristige Staatsanleihen mit einer Laufzeit von einem Jahr bis zu drei Jahren zu erwerben. Diese relativ kurzen Laufzeiten werden damit begründet, dass erstens vor allem am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve Verwerfungen zu beobachten sind, zweitens der geldpolitische Fokus auf kürzeren Laufzeiten liegt, drittens ein enger Zusammenhang mit kurzfristigen Bankkreditzinsen besteht, viertens eine lang anhaltende Ausweitung der Bilanz des EZB verhindert werden kann und fünftens aufgrund der so erleichterten Durchsetzbarkeit der Konditionalität »moral hazard« begrenzt werden kann. Der Umfang der Käufe ist formal unbegrenzt, und die EZB beansprucht keinen herausgehobenen Gläubigerstatus, sondern akzeptiert eine Gleichrangigkeit mit privaten Gläubigern. Dies ist ein Unterschied zum »Programm für die Wertpapiermärkte« (SMP), bei dem die EZB Seniorität beanspruchte und das mit der Ankündigung des OMT-Programms beendet wurde. Da das OMT-Programm speziell auf Probleme im Transmissionsprozess eingehen und keine liquiditätssteuernde Funktion haben soll, hat die EZB angekündigt, die Käufe zu sterilisieren.

Neben dem OMT-Programm wurden am 6. September 2012 Maßnahmen zur Gewährleistung der Verfügbarkeit von Sicherheiten beschlossen.<sup>64</sup> Insbesondere werden die Bonitätsschwellenwerte<sup>65</sup> für marktgängige Schuldverschreibungen von Staaten, die den Kriterien für das OMT-Programm

<sup>60</sup> Zu einer detaillierten Diskussion über Interpretationen der Target2-Positionen vgl. Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2012), »Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility«, *International Tax and Public Finance* 19(4), 468–508, und Kooths, S. und B. van Roye (2012), »Nationale Geldschöpfung im Euroraum: Mechanismen, Defekte, Therapie«, *Kieler Diskussionsbeitrag* 508/509, Institut für Weltwirtschaft.

<sup>61</sup> Eine entsprechende Ankündigung erfolgte bereits im August, vgl. Pressemitteilung der EZB vom 2. August 2012: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2012/2012\\_08\\_02\\_pressekonferenz\\_einleitende\\_bemerkungen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2012/2012_08_02_pressekonferenz_einleitende_bemerkungen.pdf?__blob=publicationFile). Zur Entscheidung des EZB-Rates siehe Pressemitteilung der EZB vom 6. September 2012: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2012/2012\\_09\\_06\\_merkmale\\_outright\\_geschaeft.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2012/2012_09_06_merkmale_outright_geschaeft.pdf?__blob=publicationFile), Monatsbericht der EZB September 2012, Kasten I, 7–12: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Monatsbericht/2012/2012\\_09\\_ezb\\_mb.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsbericht/2012/2012_09_ezb_mb.pdf?__blob=publicationFile).

<sup>62</sup> ESM-Vertrag: <http://www.eurozone.europa.eu/media/582866/02-tesm2.de12.pdf>. Zu den Leitlinien für die einzelnen Fazilitäten der Rettungsschirme siehe: <http://www.efsf.europa.eu/about/legal-documents/index.htm>.

<sup>63</sup> Letztere zählen zu den vorsorglichen Finanzhilfen. Dazu gehören auch die »vorsorglichen bedingten Kreditlinien« (PCCL, Artikel 14 ESM-Vertrag) die ebenso wenig in Betracht kommen, wie die Finanzhilfen zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten (Artikel 15 ESM-Vertrag), da beide ohne makroökonomisches Anpassungsprogramm auskommen.

<sup>64</sup> Pressemitteilung der EZB: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2012/2012\\_09\\_06\\_massnahmen\\_sicherheiten.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2012/2012_09_06_massnahmen_sicherheiten.pdf?__blob=publicationFile).

<sup>65</sup> Wie sie in Anhang I Abschnitt 6.3.2 der Leitlinie EZB/2011/14 festgelegt wurden: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/L\\_33120111214de00010095.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/L_33120111214de00010095.pdf).

genügen, sowie für Schuldtitel und Kreditforderungen, die von diesen Staaten garantiert werden, bis auf weiteres ausgesetzt. Dies gilt jedoch nicht für griechische Staatsanleihen, die weiterhin nicht als Sicherheiten akzeptiert werden.<sup>66</sup> Zudem werden nunmehr auch marktfähige Schuldtitel, die auf US-Dollar, japanische Yen und Pfund Sterling lauten, mit entsprechenden Bewertungsabschlägen als Sicherheiten akzeptiert.

### **Effekte des OMT-Programms auf die geldpolitische Transmission**

Die EZB begründet das OMT-Programm damit, dass sie Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beseitigen möchte. Insbesondere sei das Instrument in der Lage, schweren Verwerfungen an den Märkten für Staatsanleihen zu begegnen, die vor allem auf unbegründete Ängste der Marktakteure bezüglich der Reversibilität des Euro zurückzuführen seien.<sup>67</sup>

Die EZB betont die Schlüsselrolle der Märkte für Staatsanleihen im geldpolitischen Transmissionsprozess und benennt vier Kanäle, über die sich ungünstige Entwicklungen im Staatssektor auf den Transmissionsprozess auswirken.<sup>68</sup> Im Folgenden wird geprüft, inwiefern die von der EZB diagnostizierten Störungen im Transmissionsprozess durch das neue Instrument der definitiven Ankäufe von Staatsanleihen behoben werden können.

- 1) »Verfestigen sich Befürchtungen, dass ungünstige Entwicklungen den Staatssektor beeinträchtigen, dann bewirkt dies [...], dass sich negative Erwartungen hinsichtlich der Finanzierungsbedingungen von Banken und Kreditnehmern einstellen.«<sup>69</sup>

Die Differenzen in den Umlaufrenditen europäischer Staatsanleihen lassen sich zum Teil mit Ängsten bezüglich der Reversibilität der Gemeinschaftswährung und mit unterschiedlichen Einschätzungen hinsichtlich der Solvenz erklären. Ein höheres Wechselkursrisiko führt dazu, dass die Renditen von Anleihen von Ländern mit Aufwertungspotenzial sinken, während sich jene aus Ländern mit Abwertungspotenzial erhöhen. Gelänge es durch das neue Instrument – eventuell reicht hier schon die Ankündigung aus – das wahrgenommene Wechselkursrisiko zu verringern, dann dürfte dies dazu führen, dass neben einem Rückgang der Aufschläge für Staatsanleihen auch die Differenzen zwischen den Renditen von Anleihen im Privatsektor vermindert würden. Dies hätte auch eine Senkung der Finanzierungskosten von Unternehmen in den Krisenländern zur Folge. Insofern könnte dies helfen, den Expansionsgrad in den

Krisenländern zu erhöhen, während er in Ländern, die derzeit als »sicherer Hafen« gelten, abnähme.

- 2) »Banken (stehen) im Privatkundengeschäft bei der Verzinsung von Kundeneinlagen und von am Markt begebenen Anleihen zu den von staatlicher Seite emittierten hochverzinsten Anleihen und Schatzwechsel in Konkurrenz. Dies treibt ihre Refinanzierungskosten in die Höhe.«<sup>70</sup>

Die Stärke dieser Substitutionsbeziehung ist infolge des starken Anstiegs der Risikoeinschätzung bezüglich Staatsanleihen derzeit unklar. Der Zusammenhang zwischen Zinsen für Staatsanleihen und für Einlagen beruht außerdem auf einem weiteren Faktor. Üblicherweise sind stark steigende Zinsen für Staatsanleihen Ausdruck einer steigenden Risikoeinschätzung für diese Anlageform. Halten Banken in hohem Umfang diese Staatsanleihen, dann erhöht sich auch das Risiko für die Bankeinlagen. Folglich müssen auch die Einlagenzinsen steigen. Diese Preissignale wären aus Allokations-sicht wünschenswert. Problematisch wird dieser Zusammenhang dann, wenn die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen nicht fundamental begründet sind. So ist ein »Teufelskreis« möglich, bei dem steigende Risikoaufschläge auf Staatsanleihen zu erhöhten Refinanzierungskosten für die Banken führen, die dann wieder das Risiko für die Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung erhöhen und so weiter.<sup>71</sup> Nur unter diesen Umständen wäre eine Risikoübernahme durch die EZB möglicherweise zu rechtfertigen. Ob dieser Mechanismus angesichts der strukturellen Probleme in den Krisenländern gegenwärtig relevant ist, ist allerdings umstritten. Es besteht die Gefahr, dass Risiken sozialisiert werden und falsche Allokationsanreize entstehen, etwa weil die notwendige Abwicklung de facto insolventer Banken verzögert wird.<sup>72</sup> Hinzu kommt, dass die Refinanzierungskosten vieler Banken ohnehin maßgeblich vom Hauptrefinanzierungssatz der EZB abhängen, da sich insbesondere die Banken in Spanien und Italien in hohem Maße über das Eurosystem refinanzieren.

- 3) »Bei besicherten Interbankenkrediten (werden) in der Regel Staatsanleihen als Sicherheiten verwendet. Aus diesem Grund lassen Spannungen an den Staatsanleihemärkten die Sicherheitsbasis der Banken schrumpfen und beeinträchtigen somit ihren Zugang zu Liquidität.«<sup>73</sup>

Die Zinsen am Interbankenmarkt liegen seit Beginn der Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum unter den Zinsen für Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB und derzeit auf sehr niedrigem Niveau (Abb. 5.1). Dies führt dazu, dass sich Banken in denjenigen Ländern, die derzeit als sicher gelten, maßgeblich über den Interbankenmarkt oder

<sup>66</sup> Der Beschluss des EZB-Rates zur Beendigung der Sonderstellung der griechischen Staatsanleihen vom 18. Juli 2012 bleibt in Kraft: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l\\_19920120726de00260026.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_19920120726de00260026.pdf).

<sup>67</sup> Diese Begründungen finden sich im Monatsbericht der EZB vom September 2012, 7–12: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Monatsberichte/2012/2012\\_09\\_ezb\\_mb.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2012/2012_09_ezb_mb.pdf?__blob=publicationFile).

<sup>68</sup> EZB (2012), Monatsbericht, September, 7–8, a.a.O.

<sup>69</sup> EZB (2012), Monatsbericht, September, 7–8, a.a.O.

<sup>70</sup> EZB (2012), Monatsbericht, September, 8, a.a.O.

<sup>71</sup> Zu einer Diskussion dieses Mechanismus vgl. Brunnermeier, M. K., L. Garicano, P. R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. Van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2011), *European Safe Bonds: ESBies*, Euronomics.com.

<sup>72</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), »Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwellt weiter«, *Gemeinschaftsdiagnose 2012*, München, 51.

<sup>73</sup> EZB (2012), Monatsbericht, September, 8, a.a.O.

Einlagen refinanzieren, während Banken in Ländern mit hohen Risiken gezwungen sind, die Refinanzierung durch die Notenbank in Anspruch zu nehmen, da ihr Zugang zum Interbankenmarkt begrenzt ist. Dies hat eine Segmentierung der Refinanzierungsbedingungen für europäische Banken zur Folge. Gelänge es durch die Interventionen mittels des OMT-Programms, den Banken der Krisenländer den Zugang zu den Interbankmärkten wieder zu eröffnen, etwa indem spanische und italienische Anleihen am besicherten Interbankenmarkt ohne hohe Abschläge wieder akzeptiert würden, dann würde die erhöhte Nachfrage nach Interbankkrediten zu steigenden Zinsen und damit zu einer Angleichung der Interbankzinsen an den Zins der Hauptrefinanzierungsgeschäfte führen. Während dies den Banken in den Krisenländern nicht unmittelbar helfen würde, da sich deren Refinanzierungskosten (ohne Leitzinsänderung) nicht wesentlich ändern, würden steigende Zinsen am Interbankenmarkt dazu führen, dass sich die Refinanzierungskosten der Banken im Euroraum insgesamt wieder angleichen. Die stärker vereinheitlichten und erhöhten Refinanzierungskosten böten dann auch Raum für eine weitere Zinssenkung, die die Geldmarktzinsen wieder unmittelbar steuern könnte. Während sich hierdurch die geldpolitische Transmission auf die Geldmarktzinsen erhöht, bleibt das im vorherigen Absatz angesprochene Problem der Allokationsverzerrungen bestehen. Insbesondere besteht das Risiko, dass bei Misserfolg der Strukturreformen in den Krisenländern die Probleme nur vorübergehend verdeckt werden und später zu deutlich höheren Kosten gelöst werden müssten. Zudem ist unklar, inwieweit eine Wiedererlangung der direkten Kontrolle über den Geldmarktzins den Transmissionsmechanismus auf die Kreditzinsen, die in den Krisenländern letztendlich gesenkt werden sollen, erhöhen kann.

- 4) »Wertminderungen bei den Staatsanleiheportfolios (bewirken) eine Verschlechterung der Bankenbilanzen.«<sup>74</sup>

Wertminderungen von Aktiva wirken sich direkt auf die Bankenbilanzen aus. Auch Wertminderungen bei Staatsanleihen haben diesen Effekt. Zweifelhaft ist jedoch, ob die niedriger bewerteten Staatsanleihen eine wesentliche Rolle bei den Problemen im Bankensektor der Krisenländer spielen.

Zwischen Anfang 2010 und Juli 2012 verloren spanische Staatsanleihen durchschnittlich 11 % an Wert (gemessen an einem Rentenkursindex über alle Restlaufzeiten). Nach Schätzung der Institute ergab sich daraus ein Abschreibungsbedarf bei spanischen Banken in Höhe von etwa 4 Mrd. Euro.<sup>75</sup> Gleichzeitig bereiten den spanischen Ban-

ken unsichere Kredite, die im Wesentlichen auf die Folgen der Übertreibungen im Immobiliensektor zurückzuführen sind, Probleme. Der Anteil der zweifelhaften Kredite am gesamten Kreditvolumen betrug im zweiten Quartal 2012 in Spanien fast 10 %. Absolut belaufen sich die zweifelhaften Kredite auf 168 Mrd. Euro. Zwar haben Bewertungsverluste bei Staatsanleihen eine Wirkung auf die Bankenbilanz, sie bilden jedoch nicht den Kern der Probleme des spanischen Bankensektors. Ähnlich ist die Situation in Italien. Dort betrug der Anteil der zweifelhaften Kredite im Juli 6,6 % aller vergebener Kredite oder 114 Mrd. Euro. Der ermittelte Abschreibungsbedarf italienischer Banken, der sich aufgrund des Kursrückgangs italienischer Staatsanleihen um durchschnittlich 8 % seit Anfang 2010 ergibt, beläuft sich hingegen nur auf 9 Mrd. Euro.

Während mittels des OMT-Programms durchaus Bewertungsverluste begrenzt werden können (italienische und spanische Staatsanleihen wurden Ende September schon wieder über 5 % höher bewertet als vor der Ankündigung der EZB zum Aufkauf von Staatsanleihen), bleiben in beiden Ländern, vor allem aber in Spanien, große Probleme im Bankensektor bestehen.

### Effektivität weiterer Zinssenkungen

In der vorliegenden Prognose gehen die Institute davon aus, dass die EZB im vierten Quartal dieses Jahres den Hauptrefinanzierungssatz ein weiteres Mal um 25 Basispunkte auf 0,5 % senken wird. Dieser Annahme liegt insbesondere die weitere Eintrübung der konjunkturellen Aussichten und damit einhergehend der nachlassende Preisdruck im Euroraum zugrunde. Mit dieser Begründung wurde von der EZB der letzte Zinsschritt im Juli dieses Jahres gerechtfertigt.

Aus konjunktureller Sicht scheint eine weitere Zinssenkung in der Tat angezeigt. Nicht zuletzt führt der notwendige Konsolidierungskurs der Finanzpolitik in den Krisenländern zu restriktiven Impulsen für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Dies bedeutet, dass der hypothetische neutrale Zins, bei dem die Produktion dem Produktionspotenzial entspricht, sinkt. Die optimale geldpolitische Reaktion darauf ist eine Leitzinssenkung. Allerdings ist fraglich, ob in der gegenwärtigen Lage von einer weiteren Zinssenkung maßgebliche konjunkturelle Impulse ausgehen.

Die hohen Zinsen in den Krisenländern dürften durch eine weitere Leitzinsänderung kaum beeinflusst werden, zudem ist dort das Kreditangebot der beschränkende Faktor. Die Risikoprämie gegenüber Schuldern aus den Kernländern und die Kreditklemme können kaum durch eine Senkung des Leitzinses gemildert werden, sondern müssen über eine Sanierung der Schuldner sowie eine Restrukturierung der Bankensysteme in den Krisenländern erfolgen. Der unmittelbare Effekt dieser Politikmaßnahme wäre, dass den vom Interbanken- und Kapitalmarkt ausgeschlossenen problembehafteten Banken Liquidität zu noch günstigeren Zinsen zur Verfügung gestellt werden würde. Da Anreize zu Bilanz-

<sup>74</sup> EZB (2012), Monatsbericht, September, 8, a.a.O.

<sup>75</sup> Die Berechnung des Abschreibungsbedarfs spanischer Banken erfolgte auf Basis der MFI-Bilanzstatistik. Dort werden die Bestände der von den MFIs gehaltenen Wertpapiere von öffentlichen Haushalten erfasst, die im Falle Italiens und Spaniens nahezu ausschließlich aus heimischen Staatsanleihen bestehen. Die monatlichen Veränderungen dieser Bestände wurden um die transaktionsbedingten Veränderungen bereinigt, und der verbleibende Rest wurde als Näherungsvariable für die von den Banken monatlich realisierten Kursgewinne und -verluste verwendet. Der gesamte Abschreibungsbedarf zwischen Januar 2010 und Juli 2012 ergibt sich durch Aufsummieren der monatlich realisierten Kursgewinne und -verluste.

verkürzungen bei einem Leitzinsniveau von nahe null praktisch nicht existieren, würde die dringend erforderliche Sanierung der Banken weiter hinauszögert, was für die Stabilität des Finanzsystems nicht förderlich wäre. In vergangenen Gutachten haben die Institute mehrfach die Position bezogen, dass eine systemschonende Abwicklung insolventer Banken einen der zentralen Schritte zur Überwindung der Eurokrise darstellt.<sup>76</sup> Eine konjunkturell begründete Zinssenkung sollte durch entsprechende Maßnahmen ergänzt werden (vgl. Abschnitt »Zu den institutionellen Reformen in der Europäischen Union«).

## Zur Finanzpolitik

### Staatshaushalt erstmals im vereinten Deutschland strukturell ausgeglichen

Die Lage der öffentlichen Haushalte hat sich seit 2010 merklich entspannt. Nach einem Budgetdefizit von 104 Mrd. Euro im Jahr 2010 und 20 Mrd. Euro im vergangenen Jahr wird in diesem Jahr wohl ein annähernd ausgeglichener Staatshaushalt erzielt. Da zugleich das Produktionspotenzial ausgelastet sein dürfte, ist damit der Haushalt zum ersten Mal seit der Wiedervereinigung auch strukturell ausgeglichen. Allerdings weisen keineswegs alle staatlichen Ebenen ausgeglichene Haushalte auf; den Überschüssen der Sozialversicherung und der Gemeinden stehen Defizite bei Bund und Ländern gegenüber.

Der Abbau der Haushaltsfehlbeträge ist zum einen der günstigen Konjunktur zu verdanken, zumal die Struktur der gesamtwirtschaftlichen Expansion sehr abgabenergiebig ist und auch erhebliche progressionsbedingte Mehreinnahmen anfallen. Zum anderen resultiert er daraus, dass der Bund und viele Länder im vergangenen Jahr auf Konsolidierungskurs eingeschwenkt sind. Der strukturelle Budgetsaldo wurde in den Jahren 2011 und 2012 durch diskretionäre Maßnahmen um 0,6 bzw. 0,5 Prozentpunkte reduziert (Tab. 3.10).<sup>77</sup> Zudem führte das außerordentlich niedrige Zinsniveau für deutsche Staatsanleihen zu erheblichen Einsparungen bei den Zinsausgaben; während diese sich Mitte der neunziger Jahre in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 3,5 % beliefen, dürften es in diesem Jahr trotz des deutlich gestiegenen Schuldenstands lediglich 2,4 % sein. Schließlich entfielen haushaltsbelastende Einmaleffekte; so hatte im Jahr 2010 die Gründung der Abwicklungsanstalten für die Hypo Real Estate und die WestLB, die dem Staatssektor zugeordnet sind, das staatliche Defizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 1,4 % erhöht. Alles in allem sind in Relation zur Wirtschaftsleistung die Staatsausgaben deutlich gesunken und die Steuereinnahmen spürbar gestiegen (Tab. 3.11).

<sup>76</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwelt weiter, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012, München, 51.

<sup>77</sup> Zur Ausrichtung der Finanzpolitik im Jahr 2011 vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2011, Essen, 33.

### Bund erreicht strukturell ausgeglichenen Haushalt zu Lasten der Sozialversicherung

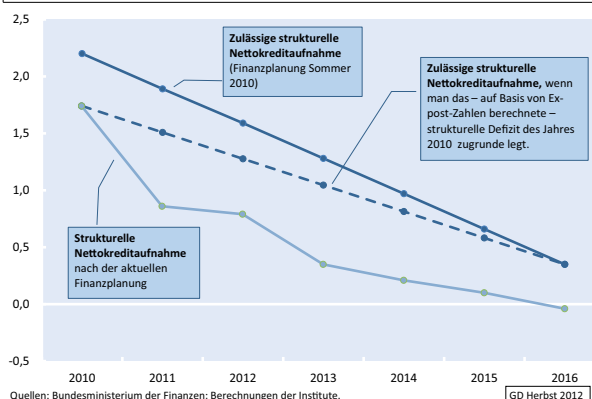
Im Fokus steht derzeit der Bundeshaushalt, der im Jahr 2016 die im Rahmen der nationalen Schuldenbremse festgelegte Obergrenze für das strukturelle Defizit von 0,35 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts einhalten muss. In ihrer Haushaltsplanung legt die Bundesregierung für den Bundeshaushalt 2012 eine strukturelle Defizitquote von 0,8 % zugrunde, die in den Folgejahren schrittweise abgebaut werden soll. Bereits im Jahr 2013 soll die grundgesetzliche Schuldenbremse eingehalten und im Jahr 2016 ein strukturell ausgeglichener Bundeshaushalt erzielt werden (Abb. 5.7). Die Verpflichtungen der Schuldenbremse würden damit drei Jahre früher als ursprünglich geplant umgesetzt.

In diesem Jahr wird die gemäß ursprünglichem Abbaupfad maximal zulässige strukturelle Nettokreditaufnahme in Höhe von 1,6 % des Bruttoinlandsprodukts deutlich unterschritten. Doch ist dies insofern nicht ambitioniert, als die Bundesregierung im Sommer 2010 die strukturelle Nettokreditaufnahme des Jahres 2010 relativ hoch ansetzte und damit für den Abbaupfad einen zu hohen Startwert zugrunde legte. Aus heutiger Sicht errechnet sich für das Jahr 2010 ein um 0,5 Prozentpunkte niedrigeres strukturelles Defizit. Legt man dieses als Startwert zugrunde, dann ergeben sich für die Übergangsphase niedrigere Defizitobergrenzen.

Um festzustellen, wie realistisch diese Planungen sind, erstellen die Institute zusätzlich zur Prognose des gesamtstaatlichen Haushalts in der Abgrenzung der VGR auch eine Prognose der Nettokreditaufnahme des Bundes in finanzstatistischer Abgrenzung.<sup>78</sup> Für das Jahr 2012 erwar-

<sup>78</sup> Die Prognose orientiert sich am zweiten Nachtragshaushalt 2012 und am Bundeshaushaltsplan 2013 und greift einzelne Haushaltsposten heraus, die von nennenswertem Umfang sind und von der wirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst werden oder bei denen aus anderen Gründen eine von den Haushaltsplänen abweichende Entwicklung anzunehmen ist. Zu diesen Posten zählen u. a. die Steuereinnahmen, die rund 90 % der Gesamteinnahmen des Bundes ausmachen, die Ausgaben des Bundes für den Schuldendienst und weitestgehend die Ausgaben im Bereich Arbeit und Soziales. Diese Posten werden im Einklang mit der gesamtwirtschaftlichen Prognose der Institute prognostiziert.

**Abb. 5.7**  
Strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes bei alternativen Abbaupfaden 2010–2016; in Relation zum nominalen BIP in %



ten sie eine Nettokreditaufnahme des Bundes von rund 27 Mrd. Euro, die somit gut 5 Mrd. Euro geringer ist als im zweiten Nachtragshaushalt 2012 geplant. Die Abweichung ergibt sich insbesondere aus niedrigeren Zinsausgaben und höheren Steuereinnahmen. Jedoch dürfte die Nettokreditaufnahme höher ausfallen als im Jahr zuvor. Dies beruht auf den zusätzlichen Zahlungen an den ESM und die Europäische Investitionsbank, bei denen es sich um finanzielle Transaktionen handelt. Für die Schuldenbremse ist jedoch nicht die Nettokreditaufnahme, sondern die strukturelle Nettokreditaufnahme relevant, die um finanzielle Transaktionen und konjunkturelle Einflüsse bereinigt ist.

Bei der Konjunkturbereinigung rechnen die Institute zwei Varianten. Bei der ersten wird die Konjunkturkomponente mit dem so genannten bedingten Ansatz ermittelt. Dabei wird die Konjunkturkomponente auf Basis des bei der Haushaltsaufstellung zugrunde gelegten Produktionspotenzials und der aktuellen Prognose der Institute berechnet. Danach ist in diesem Jahr mit konjunkturbedingten Belastungen von 5,8 Mrd. Euro zu rechnen; die strukturelle Nettokreditaufnahme belief sich auf 14,6 Mrd. Euro und wäre damit geringer als im Jahr zuvor (Tab. 5.1). Der zweiten Berechnung liegt die von den Instituten in ihrer aktuellen Mittelfristprojektion ermittelte Produktionslücke zugrunde. Danach kann in diesem Jahr mit geringen konjunkturbedingten Entlastungen gerechnet werden; die strukturelle Nettokreditaufnahme würde sich auf 21,0 Mrd. Euro belaufen.

Im Jahr 2013 dürfte das Defizit des Bundes sinken, insbesondere weil dieser auf Kosten der Sozialversicherung entlastet. So sehen die Eckwerte für den Bundeshaushalt 2013 vor, die Arbeitslosenversicherung um per saldo 3 Mrd. Euro zu belasten. Zudem wird der Bundeszuschuss an den Gesundheitsfonds einmalig um 2 Mrd. Euro reduziert. Schließlich wird der Bundeszuschuss an die gesetz-

liche Rentenversicherung (GRV) nicht, wie bisher üblich, angehoben. Vor diesem Hintergrund rechnen die Institute für das Jahr 2013 mit einer Nettokreditaufnahme von 13,5 Mrd. Euro. Strukturell dürfte der Bundeshaushalt dann bei Anwendung des bedingten Ansatzes mit einem Fehlbetrag von 2 Mrd. Euro nahezu ausgeglichen sein. Auf Grundlage der von den Instituten geschätzten Produktionslücke ist die strukturelle Nettokreditaufnahme mit 7 Mrd. Euro etwas höher.

Die geplante Lastenverschiebung vom Bund auf die Sozialversicherung trägt allerdings nicht zur Konsolidierung des gesamtstaatlichen Haushalts bei, da geringeren Defiziten beim Bund sinkende Überschüsse der Sozialversicherung gegenüberstehen und somit insgesamt kein Konsolidierungsfortschritt erzielt wird. Auch bei den Ländern, die nach der Schuldenbremse im Jahr 2020 strukturell ausgeglichene Haushalte vorlegen müssen, besteht noch erheblicher Konsolidierungsbedarf. So belief sich im Jahr 2010 das strukturelle Defizit in Bremen auf 25,6 %, im Saarland auf 20,9 %, in Schleswig-Holstein auf 12,5 %, in Rheinland-Pfalz auf 10,2 % und in Nordrhein-Westfalen auf 7,8 % der bereinigten Ausgaben. Für das Haushaltsjahr 2011 plante von diesen Ländern lediglich das Saarland gemessen an einem gleichmäßigen Abbaupfad Schritte in Richtung Konsolidierung. Hingegen war bei den meisten Ländern nach den Haushaltsplanungen sogar mit einem höheren strukturellen Defizit zu rechnen. Im Haushaltsvollzug konnten die Länder zwar die Neuverschuldung reduzieren, weil auch sie von dem konjunkturbedingt höheren Steueraufkommen profitierten. Die strukturelle Verschuldung wurde hierdurch allerdings nicht reduziert.<sup>79</sup>

<sup>79</sup> Zum Konsolidierungsbedarf und den Konsolidierungsbemühungen der einzelnen Länder vgl. Gebhardt, H., R. Kambeck, F. Matz und C. M. Schmidt (2012), »Länderverschuldung: Hoher Konsolidierungsbedarf, unzureichende Konsolidierungsbemühungen«, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 61(2), 214–231.

**Tab. 5.1**  
**Strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes 2011–2013**

	in Mrd. Euro			in Relation zum BIP des vorvergangenen Jahres		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Abbaupfad der strukturellen NKA	45,8	39,4	33,0	1,9	1,6	1,3
Angepasster Abbaupfad der strukturellen NKA	36,3	31,6	26,9	1,5	1,3	1,0
Str. NKA nach Bundeshaushaltsplan	20,4	19,7	9,0	0,9	0,8	0,4
Str. NKA laut GD (bedingter Ansatz)		14,6	2,0		0,6	0,1
Str. NKA laut GD (aktuelles Potenzial)	21,2	21,0	7,0	0,9	0,8	0,3

NKA: Nettokreditaufnahme. – Angepasster Abbaupfad: basierend auf der mit Ex-post-Zahlen berechneten strukturellen Nettokreditaufnahme des Jahres 2010. – Bedingter Ansatz: Berechnung der Konjunkturkomponente auf Basis des bei Haushaltsaufstellung zugrunde gelegten Produktionspotenzials und der aktuellen BIP-Prognose der Institute. – Aktuelles Potenzial: Berechnung der Konjunkturkomponente auf Basis der aktuellen Schätzung der Produktionslücke der Institute.

Quellen: Endgültiger Stand des Kontrollkontos für das Haushaltsjahr 2011 (Pressemitteilung des BMF vom 28. September 2012); Regierungsentwurf zum zweiten Nachtragshaushalt 2012 (Pressemitteilung des BMF vom 26. September 2012); Frühjahrsprojektion der Bundesregierung vom 25. April 2012; Bundeshaushaltsplan 2013; Berechnungen und Prognosen der Institute.

### Überschüsse der Sozialversicherung: Wie sollen sie verwendet werden?

Die in Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise erheblich verbesserte Finanzlage der Sozialversicherung ist vor allem der kräftig gestiegenen Beschäftigung und den stark expandierenden Löhnen und Gehältern zu verdanken. Sie führten zu deutlich höheren Beitragseinnahmen und sinkenden arbeitsmarktbedingten Ausgaben. Zudem wurden im Rahmen des Zukunftspakets Sparmaßnahmen im Bereich der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV) und der Arbeitslosenversicherung beschlossen. Schließlich wurden bei der Anhebung der gesetzlichen Renten zuvor unterbliebene Kürzungen angerechnet. Als Folge all dessen konnten die Sozialversicherung im vergangenen Jahr einen Überschuss von 15,9 Mrd. Euro erzielen und insbesondere die GKV und die GRV ihre bereits bestehenden Rücklagen weiter erhöhen.

In der GRV wird der Beitragssatz zum 1. Januar 2013 voraussichtlich von 19,6 % auf 19,0 % gesenkt, da laut Gesetz bei einem Übersteigen der Rücklage von 1,5 Monatsausgaben der Beitragssatz anzupassen ist. In der GKV ist zwar kein automatisiertes Verfahren zum Umgang mit den Überschüssen vorgesehen. Jedoch haben einige Krankenkassen bereits – analog zu den zuvor bei angespannter Haushaltslage erhobenen Zusatzbeiträgen – Beitragsrückerstattungen angekündigt, und es ist denkbar, dass aufgrund des Wettbewerbs zwischen den Kassen andere diesem Beispiel folgen. Schließlich weist der Gesundheitsfonds Rücklagen auf, die sich zum Ende des vergangenen Jahres auf 9,5 Mrd. Euro beliefen. Diese könnten auch für Beitragssatzsenkungen verwandt werden. In der Diskussion sind indes auch andere Handlungsoptionen.

- *Reduktion der Bundeszuschüsse an die Sozialversicherung:* Der Bund plant, auch über das Jahr 2013 hinaus seinen Haushalt auf Kosten der Sozialversicherung zu entlasten. Zuschüsse des Bundes an die einzelnen Sozialversicherungszweige werden allerdings mit der Intention gewährt, versicherungsfremde Leistungen abzudecken. Insofern ist es problematisch, dass die Zuweisungen des Bundes im kommenden Jahr mit Blick auf die strukturelle Überfinanzierung der Sozialversicherung gekürzt werden sollen. Hierdurch wird die Konsolidierung des Bundeshaushalts auf die Beitragszahler beschränkt, während z. B. Selbständige und Beamte nicht herangezogen werden. Die Finanzierung von versicherungsfremden Leistungen ist indes eine gesamtstaatliche Aufgabe, zu der alle sozialen Gruppen herangezogen werden sollten.
- *Leistungsausweitung und Mindestrente:* Die Überschüsse der GRV sollten auch nicht für die derzeit diskutierte Mindestrente verwendet werden, die zur Vermeidung von Altersarmut eingeführt werden soll. Hierbei handelt es um eine versicherungsfremde Leistung, die – wenn das Äquivalenzprinzip gelten soll – nicht von der Versichertengemeinschaft, sondern von allen Steuerpflichtigen zu finanzieren ist.

- *Reserven der Sozialversicherung:* Als dritte Möglichkeit wird der Aufbau von Rücklagen diskutiert, mit dem künftige Belastungen vorfinanziert werden sollen, die sich aus den demographischen Veränderungen ab dem Jahr 2020 ergeben. Dies ist jedoch aus politökonomischen Gründen problematisch, weil Rücklagen bei der Sozialversicherung erfahrungsgemäß Begehrlichkeiten wecken, sie für Leistungsausweitungen zu verwenden. Ausreichende Reserven lassen sich jedoch aus konjunktureller Sicht rechtfertigen, um prozyklische Beitragssatzschwankungen zu vermeiden.

Die Überschüsse der Sozialversicherung sollten daher, soweit sie über die zur konjunkturellen Glättung notwendigen Beträge hinausgehen, an die Beitragszahler zurückgegeben werden.

### Nachhaltigkeit der öffentlichen Haushalte sichern

Der gesamtstaatliche Haushalt wird im laufenden und im kommenden Jahr wohl nahezu ausgeglichen sein. Dies gilt nach den üblichen Messmethoden wohl auch für den strukturellen Budgetsaldo. Allerdings ist die günstige Finanzlage auch Reflex einiger Faktoren, die mittelfristig keinen Bestand haben dürften bzw. die belastende Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft haben könnten. So ist ein nicht unerheblicher Teil des Konsolidierungserfolgs dem derzeit sehr niedrigen Zinsniveau bzw. der immer noch hohen Bewertung der Bonität Deutschlands zu verdanken.<sup>80</sup> Zwar dürfte das niedrige Zinsniveau noch einige Zeit bestehen, doch werden die Zinsen wieder steigen, wenn die Lage im Euroraum sich wieder normalisiert und das gegenwärtige Zinsgefälle abnimmt. So zeigen Projektionen für die Zinslast des Bundes, dass diese allein durch eine Normalisierung des Zinsniveaus deutlich zunehmen wird.<sup>81</sup>

Indes werden Einsparungen bei den Zinsausgaben bei der Bestimmung der Konjunkturkomponenten der strukturellen Konsolidierung zugeordnet. Schon aus diesem Grund besteht trotz eines strukturell ausgeglichenen Haushalts Konsolidierungsbedarf. Auch vor dem Hintergrund der sich aus dem demographischen Wandel mittelfristig ergebenden Belastungen und des hohen Bruttoschuldenstands sollte die Finanzpolitik am Konsolidierungskurs festhalten. Zwar ist der erhöhte Schuldenstand zu einem erheblichen Teil auf Eventualverbindlichkeiten und Finanztransaktionen im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise zurückzuführen, die sich im güns-

<sup>80</sup> Zu den Auswirkungen der durch die Schuldenkrise gedrückten Zinsen auf die Zinsausgaben des Bundes vgl. IWH; Kiel Economics (2011), »Konjunktur aktuell: Schulden- und Vertrauenskrise bringt Rezessionsgefahr nach Deutschland«, *Wirtschaft im Wandel* 17(9), S. 318. Die Einsparungen des Bundes gehen vor allem auf die niedrigen Zentralbankzinsen zurück. In geringerem Umfang dürften zudem Effekte durch eine »Flucht in Sicherheiten« entstanden. Eine Schätzung der Aufteilung dieser Effekte findet sich in Boysen-Hogrefe, J. (2012), *Die Zinslast des Bundes in der Schuldenkrise: Wie lukrativ ist der »sichere Hafen«?* Perspektiven der Wirtschaftspolitik, im Erscheinen.

<sup>81</sup> Vgl. Breuer, C., D. Mannfeld und N. Potrafke (2012), »Die Zinslast des Bundes«, *ifo Schnelldienst* 65(12), S. 47–50.



tigen Fall ohne besondere Konsolidierungsmaßnahmen zurückbilden dürften.<sup>82</sup> Doch es ist ungewiss, in welchem Ausmaß dies tatsächlich geschehen wird, und es ist nicht auszuschließen, dass im weiteren Verlauf der Eurokrise weitere Verbindlichkeiten entstehen, die den Bruttoschuldenstand erhöhen. Abgesehen davon besteht Handlungsbedarf, weil der Defizitabbau auch daraus resultierte, dass seit nahezu einem Jahrzehnt die Konsolidierung zu Lasten der Nettoinvestitionen erfolgte. Selbst in den vergangenen Jahren, als konjunkturstimulierende Maßnahmen die öffentlichen Investitionen erheblich stützten, waren diese netto negativ. Eine nachhaltige Konsolidierung sollte aber auch qualitativen Anforderungen Rechnung tragen. Dies bedeutet, dass bei konsumtiven Ausgaben angesetzt werden sollte, während die investiven Ausgaben, etwa im Bildungs- oder Infrastrukturbereich, gegebenenfalls sogar zu forcieren sind.

Schließlich ergibt sich Konsolidierungsbedarf auch daraus, dass die verbesserte Finanzlage zum Teil aus der kalten Progression resultiert. Die inflationsbedingten Mehreinnahmen sind aus steuersystematischen Gründen abzulehnen und können gegebenenfalls zu Anreizproblemen führen. Daher sollten sie, wie von der Bundesregierung geplant, an die Steuerzahler zurückgegeben werden.<sup>83</sup>

Die scheinbar günstige Lage der öffentlichen Haushalte sollte somit kein Anlass für die Finanzpolitik sein, in den Konsolidierungsbemühungen nachzulassen. Auch die derzeitige konjunkturelle Abschwächung bietet hierfür keinen Grund. Trotz der von den Instituten erwarteten vorübergehenden konjunkturellen Schwächephase bleibt die Wirtschaft annähernd normal ausgelastet. Hier verfängt auch der Verweis auf die deutlich angespannte Lage in den europäischen Partnerländern nicht. Ein fiskalischer Impuls in Deutschland würde die Länder der Peripherie nur zu einem geringen Teil erreichen.

<sup>82</sup> Der Schuldenstand sinkt z. B. bereits dann, wenn Wertpapiere, die sich im Besitz der Abwicklungsanstalten für die Hypo Real Estate oder die West LB befinden, verkauft werden.

<sup>83</sup> Vgl. Gebhardt, H. (2012), »Steuermehreinnahmen eröffnen budgetäre Spielräume zum Abbau der kalten Progression«, Wirtschaftsdienst 96(6), 392–398, sowie RWI (2012), Stellungnahme: Gesetz über die Feststellung eines Nachtrags zum Bundeshaushaltsplan für das Haushaltsjahr 2012 (Nachtragshaushaltsgesetz 2012), RWI Projektberichte.

## 6. Wirkungen einer anhaltend expansiven Geldpolitik für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Seit Ende der Rezession 2008/09 verläuft die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland deutlich günstiger als in den meisten anderen Ländern des Euroraums. Die Lage am Arbeitsmarkt ist so gut wie lange nicht mehr, und die Produktionslücke ist annähernd geschlossen. In den Krisenländern hingegen ist die Arbeitslosigkeit dramatisch gestiegen, und die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten sind auch vier Jahre nach Beginn der Krise noch deutlich unterausgelastet.

Die EZB reagiert auf solche Unterschiede zwischen den Ländern nicht, da sie ihre Politik am Euroraum insgesamt ausrichtet. Weil dort die Kapazitäten unterausgelastet sind, hält sie den Leitzins auf historisch niedrigem Niveau. Außerdem führt sie aufgrund der Probleme in den Bankensystemen der Krisenländer eine Reihe von unkonventionellen Politikmaßnahmen durch. Sie stellt den Banken bei den Refinanzierungsgeschäften in nahezu unbegrenztem Maße Liquidität bereit und tritt darüber hinaus auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere als Käuferin auf. Da sich die Situation in den Krisenländern nur allmählich bessern dürfte, wird die EZB wohl noch für längere Zeit den Leitzins niedrig halten und ihre unkonventionellen Maßnahmen fortsetzen, solange die mittelfristigen Inflationserwartungen unter dem Zielwert von knapp 2 % liegen.

Für Deutschland bedeutet all dies, dass die monetären Rahmenbedingungen auch auf mittlere Sicht expansiv sein werden. Damit stellt sich die Frage, welche Auswirkungen hiervon auf die weitere Wirtschaftsentwicklung ausgehen werden. Dabei drängt sich – bei allen strukturellen Unterschieden – ein Vergleich mit der Situation der derzeitigen Krisenländer auf. In den ersten Jahren nach der Gründung der Währungsunion wirkte dort die einheitliche Geldpolitik der EZB zu expansiv. Die Realzinsen für diese Länder waren aus heutiger Sicht lange Zeit zu niedrig. Da zugleich die Wachstumserwartungen hoch waren, floss ihnen reichlich privates Kapital zu. Dies begünstigte das Entstehen von Immobilienblasen und das Auftürmen einer hohen privaten Verschuldung (wie in Spanien und Irland) oder eine nicht nachhaltige Finanzpolitik (wie in Griechenland). Insgesamt wurden so über viele Jahre wirtschaftliche Übertreibungen und eine Fehlallokation von Kapital finanziert. Die EZB dämpfte diese schuldenfinanzierten Übertreibungen nicht, auch weil vor allem aufgrund der Konjunkturschwäche in Deutschland die Kapazitätsauslastung im Euroraum insgesamt gering und der Preisauftrieb moderat waren.

Damit ist die Situation skizziert, in der sich eine Notenbank einer Währungsunion grundsätzlich befindet: Sie kann auf länderspezifische Gegebenheiten nur insoweit reagieren, als diese eine Gefahr für die Preisstabilität im gesamten Währungsraum darstellen. Werden nur Teile des Währungsverbunds von Schocks getroffen, kann die Geldpolitik nicht stabilisierend eingreifen. Wenn zudem – wie im Euroraum – die Mobilität des Faktors Arbeit relativ gering ist, kann es

in einem Teil der Währungsunion zu einer sich selbstverstärkenden Überhitzung kommen, während das Realzinsniveau für andere Teile zu hoch ist und die Binnenkonjunktur belastet.

Im Folgenden wird zunächst untersucht, in welchem Ausmaß die Geldpolitik derzeit in Deutschland expansiv wirkt und ob sich daraus bereits Anzeichen für gesamtwirtschaftliche Übertreibungen ergeben haben. Danach wird untersucht, welche Indikatoren zum Erkennen von konjunkturellen Übertreibungen geeignet sind und wie sich die aktuelle Situation in Deutschland darstellt. Abschließend werden Empfehlungen für die deutsche Wirtschaftspolitik abgeleitet.

### Wie expansiv wirkt die Geldpolitik in Deutschland?

#### Niedrige Zinsen sorgen für ein expansives monetäres Umfeld

Der Hauptrefinanzierungssatz im Euroraum liegt derzeit bei nur 0,75 % und der Zinssatz für Übernachteeinlagen bei der Zentralbank beträgt 0 %. Die Geldmarktzinsen haben sich entsprechend stark verringert; am besicherten Geldmarkt sind die Zinsen faktisch bei 0 % und im Segment für unbesicherte Geschäfte liegen die Zinsen nahe null.<sup>84</sup>

Um abschätzen zu können, wie expansiv der Notenbankzins für Deutschland ist, ermitteln die Institute ein für Deutschland »angemessenes« Zinsniveau. Als Standardwerkzeug in vielen makroökonomischen Modellen und bei Zentralbanken hat sich hierfür die Taylor-Regel etabliert, die den geldpolitischen Kurs von Zentralbanken gerade in Phasen makroökonomischer Stabilität, in denen die Ausrichtung der Geldpolitik als angemessen gilt, gut beschreiben kann.<sup>85</sup> Nach dieser Regel ist der Leitzins der EZB für Deutschland derzeit zu niedrig. Da die Einlagezinsen und Interbankenzinsen, die für die deutschen Geschäftsbanken derzeit als Refinanzierungskostensatz maßgeblich sind, spürbar unter dem Leitzins liegen, dürfte der Expansionsgrad sogar noch etwas höher sein, als die Taylor-Regel anzeigt.

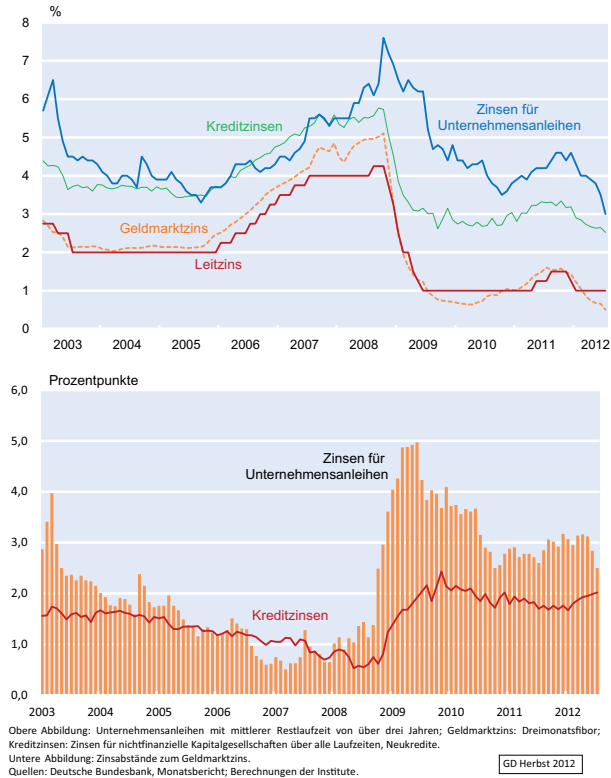
Um einzuordnen, wie expansiv die niedrigen Leitzinsen in Deutschland wirken, ist es entscheidend, ob die verbesserten Refinanzierungsbedingungen für die Banken an den nichtfinanziellen Sektor durchgereicht werden.<sup>86</sup> Die Finan-

<sup>84</sup> Vgl. dazu auch den Abschnitt »Zur Geldpolitik« in Kapitel 5.

<sup>85</sup> Vgl. Taylor, J. B. (2009), »The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis«. NBER Working Paper 14631. Die Taylor-Regel ermittelt das angemessene Niveau des Leitzinses der Notenbank anhand der Inflationslücke, definiert als Abweichung der Inflationsrate vom Inflationsziel der Notenbank und der Produktionslücke. Als Konstante wird die Wachstumsrate des Produktionspotenzials, die den natürlichen Zins approximiert, zuzüglich der Zielinflationsrate hinzugerechnet.

<sup>86</sup> Üblicherweise geben Geschäftsbanken, die miteinander im Wettbewerb stehen, einen Rückgang ihrer Refinanzierungskosten an den Nichtbankensektor weiter. So reduzieren sich die Kosten von Investitionsprojekten und erhöhen sich die Anreize für Unternehmen, ihre Investitionen kreditfinanziert auszuweiten. Zugleich führt eine Leitzinssenkung üblicherweise zu sinkenden Zinsen am Anleihemarkt.

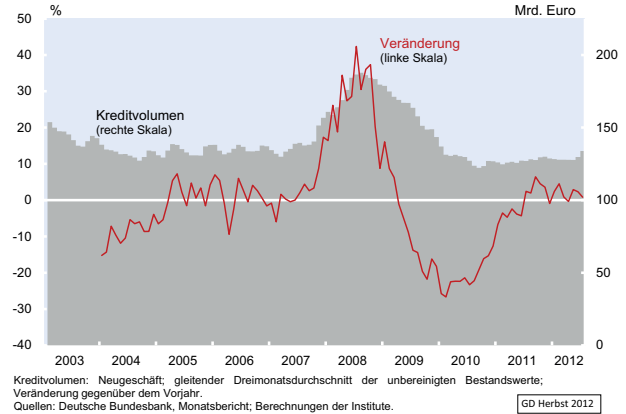
Abb. 6.1  
Zinsen für Unternehmenskredite und Unternehmensanleihen und Zinsaufschläge



zierungsbedingungen der nichtfinanziellen Unternehmen haben sich im Verlauf der vergangenen Jahre merklich verbessert. Die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sind im Zuge der geldpolitischen Lockerung spürbar gesunken (Abb. 6.1). Mit 2,5 % erreichten sie im Juli 2012 ein historisch sehr niedriges Niveau. Auch die Verzinsung von Unternehmensanleihen ist in den vergangenen vier Jahren merklich zurückgegangen und erreichte im Juli ebenfalls einen historischen Tiefstand. Maßgeblich für das niedrige Zinsniveau ist unter anderem, dass in Deutschland der geldpolitische Transmissionsmechanismus zu funktionieren scheint. Ein Indiz dafür ist, dass sich Änderungen der Geldmarktzinsen relativ stark in den Kredit- und Anleihezinsen niederschlagen und die Zinsaufschläge der Kredit- und Anleihezinsen gegenüber den Geldmarktzinsen seit Mitte des Jahres 2010 nahezu konstant sind.

Trotz der günstigen Finanzierungsbedingungen ist die Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Deutschland derzeit schwach. Sie belief sich im August 2012 monatlich nur auf rund 130 Mrd. Euro und liegt damit auf dem Niveau der Jahre 2004 bis 2007 (Abb. 6.2). Auch die Kredite für private Haushalte steigen seit mehreren Jahren äußerst verhalten. Im August legten sowohl die Neukredite als auch das Kreditvolumen für den Wohnungsbau um lediglich 1 % gegenüber dem Vorjahr zu. Ähnlich schwach stiegen auch die Konsumentenkredite.

Abb. 6.2  
Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Die verhaltene Ausweitung der Kreditvergabe dürfte zum einen auf eine gedämpfte Kreditnachfrage der Unternehmen aufgrund der Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise in einigen Ländern des Euroraums zurückzuführen sein. Zum anderen ist die Innenfinanzierungsquote im Unternehmenssektor in den vergangenen Jahren gestiegen, so dass Investitionsprojekte zu einem großen Teil durch Eigenmittel finanziert werden.<sup>87</sup> Dies wird sich voraussichtlich auch im kurzfristigen Prognosezeitraum fortsetzen (Tab.: Hauptaggregate der Sektoren). Angebotsseitige Restriktionen dürften in der kürzeren Frist die Kreditvergabe nicht bzw. allenfalls in geringem Maße negativ beeinflussen.<sup>88</sup>

### Unkonventionelle Geldpolitik erhöht Kredit-schöpfungspotenzial

Neben der klassischen Zinspolitik führt das Eurosystem zahlreiche unkonventionelle Maßnahmen durch. So wurde das Verfahren der Refinanzierungsgeschäfte vom amerikanischen Zinstender auf eine Politik der vollständigen Zuteilung zu festem Zinssatz umgestellt, in dessen Rahmen auch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte angeboten wurden. Die Geschäftsbanken erhalten dabei gegen Sicherheiten unbegrenzt Liquidität, wobei die Anforderungen an die eingereichten Sicherheiten deutlich gesenkt wurden. Darüber hinaus kauft die EZB im Rahmen verschiedener Programme festverzinsliche Wertpapiere, wobei die dadurch verursachte Ausweitung der Geldbasis teilweise sterilisiert wird. Auch die demnächst anlaufenden Wertpapierkäufe von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von ein bis drei Jahren sollen vollständig sterilisiert werden.<sup>89</sup> Da die Laufzeit der Termineinlage, über die die EZB üblicherweise die Sterilisierung durchführt, lediglich sieben Tage beträgt, müsste sie bei einem Anziehen der Kreditvergabe die Zinsen je-

<sup>87</sup> Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hatten in Deutschland in den Jahren 2009 bis 2011 massive Finanzierungsüberschüsse, so dass sich der Eigenmittelanteil in der Tendenz erhöht hat.

<sup>88</sup> Vgl. Abschnitt »Zur Geldpolitik«.

<sup>89</sup> Zu einer detaillierten Beschreibung dieser Maßnahme und ihrer Wirkungskanäle vgl. Abschnitt »Zur Geldpolitik« in Kapitel 5.

doch rasch erhöhen, um die umlaufende Liquidität dauerhaft in der Termineinlage zu binden.<sup>90</sup>

Da die Finanzinstitute in den Krisenländern vom Interbankenmarkt weitgehend abgeschnitten sind, sind sie zur Deckung ihres Liquiditätsbedarfs zunehmend auf die nationalen Zentralbanken angewiesen. Deren Liquiditätszufuhren die Geschäfte sind in den vergangenen Monaten drastisch gestiegen. Die geschöpfte Liquidität verbleibt jedoch nicht in den Krisenländern, sondern fließt zu einem Großteil in andere Länder des Euroraums, insbesondere in den deutschen Bankensektor. Da den deutschen Geschäftsbanken so über die Zahlungsbilanzfinanzierung des Eurosystems und zudem über die Liquiditätszuflüsse von Anlegern, die Deutschland derzeit als »sicheren Hafen« betrachten, in erheblichem Maße Zentralbankgeld zufließt, erhöht sich das Kreditvergabepotenzial der Geschäftsbanken.<sup>91</sup> Damit sind die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen derzeit äußerst vorteilhaft.<sup>92</sup>

Derzeit ist, wie im vorherigen Abschnitt gezeigt, die Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Sektor in Deutschland zwar verhalten, und gesamtwirtschaftlich gibt es keinerlei Anzeichen einer Überhitzung. Vermindert sich aber die Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise im Euroraum, könnten die Banken die Kreditvergabe rasch ausweiten. Die niedrigen Zinsen in Verbindung mit einer reichhaltigen Liquiditätsausstattung dürften dann in Deutschland stark expansiv wirken.

### Indikatoren zur Erkennung gesamtwirtschaftlicher Übertreibungen

Wenngleich die für Deutschland zu niedrigen Zinsen und die Liquiditätsüberschüsse im Bankensystem hierzulande bisher weder zu einer gesamtwirtschaftlichen Überauslastung noch zu einer dynamisch expandierenden Kreditmenge geführt haben, so könnte das expansive monetäre Umfeld in den kommenden Jahren zu einer Überhitzung der Konjunktur oder einzelner Sektoren führen. Dies birgt jedoch die Gefahr, dass es zu Fehlallokationen kommt, die mit erheblichen Folgekosten verbunden sind. Deswegen ist es wichtig, makroökonomische Verwerfungen frühzeitig zu erkennen. Da sich diese meist über einen längeren Zeitraum aufbauen, sollte es möglich sein, empirische Regelmäßigkeiten zu erkennen, die typischerweise konjunkturellen Überhitzungen vorausgehen.<sup>93</sup> Andererseits

verläuft der Aufbau konjunktureller Übertreibungen niemals identisch. Deshalb sollte ein breites Spektrum potenzieller Indikatoren betrachtet werden.

Im Folgenden wird analysiert, welche empirischen Regelmäßigkeiten für eine Reihe wichtiger Indikatoren während des Aufbaus von Übertreibungen identifiziert werden können. Dazu werden Daten aus drei Bereichen für die Zeit vor sechs Krisen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften herangezogen, im Vorfeld derer übertriebene Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung zu Fehlallokationen führten: Daten zur Verschuldung, weil kreditfinanzierte Übertreibungen besonders starke Verwerfungen nach sich ziehen;<sup>94</sup> Daten zur relativen Preisentwicklung, weil Preise zeitnah relative Knappheiten signalisieren; und Daten zur Immobilienmarktentwicklung, weil sich in der Vergangenheit gezeigt hat, dass schweren Wirtschaftskrisen häufig starke Übertreibungen auf dem Immobilienmarkt vorausgingen.<sup>95</sup>

Für die betrachteten Fälle Spanien (vor 2008), USA (vor 2007), Großbritannien (vor 2007), Irland (vor 2007), Japan (vor 1991) sowie Schweden (vor 1990) zeigt sich, dass die Indikatoren durchaus auf einen Aufbau von Übertreibungen hingewiesen hätten. So steigt die Verschuldung in Phasen konjunktureller Überhitzung meist deutlich an (Tab. 6.1). Der Leistungsbilanzsaldo war im Schnitt der betrachteten fünf Jahre für alle Länder, mit Ausnahme Japans, negativ und sank (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) in dieser Zeit deutlich. Das Volumen der Kredite an den privaten nichtfinanziellen Sektor erhöhte sich in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in allen Fällen in dem jeweiligen Fünfjahreszeitraum deutlich um 25 bis 70 Prozentpunkte. Auch das Volumen der Hypothekenkredite stieg um durchschnittlich 12 % bis 25 % pro Jahr. Begleitet wurde der Aufbau der Booms meist durch eine expansive Geldpolitik: So lag der maßgebliche Zentralbankzins im Durchschnitt des betrachteten Fünfjahreszeitraums fast immer deutlich unterhalb des Niveaus, das eine Taylor-Regel impliziert.

In den betrachteten Fällen gingen die konjunkturellen Übersteigerungen mit massiven Immobilienblasen einher. Die Preise von Wohnimmobilien erhöhten sich binnen fünf Jahren um zwischen knapp 50 % (Japan) und etwa 85 % (Spanien), wobei der Anstieg den jeweiligen Einkommenszuwachs deutlich übertraf. Auch das Verhältnis von Wohnimmobilienpreisen und Mieten stieg jeweils deutlich. Neben einem deutlichen Preisanstieg ist in den meisten Fällen auch eine Beschleunigung der Bautätigkeit zu beobachten. So wurden die Wohnungsbauinvestitionen im Schnitt der betrachteten Jahre in allen Ländern deutlich ausgeweitet, in Spanien beispielsweise um 4,9 % und in Irland sogar um 9,3 %. Die hohe Baunachfrage schlägt sich meist in einem deutlichen Anstieg der Baukosten nieder. So legte der Deflator der Bau-

<sup>90</sup> Eine Sterilisierungspolitik ist in Zeiten der Vollzuteilung ohnehin umstritten, da die monetäre Basis vorrangig durch die Nachfrageseite des Geldmarktes bestimmt wird.

<sup>91</sup> Vgl. Kooths, S. und B. van Roye (2012), »Nationale Geldschöpfung zerlegt den Euroraum«, *Wirtschaftsdienst* 92(8), S. 520–526.

<sup>92</sup> Entsprechend verfügen die Geschäftsbanken in hohem Maße über Überschussliquidität, die sie unverzinst in Form der Einlagefazilität und auf unverzinsten Girokonten bei der Deutschen Bundesbank halten.

<sup>93</sup> Dieser Indikatoransatz wurde vorgestellt von Kaminsky, G. L. und C. M. Reinhart (1999), »The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems«, *The American Economic Review*, 89(3), S. 473–500.

<sup>94</sup> Vgl. Brunnermeier, M. K. und M. Oehmke (2012), »Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk«, NBER Working Paper 18389, September, S. 5.

<sup>95</sup> Vgl. Calomiris, C. W. (2009), »The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next«, *The Journal of Structured Finance* 15(1), S. 6–52.

**Tab. 6.1**  
**Ausgewählte Indikatoren zur Erkennung gesamtwirtschaftlicher Übertreibungen<sup>a)</sup>**

	Spanien 2008	USA 2007	Irland 2007	UK 2007	Japan 1991	Schwe- den 1990	Deutsch- land 1996	Deutsch- land 2012
Leistungsbilanzsaldo (Niveau) <sup>b)</sup>	- 7,0	- 5,4	- 3,0	- 2,2	2,8	X	- 1,2	6,3
Leistungsbilanzsaldo (Veränderung) <sup>c)</sup>	- 6,7	- 2,1	- 3,3	- 0,6	- 2,1	X	- 4,2	- 0,6
Nettoauslandsvermögen <sup>d)</sup>	- 36,6	1,8	9,9 <sup>m)</sup>	- 15,4	1,5 <sup>l)</sup>	X	- 15,0	7,9
Kurzfristzins relativ zu einem Taylor-Zins <sup>e)</sup>	- 3,8	- 2,9	- 9,0	- 3,3	0,4	2,9	1,0	- 0,9
Verhältnis von Kreditvolumen (nichtfi- nanzieller Privatsektor) zum BIP <sup>f)</sup>	69,6	34,3	55,6	26,0	X	X	13,9 <sup>n)</sup>	- 1,8
Hypothekenkreditvolumen <sup>g)</sup>	21,6	13,2	25,0 <sup>o)</sup>	12,8	12,2	X	9,9	0,2
Hauspreise (Wohnimmobilien) <sup>h)</sup>	80,8	46,2	85,5	72,9	47,0	78,4	18,8	5,1
Verhältnis von Preisen/Mieten <sup>i)</sup>	46,7	24,9	83,2	52,0	28,2	30,4	- 15,8 <sup>n)</sup>	- 1,0
Verhältnis von Immobilienprei- sen/verfügbares Einkommen <sup>j)</sup>	23,9	11,1	25,6	42,7	12,9	20,6	- 4,3 <sup>n)</sup>	- 4,4
Wohnungsbauinvestitionen <sup>k)</sup>	4,9	2,3 <sup>p)</sup>	9,3	6,6	16,5 <sup>q)</sup>	3,8 <sup>r)</sup>	5,0 <sup>n)</sup>	- 0,2
Anstieg des Baudeflators relativ zum Anstieg des BIP-Deflators <sup>k)</sup>	3,4	5,3	6,1	2,3	2,5	2,4	3,2	2,8

<sup>a)</sup> Die ausgewiesenen Werte beziehen sich auf den Zeitraum fünf Jahre vor Ausbruch der Krise. – <sup>b)</sup> Durchschnittliches Niveau in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Prozent. – <sup>c)</sup> Veränderung des Leistungsbilanzsaldos in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Prozentpunkten. – <sup>d)</sup> Veränderung der Nettoauslandsvermögen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Prozentpunkten. – <sup>e)</sup> Durchschnittliche Abweichung des Taylor-Zinses vom Leitzins in Prozentpunkten. Der Taylor-Zins berechnet sich aus dem natürlichen Realzins sowie Abweichungen von Inflationsziel und Produktionspotenzial. – <sup>f)</sup> Veränderung der Relation aus Kredite monetärer Finanzinstitute an den privaten Sektor ausschließlich monetärer Finanzinstitute und Bruttoinlandsprodukt in Prozentpunkten. – <sup>g)</sup> Durchschnittlicher jährlicher Anstieg des Hypothekenkreditvolumens in Prozent. – <sup>h)</sup> Veränderung der nominalen Wohnimmobilienpreise in Prozent. – <sup>i)</sup> Veränderung des Verhältnisses in Prozentpunkten. – <sup>j)</sup> Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate in Prozent. – <sup>k)</sup> Durchschnittliche Abweichung des jährlichen Anstiegs des Baudeflators gegenüber dem Deflator des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten. – <sup>l)</sup> Zeitreihe erst ab dem ersten Quartal 1986 verfügbar. – <sup>m)</sup> Im Zeitraum von 2001–2009 verschlechterte sich das Nettoauslandsvermögen um 77,8 %. – <sup>n)</sup> Zeitreihe erst ab dem ersten Quartal 1991 verfügbar. – <sup>o)</sup> Zeitreihe erst ab dem ersten Quartal 2003 verfügbar. – <sup>p)</sup> Im Zeitraum von 2002–2005 stiegen die Wohnungsbauinvestitionen um durchschnittlich 5,9 %. – <sup>q)</sup> Nominal. – <sup>r)</sup> Im Zeitraum von 1986–1989 expandierten die Wohnungsbauinvestitionen durchschnittlich gar um 5,6 %.

Quellen: AMECO-Datenbank der EU-Kommission; Eurostat; Thomson Reuters; Federal Reserve Bank of Dallas; Mack, A. und M.G. Enrique (2011), »A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note, Federal Reserve Bank of Dallas«, Working Paper 99; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2012

investitionen in allen Fällen deutlich stärker zu als der jeweilige Deflator des Bruttoinlandsprodukts. Insgesamt ist für alle Fälle in der Gesamtschau der hier betrachteten Indikatoren eine prägnante Entwicklung zu verzeichnen, die auf massive wirtschaftliche Übertreibungen hindeutet.

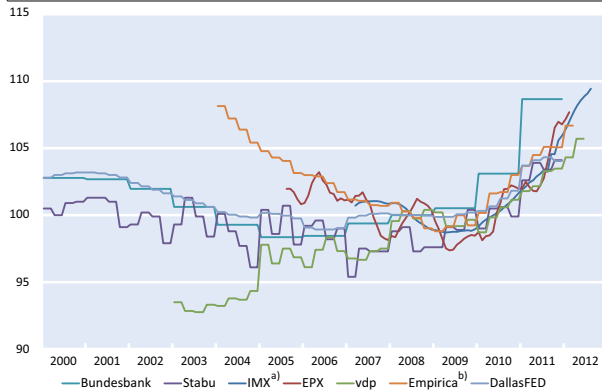
Als weitere Referenz wird die Zeit des Immobilienbooms nach der Wiedervereinigung in Deutschland herangezogen. Damals bestand ebenfalls über mehrere Jahre eine deutliche gesamtwirtschaftliche Überauslastung. Diesem Boom folgte aber im Gegensatz zu den anderen betrachteten Fällen keine schwere Krise. In den Jahren von 1991 bis 1995 wurden die Wohnungsbauinvestitionen hierzulande zwar deutlich ausgeweitet, die Baukosten sowie die Preise für Wohnimmobilien zogen merklich an, und für Berlin konnte gar eine Immobilienpreisblase diagnostiziert werden.<sup>96</sup> Allerdings zeigen die übrigen Indikatoren, dass dieser Bauboom nicht

zu schwerwiegenden, gesamtwirtschaftlichen Übertreibungen führte.

Derzeit deuten die Indikatoren für Deutschland nicht darauf hin, dass es bereits zu gesamtwirtschaftlichen Übertreibungen gekommen ist. So weist Deutschland deutliche Leistungsbilanzüberschüsse auf, und das Nettoauslandsvermögen stieg in den vergangenen fünf Jahren sogar. Auch die Kreditmengenentwicklung spricht bislang nicht für eine gesamtwirtschaftliche Überhitzung, und auf dem Immobilienmarkt sind bislang keine Anzeichen für beunruhigende Exzesse zu beobachten. Zwar zogen die Immobilienpreise zuletzt deutlich an. Nach Berechnungen der Deutschen Bundesbank beschleunigte sich ihr Anstieg im Jahr 2011 auf 5,5 %, und andere Preisindizes legen nahe, dass die Preise in der ersten Jahreshälfte 2012 weiter deutlich anzogen (Abb. 6.3). Insgesamt betrug der Anstieg über die vergangenen fünf Jahre jedoch lediglich 5,1 %. Im Vergleich zu der Preisentwicklung, die in Ländern mit massiven Immobilienblasen einhergingen, ist dies sehr moderat (Abb. 6.4). Außerdem zeigt sich, dass die Preise für Neubauten stär-

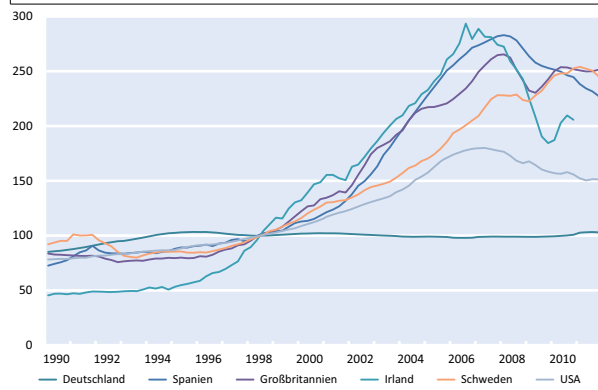
<sup>96</sup> Vgl. Holtemöller, O. und R. Schulz (2010), »Investor Rationality and House Price Bubbles: Berlin and the German Reunification«, *German Economic Review* 11(4), S. 465–486.

**Abb. 6.3**  
Ausgewählte Immobilienpreisindizes für Deutschland  
Index 2008 = 100



a) Gleichgewichtete Reihe aus Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern. Index für Eigentumswohnungen und -häuser berechnen sich aus Bestandsimmobilien (85%) und Neubaummobilien (15%), abgeleitet aus Dechent, J. (2011) Preisindizes für Wohnimmobilien, Wirtschaft und Statistik, Statistisches Bundesamt, November 2011.  
b) Gleichgewichtete Reihe aus Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern.  
Quellen: Berechnungen der Institute; Deutsche Bundesbank; Destatis; Immobilienscout24; Hypoport AG; Verband Deutscher Pfandbriefbanken; Empirica; Federal Reserve Bank of Dallas; Mack, A. und M.-G. Enrique (2011) A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note, Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper (99).  
GD Herbst 2012

**Abb. 6.4**  
Hauspreisindizes in ausgewählten Industrieländern  
Index 1998 = 100



Quellen: Berechnungen der Institute; Federal Reserve Bank of Dallas; Mack, A. und M.-G. Enrique (2011) A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note, Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper (99).  
GD Herbst 2012

ker steigen als jene für den Wohnimmobilienbestand, was gegen spekulationsgetriebene Preiserhöhungen spricht.<sup>97</sup> Auch die Entwicklung des Verhältnisses von Immobilienpreisen zu Mieten und die Bautätigkeit deuten aktuell nicht auf massive Fehlentwicklungen am deutschen Immobilienmarkt hin.<sup>98</sup> Allerdings weisen Immobilienmärkte eine starke regionale Differenzierung auf. In Deutschland zeigten sich in jüngster Zeit insbesondere in einigen Ballungsgebieten deutliche Anstiege der Immobilienpreise. Diese scheinen jedoch im Großen und Ganzen mit den Fundamentaldaten für die jeweiligen Ballungsgebiete erklärbar zu sein.<sup>99</sup> Derzeit deuten lediglich der relativ starke Anstieg des Deflators der Bauinvestition sowie das mittelfristig aus deutscher Sicht zu expansive monetäre Umfeld darauf hin, dass es zu konjunkturellen Übertreibungen kommen könnte.

## Fazit und Implikationen für die Wirtschaftspolitik

In einer Währungsunion kann die Konjunktur einzelner Mitgliedsländer in Phasen langanhaltender Schwäche geraten bzw. es können sich Überhitzungserscheinungen in Teilbereichen der Wirtschaft zeigen, weil sich die Geldpolitik an der Konjunktur- und Preisentwicklung des gesamten Währungsverbundes orientiert. Im Euroraum zeigten sich diese Phänomene in der Dekade nach Einführung des Euro sehr ausgeprägt. Die Binnennachfrage vieler derzeitiger Krisenländer wurde durch überzogene Einkommenserwartungen, welche die wirtschaftliche Integration in die Währungsunion hervorgerufen hatte, und durch die gegenüber der Vergangenheit stark gesunkenen Realzinsen stimuliert.

<sup>97</sup> Für Details vgl. Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Janssen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2012), »Deutschland: Konjunkturflaute wird überwunden«, in: Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2012, Kieler Diskussionsbeiträge 504/505, S. 20.

<sup>98</sup> Vgl. Arbeitskreis Konjunktur des IWH und Kiel Economics (2012), *Konjunktur aktuell: Eurokrise nimmt deutscher Konjunktur den Wind aus den Segeln*, Halle, 13. September 2012.

In Deutschland hingegen dämpfte die Geldpolitik in dieser Frühphase der Währungsunion die Expansion, da sie insbesondere in den Jahren ab 2003 gemessen an der deutschen Konjunktur zu restriktiv ausgerichtet war. Dies kehrte sich zuletzt aber um, und die Geldpolitik dürfte auf mittlere Sicht in Deutschland expansiv wirken. Gegenwärtig scheinen die Banken in Deutschland die Zinssenkungen zwar im üblichen Umfang an Unternehmen und Haushalte weiterzugeben; vor allem aufgrund der schwachen Nachfrage entwickelt sich das Volumen der breiten Kreditaggregate aber derzeit nur sehr schwach. Somit entfaltet das niedrige Niveau des Leitzinses bzw. der Geldmarktsätze noch nicht seine volle Wirkung. Die Umsetzung der verschiedenen unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen führt per saldo zu enormen Liquiditätszuflüssen in das deutsche Bankensystem, die ein hohes Kreditschöpfungspotenzial bergen.

Unabhängig von der Frage, ob gegenwärtig eine konjunkturelle Überhitzung in Deutschland vorliegt, sollte sich die Wirtschaftspolitik damit auseinandersetzen, wie sie auf eine solche Situation künftig reagieren kann. Unter den Rahmenbedingungen einer Währungsunion steht die Geldpolitik nämlich nicht zur Verfügung, um auf Abweichungen der Kapazitätsauslastung vom Normalniveau in einzelnen Ländern zu reagieren.

## Alternative Instrumente der Konjunkturpolitik: Herausforderungen für die Finanzpolitik und für die makroprudentielle Regulierung

In der Literatur werden verschiedene Instrumente vorgeschlagen, die sich grob zwei Kategorien zuordnen lassen: finanzpolitische sowie makroprudentielle Maßnahmen.

<sup>99</sup> Die Hypothese, dass der Preisprozess für Bestandsimmobilien in deutschen Großstädten einem »random walk« folgt, kann aktuell nicht zugunsten der Alternativhypothese eines explosiven Prozesses verworfen werden. Lediglich der Berliner Wohnungsmarkt weist Anzeichen für eine Übersteigerung der Preiserwartungen auf, vgl. Döhrn, R., G. Barabas, H. Gebhardt, T. Kitlinski, M. Micheli, T. Schmidt, S. Vosen und L. Zwick (2012), »Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Gedämpfte Expansion bei hohen Risiken«, *RWI Konjunkturberichte* 63(2), S. 49–51.

Die *Finanzpolitik* nimmt über die Veränderung der staatlichen Einnahmen und Ausgaben Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung. Aus theoretischer Sicht kommt der Finanzpolitik in einer Währungsunion eine größere Rolle für die Stabilisierung des Produktionsniveaus zu als in Ländern mit eigenständiger Geldpolitik.<sup>100</sup> Dabei besteht aber zum einen bei diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen die grundsätzliche Schwierigkeit, den Stand im Konjunkturzyklus in Echtzeit zu bestimmen. Zum anderen ist es schwierig, die Maßnahmen so zu gestalten, dass ihre Konjunkturimpulse rechtzeitig wirken. Außerdem bestehen bei einer Überhitzung der Konjunktur aus politökonomischer Sicht für die jeweilige Regierung kaum Anreize, den Aufschwung zu dämpfen, so dass eine symmetrische Gestaltung diskretionärer Eingriffe zur Konjunktursteuerung unwahrscheinlich ist. Aus diesen Gründen sollte sich die Finanzpolitik vor allem darauf konzentrieren, das Stabilisieren der Konjunktur über eine Stärkung der automatischen Stabilisatoren zu erreichen.<sup>101</sup> Außerdem sollten bei guter Konjunktur und sprudelnden Staatseinnahmen nicht diskretionär neue Ausgabenprogramme beschlossen werden, sondern Budgetüberschüsse erwirtschaftet werden, damit im Abschwung genug finanzieller Spielraum besteht, um keine prozyklischen Ausgabenkürzungen (z. B. bei den staatlichen Investitionen) beschließen zu müssen.

*Makroprudentielle Instrumente* sind im Prinzip darauf ausgerichtet, Kreditzyklen zu dämpfen und so Übertreibungen bei der Verschuldung und den daraus resultierenden Gefahren für die Finanzstabilität entgegen zu wirken. In der Literatur wird vorgeschlagen, sie in einer Währungsunion alternativ zur Finanzpolitik einzusetzen, um auf länderspezifische Schocks zu reagieren und damit die Konjunktur oder bestimmte Bereiche der Wirtschaft zu stabilisieren.<sup>102</sup> Die Instrumente zielen entweder darauf, die Kreditaufnahme über Mengenbeschränkungen direkt zu reglementieren oder sie zu verteuern.

In der Vergangenheit wurden makroprudentielle Instrumente in mehreren Ländern eingesetzt, häufig auch in einer zeitvariablen Ausgestaltung.<sup>103</sup> Empirisch kann gezeigt werden, dass viele der eingesetzten Instrumente geeignet sind, die Prozyklizität wichtiger Finanzmarktvariablen zu mindern.<sup>104</sup>

<sup>100</sup> Galí und Monacelli (2008) zeigen in einem Mehr-Länder-Modell mit Preisfraktionen, dass es für die Mitgliedstaaten einer Währungsunion vorteilhaft ist, ihren Konjunkturzyklus mittels antizyklischer Finanzpolitik zu glätten, und dass dies auch für die Währungsunion insgesamt wohlfahrtsfördernd ist. Vgl. Galí, J. und T. Monacelli (2008), »Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Currency Union«, *Journal of International Economics* 76(1), S. 116–132.

<sup>101</sup> Beispielsweise könnte durch über den Konjunkturzyklus konstante Beitragssätze erreicht werden, dass die Sozialversicherungssysteme die Konjunktur stärker stabilisieren.

<sup>102</sup> Für einen Überblick über die Literatur vgl. Arbeitskreis Konjunktur des IWH und Kiel Economics (2012), *Konjunktur aktuell: Eurokrise nimmt deutscher Konjunktur den Wind aus den Segeln*, Halle, 13. September 2012.

<sup>103</sup> Lim et al. (2011) geben in einer Studie für den Internationalen Währungsfonds (IWF) einen aktuellen und umfassenden empirischen Überblick über den Einsatz und die Wirksamkeit verschiedener makroprudentieller Instrumente. Vgl. Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel und X. Wu (2011), »Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?«, IMF Working Paper 11/238.

<sup>104</sup> Vgl. Lim et al. (2011), a. a. O.

Die meisten Einsätze erfolgten in Schwellenländern, aber auch einige fortgeschrittene Volkswirtschaften haben Erfahrung mit einem solchen Instrumentarium gesammelt. So nutzt beispielsweise Kanada variable Beleihungsgrenzen bei der Immobilienfinanzierung, was zur stabilen Entwicklung des dortigen Immobilienmarktes beigetragen haben dürfte.<sup>105</sup> Nicht immer war dem freilich Erfolg beschieden: In Irland wurde – ähnlich den Bestimmungen von Basel III – bereits in der Vergangenheit mit antizyklischen Eigenkapitalanforderungen für Finanzinstitute gearbeitet, und die spanische Finanzaufsicht nutzt bereits antizyklische Anforderungen an die Rückstellungen von Banken für Kreditverluste. Generell haben Instrumente, die Kreditzyklen über antizyklische Eigenkapitalanforderungen dämpfen, Vorteile für entwickelte Volkswirtschaften, weil sie keine Mengenbeschränkungen setzen, sondern über eine Stärkung des Risikobewusstseins der Akteure und die Kosten für die Kreditvergabe wirken.

Wie für die Finanzpolitik ist dabei auch für die makroprudentielle Regulierung wichtig, dass die Instrumente nach einem festen Regelschema ohne große diskretionäre Spielräume implementiert werden.<sup>106</sup> Wichtig ist, dass die alternativen Steuerungsinstrumente langfristig institutionalisiert werden und vor allem symmetrisch eingesetzt werden, d. h. dass nicht nur bei konjunkturellen Schwächen stimulierend eingegriffen wird, sondern vor allem auch bremsend bei Übertreibungen. Dabei kann es im Fall der makroprudentiellen Instrumente grundsätzlich schwierig sein, die Instrumente nach festen Regeln antizyklisch zu variieren, weil der Zustand der Konjunktur oder einzelner Wirtschaftsbereiche nur mit Verzögerung und einer gewissen Unschärfe beobachtet werden kann.<sup>107</sup> Dies ist allerdings ein generelles Problem der Konjunkturpolitik, mit dem beispielsweise auch die Geldpolitik umzugehen hat.

Bei der Wahl der makroprudentiellen Instrumente sind die Kosten, die mit ihrem jeweiligen Einsatz verbunden sind, zu berücksichtigen. Zum einen können direkte Regulierungskosten (z. B. durch Maßnahmen zum Monitoring des Finanzsektors) entstehen. Zum anderen – und quantitativ sicherlich bedeutsamer – können gesamtwirtschaftliche Kosten entstehen, wenn Instrumente falsch eingesetzt werden, Ineffizienzen durch unbeabsichtigte Nebenwirkungen<sup>108</sup> entstehen oder die konjunkturelle Situation bzw. das Ausmaß von sektoralen Übertreibungen in Echtzeit falsch eingeschätzt werden.

Gegenwärtig liegt in Deutschland aus gesamtwirtschaftlicher Sicht keine Überhitzung vor. In der mittleren Frist ist

<sup>105</sup> Vgl. dazu MacGee, J. (2009), *Why Didn't Canada's Housing Market Go Bust?*, Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, 12. Februar 2009.

<sup>106</sup> Vgl. dazu auch Lim et al. (2011), a. a. O.

<sup>107</sup> Beschränkt man sich für den Einsatz der Finanzpolitik auf die Stärkung der automatischen Stabilisatoren, dann ergibt sich dieses spezifische Problem dort nicht, weil sich Einnahmen und Ausgaben der Konjunktur automatisch anpassen.

<sup>108</sup> In den entwickelten Finanzsystemen der Industrieländer kann beispielsweise die Existenz der großen Schattenbankssysteme bei falschem Einsatz zu ungewollten regulativen Arbitragemöglichkeiten führen, welche die Stabilisierungsbestrebungen unterlaufen, vgl. Lim et al. (2011), a. a. O.

eine Überauslastung der Kapazitäten jedoch zu erwarten. Schuldenfinanzierte Übertreibungen in einem Ausmaß, wie sie in einigen Krisenländern des Euroraums zu beobachten waren, erscheinen derzeit allerdings auch deshalb in Deutschland wenig wahrscheinlich, weil keine strukturelle Veränderung erkennbar ist, die zu übersteigerten Einkommenserwartungen führen könnte. Außerdem ist die Kreditvergabe durch Banken in Deutschland traditionell an im internationalen Vergleich hohe Anforderungen geknüpft. Dies bedeutet allerdings nicht, dass es nicht zu monetär getriebenen Übertreibungen in einzelnen Wirtschaftsbereichen kommen könnte, insbesondere im Immobiliensektor. Die Wirtschaftspolitik sollte dies sorgfältig verfolgen und kann sich dabei an den hier dargestellten Indikatoren orientieren.



## Hauptaggregate der Sektoren

Mrd. EUR

Gegenstand der Nachweisung	2011				
	Gesamte Volkswirtschaft	Nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften	Staat	Private Haushalte und private Org. o.E.	Übrige Welt
	S 1	S 11/S12	S 13	S 14/S 15	S 2
1 = Bruttowertschöpfung .....	2 317,4	1 541,7	239,6	536,1	-
2 - Abschreibungen .....	390,2	224,8	44,5	120,9	-
3 = Nettowertschöpfung 1) .....	1 927,2	1 316,9	195,1	415,2	- 131,7
4 - Geleistete Arbeitnehmerentgelte .....	1 326,3	928,8	199,7	197,8	10,4
5 - Geleistete sonstige Produktionsabgaben .....	17,7	8,7	0,1	9,0	-
6 + Empfangene sonstige Subventionen .....	26,2	23,6	0,4	2,2	-
7 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen .....	609,4	403,1	- 4,3	210,6	- 142,0
8 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte .....	1 328,0	-	-	1 328,0	8,7
9 - Geleistete Subventionen .....	26,9	-	26,9	-	5,7
10 + Empfangene Produktions- und Importabgaben .....	292,9	-	292,9	-	6,3
11 - Geleistete Vermögenseinkommen .....	872,2	755,2	65,9	51,2	192,6
12 + Empfangene Vermögenseinkommen .....	919,5	476,0	27,3	416,3	145,3
13 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen) .....	2 250,7	123,8	223,2	1 903,7	- 180,0
14 - Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern .....	291,9	66,2	-	225,7	5,0
15 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern .....	296,6	-	296,6	-	0,3
16 - Geleistete Sozialbeiträge .....	524,4	-	-	524,4	2,9
17 + Empfangene Sozialbeiträge .....	525,4	87,9	436,9	0,6	1,9
18 - Geleistete monetäre Sozialleistungen .....	479,3	53,3	425,4	0,6	0,4
19 + Empfangene monetäre Sozialleistungen .....	473,2	-	-	473,2	6,5
20 - Geleistete sonstige laufende Transfers .....	200,5	76,3	53,8	70,4	5,0
21 + Empfangene sonstige laufende Transfers .....	166,8	76,1	17,0	73,7	38,7
22 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 216,6	92,1	494,4	1 630,1	- 145,9
23 - Konsumausgaben .....	1 987,4	-	499,8	1 487,7	-
24 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	-	- 30,1	-	30,1	-
25 = Sparen .....	229,2	62,0	- 5,4	172,6	- 145,9
26 - Geleistete Vermögenstransfers .....	39,3	6,1	27,2	6,0	3,8
27 + Empfangene Vermögenstransfers .....	38,3	16,0	9,7	12,6	4,7
28 - Bruttoinvestitionen .....	473,5	267,6	42,7	163,2	-
29 + Abschreibungen .....	390,2	224,8	44,5	120,9	-
30 - Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern .....	-	0,5	- 1,4	1,0	-
31 = Finanzierungssaldo .....	144,9	28,6	- 19,7	136,0	- 144,9
Nachrichtlich:					
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 216,6	92,1	494,4	1 630,1	- 145,9
35 - Geleistete soziale Sachtransfers .....	319,0	-	319,0	-	-
36 + Empfangene soziale Sachtransfers .....	319,0	-	-	319,0	-
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept) .....	2 216,6	92,1	175,4	1 949,1	- 145,9
38 - Konsum 2) .....	1 987,4	-	180,8	1 806,7	-
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	-	- 30,1	-	30,1	-
40 = Sparen .....	229,2	62,0	- 5,4	172,6	- 145,9

1) Für den Sektor übrige Welt Importe abzügl. Exporte aus der bzw. an die übrige Welt. - 2) Für den Sektor Staat Kollektivkonsum, für den Sektor private Haushalte, private Organisationen o. E. Individualkonsum (einschl. Konsumausgaben des Staates für den Individualverbrauch, d.h. einschl. sozialer Sachtransfers).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

**Hauptaggregate der Sektoren**

Mrd. EUR

Gegenstand der Nachweisung	2012				
	Gesamte Volkswirtschaft	Nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften	Staat	Private Haushalte und private Org. o.E.	Übrige Welt
	S 1	S 11/S12	S 13	S 14/S 15	S 2
1 = Bruttowertschöpfung .....	2 373,5	1 579,7	245,3	548,5	-
2 - Abschreibungen .....	400,5	230,0	45,7	124,8	-
3 = Nettowertschöpfung 1) .....	1 973,0	1 349,8	199,6	423,7	- 146,8
4 - Geleistete Arbeitnehmerentgelte .....	1 375,4	966,3	203,8	205,3	10,5
5 - Geleistete sonstige Produktionsabgaben .....	18,9	10,0	0,1	8,9	-
6 + Empfangene sonstige Subventionen .....	25,2	23,3	0,4	1,6	-
7 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen .....	603,9	396,7	- 3,9	211,1	- 157,3
8 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte .....	1 377,5	-	-	1 377,5	8,5
9 - Geleistete Subventionen .....	26,0	-	26,0	-	5,6
10 + Empfangene Produktions- und Importabgaben .....	298,1	-	298,1	-	6,4
11 - Geleistete Vermögenseinkommen .....	894,3	782,0	63,7	48,6	202,0
12 + Empfangene Vermögenseinkommen .....	948,8	495,0	27,1	426,7	147,5
13 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen) .....	2 307,9	109,7	231,7	1 966,6	- 202,5
14 - Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern .....	309,2	68,7	-	240,5	5,5
15 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern .....	314,4	-	314,4	-	0,3
16 - Geleistete Sozialbeiträge .....	538,0	-	-	538,0	3,0
17 + Empfangene Sozialbeiträge .....	539,1	90,0	448,5	0,6	1,9
18 - Geleistete monetäre Sozialleistungen .....	484,8	54,4	429,8	0,6	0,4
19 + Empfangene monetäre Sozialleistungen .....	478,2	-	-	478,2	7,0
20 - Geleistete sonstige laufende Transfers .....	204,0	76,8	57,6	69,6	5,4
21 + Empfangene sonstige laufende Transfers .....	168,4	76,2	17,5	74,7	41,0
22 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 272,1	75,9	524,8	1 671,4	- 166,7
23 - Konsumausgaben .....	2 040,2	-	514,8	1 525,4	-
24 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	-	- 30,9	-	30,9	-
25 = Sparen .....	231,9	45,1	9,9	176,9	- 166,7
26 - Geleistete Vermögenstransfers .....	37,3	6,5	25,0	5,8	3,6
27 + Empfangene Vermögenstransfers .....	37,6	16,4	9,8	11,4	3,4
28 - Bruttoinvestitionen .....	465,7	256,5	39,9	169,3	-
29 + Abschreibungen .....	400,5	230,0	45,7	124,8	-
30 - Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern .....	-	0,4	- 1,4	1,0	-
31 = Finanzierungssaldo .....	166,9	28,1	2,0	136,9	- 166,9
Nachrichtlich:					
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 272,1	75,9	524,8	1 671,4	- 166,7
35 - Geleistete soziale Sachtransfers .....	329,8	-	329,8	-	-
36 + Empfangene soziale Sachtransfers .....	329,8	-	-	329,8	-
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept) .....	2 272,1	75,9	195,0	2 001,2	- 166,7
38 - Konsum 2) .....	2 040,2	-	185,1	1 855,2	-
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	-	- 30,9	-	30,9	-
40 = Sparen .....	231,9	45,1	9,9	176,9	- 166,7

1) Für den Sektor übrige Welt Importe abzügl. Exporte aus der bzw. an die übrige Welt. - 2) Für den Sektor Staat Kollektivkonsum, für den Sektor private Haushalte, private Organisationen o. E. Individualkonsum (einschl. Konsumausgaben des Staates für den Individualverbrauch, d.h. einschl. sozialer Sachtransfers).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

## Hauptaggregate der Sektoren

Mrd. EUR

Gegenstand der Nachweisung	2013				
	Gesamte Volkswirtschaft	Nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften	Staat	Private Haushalte und private Org. o.E.	Übrige Welt
	S 1	S 11/S12	S 13	S 14/S 15	S 2
1 = Bruttowertschöpfung .....	2 440,5	1 625,4	252,1	562,9	-
2 – Abschreibungen .....	408,1	234,0	46,8	127,4	-
3 = Nettowertschöpfung 1) .....	2 032,4	1 391,5	205,4	435,6	- 147,6
4 – Geleistete Arbeitnehmerentgelte .....	1 414,9	993,5	209,5	211,9	10,8
5 – Geleistete sonstige Produktionsabgaben .....	19,1	10,1	0,1	9,0	-
6 + Empfangene sonstige Subventionen .....	25,2	23,3	0,4	1,5	-
7 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen .....	623,5	411,1	- 3,8	216,3	- 158,3
8 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte .....	1 417,1	-	-	1 417,1	8,5
9 – Geleistete Subventionen .....	25,9	-	25,9	-	5,6
10 + Empfangene Produktions- und Importabgaben .....	304,7	-	304,7	-	6,5
11 – Geleistete Vermögenseinkommen .....	931,1	818,3	63,0	49,8	210,0
12 + Empfangene Vermögenseinkommen .....	987,2	519,8	28,4	439,0	153,9
13 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen) .....	2 375,6	112,6	240,4	2 022,6	- 205,1
14 – Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern .....	317,4	71,1	-	246,4	5,6
15 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern .....	322,8	-	322,8	-	0,2
16 – Geleistete Sozialbeiträge .....	547,5	-	-	547,5	3,1
17 + Empfangene Sozialbeiträge .....	548,6	92,7	455,4	0,6	2,0
18 – Geleistete monetäre Sozialleistungen .....	493,7	56,1	437,1	0,6	0,4
19 + Empfangene monetäre Sozialleistungen .....	486,6	-	-	486,6	7,6
20 – Geleistete sonstige laufende Transfers .....	206,2	76,8	59,5	69,9	5,4
21 + Empfangene sonstige laufende Transfers .....	168,2	75,4	17,7	75,1	43,3
22 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 337,1	76,8	539,8	1 720,5	- 166,5
23 – Konsumausgaben .....	2 102,7	-	532,5	1 570,3	-
24 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	-	- 31,8	-	31,8	-
25 = Sparen .....	234,3	45,0	7,3	182,1	- 166,5
26 – Geleistete Vermögenstransfers .....	37,0	6,8	24,2	6,0	3,6
27 + Empfangene Vermögenstransfers .....	36,7	15,9	10,0	10,8	3,9
28 – Bruttoinvestitionen .....	475,9	254,1	41,5	180,3	-
29 + Abschreibungen .....	408,1	234,0	46,8	127,4	-
30 – Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern .....	-	0,4	- 1,4	1,1	-
31 = Finanzierungssaldo .....	166,2	33,6	- 0,2	132,8	- 166,2
Nachrichtlich:					
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 337,1	76,8	539,8	1 720,5	- 166,5
35 – Geleistete soziale Sachtransfers .....	342,5	-	342,5	-	-
36 + Empfangene soziale Sachtransfers .....	342,5	-	-	342,5	-
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept) .....	2 337,1	76,8	197,3	2 063,0	- 166,5
38 – Konsum 2) .....	2 102,7	-	190,0	1 912,7	-
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	-	- 31,8	-	31,8	-
40 = Sparen .....	234,3	45,0	7,3	182,1	- 166,5

1) Für den Sektor übrige Welt Importe abzügl. Exporte aus der bzw. an die übrige Welt. – 2) Für den Sektor Staat Kollektivkonsum, für den Sektor private Haushalte, private Organisationen o. E. Individualkonsum (einschl. Konsumausgaben des Staates für den Individualverbrauch, d.h. einschl. sozialer Sachtransfers).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2012 und 2013: Prognose der Institute.

## Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2012 und 2013

	2011	2012	2013	2012		2013	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

## 1. Entstehung des Inlandsprodukts

Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Erwerbstätige	1,4	1,1	0,4	1,3	0,9	0,4	0,3
Arbeitszeit je Erwerbstätigen	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-0,5	-0,7	0,3
Arbeitsvolumen	1,4	1,0	0,2	1,7	0,5	-0,3	0,6
Produktivität <sup>1</sup>	1,6	-0,2	0,8	-0,6	0,1	0,8	0,8
<b>Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt</b>	<b>3,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>

## 2. Verwendung des Inlandsprodukts in jeweiligen Preisen

a) Mrd.EUR

Konsumausgaben	1 987,4	2 040,2	2 102,7	993,7	1 046,6	1 021,2	1 081,6
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 487,7	1 525,4	1 570,3	743,8	781,6	762,5	807,7
Staat	499,8	514,8	532,5	249,9	265,0	258,6	273,8
Anlageinvestitionen	469,9	471,7	486,0	225,6	246,2	229,3	256,7
Ausrüstungen	183,2	178,5	178,6	86,7	91,8	83,9	94,7
Bauten	258,1	264,1	277,6	124,8	139,3	131,0	146,6
Sonstige Anlageinvestitionen	28,5	29,1	29,9	14,0	15,1	14,4	15,5
Vorratsveränderung <sup>3</sup>	3,7	-6,1	-10,1	2,2	-8,3	1,4	-11,5
Inländische Verwendung	2 460,9	2 505,9	2 578,7	1 221,4	1 284,5	1 251,8	1 326,8
Außenbeitrag	131,7	146,8	147,6	78,0	68,8	78,2	69,4
Exporte	1 300,8	1 363,3	1 429,0	676,4	686,9	699,8	729,3
Importe	1 169,2	1 216,5	1 281,4	598,4	618,2	621,6	659,9
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 592,6</b>	<b>2 652,7</b>	<b>2 726,2</b>	<b>1 299,5</b>	<b>1 353,2</b>	<b>1 330,0</b>	<b>1 396,2</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Konsumausgaben	3,5	2,7	3,1	2,8	2,5	2,8	3,3
Private Haushalte <sup>2</sup>	3,8	2,5	2,9	2,8	2,3	2,5	3,3
Staat	2,5	3,0	3,4	2,8	3,2	3,5	3,3
Anlageinvestitionen	7,9	0,4	3,0	1,2	-0,3	1,7	4,3
Ausrüstungen	7,3	-2,6	0,0	-0,1	-4,8	-3,2	3,1
Bauten	9,0	2,3	5,1	2,0	2,6	4,9	5,2
Sonstige Anlageinvestitionen	3,3	1,9	2,8	2,4	1,4	2,8	2,7
Inländische Verwendung	4,4	1,8	2,9	1,8	1,8	2,5	3,3
Exporte	10,9	4,8	4,8	5,7	4,0	3,5	6,2
Importe	13,0	4,1	5,3	5,1	3,0	3,9	6,7
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>3,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>

## 3. Verwendung des Inlandsprodukts, verkettete Volumenangaben (Referenzjahr 2005)

a) Mrd. EUR

Konsumausgaben	1 837,6	1 856,6	1 877,8	911,0	945,6	919,0	958,8
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 371,3	1 384,7	1 400,1	677,3	707,4	682,7	717,4
Staat	466,2	471,8	477,6	233,7	238,2	236,3	241,3
Anlageinvestitionen	438,8	434,5	442,8	207,3	227,2	208,5	234,3
Ausrüstungen	187,1	182,0	182,3	87,4	94,5	84,9	97,4
Bauten	219,3	219,0	225,1	104,0	115,0	106,7	118,4
Sonstige Anlageinvestitionen	31,5	32,5	33,9	15,4	17,1	16,1	17,8
Inländische Verwendung	2 292,9	2 298,3	2 325,0	1 130,4	1 168,0	1 139,5	1 185,5
Exporte	1 233,6	1 279,5	1 328,7	635,8	643,7	653,2	675,5
Importe	1 074,8	1 104,9	1 155,8	540,7	564,2	561,5	594,3
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 451,5</b>	<b>2 471,9</b>	<b>2 495,7</b>	<b>1 225,1</b>	<b>1 246,8</b>	<b>1 230,3</b>	<b>1 265,4</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Konsumausgaben	1,5	1,0	1,1	1,2	0,9	0,9	1,4
Private Haushalte <sup>2</sup>	1,7	1,0	1,1	1,2	0,7	0,8	1,4
Staat	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	1,3
Anlageinvestitionen	6,2	-1,0	1,9	-0,3	-1,6	0,6	3,1
Ausrüstungen	7,0	-2,7	0,2	-0,5	-4,7	-2,9	3,1
Bauten	5,8	-0,2	2,8	-0,6	0,2	2,6	3,0
Sonstige Anlageinvestitionen	3,9	3,0	4,5	3,2	2,8	4,6	4,4
Inländische Verwendung	2,6	0,2	1,2	0,4	0,1	0,8	1,5
Exporte	7,8	3,7	3,8	4,4	3,1	2,7	4,9
Importe	7,4	2,8	4,6	3,3	2,3	3,8	5,3
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>3,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>

## noch: Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2012 und 2013

	2011	2012	2013	2012		2013	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

## 4. Preisniveau der Verwendungsseite des Inlandsprodukts (2005=100)

Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	2,1	1,5	1,8	1,6	1,5	1,7	1,9
Konsumausgaben des Staates	1,5	1,8	2,2	1,5	2,0	2,4	2,0
Anlageinvestitionen	1,7	1,4	1,1	1,5	1,2	1,1	1,1
Ausrüstungen	0,3	0,2	-0,2	0,4	0,0	-0,3	0,0
Bauten	3,0	2,5	2,2	2,7	2,4	2,3	2,2
Exporte	2,8	1,0	0,9	1,2	0,9	0,7	1,2
Importe	5,2	1,2	0,7	1,7	0,7	0,0	1,3
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>

## 5. Einkommensentstehung und -verteilung

a) Mrd.EUR

Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	1 903,7	1 966,6	2 022,6	969,2	997,4	992,7	1 029,9
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	244,1	250,1	253,6	121,2	128,9	122,9	130,7
Bruttolöhne und -gehälter	1 083,9	1 127,4	1 163,6	537,2	590,2	554,6	608,9
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	575,7	589,1	605,5	310,8	278,3	315,2	290,3
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	347,0	341,4	353,0	148,1	193,3	152,0	201,1
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>2 250,7</b>	<b>2 307,9</b>	<b>2 375,6</b>	<b>1 117,3</b>	<b>1 190,7</b>	<b>1 144,7</b>	<b>1 231,0</b>
Abschreibungen	390,2	400,5	408,1	199,5	201,0	203,1	205,0
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>2 640,9</b>	<b>2 708,4</b>	<b>2 783,8</b>	<b>1 316,7</b>	<b>1 391,7</b>	<b>1 347,7</b>	<b>1 436,0</b>
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	1 984,6	2 035,8	2 096,8	981,7	1 054,1	1 006,4	1 090,4
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	656,7	658,4	679,7	323,3	335,0	328,9	350,8
Arbeitnehmerentgelt	1 328,0	1 377,5	1 417,1	658,4	719,1	677,5	739,6

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	4,5	3,3	2,8	3,8	2,8	2,4	3,3
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	3,0	2,5	1,4	2,5	2,4	1,4	1,4
Bruttolöhne und -gehälter	4,8	4,0	3,2	4,0	4,0	3,2	3,2
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	3,4	2,8	2,8	2,6	2,9	2,8	2,8
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	4,5	2,3	2,8	3,9	0,6	1,4	4,3
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	0,5	-1,6	3,4	-3,2	-0,4	2,6	4,0
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>3,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>
Abschreibungen	2,8	2,6	1,9	2,5	2,8	1,8	2,0
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>3,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	3,4	2,6	3,0	2,9	2,3	2,5	3,4
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	1,3	0,3	3,2	1,2	-0,6	1,7	4,7
Arbeitnehmerentgelt	4,5	3,7	2,9	3,7	3,7	2,9	2,9

6. Einkommen und Einkommensverwendung der privaten Haushalte<sup>2</sup>

a) Mrd.EUR

Masseneinkommen	1 109,8	1 142,2	1 174,3	549,5	592,7	565,3	609,0
Nettolöhne und -gehälter	725,8	754,0	779,4	355,5	398,6	368,2	411,2
Monetäre Sozialleistungen	473,2	478,2	486,6	239,1	239,1	243,0	243,6
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	89,2	90,1	91,7	45,1	45,0	45,9	45,8
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	575,7	589,1	605,5	310,8	278,3	315,2	290,3
Sonstige Transfers (Saldo) <sup>5</sup>	-55,4	-59,9	-59,2	-32,0	-27,8	-31,5	-27,7
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>1 630,1</b>	<b>1 671,4</b>	<b>1 720,5</b>	<b>828,2</b>	<b>843,2</b>	<b>849,0</b>	<b>871,6</b>
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	30,1	30,9	31,8	15,3	15,6	15,7	16,1
Konsumausgaben	1 487,7	1 525,4	1 570,3	743,8	781,6	762,5	807,7
Sparen	172,6	176,9	182,1	99,7	77,2	102,2	79,9
Sparquote (%) <sup>6</sup>	10,4	10,4	10,4	11,8	9,0	11,8	9,0

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Masseneinkommen	2,3	2,9	2,8	2,7	3,1	2,9	2,8
Nettolöhne und -gehälter	4,0	3,9	3,4	3,9	3,9	3,6	3,2
Monetäre Sozialleistungen	-0,7	1,1	1,7	0,7	1,5	1,6	1,9
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	0,0	1,0	1,7	0,6	1,5	1,6	1,9
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	4,5	2,3	2,8	3,9	0,6	1,4	4,3
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>
Konsumausgaben	3,8	2,5	2,9	2,8	2,3	2,5	3,3
Sparen	-1,2	2,5	2,9	2,5	2,5	2,5	3,5

**noch: Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland**

Vorausschätzung für die Jahre 2012 und 2013

	2011	2012	2013	2012		2013	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

**7. Einnahmen und Ausgaben des Staates <sup>7</sup>**

a) Mrd.EUR

<b>Einnahmen</b>							
Steuern	589,5	612,5	627,6	308,7	303,9	315,1	312,4
Sozialbeiträge	436,9	448,5	455,4	217,9	230,7	221,3	234,1
Vermögenseinkommen	27,3	27,1	28,4	13,5	13,6	14,7	13,7
Sonstige Transfers	17,0	17,5	17,7	7,8	9,7	7,9	9,8
Vermögenstransfers	9,7	9,8	10,0	4,7	5,1	4,8	5,2
Verkäufe	74,1	75,8	79,0	35,4	40,4	37,0	42,0
Sonstige Subventionen	0,4	0,4	0,4	0,1	0,2	0,1	0,2
<b>Insgesamt</b>	<b>1 154,9</b>	<b>1 191,6</b>	<b>1 218,4</b>	<b>588,0</b>	<b>603,6</b>	<b>601,0</b>	<b>617,4</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	334,3	345,4	359,3	166,3	179,1	173,0	186,3
Arbeitnehmerentgelt	199,7	203,8	209,5	97,9	105,8	100,9	108,6
Vermögenseinkommen (Zinsen)	65,9	63,7	63,0	32,1	31,5	32,0	31,0
Subventionen	26,9	26,0	25,9	12,1	13,9	12,0	13,9
Monetäre Sozialleistungen	425,4	429,8	437,1	215,1	214,6	218,5	218,6
Sonstige laufende Transfers	53,8	57,6	59,5	31,1	26,5	32,2	27,3
Vermögenstransfers	27,2	25,0	24,2	9,2	15,8	8,5	15,7
Bruttoinvestitionen	42,7	39,9	41,5	16,5	23,4	17,2	24,3
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	- 1,4	- 1,4	- 1,4	- 0,7	- 0,8	- 0,7	- 0,8
<b>Insgesamt</b>	<b>1 174,5</b>	<b>1 189,6</b>	<b>1 218,5</b>	<b>579,7</b>	<b>609,9</b>	<b>593,7</b>	<b>624,9</b>
<b>Finanzierungssaldo</b>	<b>- 19,7</b>	<b>2,0</b>	<b>- 0,2</b>	<b>8,3</b>	<b>- 6,4</b>	<b>7,3</b>	<b>- 7,5</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

<b>Einnahmen</b>							
Steuern	7,4	3,9	2,5	3,8	4,0	2,1	2,8
Sozialbeiträge	3,7	2,7	1,5	2,8	2,6	1,6	1,5
Vermögenseinkommen	36,1	- 0,7	4,8	- 5,5	4,5	8,8	0,8
Sonstige Transfers	- 2,4	3,1	1,0	3,2	3,0	1,0	1,0
Vermögenstransfers	1,2	0,1	2,6	- 2,7	2,8	3,2	2,0
Verkäufe	6,1	2,3	4,2	1,1	3,5	4,5	3,9
Sonstige Subventionen	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>6,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	3,1	3,3	4,0	3,0	3,6	4,1	4,0
Arbeitnehmerentgelt	2,3	2,0	2,8	1,3	2,8	3,1	2,6
Vermögenseinkommen (Zinsen)	3,9	- 3,4	- 1,0	- 3,5	- 3,2	- 0,4	- 1,6
Subventionen	- 3,6	- 3,2	- 0,4	- 6,2	- 0,5	- 0,8	0,0
Monetäre Sozialleistungen	- 1,0	1,0	1,7	0,6	1,4	1,5	1,9
Sonstige laufende Transfers	- 0,5	7,0	3,3	10,6	3,1	3,5	3,0
Vermögenstransfers	- 54,9	- 8,0	- 3,2	- 17,0	- 1,8	- 7,7	- 0,6
Bruttoinvestitionen	2,0	- 6,6	4,0	- 10,1	- 4,0	4,4	3,8
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>- 1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>

<sup>1</sup> Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde.<sup>2</sup> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.<sup>3</sup> Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.<sup>4</sup> Selbständigeneinkommen/Betriebsüberschuß sowie empfangene abzüglich geleistete Vermögenseinkommen.<sup>5</sup> Empfangene abzüglich geleistete sonstige Transfers.<sup>6</sup> Sparen in % des verfügbaren Einkommens (einschließlich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).<sup>7</sup> Gebietskörperschaften und Sozialversicherung.<sup>8</sup> Einschließlich sozialer Sachleistungen und sonstiger Produktionsabgaben.

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute;  
2012 und 2013: Prognose der Institute.

**ifo Institut**

**im Internet:**

**<http://www.cesifo-group.de>**

