

### 1. Die Lage der Weltwirtschaft

#### Überblick

Im Sommer 2011 haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft deutlich verschlechtert. Unternehmen und Haushalte in den USA und in Europa blicken zunehmend pessimistisch in die Zukunft. Auch auf den Finanzmärkten deuten Signale wie der weltweite Einbruch der Aktienkurse auf einen Abschwung hin. In Europa droht die Staatsschuldenkrise sich zu einer Bankenkrise auszuweiten, denn die Banken halten im großen Umfang Schuldtitel der von der Krise betroffenen Staaten. Eine mögliche Eskalation der Schuldenkrise im Euroraum ist gegenwärtig nicht nur in Europa, sondern auch weltweit das Hauptrisiko für die Konjunktur.

Der weltweite Vertrauenseinbruch setzte im Juli ein, als zeitgleich in den USA um die Ausweitung der Obergrenze für öffentliche Schulden und in der Europäischen Union um ein neues Hilfspaket für Griechenland sowie eine Reform des Rettungsfonds gerungen wurde. Die schließlich diesseits und jenseits des Atlantiks präsentierten Ergebnisse wurden nicht als Lösung der Schuldenprobleme aufgefasst und konnten den Vertrauensverlust nicht aufhalten. Allerdings sind die Konjunktursorgen nicht allein auf die jüngste Zuspitzung der Staatsschuldenkrise zurückzuführen. Bereits in den Monaten zuvor hatten die Vertrauensindikatoren weltweit leicht nachgegeben. Dabei hat die Natur- und Nuklearkatastrophe in Japan im März eine Rolle gespielt. Durch sie brach die japanische Industrieproduktion um 15 % ein, und es wurden Lieferketten unterbrochen, etwa in der Automobilindustrie, was andernorts zu spürbaren Produktionsausfällen führte. Die Lieferketten sind zwar mittlerweile wieder weitgehend geschlossen, und die Industrieproduktion in Japan erholt sich rasch. Trotzdem hat der Welthandel zur Jahresmitte lediglich sein Niveau vom Jahresanfang erreicht. Ein weiterer wichtiger Belastungsfaktor war der sehr kräftige Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise. Dieser hat die Realeinkommen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften geschmälert und dazu beigetragen, dass in den USA die Produktion im ersten Halbjahr wenig mehr als stagnierte und im Euroraum die im Winterhalbjahr recht schwungvolle Konjunktur stark an Tempo verlor. Die Preise für Industrierohstoffe kletterten zu Jahresbeginn (gemessen am HWWI-Rohstoffpreisindex) auf ein Allzeithoch, Erdöl war nur im Sommer 2008 teurer als im Frühjahr 2011.<sup>1</sup>

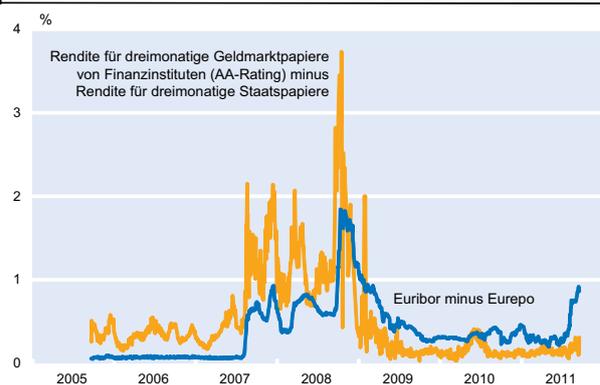
Im Vergleich zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb die Nachfrage in den meisten Schwellenländern kräftig. Auch dort kam es zwar zu einer konjunkturellen Verlangsamung, sie ist aber bisher moderat ausgefallen. Zudem war sie in der Regel wirtschaftspolitisch gewollt: Vielerorts, etwa in China, Indien oder Brasilien, zogen wegen zu hoher Inflation die

Geld- und die Finanzpolitik die Zügel an, und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wurde dadurch gedämpft. Im Falle einer unerwünscht starken Abkühlung hätte die Wirtschaftspolitik in vielen Schwellenländern den Spielraum zum Gegensteuern. Die Zentralbank Brasiliens hat bereits auf die starke Aufwertung des Real und die Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfeldes reagiert und den Leitzins gesenkt. Ein solcher Zug ist allerdings insofern riskant, als der Inflationsdruck in Brasilien noch nicht nachgelassen hat.

#### Schuldenüberhänge belasten Wirtschaftslage in den USA und in der EU

Der drastische Vertrauenseinbruch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der Absturz der Aktienkurse erinnert an die Lage im Herbst 2008, kurz bevor die weltweite Finanzkrise mit der Insolvenz von Lehman-Brothers ihren Kulminationspunkt erreichte. Es gibt aber Gründe dafür, dass der Finanzsektor gegenwärtig weniger gefährdet ist: Während damals der Einbruch der Bewertung von immobilienbesicherten US-Wertpapieren sowohl das amerikanische als auch das europäische Bankensystem in eine existenzielle Krise stürzte, ist die Zuspitzung der Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum wohl im Wesentlichen ein Problem europäischer Banken. So zeigt etwa ein Vergleich der Risikoaufschläge für unbesichertes Dreimonatsgeld, dass diese bisher nur im Euroraum nennenswert gestiegen sind, während sie am amerikanischen Geldmarkt gering blieben (Abb. 1.1). Auch hat die Geldpolitik, anders als 2008, während der Finanzkrise geschaffene Instrumente zur Hand, die Liquiditätsengpässe an den Interbankenmärkten rasch beseitigen können. Was in den USA zur Stimmungverschlechterung geführt hat, ist weniger die Furcht vor einer neuen Finanzkrise; es ist vielmehr die Erkenntnis, dass es trotz über Jahre hinweg massiver Impulse vonseiten der Wirtschaftspolitik noch zu keinem selbsttragenden Aufschwung gekommen ist. Die Vermögenssituation eines großen Teils der privaten Haushalte in den USA ist aufgrund des Einbruchs bei den Immobilienpreisen weiter schwierig, und ein rascher Abbau der hohen Arbeitslosigkeit ist nicht in Sicht.

Abb. 1.1  
Risikoaufschläge für unbesichertes Dreimonatsgeld in den USA und im Euroraum



Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis; European Banking Federation; GD Herbst 2011  
Berechnungen der Institute.

<sup>1</sup> Letzteres gilt zwar nur mit Einschränkungen für die in den USA als Referenz verwendete Sorte WTI, deren Preis seit etwa einem Jahr in zunehmendem Maße unter dem Preis für die im europäischen Raum vorherrschende Referenzsorte Nordsee-Brent liegt. Doch spiegelt die von den Instituten verwendete Brent-Notierung die Entwicklung der tatsächlichen Kosten für die Verarbeiter von Rohöl besser wider als WTI.

Abb. 1.2

**Renditen langfristiger Staatstitel**

Wenn die Problemlagen in den USA und in vielen Ländern Europas auch verschieden sind, so können sie doch auf einen Nenner gebracht werden: ein Schuldenüberhang – also ein aus der Vergangenheit überkommenes, für die aktuelle Situation unangemessen hohes Schuldenniveau – kann, ob er auf öffentlichen oder privaten Schultern lastet, nicht von heute auf morgen abgebaut werden. Das sehen offenbar auch die Akteure auf den Finanzmärkten so: Die historisch niedrigen Renditen auf langfristige Schuldtitel von als vertrauenswürdig eingestuften Staaten (Abb. 1.2) legen nahe, dass mit einer langen Periode sehr niedrigen Wachstums gerechnet wird. Denn ansonsten wären Anlageformen wie Aktien oder Immobilien, deren Erträge vom wirtschaftlichen Wachstum abhängen, attraktiver, und die Kurse der Schuldtitel müssten fallen. Es gibt aber noch eine zweite Erklärung, welche zumindest für Europa die erste ergänzen kann: Weil sich die Investoren gegen mögliche Ausfälle von Staatsschulden und weitere Finanzkrisen wappnen wollen, werden die sichersten und liquidesten Staatstitel gegenüber zwar langfristig ertragreicheren, aber riskanteren Anlagen bevorzugt.

### Enge Spielräume für Geld- und Fiskalpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Die Skepsis an den Finanzmärkten gründet sich auch darin, dass trotz des massiven Einsatzes wirtschaftspolitischer Instrumente die Kapazitätsauslastung in vielen Ländern niedrig geblieben ist und nunmehr Geld- und Finanzpolitik nur noch sehr begrenzt einsetzbar sind. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat die Staatsverschuldung inzwischen ein Niveau erreicht, bei dem eine Konsolidierung vordringlich ist. Daher wirkt die Finanzpolitik in den meisten Ländern in diesem und im nächsten Jahr restriktiv, zumal Konjunkturprogramme aus der Großen Rezession auslaufen.<sup>2</sup> In den USA wurden zwar neue finanzpolitische Maßnahmen vorgeschlagen. Ein Volumen, mit dem man die dämpfenden Effekte auslaufender Programme voll-

<sup>2</sup> Eine Ausnahme bildet die Finanzpolitik in Japan: Trotz hoher Staatsverschuldung gibt es hier nach der Natur- und Nuklearkatastrophe umfangreiche Wiederaufbauprogramme.

ständig ausgleichen könnte, dürfte aber politisch kaum durchzusetzen sein. Im Euroraum hat der Verlust an Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte die Spielräume für die Finanzpolitik beschnitten. Stattdessen sehen sich mehr und mehr Länder zu immer neuen Konsolidierungsmaßnahmen gezwungen, entweder um die Auflagen eines internationalen Hilfsprogramms zu erfüllen (Griechenland und Portugal), oder um Vertrauensverluste auf den Finanzmärkten aufzuhalten und den Anstieg der Risikozuschläge auf die eigenen Staatsschuldtitel zu bremsen (Spanien, Italien, zuletzt auch Frankreich). Die Staaten Europas, die derzeit das Vertrauen der Gläubiger genießen, also insbesondere Deutschland und Großbritannien, würden dieses Vertrauen durch einen Schwenk zu einer expansiven Finanzpolitik aufs Spiel setzen.

Was die Geldpolitik betrifft, so ist der Spielraum der Zentralbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dadurch begrenzt, dass die Leitzinsen überall ohnehin sehr niedrig sind, in den USA, Großbritannien und Japan sogar nahe null. Sehr niedrig sind auch die Renditen für langlaufende Staatstitel, sofern sie von Schuldern hoher Bonität emittiert werden, so dass von zusätzlichen Maßnahmen, die auf eine Absenkung der langfristigen Zinsen zielen, nur geringe Impulse ausgehen können. Die EZB hat ihre Interventionen zur Bekämpfung der Krise im Sommer ausgeweitet: Der Ankauf von Staatstiteln stützt die Kurse, und neue Sonderprogramme zur langfristigen Bereitstellung von Liquidität erleichtern die Refinanzierung europäischer Banken.

### Entwicklung der Schuldenkrise: das zentrale Risiko

In den meisten offiziellen politischen Verlautbarungen wurde bis vor Kurzem eine Insolvenz Griechenlands ausgeschlossen. Im Grunde hat aber eine Restrukturierung der griechischen Schulden schon längst begonnen. Eine Verlängerung von Kreditlaufzeiten und eine Verminderung der Kreditzinsen, wie am 21. Juli 2011 im Rahmen des zweiten Hilfspakets für Griechenland beschlossen, und die – wenn auch bislang freiwillige – Beteiligung privater Gläubiger sind Maßnahmen, wie sie typischerweise im Rahmen von Schuldenschnitten vorgenommen werden (Kasten 1.1). Die Institute gehen in ihrer Prognose davon aus, dass es im Prognosezeitraum zu weiteren Restrukturierungsmaßnahmen kommen wird, ob man dies nun offiziell eine Insolvenz nennt oder nicht. Die Bereitschaft zu solchen Maßnahmen dürfte zunehmen, sobald Mechanismen zur Rekapitalisierung jener Banken zur Verfügung stehen, deren Solvenz durch einen Schuldenschnitt gefährdet wäre, was wohl insbesondere für griechische und zyprische Banken zutrifft. Dabei ist die Gefahr groß, dass es zu internationalen Ansteckungseffekten und schließlich zu einer europäischen Bankenkrise kommt.

Die genauen Auswirkungen einer solchen Restrukturierung auf die Wirtschaft lassen sich wohl nicht prognostizieren. Vieles dürfte davon abhängen, wie die beschlossenen Maßnahmen kommuniziert werden, wie weit sie den Markt-

**Kasten 1.1****Zur Restrukturierung der öffentlichen Schuld: einige Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit**

In den vergangenen Jahren gab es eine Reihe von Fällen, in denen zumeist Schwellen- und Transformationsländer eine Umstrukturierung ihrer öffentlichen Schulden vornehmen mussten. Hier werden exemplarisch acht dieser Umschuldungen (Russland 1998, Ukraine 1998, Pakistan 1999, Moldawien 2000, Ecuador 2000, Argentinien 2001 und 2005 sowie Uruguay 2003) betrachtet sowie die bestehenden Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen ihnen herausgearbeitet.

Bei einer Restrukturierung öffentlicher Schulden wird üblicherweise im Zuge von Verhandlungen zwischen den Gläubigern und dem Schuldner ein Schuldenschnitt vereinbart. Bei diesem wird der Gegenwartswert der künftigen Zins- und Tilgungszahlungen gesenkt, indem das zu tilgende Volumen und/oder die zu leistenden Zinszahlungen reduziert werden oder die Laufzeit der Staatsanleihen verlängert wird. Dabei werden in den meisten Fällen die bestehenden Schuldentitel durch neue Anleihen ersetzt, die, je nach Verhandlungsergebnis, neue Eigenschaften (Besicherung, Garantien, Laufzeit, Coupon, Währung u.a.) aufweisen. Im Rahmen der hier betrachteten acht Umschuldungsverfahren wurde die bestehende öffentliche Schuld zumeist in Anleihen umgewandelt, die Modifikationen der so genannten Brady-Bonds darstellen.<sup>1</sup> Letztere wurden bei vielen Schuldenrestrukturierungen in den neunziger Jahren eingesetzt. Die Umschuldungsverhandlungen wurden oft unter der Leitung des Pariser- und/oder des Londoner Clubs durchgeführt.<sup>2</sup> Da ein Schuldenschnitt typischerweise einen zeitweiligen Ausschluss der betroffenen Länder vom internationalen Kapitalmarkt bedeutet, greifen die Regierungen dieser Staaten meist auf die finanzielle Hilfe des Internationalen Währungsfonds oder anderer internationaler Institutionen zurück. Die Gewährung solcher Finanzhilfen wird dann an die Durchführung von Sparmaßnahmen und Strukturreformen gekoppelt.

Vor Ausbruch der jeweiligen Schuldenkrise war die Lage der Staatsfinanzen in den acht betrachteten Fällen sehr heterogen. So lag zwei Jahre vor der Umschuldung der öffentliche Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zwischen 30 % in der Ukraine und knapp 100 % in Moldawien. Im Durchschnitt belief sich die Schuldenquote auf 62 %. Ähnlich uneinheitlich war auch die Schuldendynamik am Vorabend des Schuldenschnitts. So blieb die öffentliche Schuldenquote in Argentinien und Pakistan relativ

<sup>1</sup> Brady-Bonds sind zum Teil durch Staatsschuldentitel der USA besicherte Anleihen, die von Schwellenländern im Rahmen der Restrukturierung ihrer nicht mehr bedienbaren Kredite gegenüber Privatbanken emittiert wurden. Auf diese Art von Anleihen wurde bei Umschuldungen in den 1990er Jahren zurückgegriffen. Brady-Bonds werden nach Nicholas Brady (US-Treasury Secretary) benannt. (Vgl. International Monetary Fund (2006), Global Financial Stability Report, Glossary, April).

<sup>2</sup> Der Pariser Club ist ein internationales Gremium mehrerer Staaten, in dem staatliche Forderungen gegen zahlungsunfähige Staaten behandelt werden, wohingegen der Londoner Club ein Gremium aus privaten Banken ist, das die privaten Gläubiger repräsentiert. Ebenso wie der Pariser Club hat der Londoner Club keine geschriebenen rechtlichen Grundlagen, Organisationsverfassungen oder Geschäftsbedingungen.

**Tab.1.1****Übersicht zur Restrukturierung öffentlicher Schulden in ausgewählten Ländern**

	Beginn der Restrukturierung	Beteiligung Pariser/ Londoner Club an Umschuldung	Schuldenstand in % des BIP a) 2 Jahre b) 1 Jahr vor Umschuldung	Umfang der Umschuldung a) in % des BIP b) in % der Staatsverschuldung	Durchschnittliche Veränderungsrate des BIP vor, nach und im Zeitpunkt, »t«, der Krise	Rückkehr an den Kapitalmarkt
<b>Umschuldung nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit</b>						
Argentinien	2005	–	a) 139,8 b) 129,4	a) 59,7 b) 53,1	5 Jahre vor t: 0,7 in t: – 10,9 5 Jahre nach t: 8,8	–
Ecuador	2000	Pariser Club	a) 65,9 b) 120,4	a) 49,4 b) 45,0	5 Jahre vor t: 2,7 in t: – 5,3 5 Jahre nach t: 4,9	2005
Russland	1998	Pariser Club	a) 66,0 b) 93,3	a) 23,7 b) 39,3	5 Jahre vor t: – 5,5 in t: – 5,3 5 Jahre nach t: 6,7	2003
<b>Umschuldung vor Eintritt der Zahlungsunfähigkeit (präventiv)</b>						
Argentinien	2001	–	a) 47,7 b) 50,8	a) 30,0 b) 48,1	5 Jahre vor t: 2,7 in t: – 4,4 5 Jahre nach t: 4,9	–
Moldawien	2000	–	a) 98,7 b) 84,4	a) 2,4 b) 3,0	5 Jahre vor t: – 7,6 in t: – 6,5 5 Jahre nach t: 3,9	–
Pakistan	1999	Pariser Club	a) 89,4 b) 91,9	a) 2,2 b) 2,8	5 Jahre vor t: 4,0 in t: 3,4 5 Jahre nach t: 3,6	2003
Ukraine	1998	Pariser Club	a) 29,9 b) 41,9	a) 12,8 b) 20,9	5 Jahre vor t: – 12,5 in t: – 1,9 5 Jahre nach t: 3,6	2002
Uruguay	2003	–	a) 45,0 b) 89,0	a) 48,3 b) 49,3	5 Jahre vor t: 0,2 in t: – 7,1 5 Jahre nach t: 5,1	2003

Quellen: International Monetary Fund (2003), Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework, August und International Monetary Fund (2006), Cross-Country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability, August.

*Fortsetzung Kasten 1.1*

stabil und sie sank sogar in Moldawien. Im Gegensatz dazu gab es in Ecuador, Russland, der Ukraine und Uruguay einen rasanten Anstieg der öffentlichen Schuld. Die Ursachen der Probleme bei den Staatsschulden waren sehr unterschiedlich und oft trafen mehrere zusammen – negative externe Schocks (Russland – Ölpreisverfall, Pakistan – Asienkrise), steigende Risikoprämien aufgrund von Turbulenzen in anderen Volkswirtschaften (Uruguay, Ukraine, Moldawien), Währungskrisen (Ecuador, Argentinien (2001), Uruguay, Russland, Ukraine) sowie Banken Krisen (Ecuador, Argentinien (2001), Uruguay). Deutlich homogener dagegen war die öffentliche Verschuldung dieser Länder in Bezug auf den Anteil der in ausländischen Währungen denominierten Wertpapieren. Dieser war in allen Fällen äußerst hoch und lag bei über 95 % in Ecuador, Argentinien und Russland und bei etwas weniger als 85 % in Moldawien, der Ukraine und Pakistan. Diese Besonderheit der Struktur des Schuldenportfolios erklärt zum Teil die starken negativen Auswirkungen von Währungsabwertungen auf die Staatsfinanzen, die in einigen Fällen beobachtet wurden.

Je nachdem ob ein Land die Umschuldung präventiv, also bevor es tatsächlich zahlungsunfähig wurde, oder erst nach Eintreten der Zahlungsunfähigkeit vornahm, fielen das Ausmaß und die Effekte des durchgeführten Schuldenschnitts sehr unterschiedlich aus. Im Falle einer präventiven Umschuldung waren der erforderliche Schuldenschnitt sowie die damit einhergehende wirtschaftliche Kontraktion verhältnismäßig geringer (Tab. 1.1). In sechs der betrachteten Fälle führte die Restrukturierung bereits nach wenigen Jahren zu einer hinreichenden Stabilisierung der Staatsfinanzen und ließ die öffentliche Verschuldung wieder auf einen von den Märkten als nachhaltig empfundenen Pfad zurückkehren. So konnte Uruguay bereits nach einem Jahr wieder neue Staatsanleihen begeben. Etwas länger vom Kapitalmarkt ausgeschlossen blieben Russland und die Ukraine (drei Jahre) sowie Ecuador und Pakistan (fünf Jahre).<sup>3</sup> Lediglich die Regierungen Moldawiens und Argentiniens haben nach wie vor keinen Zugang zum internationalen Anleihenmarkt. Allerdings sind die Ursachen ganz unterschiedlich. So ist das anhaltende Misstrauen der Anleger gegenüber Moldawien durch die wirtschaftliche Instabilität des Landes bedingt. Argentinien dagegen darf aus juristischen Gründen aufgrund einer Gläubigerklage keine Staatsanleihen emittieren, obwohl die in den letzten Jahren erzielten hohen Wachstumsraten und spürbaren Verbesserungen der makroökonomischen Rahmenbedingungen durchaus für die Solvenz des argentinischen Staates sprechen.

Allerdings mussten die betrachteten Volkswirtschaften selbst nach ihrer Rückkehr an den Kapitalmarkt über mehrere Jahre hinweg die Last eines niedrigeren Ratings und einer höheren Risikoprämie auf ihre Staatsanleihen tragen, als dies für Länder der Fall war, die in der Vergangenheit keine Umschuldungen vorgenommen hatten.<sup>4</sup> Darüber hinaus strahlten die Schuldenschnitte negativ auf die Ratings heimischer Unternehmen aus und erhöhten deren Refinanzierungskosten.<sup>5</sup> Auch führten die Restrukturierungen dazu, dass ein höherer Anteil der neu begebenen Staatsschuld in ausländischer Währung denominiert sein musste als in vergleichbaren Ländern ohne Schuldenkrise.<sup>6</sup> Dies erhöhte die Sensitivität der Staatsfinanzen gegenüber Wechselkursschwankungen erheblich. Ferner riefen die vorgenommenen Umschuldungen zum Teil schmerzhaft Erschütterungen des heimischen Bankensystems sowie Ansteckungseffekte auf andere Volkswirtschaften hervor. So führten die Schuldenschnitte in Russland und der Ukraine zu schweren Banken Krisen in diesen Ländern. Wie die empirische Evidenz zeigt, führt die Kombination aus Staatsinsolvenz und Bankenkrise tendenziell zu einer höheren und persistenteren Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Wirtschaftsleistung.<sup>7</sup> In drei der betrachteten Fälle schwappten die Schuldenkrise sowie die dadurch ausgelöste Bankenkrise auf Nachbarländer über. So lösten die Turbulenzen in Russland 1998 auch eine massive Kapitalflucht aus der Ukraine und Moldawien aus. In beiden Fällen waren eine starke Währungsabwertung sowie ein rasanter Anstieg der Risikoprämien auf Staatspapiere die Folgen, die schließlich die ukrainische und die moldawische Regierung in die Insolvenz trieben. Auch die Banken- und Währungskrise in Uruguay 2002 war das Resultat einer Ansteckung durch die wirtschaftlichen Verwerfungen im benachbarten Argentinien.

Festzuhalten bleibt, dass die in der jüngsten Geschichte vorgenommenen Restrukturierungen öffentlicher Schulden trotz großer Unterschiede zwischen den einzelnen Fällen einerseits die öffentlichen Haushalte ausreichend und nachhaltig entlastet haben. Andererseits ergaben sich aus den Umschuldungen erhebliche Risiken für das heimische Bankensystem sowie für andere Volkswirtschaften – ein Punkt, der auch für die gegenwärtige Diskussion um einen Schuldenschnitt Griechenlands relevant ist. Allerdings lässt sich keiner der in diesem Kasten betrachteten Fälle ohne weiteres auf Griechenland oder ein anderes Mitglied des Euroraums übertragen, da keine der Restrukturierungen ein Land betraf, das als Mitglied einer Währungsunion über die Finanz- und Gütermärkte so stark mit seinen Nachbarn verflochten war.

<sup>3</sup> Vgl. Zanolini, L. (2007), Re-Accessing International Capital Markets After Financial Crises: Some Empirical Evidence, IMF Working Paper, WP/07/136.

<sup>4</sup> Vgl. De Paoli, B., G. Hoggarth und V. Saporta (2009), Costs of Sovereign Default, Bank of England, Working Paper No. 362, Cruces, J. und C. Trebesch (2011), Sovereign Defaults: The Price of Haircuts, Freie Universität Berlin, Working Paper December 2010.

<sup>5</sup> Vgl. Das, U., M. Papaioannou und C. Trebesch (2010), Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets, IMF Working Paper WP/10/10.

<sup>6</sup> Vgl. De Paoli et al. (2009), a.a.O.

<sup>7</sup> Vgl. De Paoli et al. (2009), a.a.O.

**GD Herbst 2011**

erwartungen entsprechen und wie die wirtschaftspolitische Flankierung aussieht. Auch darf nicht übersehen werden, dass das ständige Hinausschieben einer geordneten Restrukturierung ein Anhalten der gegenwärtigen Verunsicherung zur Folge hätte, was sich ebenfalls negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum auswirken dürfte.

Die vorliegende Prognose beruht auf der Annahme, dass es in Europa gelingt, eine ausgeprägte Bankenkrise im An-

schluss an eine Umschuldung Griechenlands zu verhindern. Dies impliziert unter anderem auch geeignete Maßnahmen der europäischen Wirtschaftspolitik. Denn es ist damit zu rechnen, dass der europäische Finanzsektor von einem Schuldenschnitt zunächst einmal schwer belastet wird. Ohne wirtschaftspolitische Eingriffe bestünde das erhebliche Risiko einer sich selbst verstärkenden Finanzkrise, deren Wirkungskette der im Jahr 2008 ähneln könnte. So werden Banken die entsprechenden griechischen Wertpapiere zu

**Kasten 1.2**

**Zu einem Teilschuldenerlass für Griechenland**

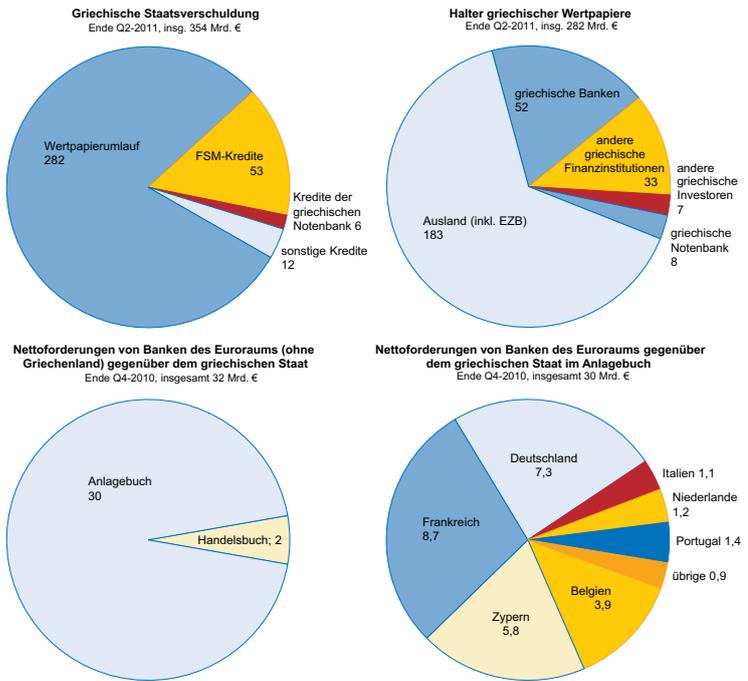
In diesem Kasten sollen die unmittelbaren Auswirkungen eines Teilschuldenerlasses für Griechenland auf das Bankensystem im Euroraum abgeschätzt werden. Aus dem hier unterstellten Schuldenschnitt von 50 % ergeben sich für europäische Banken Abschreibungen auf griechische Staatsanleihen in gleicher Höhe. Unberücksichtigt bei den Berechnungen bleiben die indirekten Folgen eines Teilschuldenerlasses, die sich durch etwaige Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedstaaten des Euroraums und die erforderlichen Zahlungen der Sicherungsgeber von Kreditausfallversicherungen (CDS) ergeben.

Die griechischen Staatsschulden erreichten Mitte 2011 ein Volumen von 354 Mrd. Euro (Abb. 1.3). Der größte Anteil dieser Schulden, 282 Mrd. Euro, wurde durch die Emission von Wertpapieren finanziert, von denen etwa 18 % als Forderungen griechischer Banken gegenüber dem griechischen Staat gehalten wurden. Knapp zwei Drittel der Wertpapiere waren im Besitz ausländischer Kapitalgeber. Nach Angaben des EU-weiten Stresstests der European Banking Authority (EBA) befinden sich griechische Staatsanleihen in Höhe von 32 Mrd. Euro in den Büchern von Banken, die ihren Sitz in Ländern des Euroraums außerhalb Griechenlands haben. Der größte Teil der bei europäischen Banken verbuchten griechischen Staatsanleihen wird im Anlagebuch geführt; nur etwa 2 Mrd. Euro stehen im Handelsbuch. Die verbleibenden Wertpapiere, die sich in ausländischer Hand befinden, 151 Mrd. Euro, verteilen sich auf die Europäische Zentralbank, Versicherungsunternehmen und andere Finanzinstitutionen.<sup>1</sup>

Um zu einer Aussage über die Folgen eines Schuldenschnitts für das europäische Bankensystem zu gelangen, werden die notwendigen Abschreibungen auf Wertpapiere im Anlagebuch abgeschätzt. Im Gegensatz zum Handelsbuch, in dem Wertpapiere nur kurzfristig gehalten und zu aktuellen Marktpreisen bewertet werden, werden Wertpapiere im Anlagebuch typischerweise bis zur Fälligkeit gehalten und aus diesem Grund zum Nennwert bewertet.<sup>2</sup> Aus diesen Bewertungsvorschriften ergibt sich, dass die Kursverluste, die griechische Staatsanleihen in den vergangenen Monaten erlitten haben, bei den Wertpapieren im Handelsbuch bereits realisiert wurden.<sup>3</sup> Die sich daraus ergebenden Abschreibungen standen auch im Mittelpunkt des EBA-Bankenstresstests vom vergangenen Frühjahr; der Zahlungsausfall eines Staates und damit die Auswirkungen auf die Wertpapiere im Anlagebuch blieben hierbei unberücksichtigt.

Ein Schuldenschnitt auf die ausstehenden griechischen Anleihen um 50 % hat unmittelbar eine Abschreibung der sich im Anlagebuch befindlichen Anleihen zur Folge. Den mit Abstand größten

**Abb. 1.3**  
**Verteilung griechischer Staatsschulden**  
in Mrd. Euro



Quellen: Griechisches Finanzministerium; IWF, Financial Monitor, September 2011; EBA-Stresstest, Juli 2011; Berechnungen der Institute. GD Herbst 2011

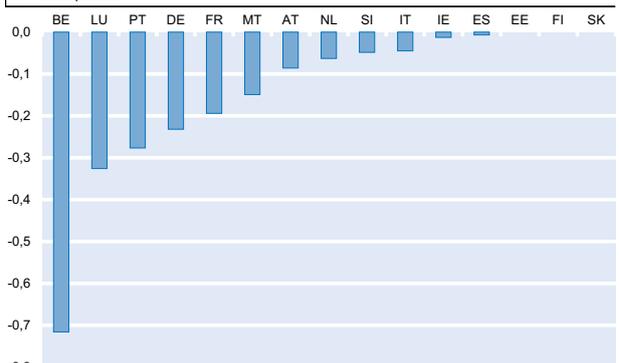
<sup>1</sup> Nach einer Schätzung von J.P. Morgan vom Mai 2011 beträgt der Nennwert der von der Europäischen Zentralbank im Rahmen des Programms für Wertpapiermärkte erworbenen griechischen Staatsanleihen 50 Mrd. Euro. (vgl. Panigirtzoglou N., G. Koo, S. Mac Gorain und M. Lehmann, »Who are the losers from a Greek debt restructuring?«, J.P. Morgan Flows & Liquidity vom 6. Mai 2011). Nicht zu den Banken in der Abgrenzung des Stresstest zählen auch die Forderungen staatlicher Förderbanken (wie z.B. die KfW) oder staatlicher Abwicklungsanstalten (wie z.B. die FMS Wertmanagement).

<sup>2</sup> Vgl. Blundell-Wignall A. und P. Slovik (2010), »The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures«, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 4, OECD Financial Affairs Division, www.oecd.org/daf/fin.

<sup>3</sup> Ende September lag der Kurs einer fiktiven griechischen Staatsanleihe mit einem Kupon in Höhe von 5 % und einer Restlaufzeit von zehn Jahren bei 30 % des Nennwerts.

<sup>4</sup> Gemäß den Daten, die im Rahmen des Stresstests veröffentlicht wurden, befanden sich Ende 2010 griechische Staatsanleihen in Höhe von 47,2 Mrd. Euro im Anlagebuch griechischer Banken.

**Abb. 1.4**  
**Durchschnittliche Eigenkapitalverluste in Relation zu den risikogewichteten Aktiva**  
in Prozentpunkten



Quellen: EBA-Stresstest, Juli 2011; Berechnungen der Institute. GD Herbst 2011

## Fortsetzung Kasten 1.2

Verlust, 23,6 Mrd. Euro<sup>4</sup>, müssten die griechischen Banken tragen, gefolgt von den zyprischen Banken mit 2,9 Mrd. Euro. In Relation zu den risikogewichteten Aktiva dürfte eine solche Abschreibung zu einem Rückgang der durchschnittlichen Kernkapitalquote<sup>5</sup> in Höhe von 10 bzw. 5 Prozentpunkten führen. Alle am Stresstest teilnehmenden Banken in Griechenland und Zypern wären damit insolvent. Für die übrigen Länder im Euroraum sind Auswirkungen eines Teilschuldenerlasses Griechenlands deutlich geringer. Belgische Banken müssten einen Rückgang der Eigenkapitalquote in Höhe von 0,7 Prozentpunkten hinnehmen, die Belastung deutscher Banken läge bei 0,2 Prozentpunkten (Abb. 1.4). Lässt man Griechenland und Zypern außen vor, ergäbe sich ein Rückgang der Eigenkapitalquote um 0,14 Prozentpunkte. Bei einer durchschnittlichen Kernkapitalquote von 7,6 %<sup>6</sup> und einer regulatorischen Mindestanforderung in Höhe von 4 % (Basel II) bzw. 6 % (Basel III, ab 2015) dürften die hier dargestellten direkten Effekte eines Schuldenschnitts die Solvenz des Bankensystems im Euroraum insgesamt nicht gefährden. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass Zweitrundeneffekte, z.B. durch Beteiligungen an griechischen Banken, auftreten können.

<sup>5</sup> Im Einklang mit dem EBA-Stresstest wurde die Kernkapitalquoten berechnet als Core-Tier-1-Kapital in Relation zu den risikogewichteten Aktiva der jeweiligen Banken in einem Land. Für die risikogewichteten Aktiva wurden die im Stresstest prognostizierten Werte des Stressszenarios für das Jahr 2012 verwendet.

<sup>6</sup> Hierbei handelt es sich um die Kernkapitalquote, die sich im Rahmen des Bankenstresstests bei Eintritt des Stressszenarios ergibt.

GD Herbst 2011

einem erheblichen Teil abschreiben müssen. Unklar ist, in welchem Umfang dies bereits geschehen ist und wieweit Versicherungen gegen einen Ausfall griechischer Staatstitel bestehen. Auch ist unsicher, ob die Versicherungsgeber in der Lage sein werden, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Zudem werden die Marktbewertungen von Staatstiteln anderer Staaten mit Vertrauensdefiziten wohl sinken. Es besteht die Gefahr, dass die Banken versuchen werden, ihre Liquiditätslage und Eigenkapitalquote durch massive Verkäufe von Wertpapieren zu verteidigen. Die deshalb fallenden Marktpreise würden erneuten Abschreibungsbedarf hervorrufen. Die Institute unterstellen, dass solche sich selbst verstärkenden krisenhaften Prozesse so begrenzt bleiben, dass sie durch geeignete Maßnahmen der Wirtschaftspolitik eingedämmt werden können. Zum einen wird die EZB den Banken weiterhin Liquidität in ausreichendem Umfang zur Verfügung stellen müssen, womit zu rechnen ist. Zum anderen muss eine gegebenenfalls notwendige Rekapitalisierung des Bankensektors (etwa mit Geldern der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität EFSF) durchgeführt werden. Dies dürfte insbesondere griechische und zyprische Banken betreffen (Kasten 1.2). Schließlich wird unterstellt, dass Ansteckungseffekte auf die Bewertung anderer Staatstitel begrenzt bleiben, weil die EZB notfalls erneut auf dem Markt für Staatsanleihen intervenieren wird, die Finanzpolitik insbesondere in Spanien und Italien einem weiteren massiven Vertrauensverlust mittels einer Verschärfung des Konsolidierungskurses vorbeugt und weil sich viele Marktteilnehmer auf eine Restrukturierung der griechischen Staatsschulden vorbereitet haben dürften.

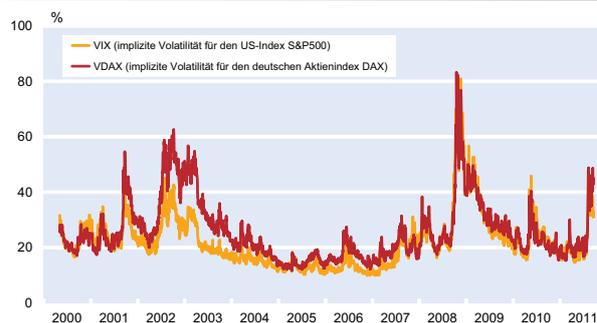
Dies sind allesamt sehr weitreichende Annahmen. Insbesondere kann die EFSF solange nicht als Instrument der Kapitalisierung von Banken dienen, wie sie in der im Juli beschlossenen Form noch nicht einsatzfähig ist. Auch haben sich die Vorstellungen darüber, wie mit der Schulden- und Vertrauenskrise umzugehen ist, in den verschiedenen Mitgliedstaaten des Euroraums zunehmend auseinander entwickelt. Es ist deshalb nicht gesichert, dass die europäische Wirtschaftspolitik zu einer kohärenten Krisenstrategie in der Lage wäre. Es bleibt also das zentrale Risiko für

die Wirtschaft im Euroraum, aber auch für die internationale Konjunktur, dass die europäische Schulden- und Vertrauenskrise doch eskaliert und dabei in eine Finanzkrise umschlägt. Freilich ist auch eine Politik, die eine Finanzkrise »um jeden Preis« zu verhindern sucht, mit erheblichen Risiken verbunden, die sich auch kurzfristig realisieren könnten. So ist es denkbar, dass eine abermalige massive Ausweitung des Rettungsschirms das Vertrauen der Finanzmärkte in die Staatsfinanzen von Euroraumländern mit bislang guter Bonität unterminiert oder dass eine massive Ausweitung des Aufkaufs von Staatstiteln durch die EZB die Preisstabilität gefährdet.

### Ausblick: Europa im Krisenmodus, Stagnation in den USA, stabile Wachstumsdynamik in den Schwellenländern

Die Zunahme an Unsicherheit in der Europäischen Union und in den USA, wie sie etwa aus Preisen für Optionen auf Aktienindizes abgeleitet werden kann (Abb. 1.5), wird nicht nur aufgrund verschlechterter Finanzierungsbedingungen einen dämpfenden Effekt auf die Güternachfrage haben. Viele Investoren und Konsumenten werden Ausgabenentscheidungen in der zweiten Jahreshälfte 2011 erst einmal zurückstellen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion

Abb. 1.5  
Maße für die implizite Volatilität auf den Aktienmärkten



Quellen: Deutsche Börse; Chicago Board Options Exchange.

GD Herbst 2011

**Tab. 1.2**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Welt**

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Europa	35,9	2,0	1,8	1,0	2,3	3,1	2,1	–	–	–
EU-27	31,9	1,9	1,6	0,7	1,9	2,7	1,7	9,7	9,5	9,6
Schweiz	1,0	2,7	2,3	1,5	0,6	0,5	0,7	3,9	3,1	3,1
Norwegen	0,7	0,3	0,7	2,1	2,3	1,5	1,8	3,5	3,3	3,1
Russland	2,4	4,0	3,8	3,8	6,9	8,8	7,1	7,2	6,9	6,6
Amerika	36,8	3,6	2,2	2,1	–	–	–	–	–	–
USA	27,4	3,0	1,6	1,6	1,6	3,2	2,0	9,6	9,1	9,0
Kanada	2,6	3,2	2,2	1,7	1,8	2,9	1,8	8,0	7,5	7,3
Lateinamerika <sup>a)</sup>	6,8	6,0	4,2	3,8	–	–	–	–	–	–
Asien	27,3	7,7	4,8	5,3	–	–	–	–	–	–
Japan	9,8	4,0	–0,6	2,0	–0,7	–0,2	0,0	5,1	4,7	4,5
China ohne Hongkong	9,7	10,4	9,0	8,3	–	–	–	–	–	–
Korea	1,6	6,2	3,9	3,7	3,0	4,4	3,4	3,7	3,6	3,7
Indien	2,5	10,1	8,0	7,5	–	–	–	–	–	–
Ostasien ohne China <sup>b)</sup>	3,7	8,3	4,8	4,5	–	–	–	–	–	–
Insgesamt <sup>c)</sup>	100,0	4,3	2,6	2,5	–	–	–	–	–	–
davon:										
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>d)</sup>	76,4	2,7	1,4	1,3	1,4	2,5	1,6	8,4	8,1	8,1
Schwellenländer <sup>e)</sup>	23,6	8,6	6,7	6,2	–	–	–	–	–	–
<i>Nachrichtlich:</i>										
Exportgewicht <sup>f)</sup>	100,0	3,1	2,4	1,7	–	–	–	–	–	–
Welthandel	–	12,3	6,0	5,0	–	–	–	–	–	–

Quellen: OECD; IWF; Berechnungen der Institute; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

wird auch deshalb im Winterhalbjahr in den USA kaum mehr als stagnieren und im Euroraum sogar zeitweise zurückgehen. Auch wenn die Schulden- und Vertrauenskrise, wie in dieser Prognose unterstellt, beherrschbar bleibt, wird sie im kommenden Jahr eine kräftige Erholung im Euroraum verhindern. In Großbritannien steht der durch das hohe Haushaltsdefizit erzwungene drastische Konsolidierungskurs der britischen Regierung einem Aufschwung entgegen, in den USA die seit der Hypotheken- und Immobilienkrise weiter kritische Vermögenssituation vieler privater Haushalte. Was die Wirtschaft in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der zweiten Jahreshälfte 2011 und im nächsten Jahr stützt, sind die weiterhin expansive Geldpolitik sowie die hohe, wiewohl abgeschwächte Wachstumsdynamik in den Schwellenländern Asiens, aber auch Lateinamerikas und Mittel- und Osteuropas.

Alles in allem dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in diesem und im nächsten Jahr mit 1,4 % bzw. 1,3 % nur schwach zunehmen. Die Arbeitslosigkeit wird dabei weiter steigen. In diesem Umfeld dürfte sich der Preisaufrtrieb deutlich verringern, zumal der Prognose die Annahme real konstanter Ölpreise zugrunde liegt.<sup>3</sup>

Die Weltproduktion insgesamt dürfte 2011 mit 2,6 % und 2012 mit 2,5 % expandieren (Tab. 1.2).<sup>4</sup> Der Welthandel steigt in diesem Jahr um 6 %. Zu einem Gutteil ergibt sich diese Rate aus der hohen Dynamik zu Jahresbeginn. Gegenwärtig und bis ins nächste Frühjahr hinein ist die Dynamik des Welthandels schwach. Im Jahr 2012 wird das Welthandelsvolumen um 5 % höher sein als 2011.

### Konjunktur in den USA bleibt schwach

Die ohnehin mäßige Erholung in den USA hat sich in der ersten Jahreshälfte noch einmal merklich verlangsamt. Rückläufige Frühindikatoren deuten derzeit sogar auf eine weitere Eintrübung der Konjunktur hin. Da jedoch einige zuletzt belastende Faktoren zunehmend an Wirkung ver-

<sup>3</sup> Für 2012 ist ein Preis von 113 US-Dollar (Brent) unterstellt, nach 112 US-Dollar im Durchschnitt des laufenden Jahres.

<sup>4</sup> Die Rate bezieht sich auf den in Tabelle 1.2 enthaltenen Länderkreis, wobei die Zuwachsraten mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2010 in US-Dollar gewichtet wurden. Es 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.

lieren, dürften die USA nicht erneut in eine Rezession abzurutschen.

Nach einer annähernden Stagnation im ersten Quartal expandierte das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal nur mäßig um 0,3 %. Der private Konsum legte nur leicht zu. Hierzu beigetragen haben dürften neben dem Kaufkraftentzug durch den Anstieg der Ölpreise auch Liefer Schwierigkeiten bei den Automobilhändlern, denn wegen der Naturkatastrophe in Japan waren Lieferketten unterbrochen worden. Hinzu kam, dass der Staatskonsum vor allem aufgrund massiver Budgetprobleme auf der lokalen Ebene das dritte Quartal in Folge zurückging. Auch von den Exporten, die nur noch um 0,9 % stiegen, gingen deutlich geringere Impulse aus. Stützend wirkte dagegen, dass sich die Ausweitung der privaten Anlageinvestitionen beschleunigte. Dazu trug vor allem der Wirtschaftsbau bei, der mit einer Rate von über 5 % expandierte, nachdem er im Vorquartal um knapp 4 % zurückgegangen war.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich wieder eingetrübt. Nachdem der Beschäftigungsaufbau zwischen Oktober vergangenen Jahres und April dieses Jahres hinreichend groß war, um die Arbeitslosigkeit leicht zurückzuführen, stellten die Unternehmen seitdem per saldo kaum noch ein. Vor diesem Hintergrund ist die Arbeitslosenquote wieder auf über 9 % gestiegen. Dabei wird die Quote sogar noch dadurch gedrückt, dass die Partizipationsrate massiv zurückgegangen ist. Zwar ist dies zum Teil wohl auch auf demographische Faktoren zurückzuführen; allerdings deuten Befragungen darauf hin, dass nach wie vor rund 1 Mill. Personen aufgrund der schlechten konjunkturellen Aussichten nicht aktiv nach einer Beschäftigung suchen. Bezöge man diese Personen in die Berechnung der Arbeitslosenquote mit ein, läge diese bei knapp 10 %.

Zusätzliche wirtschaftspolitische Impulse sind im Prognosezeitraum nicht zu erwarten. Das Programm der US-Notenbank (Fed) zur quantitativen Lockerung, das den Aufkauf von Staatsanleihen in einem Volumen von 600 Mrd. Dollar vorsah, ist Mitte des Jahres ausgelaufen. Zwar reinvestiert die Fed seither frei werdende Mittel aus auslaufenden Staatsanleihen und verbrieften Hypothekenkrediten in Staatsanleihen, um eine Schrumpfung der monetären Basis zu verhindern. Zudem hat sie angekündigt, ihren maßgeblichen Zins bis Mitte 2013 zwischen 0 % und 0,25 % zu belassen, und sie will außerdem in den kommenden Monaten Staatsanleihen mit kurzer gegen solche mit längerer Restlaufzeit austauschen. Die Institute rechnen jedoch nicht damit, dass sich aus diesen Maßnahmen nennenswerte zusätzliche Effekte für die Konjunktur ergeben, weil Auswirkungen auf das langfristige Zinsniveau sehr gering sein dürften.<sup>5</sup> Bevor sie weitere Maßnahmen ergreift, wird die Fed die Preisentwick-

lung sorgsam beobachten. Zwar dürfte die Inflation, die zuletzt bei 3,8 % lag, in den kommenden Monaten zurückgehen, da dann die Auswirkungen der Preisanstiege von Energieträgern und Nahrungsmitteln von Anfang des Jahres auslaufen werden. Allerdings deutet vor allem das starke Anziehen der Mieten darauf hin, dass auch binnenwirtschaftliche Faktoren preistreibend wirken; die Kerninflationsrate lag zuletzt bei 1,9 %.

Die Finanzpolitik wurde in den Sommermonaten von der Diskussion über die Anhebung der Schuldenobergrenze und die Herabstufung der Bonität der USA durch eine der großen Ratingagenturen beherrscht. Jüngst hat Präsident Obama ein neues Konjunkturpaket mit einem Volumen von rund 450 Mrd. Dollar vorgeschlagen. Der Vorschlag ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass zu Beginn des kommenden Jahres Teile des gegen Ende des vergangenen Jahres beschlossenen Konjunkturpakets auslaufen. Dadurch käme es zu Beginn des Jahres 2012 zu einem massiven kontraktiven Effekt der Finanzpolitik, zumal diese durch das Auslaufen des Konjunkturprogramms von 2009 und aufgrund der dramatischen Finanzlage auf lokaler Ebene ohnehin schon restriktiv ausgerichtet ist. Die Institute halten es allerdings für wenig wahrscheinlich, dass das neu vorgeschlagene Paket in vollem Umfang vom Kongress verabschiedet wird. Die Prognose basiert auf der Annahme, dass lediglich auslaufende Maßnahmen wie die Absenkung des Sozialversicherungsbeitragssatzes für Arbeitnehmer auf 4,2 % und die auf zwei Jahre ausgedehnte Bezugsdauer von Arbeitslosenhilfe verlängert werden. Per saldo ergibt sich daraus für das nächste Jahr ein negativer Fiskalimpuls in der Größenordnung von ¼ Prozentpunkten des Bruttoinlandsprodukts, nach einem nur leicht negativen Impuls im laufenden Jahr. Das Budgetdefizit dürfte von 9 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in diesem Haushaltsjahr auf 8 % im Haushaltsjahr 2012 sinken.

Im dritten Quartal dürfte sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts zwar beschleunigt haben, nicht zuletzt, weil die Automobilindustrie ihre wegen fehlender Teile aus Japan reduzierte Produktion wieder hochfahren konnte und die restriktiven Wirkungen des Ölpreisanstiegs ihre maximale Wirkung wohl überschritten haben. Darauf deuten auch die vorliegenden monatlichen Daten der Produktion und des privaten Konsums hin. Allerdings wird sich die Konjunktur im Winterhalbjahr wohl vorübergehend wieder verlangsamen. So dürfte sich der massive Anstieg der Unsicherheit infolge der langwierigen Diskussion um die Schuldenobergrenze und wegen der Verschärfung der Schuldenkrise im Euroraum vor allem im vierten Quartal bemerkbar machen. Dies zeigt sich auch in den Ergebnissen der Befragungen von privaten Haushalten und Unternehmen im August, bei denen die Erwartungen eingebrochen sind, die Lagebeurteilung jedoch vergleichsweise stabil war. Auch zu Beginn des kommenden Jahres wird der private Konsum nur schwach zulegen; zu einem Einbruch dürfte es aber nicht kommen, wenn – wie hier unterstellt – die Regelungen bei den Sozialversicherungsabgaben und der Arbeitslosenhilfe verlängert werden. Im Verlauf des kommenden Jahres, wenn die temporär belastenden Faktoren aus-

<sup>5</sup> Zu den zu erwartenden moderaten Effekten von Käufen langfristiger Staatsanleihen vgl. Swanson, E.T. (2011), Let's twist again: A high-frequency event-study analysis of operation twist and its implications for QE2, Brookings Papers on Economic Activity, Spring, S. 151–188 sowie Hamilton, J.D. und J.C. Wu (2011), The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment, Journal of Money, Credit and Banking (im Erscheinen).

**Tab. 1.3**  
**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA**

	2010	2011	2012
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
Reales Bruttoinlandsprodukt	3,0	1,6	1,6
Privater Konsum	2,0	2,1	1,5
Staatskonsum und -investitionen	0,7	-2,2	-1,5
Private Anlageinvestitionen	2,6	5,6	4,9
Vorratsänderungen <sup>a)</sup>	1,6	-0,2	0,0
Inländische Verwendung	3,4	1,5	1,3
Exporte	11,3	6,9	5,0
Importe	12,5	5,1	2,6
Außenbeitrag <sup>a)</sup>	-0,5	0,1	0,2
Verbraucherpreise	1,6	3,2	2,0
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts			
Budgetsaldo <sup>b)</sup>	-9,0	-9,0	-8,0
Leistungsbilanzsaldo	-3,2	-3,3	-2,5
in % der Erwerbspersonen			
Arbeitslosenquote	9,6	9,1	9,0

<sup>a)</sup> Wachstumsbeitrag. – <sup>b)</sup> Budget des Bundes, Fiskaljahr.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

(Tab. 1.3). Hinzu kommt, dass auch die privaten Investitionen wohl weiter ausgeweitet werden. So werden die Investitionen in Ausrüstungen und Software nicht zuletzt aufgrund der weiterhin guten Ertragslage der Unternehmen und günstigen Finanzierungsbedingungen expandieren. Gleichzeitig hat die Bauaktivität ihren Tiefpunkt wohl nunmehr durchschritten, so dass es von dieser Seite her zu keinen dämpfenden Effekten mehr kommt.

Alles in allem dürfte das Bruttoinlandsprodukt in diesem und im kommenden Jahr um 1,6 % zulegen (Abb. 1.6). Bei dieser schwachen Konjunktur wird die Arbeitslosigkeit, nach einem Anstieg im Winterhalbjahr, nur leicht zurückgehen und im kommenden Jahr im Durchschnitt weiter bei 9 % liegen. Der Preisauftrieb dürfte sich von 3,2 % im laufenden Jahr auf 2 % im Jahr 2012 abschwächen.

laufen, dürfte die Konjunktur wieder leicht anziehen. Sie wird jedoch wohl keine große Dynamik entfalten, da die strukturell belastenden Faktoren, wie die Überkapazitäten am Immobilienmarkt und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte einer stärkeren Belebung nach wie vor im Wege stehen werden.

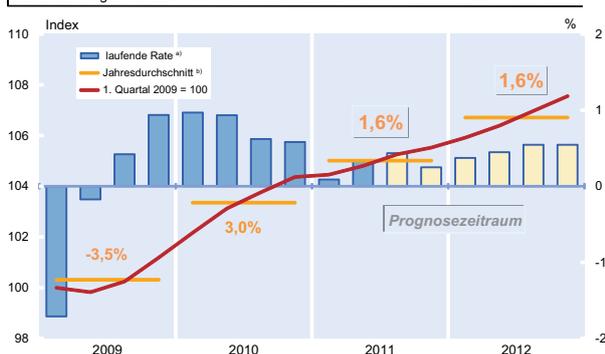
Das Risiko, dass die USA in eine Rezession zurückfallen, ist nach wie vor hoch. Die Institute rechnen allerdings nicht damit, dass es dazu kommen wird. So laufen etwa die Effekte des Ölpreisanstiegs auf die Teuerungsrate allmählich aus, wodurch die privaten Haushalte entlastet werden. Außerdem verringern sich die Zins- und Tilgungszahlungen der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen sukzessive aufgrund des leichten Rückgangs der Verschuldung und der günstigen Refinanzierungsbedingungen. Daher dürfte der private Konsum weiterhin, wenn auch nur leicht, aufwärts gerichtet bleiben

### Gesamtwirtschaftliche Dynamik in Asien lässt nur wenig nach

In Japan ist die gesamtwirtschaftliche Produktion als Folge der Erdbebenkatastrophe im zweiten Quartal erneut geschrumpft. Dies schlug sich insbesondere in einem Rückgang der Exporte um 5 % nieder. Da die Importe gleichzeitig stagnierten – ebenso wie der private Konsum und die Investitionen – ergab sich durch den Außenhandel ein deutlich negativer Wachstumsbeitrag. Seit Mai erholt sich die Produktion von dem Einbruch. Die Industrieproduktion erreichte im Juli bereits fast wieder ihr Niveau von vor dem Erdbeben. Der vielbeachtete Tankan-Index für das Verarbeitende Gewerbe stieg im September bereits zum fünften Mal in Folge. Auch das Verbrauchervertrauen und die Einzelhandelsumsätze haben sich trotz eines leichten Rückgangs im Juli von ihren Tiefs im März deutlich erholt.

Die Erholung von Produktion und Nachfrage wird von der Wirtschaftspolitik gefördert. So legte die Regierung einen zweiten Nachtragshaushalt mit Hilfsmaßnahmen im Umfang von 2 Bill. Yen (0,4 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) vor. Allerdings wurde damit der ursprünglich anvisierte Beginn einer fiskalischen Konsolidierung, die angesichts des extrem hohen Niveaus der Staatsschulden und eines Budgetdefizits im laufenden Jahr von voraussichtlich 9 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt eigentlich dringlich ist, vorerst aufgeschoben. Die Zentralbank erhöhte im August ihr Ankaufprogramm von Vermögenswerten von 10 auf 15 Bill. Yen, nachdem sie bereits im März verschiedene Maßnahmen ergriffen hatte, um die Konjunktur anzuregen. Zudem intervenierte sie mehrfach am Devisenmarkt, um den Yen zu schwächen, dessen hohe Bewertung – mit 77 Yen wurde gegenüber dem US-Dollar zuletzt ein neuer Rekordwert verzeichnet – einen zusätzlichen Belastungsfaktor für die Exportwirtschaft darstellte. Die

**Abb. 1.6**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt in den USA**  
Saisonbereinigter Verlauf



<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).

<sup>b)</sup> Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

Geldpolitik erfolgt vor dem Hintergrund tendenziell weiter rückläufiger Verbraucherpreise.

Infolge der Normalisierung der Produktion nach der Naturkatastrophe ist für das zweite Halbjahr 2011 – insbesondere im dritten Quartal – mit einem kräftigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen. Im Gesamtjahr dürfte die Wirtschaftsleistung dennoch um voraussichtlich 0,6 % sinken. Die zugrunde liegende Dynamik der wirtschaftlichen Expansion bleibt angesichts anhaltend geringer Lohnzuwächse, zunehmender Sorgen um eine bevorstehende Steuererhöhung sowie eingetrübter Aussichten für den Export wohl schwach, so dass die Produktion im kommenden Jahr wohl in deutlich verlangsamtem Tempo zunehmen wird. Für den Jahresdurchschnitt ergibt sich nicht zuletzt aufgrund des hohen Niveaus zu Jahresbeginn ein Anstieg um 2 %.

Die wirtschaftliche Expansion in *China* zeigt sich nach wie vor äußerst robust. Das Bruttoinlandsprodukt weitete sich im zweiten Quartal mit 2,4 % gegenüber dem Vorquartal sogar wieder leicht beschleunigt aus. Allerdings dürfte sich im dritten Quartal die wirtschaftliche Dynamik abgeschwächt haben. Hierauf deuten Daten zu Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätzen, Bautätigkeit und Kreditvergabe hin. Anzeichen für eine »harte Landung« gibt es aber derzeit keine.

Nachfrageseitig ist nach wie vor insbesondere die Investitionsdynamik hoch. Aber auch der private Konsum expandiert aufgrund kräftig steigender Arbeitseinkommen rasch. Der Außenhandel schwächte sich dagegen im zweiten Quartal 2011 deutlich ab. Die Importe litten unter den fehlenden Vorleistungsgütern aus Japan, während die Exporte die schwächere konjunkturelle Entwicklung in den USA zu spüren bekamen. Da der Rückgang bei den Importen stärker ausfiel als bei den Exporten, weitete sich der Außenhandelsüberschuss anders als in den Monaten zuvor deutlich aus. Mit der Erholung der japanischen Produktion werden die Importe aber wieder anziehen, und zwar stärker als die Exporte, was die Zahlen für den August bereits zeigen. Zudem markieren die Einkaufsmanagerindizes aktuell anziehende Auftragseingänge aus dem Inland, während sich jene aus den Exportmärkten angesichts der schwächeren Weltkonjunktur verhaltener entwickeln.

Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass die Nachfrageimpulse im Prognosezeitraum verstärkt aus der Binnen- nachfrage kommen. Zwar ist die Staatsführung angesichts der persistent hohen Inflation inzwischen bemüht, die Konjunktur zu bremsen. Die Geldpolitik wurde in mehreren Schritten spürbar gestrafft. Angesichts einer dadurch bewirkten Entspannung bei der überhitzten Kreditvergabe, einer inzwischen leicht rückläufigen Inflation und den unsicheren weltwirtschaftlichen Aussichten dürfte die Notenbank aber nun eine abwartende Haltung einnehmen. Die Finanzpolitik wird der Konjunktur sogar Impulse geben, da sie die privaten Haushalte durch Abgabensenkungen und erhöhte Transfers entlasten will, um die Verlagerung der binnenwirtschaftlichen Dynamik von den Investitionen hin zum privaten Konsum

zu unterstützen. Alles in allem erwarten die Institute, dass die chinesische Wirtschaft mit 9 % in diesem Jahr und mit 8,3 % im Jahr 2012 in zwar moderaterem, aber immer noch hohem Tempo expandieren wird.

In *Südkorea* zeigten sich zuletzt Zeichen einer merklichen konjunkturellen Verlangsamung. Die jüngsten Daten für die Industrieproduktion und die Exporte sowie eine Eintrübung des bislang recht robusten Verbrauchervertrauens deuten darauf hin, dass das wirtschaftliche Expansionstempo, das sich im zweiten Quartal dieses Jahres bereits spürbar verlangsamt hatte, in den kommenden Monaten weiter an Fahrt verlieren wird. Es ist freilich wahrscheinlich, dass die Konjunktur trotz der nachlassenden Impulse von der Auslandsnachfrage weiter aufwärts gerichtet bleibt. Hierfür sprechen die weiterhin guten Geschäftserwartungen der Unternehmen, die für den Prognosezeitraum einen deutlichen Zuwachs bei den Investitionen sowie eine Fortsetzung des Aufschwungs am Arbeitsmarkt erwarten lassen. Von der Geldpolitik dürften weiterhin Anregungen ausgehen. Die Notenbank wird ihre Zinsen trotz der unerwünscht hohen Inflationsrate von zurzeit etwa 4 % wohl nicht weiter anheben, um eine ausgeprägte Aufwertung des Won zu vermeiden, welche die Exportwirtschaft belasten würde. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird sich im laufenden Jahr voraussichtlich auf knapp 4 % belaufen und 2012 etwas geringer ausfallen.

In *Indien* war die konjunkturelle Dynamik im ersten Halbjahr dieses Jahres unverändert kräftig. Das Bruttoinlandsprodukt stieg in den ersten beiden Quartalen des Jahres jeweils mit Raten von knapp 2 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend für die starke Ausweitung der Produktion war abermals die hohe Dynamik im Dienstleistungssektor. Hingegen verlor die Industrieproduktion im Verlauf des Jahres an Schwung. Während sich die Impulse vom Außenhandel etwas abschwächten, nahm die Binnennachfrage beschleunigt zu. Vordringliche wirtschaftspolitische Herausforderung ist nach wie vor die Inflation. Zwar ist sie dank rückläufiger Nahrungsmittelpreise verglichen mit dem enorm hohen Niveau von vor einem Jahr – Anfang 2010 lag die Inflationsrate bei 16 % – stark zurückgegangen, doch überstiegen die Verbraucherpreise ihr Vorjahresniveau im Juli immer noch um 8,4 %. Die Zentralbank hat in den vergangenen eineinhalb Jahren den Leitzins elf Mal auf inzwischen 8 % erhöht, den Mindestreservesatz angehoben sowie verschiedene andere Maßnahmen ergriffen, um die Kreditausweitung zu drosseln und letztlich die Inflationsrate in das Zielband von 4,5 bis 5,5 % zu bringen. Von der Finanzpolitik hingegen gehen vorerst ungeachtet eines Budgetdefizits in der Größenordnung von 5 % des Bruttoinlandsprodukts keine dämpfenden Wirkungen aus. Die Staatsausgaben sollen weiter rasch steigen, zum einen um für weiteres starkes Wachstum dringend erforderliche Infrastrukturprojekte voranzutreiben, zum anderen um das Gesundheits- und das Bildungssystem zu verbessern und die ländliche Wirtschaft zu fördern. Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich die wirtschaftliche Expansion in Indien wohl in nur leicht verlangsamtem Tempo fortsetzen. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte auch 2012 mit ei-

ner Rate von 7,5 % kräftig zunehmen, nach einem Anstieg von 8 % im laufenden Jahr.

In den *übrigen ostasiatischen Ländern* hat sich die Konjunktur im Verlauf des ersten Halbjahres merklich abgekühlt. In Thailand, Malaysia und Singapur ging die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal sogar zurück. Vor allem die Industrieproduktion nahm zum Teil deutlich ab. Neben einer schwachen Nachfrage aus den Industrieländern wirkte sich hier wohl aus, dass Lieferketten infolge der Produktionsausfälle in Japan gestört waren. Der private Konsum und die Investitionstätigkeit expandierten hingegen zumeist weiter dynamisch. Die robuste binnenwirtschaftliche Dynamik führte zusammen mit deutlich höheren Importpreisen dazu, dass die Inflation bis zuletzt weiter zunahm.

Die Wirtschaftspolitik ist vor diesem Hintergrund auf einen restriktiven Kurs eingeschwenkt. Die Finanzpolitik hat begonnen, die – in der Region im Allgemeinen ohnehin moderaten – Haushaltsdefizite zurückzuführen, und die Geldpolitik hat mit Zinsanhebungen auf den verstärkten Preisauftrieb reagiert. Dabei besteht allerdings die Sorge, dass höhere Zinsen die starken Kapitalzuflüsse in einzelne Länder der Region weiter anheizen könnten, die zu einem starken Anstieg der Immobilienpreise beigetragen haben. Im kommenden Jahr dürfte zudem der Unterstützung der wirtschaftlichen Expansion wieder größere Priorität eingeräumt werden, so dass mit einer zusätzlichen spürbaren Straffung der monetären Zügel nicht zu rechnen ist.

Im Prognosezeitraum dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ostasiatischen Raum (ohne China und Japan) in deutlich geringerem Tempo ausgeweitet werden als im vergangenen Jahr. Maßgeblich hierfür ist eine geringere Zunahme der Exporte, die wiederum im Wesentlichen auf die konjunkturelle Schwäche in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückzuführen ist. Die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung in der Region bleibt aber aufgrund der Verflechtung mit den kräftig expandierenden Märkten in China und einer robusten Binnennachfrage hoch. Für 2011 und 2012 erscheint eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts von 4,8 bzw. 4,5 % wahrscheinlich.

### Leichte konjunkturelle Abkühlung in Lateinamerika

Die konjunkturelle Dynamik in Lateinamerika hat sich im Verlauf des ersten Halbjahres merklich verlangsamt. Im zweiten Quartal legte die gesamtwirtschaftliche Produktion um lediglich 0,5 % zu, nachdem sie in den ersten drei Monaten des Jahres noch um 1,7 % expandiert hatte. Die Verlangsamung geht zum einen auf die Abschwächung der Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in den asiatischen Schwellenländern – die in den vergangenen Jahren mehr und mehr als Abnehmer von Rohstoffen an Bedeutung gewonnen haben – zurück. Zum anderen hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Industrieunternehmen infolge der deutlichen Aufwertungen der regionalen Währungen und eines zunehmenden Lohndrucks

spürbar verschlechtert. Die Industrieproduktion ging vielerorts zurück.

Die Inlandsnachfrage blieb indes bis zuletzt robust. Insgesamt sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen der Region weiterhin außerordentlich günstig. Zum einen profitiert die Region von den anhaltend hohen Weltmarktpreisen für Rohstoffe und Nahrungsmittel, durch die sich die Erträge der Unternehmen erhöht haben. Zum anderen haben sich die Einkommensperspektiven der privaten Haushalte verbessert, wodurch einer breiten Schicht der Zugang zu Konsumentenkrediten geöffnet wird. Hinzu kommt, dass die Investitionsbereitschaft der Unternehmen aufgrund höherer Gewinnaussichten spürbar gestiegen ist. In der Folge weiten sich die Kreditvolumina in nahezu allen Ländern kräftig aus. Aufgrund der starken Inlandsnachfrage haben die Kapazitätsauslastung und die Inflationsrate vielerorts merklich angezogen. Die Zentralbanken reagierten seit Ende des vergangenen Jahres sowohl mit konventionellen (Zinserhöhungen) als auch mit unkonventionellen (z.B. regulatorischer Eingriff in die Kreditvergabe) geldpolitischen Maßnahmen, um einer Überhitzung entgegen zu wirken.

Angesichts der inzwischen schwächeren Konjunktur scheint die Phase der geldpolitischen Straffung freilich vorüber zu sein. Der Leitzins im regionalen Kraftzentrum Brasilien wurde Ende August um einen halben Prozentpunkt gesenkt. Zwar erhöhte sich der Verbraucherpreisanstieg im August auf 7,4 %; die Zentralbank wollte aber der sich bereits abzeichnenden Abkühlung der Binnenkonjunktur und der Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfeldes frühzeitig begegnen. Sie tat dies wohl auch im Hinblick auf die stetige Aufwertung des Real, die während der vergangenen zweieinhalb Jahre real effektiv so stark war wie nie seit der Währungskrise Ende 1998. Davor hatte die Wirtschaftspolitik versucht, die Aufwertung mit verschiedenen »makroprudenziellen« Instrumenten wie Steuern auf kurzfristige Kapitalimporte zu dämpfen.

Im Prognosezeitraum erscheint für Lateinamerika eine Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik wahrscheinlich, ausgelöst durch die Geldpolitik und dadurch, dass sich die Nachfrage nach Rohstoffen infolge der konjunkturellen Schwächephase in den Industrieländern verringert. Aufgrund der soliden makroökonomischen Fundamentaldaten bleibt die Konjunktur in der Region voraussichtlich jedoch aufwärts gerichtet. So dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2012 vor allem dank einer anhaltend kräftig zunehmenden Inlandsnachfrage mit 3,8 % weiter deutlich steigen.

### Russland: Konsum belebt die Konjunktur

In Russland hat sich die Konjunktur in der ersten Jahreshälfte deutlich abgeschwächt. Das Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich trotz erheblicher fiskalischer Impulse und der hohen Rohstoffpreise, die zu kräftig gestiegenen Exporterlösen führten, gegenüber dem Vorquartal nur mit einer Rate von rund 0,5 %. Vor allem die Investitionstätigkeit blieb

hinter den Erwartungen zurück. Dies gilt insbesondere für Investitionen zur Erschließung neuer Ölfelder und anderer Rohstoffvorkommen. Haupttriebkraft der Expansion war zuletzt der private Konsum, der trotz inflationsbedingt geringerer Realeinkommenszuwächse kräftig zulegen konnte. Seit geraumer Zeit expandieren die Importe erheblich schneller als die Exporte, die zuletzt kaum noch zunahmten. Ein wesentlicher Grund dafür ist die starke reale Aufwertung des Rubel, die sich seit Anfang des Jahres 2009 auf nahezu 40 % beläuft.

Die Inflationsrate, welche zu Beginn des Jahres noch bei 9,6 % gelegen hatte und bis Mitte des Jahres auf diesem hohen Niveau verharrte, sank im August auf 8,2 %. Nachdem die Zentralbank ihren Leitzins Ende April nochmals um 25 Basispunkte auf 8,25 % angehoben hatte, verzichtete sie danach auf weitere Zinserhöhungen. Da zu erwarten ist, dass der Inflationsdruck im weiteren Jahresverlauf nachlässt, dürfte es vorerst auch keine weiteren Zinserhöhungen geben.

Die wirtschaftliche Expansion in Russland dürfte kurzfristig durch eine Reihe von fiskalischen Maßnahmen im Zusammenhang mit den anstehenden Wahlen angeregt werden. So sollen Renten und andere Sozialleistungen kräftig erhöht werden. Die starke internationale Nachfrage nach Rohstoffen und der hohe Ölpreis werden die Entwicklung der russischen Wirtschaft im Prognosezeitraum weiter stützen. Das Volumen der russischen Exporte wird allerdings wegen des geringen Wachstums der Ölproduktion nur langsam steigen. Getragen wird die konjunkturelle Expansion vor allem durch den öffentlichen und privaten Konsum. Gleichzeitig dürfte sich die Dynamik der Investitionen angesichts der im historischen Vergleich nach wie vor niedrigen Zinsen beschleunigen. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt wohl in diesem und im nächsten Jahr um knapp 4 % steigen. Risiken gehen von der Entwicklung an den Finanzmärkten aus, vor allem aber von der Entwicklung des Ölpreises.

## 2. Die Lage in der Europäischen Union

### Staatsschuldenkrise drängt Euroraum an den Rand einer Rezession

Die Konjunktur im Euroraum schwächte sich im Verlauf des ersten Halbjahres stark ab. Zuletzt hat die Zuspitzung der Schuldenkrise die Erwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen noch einmal spürbar eingetrübt, und dies deutet auf eine weitere Verlangsamung der Konjunktur hin. Im Winterhalbjahr wird die Produktion wohl sogar leicht zurückgehen. Sofern die zur Krisenbewältigung eingeleiteten Mechanismen greifen und sich der europäische Finanzsektor stabilisiert, dürfte sich die derzeit vorherrschende Verunsicherung im Prognosezeitraum etwas zurückbilden und die Nachfrage im Euroraum wird ab dem Frühjahr wohl wieder schwach expandieren.

Im zweiten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum nur noch mit einer Rate von 0,2 % zu, nach 0,8 % im Vorquartal. Diese Abschwächung ging wohl vor allem auf die Belastung durch die hohen Energiepreise und die umfangreichen Konsolidierungsmaßnahmen in den öffentlichen Haushalten zurück. Daneben dämpften die Auswirkungen der Naturkatastrophe in Japan und die schwache gesamtwirtschaftliche Dynamik in den USA die Exporte. Maßgeblich für die deutlich geringere Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal war die – wenn auch durch Sonderfaktoren überzeichnete – Abschwächung der Konjunktur in Deutschland und Frankreich. In Spanien blieb der Produktionsanstieg im zweiten Quartal verhalten, in Italien beschleunigte er sich nur leicht. Portugal und Griechenland befinden sich nach wie vor in einer Rezession; das Bruttoinlandsprodukt war hier im ersten Halbjahr wohl erneut rückläufig.

Die Erwerbslosenquote verharrte im Euroraum insgesamt im Verlauf des Jahres bei 10 %. Allerdings stehen dahinter unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern; während sich die Beschäftigungssituation in Deutschland, Österreich und Finnland verbesserte, verschlechterte sie sich in Griechenland und Spanien noch einmal deutlich. In Frankreich und Italien blieb die Arbeitslosigkeit im laufenden Jahr in etwa konstant. Die Inflation hat sich vor allem aufgrund des starken Anstiegs der Preise für Energierohstoffe bis ins Frühjahr hinein spürbar beschleunigt. Nach einer vorübergehenden Beruhigung erhöhte sich die Inflationsrate im September auf 3 %. Allerdings ist die inflationäre Grundtendenz in diesem Jahr aufgrund von methodischen Änderungen der Preisniveaumermittlung schwer einzuschätzen.<sup>6</sup>

#### Finanzpolitik auf Konsolidierungskurs

Die Staatsfinanzen im Euroraum sind durch die Finanzkrise massiv in Mitleidenschaft gezogen worden. Etwa die Hälfte

des Anstiegs der Defizitquote seit 2007 war auf diskretionäre Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur und Aufwendungen zur Stabilisierung des Finanzsektors zurückzuführen. Die andere Hälfte reflektiert Einnahmeausfälle und Ausgabenzuwächse, die Folge des konjunkturellen Einbruchs waren.<sup>7</sup> Allerdings kann nicht davon ausgegangen werden, dass diese – nach konventionellen Maßstäben – zyklischen Defizite im Zuge eines Aufschwungs quasi automatisch wieder verschwinden. Denn die Große Rezession ging in einer Reihe von Ländern mit strukturellen Umbrüchen – insbesondere als Folge von Krisen am Immobilienmarkt und im Bankensektor – einher, die das Produktionspotenzial gesenkt haben dürften und wohl auch das Potenzialwachstum auf längere Zeit drücken werden. Hinzu kommt die Belastung durch den Schuldendienst, der infolge des höheren Schuldenstandes und wegen gestiegener Risikoprämien zunimmt.

Bereits im vergangenen Jahr wurde in vielen Ländern das staatliche Budgetdefizit merklich reduziert. Besonders deutlich war der Rückgang in Griechenland und in Spanien, wo nicht zuletzt unter dem Druck der Finanzmärkte einschneidende Konsolidierungsmaßnahmen – Steuererhöhungen wie Ausgabenkürzungen – umgesetzt wurden. Im laufenden Jahr geht das Budgetdefizit voraussichtlich nahezu überall zurück, weil stimulierende Maßnahmen auslaufen und Sparpakete umgesetzt werden.

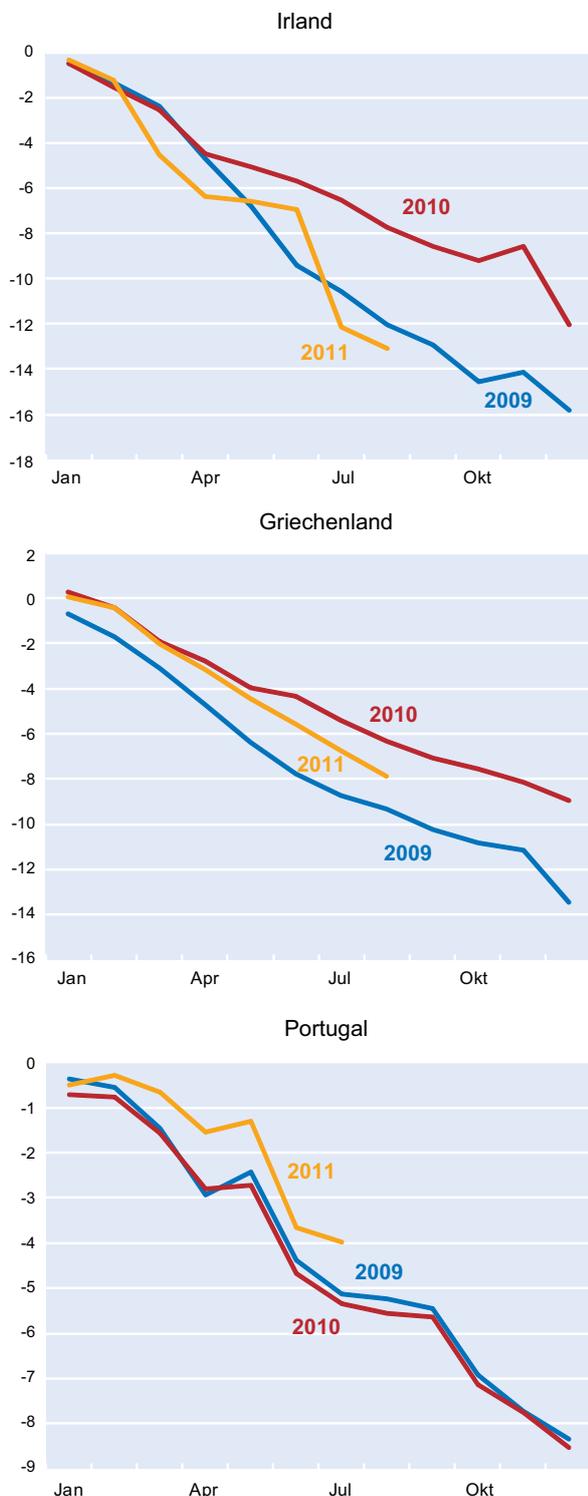
Im kommenden Jahr wird der Konsolidierungsprozess fortgesetzt, der die konjunkturelle Dynamik im Prognosezeitraum merklich dämpfen dürfte. Nachdem im Sommer die Risikoprämien für italienische und spanische Staatsanleihen stark angezogen hatten, wurden in diesen Ländern zusätzliche Sparpakete beschlossen. Auch in Frankreich ist für das kommende Jahr eine beträchtliche Konsolidierungsanstrengung vorgesehen, die neben diversen Kürzungen auf der Ausgabenseite auch eine »Reichensteuer« beinhalten soll.

Derweil zeigen die Sparanstrengungen der Länder, die unter dem Rettungsschirm sind, gemessen am Budgetsaldo nur mäßigen Erfolg. Portugal konnte zwar in den ersten Monaten dieses Jahres das Budgetdefizit deutlich eindämmen, und auch die Überprüfung des portugiesischen Programms durch die Troika aus EZB, EU-Kommission und IWF deutet auf eine planmäßige Konsolidierung. Die jüngsten Budgetzahlen zeigen jedoch, dass das Defizit nicht zuletzt infolge der rückläufigen wirtschaftlichen Aktivität erneut gestiegen ist (Abb. 2.1). Noch ungünstiger ist die Situation in Griechenland: Hier wurden im ersten Halbjahr infolge des Wirtschaftseinbruchs sogar mehr neue Schulden gemacht als im selben Vorjahreszeitraum. Auch wenn als Reaktion darauf zusätzliche Sparmaßnahmen beschlossen wurden, dürfte es unter den derzeitigen Bedingungen kaum gelingen, das Defizitziel für dieses Jahr zu erreichen. So zeigen zwar die Sparbemühungen auf der Ausgabenseite Wirkung, doch sind die Steuereinnahmen trotz steigender Steuersätze stark rückläufig. In Irland liegt das Budgetdefizit laut Finanzstatistik des Zentralstaats zur Jahresmitte zwar deut-

<sup>6</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2011), Methodische Änderungen bei der Erstellung des HVPI und deren Einfluss auf die aktuellen Daten, Monatsbericht April, S. 40–44.

<sup>7</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011), Report on Public Finances in EMU, European Economy (3), S. 14.

Abb. 2.1  
Kumulierte monatliche Budgetsalden (Zentralstaat) in  
ausgewählten Ländern des Euroraums<sup>a)</sup>  
in %



<sup>a)</sup> Dargestellt sind die über das laufende Jahr aufsummierten monatlichen Budgetsalden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 2010. Nicht enthalten sind Finanztransaktionen.

Quellen: Bank of Greece; Banco de Portugal; Department of Finance, Ireland.

GD Herbst 2011

lich über dem Vorjahreswert. Allerdings nutzt die irische Regierung die günstigen Zinskonditionen, die vom Rettungsschirm gewährt werden, um Liquiditätsrücklagen zu bilden; bereinigt um diese Vermögensbildung zeigt sich ein spürbarer Konsolidierungserfolg.

Gemäß den aktualisierten Stabilitätsprogrammen planen mit Ausnahme von Irland alle Länder des Euroraums bis zum Jahr 2014 ihre Defizite unter 3 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zu reduzieren. In einer Reihe von Ländern, u.a. Griechenland, Italien und Frankreich, sind allerdings die Ziele bereits für 2011 und 2012 in Gefahr geraten, nicht zuletzt weil den Programmen Annahmen über die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts zugrunde liegen, die aus heutiger Sicht zu optimistisch erscheinen (Tab. 2.1).

Insgesamt dürfte sich das zusammengefasste Budgetdefizit des Euroraums im laufenden Jahr auf 4,0 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belaufen, nach 6,3 % im Vorjahr (Tab. 2.2). Im Jahr 2012 wird es trotz der schwachen Konjunktur weiter zurückgehen und mit 3,7 % nur wenig höher ausfallen, als in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen war. Die Finanzpolitik im Euroraum ist somit im Prognosezeitraum stark restriktiv ausgerichtet.

### Finanzierungsbedingungen verschlechtern sich

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte seit März in zwei Schritten um 50 Basispunkte auf 1,5 % erhöht. Die liquiditätspolitischen Maßnahmen wurden wieder ausgeweitet. Hierzu zählen der Ankauf von Staatsanleihen, die Durchführung von zusätzlichen Refinanzierungsgeschäften mit längerer Laufzeit und die Lockerung der Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten.<sup>8</sup>

Die Refinanzierungsbedingungen am Interbankengeldmarkt haben sich im Zuge der Leitzinserhöhungen in den vergangenen Monaten verschlechtert. So stieg der Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) seit März um etwa 30 Basispunkte auf 1,5 % im September (Abb. 2.2). Besichertes Dreimonatsgeld (Eurepo) verbilligte sich hingegen im selben Zeitraum von 0,9 auf 0,6 %; der Zinsaufschlag, ein Maß für die Risikoeinschätzung am Interbankengeldmarkt, stieg spürbar an, von knapp 30 Basispunkten im März auf 90 Basispunkte.

Die Entwicklung der langfristigen Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt hing in den vergangenen Monaten stark von der Bonität des jeweiligen Schuldners ab. Von sinkenden Kosten konnten insbesondere Mitgliedstaaten des Euroraums profitieren, deren Ausfallrisiko als besonders gering eingeschätzt wird. So sank die Umlaufrendite für Staatsanleihen höchster Bonität (AAA) mit zehnjähriger Restlaufzeit von 3,4 % im März auf 2,2 % im September; Schuldner geringerer Bonität mussten hingegen im sel-

<sup>8</sup> Für eine ausführliche Diskussion vgl. den Abschnitt »Zur Geldpolitik«.

Tab. 2.1

**Kumulierte Differenz zwischen den Annahmen der Stabilitätsprogramme (SP) und den Prognosen der Institute über die Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte und die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in den Ländern des Euroraums 2011 und 2012**

	Bruttoinlandsprodukt <sup>a)</sup>			Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte <sup>b)</sup>		
	Annahmen der SP		Kumulierte Differenz <sup>c)</sup>	Annahmen der SP		Kumulierte Differenz <sup>c)</sup>
	2011	2012		2011	2012	
Deutschland	2,3	1,8	0,3	-2,5	-1,5	-2,5
Frankreich	2,0	2,3	2,4	-5,7	-4,6	0,9
Italien	1,1	1,3	1,9	-3,9	-2,7	2,0
Spanien	1,3	2,3	2,8	-6,0	-4,4	1,2
Niederlande	1,8	1,5	0,8	-3,7	-2,2	0,4
Belgien	2,0	2,3	1,1	-3,6	-2,8	2,0
Österreich	2,5	2,0	0,2	-3,9	-3,3	-1,3
Griechenland	-3,5	0,8	5,2	-7,3	-5,6	4,2
Irland	0,8	2,5	1,6	-10,0	-8,6	0,1
Finnland	3,6	2,7	2,7	-0,9	-0,7	1,1
Portugal	-2,2	-1,8	0,0	-5,9	-4,7	1,3
Slowakei	3,4	4,8	2,7	-4,9	-3,8	1,3
Luxemburg	3,2	3,5	1,9	-1,0	-1,5	0,6
Slowenien	1,8	2,2	1,4	-5,5	-5,5	1,0
Zypern	1,5	2,5	2,9	-4,0	-2,6	3,6
Estland	4,0	4,0	-2,2	-0,4	-2,1	0,7
Malta	2,4	2,3	1,0	-2,8	-2,1	1,0
Euroraum <sup>d)</sup>	1,6	1,8	1,5	-4,3	-3,5	0,1

<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %. – <sup>b)</sup> In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. – <sup>c)</sup> Summe der Werte für 2011 und 2012 nach »Annahmen der SWP« abzüglich der Summe der von den Instituten prognostizierten Werte für 2011 und 2012. – <sup>d)</sup> Summe der Länder; gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2010 in Euro.

Quellen: Nationale Stabilitätsprogramme, Wirtschaftsprognose der Europäischen Kommission – Frühjahr 2011; Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

ben Zeitraum einen Anstieg der Zinsen von 5,7 auf 6,7 % hinnehmen; der Renditeabstand erreichte im September mit 450 Basispunkten den Höchstwert seit Bestehen der Währungsunion. Die Finanzierungskosten der Unterneh-

men am Kapitalmarkt weisen eine ähnliche Entwicklung auf. Während die Zinssätze für Schuldner höchster Bonität (AAA) zurückgingen, von 3,9 % im März auf 2,8 %, stagnierten die Kosten für Unternehmen mittlerer Bonität

Tab. 2.2

**Finanzierungssalden<sup>a)</sup> der öffentlichen Haushalte in den Ländern des Euroraums 2006 bis 2012**

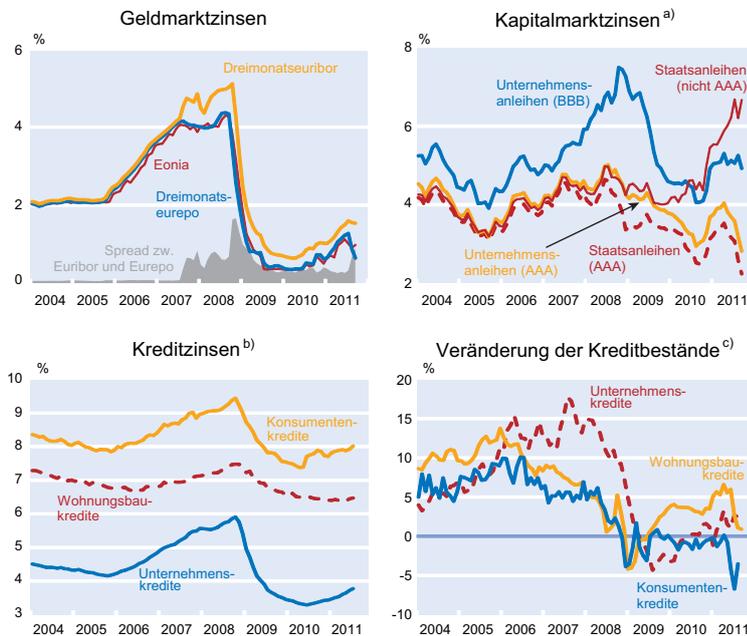
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Deutschland	-1,7	0,2	0,1	-3,2	-4,3	-0,9	-0,6
Frankreich	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,7	-5,5
Italien	-3,4	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6	-4,4	-4,2
Spanien	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,0	-5,6
Niederlande	0,5	0,2	0,6	-5,5	-5,4	-3,6	-2,7
Belgien	0,1	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1	-3,8	-4,6
Österreich	-1,6	-0,9	-0,9	-4,1	-4,6	-3,1	-2,8
Griechenland	-5,7	-6,4	-9,8	-15,4	-10,5	-9,1	-8,0
Irland	2,9	0,1	-7,3	-14,3	-32,4	-10,0	-8,7
Finnland	4,0	5,2	4,2	-2,6	-2,5	-1,4	-1,3
Portugal	-4,1	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1	-6,4	-5,5
Slowakei	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9	-5,2	-4,8
Luxemburg	1,4	3,7	3,0	-0,9	-1,7	-1,2	-1,9
Slowenien	-1,4	-0,1	-1,8	-6,0	-5,6	-5,5	-4,9
Zypern	-1,2	3,4	0,9	-6,0	-5,3	-5,1	-5,1
Estland	2,4	2,5	-2,8	-1,7	0,1	-0,8	-2,4
Malta	-2,8	-2,4	-4,5	-3,7	-3,6	-2,9	-3,0
Euroraum <sup>b)</sup>	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,3	-4,0	-3,7

<sup>a)</sup> In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts; gemäß Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht. – <sup>b)</sup> Summe der Länder; gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2010 in Euro.

Quellen: Eurostat; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

**Abb. 2.2**  
Zur monetären Lage im Euroraum



<sup>a)</sup> Unternehmensanleihen = Zinsen für Corporate Bonds höchster (AAA) und mittlerer (BBB) Güte mit einer Laufzeit von 10 Jahren. Staatsanleihen = Zinsen für Staatsanleihen höchster Güte (AAA) des Euroraum-12, d.h. für Deutschland, Frankreich, Österreich, Finnland, Luxemburg und Niederlande, und mittlerer (nicht AAA) Güte mit einer Laufzeit von 10 Jahren; BIP-gewichtete Durchschnitte. - <sup>b)</sup> Zinsen für Kreditbestände; Unternehmenskredite = Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften; Wohnungsbaukredite = Wohnungsbaukredite der privaten Haushalte. - <sup>c)</sup> Auf Jahresrate hochgerechnete Veränderung gegenüber Vormonat (gleitender Dreimonatsdurchschnitt), saisonbereinigt.

Quellen: Europäische Zentralbank; Reuters; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2011

(BBB) bei reichlich 5 %. Die Zinsaufschläge legten deutlich zu, um 100 auf 220 Basispunkte.

Die Kreditkosten haben sich im Vergleich zum Frühjahr leicht erhöht. Die durchschnittlichen Zinsen für ausstehende Unternehmenskredite stiegen von 3,5 % im März auf 3,8 % im August. Wohnungsbau- und Konsumentenkredite verteuerten sich (um jeweils 10 Basispunkte) nur leicht. Die Kreditvolumina an den privaten Sektor entwickelten sich uneinheitlich. Die ausstehenden Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften weiteten sich im August mit einer annualisierten Dreimonatsrate von 2,7 % aus; die Wohnungsbaukredite nahmen um 0,9 % zu. Konsumentenkredite sanken hingegen um 3,8 %.

Der Außenwert des Euro veränderte sich von März bis August kaum, im Zuge der jüngsten Turbulenzen wertete der Euro allerdings ab und notiert aktuell bei 1,35 US-Dollar je Euro. Der reale effektive Wechselkurs blieb bis August nahezu unverändert.

Die EZB wird den Hauptrefinanzierungssatz im vierten Quartal 2011 wohl senken. Die Institute gehen davon aus, dass sie angesichts einer drohenden Rezession im Euroraum und abnehmender Inflationserwartungen den Leitzins auf 1 % reduziert und sie im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums auf diesem Niveau belässt. Die unkonventionellen liquiditätspolitischen Maßnahmen dürften in Reaktion auf die Verwerfungen im Bankensystem wieder ausgeweitet werden. Die Geldmarktzinsen dürften vor die-

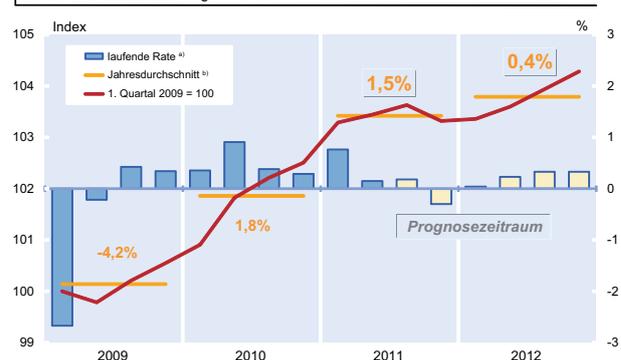
sem Hintergrund im Prognosezeitraum allmählich sinken.

**Ausblick: Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Winterhalbjahr**

Eine Vielzahl von Konjunkturindikatoren deutet auf eine weitere konjunkturelle Abschwächung hin. Insbesondere die Stimmung der privaten Haushalte und der Unternehmen verschlechterte sich jüngst spürbar. Mit der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise brach der Economic Sentiment Indicator seit Juli regelrecht ein und liegt im September deutlich unter seinem langjährigen Mittelwert. Nur in Deutschland sowie in Estland liegt er noch darüber. Alles in allem deuten die Vertrauensindikatoren auf rezessive Tendenzen im Euroraum hin.

Im dritten Quartal dürfte die Produktion im Euroraum allerdings noch leicht gestiegen sein (Abb. 2.3). Dafür spricht die Expansion der Industrieproduktion im Juli. Hinzu kommt, dass temporäre Faktoren, die insbesondere den privaten Konsum im zweiten Quartal belastet haben, entfallen sind. Der massive Anstieg der Unsicherheit und die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen infolge der Verschärfung der Schuldenkrise werden erst im Winterhalbjahr voll zum Tragen kommen. Dann dürften die Investitionen und auch der private Konsum spürbar gedämpft werden. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im vierten Quartal wohl zurückgehen und zu Beginn des kommenden Jahres stagnieren. Sofern die Staatsschuldenkrise keine größeren Ansteckungseffekte auf den europäischen Finanzmärkten verursacht, ist damit zu rechnen, dass sich die Unsicherheit im weiteren Verlauf etwas verringert und sich die Finanzierungsbedingungen wieder leicht verbessern. In der Folge wird sich

**Abb. 2.3**  
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 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

**Tab. 2.3**  
**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum**  
 2010 bis 2012

	2010	2011	2012
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,8	1,5	0,4
Privater Konsum	0,9	0,4	0,1
Öffentlicher Konsum	0,4	0,5	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	- 0,8	2,6	0,4
Vorratsveränderungen <sup>a)</sup>	0,9	0,1	- 0,1
Inländische Verwendung	1,3	0,8	0,3
Exporte <sup>b)</sup>	10,1	6,4	3,8
Importe <sup>b)</sup>	9,3	5,2	3,4
Außenbeitrag <sup>a)</sup>	0,5	0,6	0,2
Verbraucherpreise <sup>c)</sup>	1,6	2,5	1,5
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts			
Budgetsaldo <sup>d)</sup>	- 6,3	- 4,0	- 3,7
Leistungsbilanzsaldo	- 0,4	0,0	0,1
in % der Erwerbspersonen			
Arbeitslosenquote <sup>e)</sup>	10,1	10,0	10,3
<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; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

die Konjunktur wieder etwas beleben. Einer stärkeren Erholung im kommenden Jahr werden jedoch die Konsolidierungsbemühungen in vielen Mitgliedsländern entgegenstehen.

Im laufenden Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum um 1,5 % zulegen, im kommenden Jahr wird es wohl nur um 0,4 % steigen (Tab. 2.3). Bei dieser schwachen Konjunktur wird sich die Arbeitslosigkeit auf 10,3 % erhöhen. Unter der Annahme, dass die Rohstoffpreise im Prognosezeitraum real konstant bleiben, dürfte die Inflation von 2,5 % in diesem auf 1,5 % im kommenden Jahr zurückgehen, zumal der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb nachlassen wird.

## Zur Lage in ausgewählten Ländern Europas

### Frankreich: Verhaltene Konjunktur

Im zweiten Quartal 2011 kam die konjunkturelle Erholung in Frankreich zum Erliegen, nachdem die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal noch um 0,9 % zugelegt hatte. Die Abschwächung ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der private Konsum infolge der hohen Rohstoffpreise, aber wohl auch wegen des Auslaufens der französischen Abwrackprämie deutlich schrumpfte. Die Investitionstätigkeit stieg hingegen auch im zweiten Quartal kräftig. Im Zuge der nachlassenden konjunkturellen Dynamik trübte sich die Lage am Arbeitsmarkt wieder ein; die Arbeitslosenquote stieg im Juli auf 9,9 %.

Für den Prognosezeitraum erwarten die Institute eine weiter nur schwache gesamtwirtschaftliche Expansion. Die Un-

sicherheit über die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Finanzierungskosten des französischen Staates, die zunehmenden Zweifel an der Solidität der französischen Banken, die verstärkten Konsolidierungsanstrengungen des Staates sowie die wieder steigende Arbeitslosigkeit werden die Binnenachfrage belasten. In diesem Umfeld dürften sich auch die Gewinnaussichten der Unternehmen verschlechtern und die Investitionen an Dynamik verlieren, zumal sich die Finanzierungsbedingungen angesichts der Verwerfungen an den Finanzmärkten zu verschlechtern drohen.

Die französische Regierung hat im Sommer dieses Jahres einen fiskalischen Konsolidierungskurs eingeschlagen. Dies geschah nicht zuletzt, um den Finanzmärkten zu signalisieren, dass die Staatsfinanzen auf mittlere Sicht auf eine solide Basis gebracht werden, und um damit ein Anziehen der Risikoprämien auf französische Staatsanleihen und eine Herabstufung der Bonität durch die Ratingagenturen zu vermeiden. Der Großteil der Konsolidierung soll in den kommenden Jahren durch einen Abbau von Steuervergünstigungen sowie strikte Ausgabendisziplin (reale Konstanz der Staatsausgaben insgesamt, nominale Konstanz der Ausgaben ohne Renten- und Zinszahlungen) erreicht werden. Im August 2011 wurde beschlossen, die Ausgaben im Jahr 2012 sogar nominal zu senken. Zudem wurden die Abgaben auf Tabak und Alkohol erhöht sowie eine zusätzliche Steuer auf hohe Einkommen (»Reichensteuer«) eingeführt. Darüber hinaus wirkt das Auslaufen von früheren Konjunkturprogrammen dämpfend. In diesem Umfeld wird sich die Konjunktur wohl erst im späteren Verlauf des Prognosezeitraums erholen. Alles in allem rechnen die Institute mit einer Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 % in diesem und 0,4 % im kommenden Jahr (Tab. 2.4). Die Arbeitslosenquote wird wegen der wirtschaftlichen Abkühlung im Jahresdurchschnitt 2012 wohl auf 10,2 % steigen. Der Inflationsdruck dürfte aufgrund der schwachen Inlandsnachfrage im Prognosezeitraum zurückgehen.

Die Situation der öffentlichen Finanzen in Italien ist vor allem deshalb problematisch, weil die Staatsverschuldung sehr hoch ist. Sie ist mit etwa 120 % in Relation zum Bruttoin-

### Schuldenkrise treibt Italien in die Rezession

Die Wirtschaft Italiens hat seit dem Frühjahr mit Vertrauensverlusten vonseiten der Finanzmärkte zu kämpfen. Im August kamen erhöhte Zweifel an der Tragfähigkeit der italienischen Staatsschulden auf, und die Kurse italienischer Staatsanleihen gerieten stark unter Druck. Erst umfangreiche Käufe italienischer Staatsanleihen durch die EZB und eine deutliche Verschärfung des Konsolidierungsprogramms durch die Regierung stoppten den Anstieg der Risikoprämien.

Die Situation der öffentlichen Finanzen in Italien ist vor allem deshalb problematisch, weil die Staatsverschuldung sehr hoch ist. Sie ist mit etwa 120 % in Relation zum Bruttoin-

**Tab. 2.4**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa**  
 2010 bis 2012

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt <sup>a)</sup>			Verbraucherpreise <sup>b)</sup>			Arbeitslosenquote <sup>c)</sup>		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Deutschland	20,3	3,7	2,9	0,8	1,2	2,4	1,9	7,1	5,8	5,5
Frankreich	16,2	1,5	1,5	0,4	1,7	2,3	1,4	9,8	9,8	10,2
Italien	12,9	1,3	0,7	-0,2	1,6	2,5	1,3	8,4	8,1	8,6
Spanien	8,9	-0,1	0,7	0,1	1,8	2,9	1,0	20,1	21,0	21,5
Niederlande	4,9	1,7	1,8	0,7	0,9	2,3	1,6	4,5	4,3	4,5
Belgien	2,9	2,3	2,4	0,8	2,3	2,6	1,6	8,3	7,4	7,8
Österreich	2,3	2,3	3,1	1,2	1,7	2,8	1,9	4,4	4,1	4,0
Griechenland	2,0	-4,5	-5,4	-2,5	4,7	2,1	0,1	12,6	16,3	18,0
Finnland	1,5	3,6	2,8	0,8	1,7	3,2	2,0	8,4	7,9	7,9
Portugal	1,4	1,4	-1,8	-2,2	1,4	3,3	1,2	12,0	12,6	13,5
Irland	1,4	-0,4	0,7	1,0	-1,6	0,9	0,8	13,7	14,4	14,6
Slowakei	0,5	4,0	3,1	2,4	0,7	3,5	2,7	14,4	13,4	13,5
Slowenien	0,3	1,4	1,1	1,5	2,1	1,6	1,7	7,3	8,3	8,4
Luxemburg	0,3	2,7	2,9	1,9	2,8	3,0	2,0	4,5	4,5	4,6
Zypern	0,1	1,1	1,1	0,0	2,6	2,6	2,1	6,3	7,3	7,7
Estland	0,1	2,3	7,7	2,5	2,7	5,0	3,4	16,9	13,0	12,5
Malta	0,0	2,7	2,2	1,5	2,0	2,2	1,8	6,9	6,3	6,4
<b>Euroraum</b>	<b>76,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>
Großbritannien	13,3	1,4	1,0	1,1	3,3	4,3	2,7	7,8	7,8	8,0
Polen	2,6	3,8	4,0	3,2	2,7	4,0	3,0	9,6	9,4	9,2
Schweden	2,5	5,7	4,3	3,2	1,9	1,6	1,6	8,4	7,4	7,2
Dänemark	1,9	1,7	1,6	1,5	2,2	2,7	2,1	7,4	7,3	7,3
Tschechien	1,2	2,3	2,0	2,2	1,2	2,0	2,0	7,3	6,7	6,5
Rumänien	1,0	-1,3	1,2	2,5	6,1	6,0	4,3	7,3	7,3	7,0
Ungarn	0,8	1,2	1,2	2,2	4,7	3,7	3,0	11,2	10,1	9,9
Bulgarien	0,3	0,2	2,0	2,8	3,0	3,4	2,9	10,2	11,4	10,2
Litauen	0,2	1,3	5,7	4,2	1,2	4,2	2,6	17,8	15,9	15,0
Lettland	0,2	-0,3	3,9	3,4	-1,2	4,4	2,3	18,7	15,7	14,9
<b>MOE-Länder<sup>d)</sup></b>	<b>7,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>
<b>EU-27<sup>e)</sup></b>	<b>100,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>

<sup>a)</sup> Die Zuwachsraten sind untereinander nicht voll vergleichbar, da sie für einige Länder um Arbeitstageeffekte bereinigt sind, für andere – wie für Deutschland – nicht. – <sup>b)</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex. – <sup>c)</sup> Standardisiert. – <sup>d)</sup> Mittel- und osteuropäische Länder: Slowakei, Slowenien, Estland, Polen, Tschechien, Rumänien, Ungarn, Bulgarien, Litauen, Lettland. – <sup>e)</sup> Summe der aufgeführten Länder. Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2010 in US-Dollar. Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbspersonen von 2010.

Quellen: Eurostat; IWF; OECD; Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

**GD Herbst 2011**

landsprodukt die zweithöchste in Europa (nach Griechenland) und die dritthöchste unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (nach Japan). Hingegen ist das Budgetdefizit gegenwärtig im internationalen Vergleich mit 4 1/2 % gemessen am Bruttoinlandsprodukt nicht ungewöhnlich hoch. Auch ist die Staatsschuld vergleichsweise langfristig finanziert, so dass die unmittelbare Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit des Staates selbst im Fall eines deutlichen Zinsanstiegs gering ist.<sup>9</sup> Zu bedenken ist allerdings, dass die italienische Wirtschaft bereits seit mehr als zehn Jahren kaum noch wächst. Bereits vor der Finanzkrise war ein sehr geringes Potenzialwachstum zu verzeichnen; von ihrem im europäischen Vergleich starken Rückgang während der Großen Rezession hat sich die Produktion bislang kaum erholt. Vor diesem Hintergrund ist die Einschätzung nachvollziehbar, dass beträchtliche

Anpassungen notwendig sind, um zu einer nachhaltigen Position der öffentlichen Finanzen zu kommen.

Unter dem Druck der Finanzmärkte verabschiedete die italienische Regierung im September ein revidiertes Sparpaket, das für die kommenden beiden Jahre Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen von insgesamt 54 Mrd. Euro (3,5 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) vorsieht, um die Schuldenlast zu begrenzen. Es sieht unter anderem eine Erhöhung des Regelsatzes der Mehrwertsteuer um einen Prozentpunkt und die Einführung einer »Reichensteuer« vor. Zudem soll die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst reduziert werden. Gemäß den Plänen soll das Budget bereits im Jahr 2013 ausgeglichen sein. Durch die stark restriktive Finanzpolitik wird die inländische Nachfrage im Prognosezeitraum deutlich gedämpft werden. Hinzu kommt, dass der Finanzsektor infolge der Kursverluste auf italienische Staatsanleihen bereits erheblich unter Druck geraten ist; eine Situation, die sich nach einem Schuldenschnitt

<sup>9</sup> Vgl. Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2011), Der Euroraum rutscht in die Rezession (hier Kasten 2: Zur Haushaltsbelastung durch Risikoauflagen auf spanische und italienische Staatsanleihen), Kieler Diskussionsbeitrag 494/49.

in Griechenland weiter zuspitzen dürfte. Damit werden sich auch die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen verschlechtern. All diese Belastungen werden wohl dazu führen, dass die italienische Wirtschaft im Winterhalbjahr 2011/12 schrumpft, nachdem sie bereits im ersten Halbjahr des laufenden Jahres nur noch geringfügig zulegen konnte. Im Jahresdurchschnitt dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2012 um 0,2 % sinken, nach einem Zuwachs um 0,7 % in diesem Jahr. Die Arbeitslosenquote, die zuletzt 8,0 % betrug, wird im kommenden Jahr voraussichtlich auf 8,6 % steigen. Als Folge der Rezession wird der inländische Preisdruck nachlassen. Die Teuerungsrate dürfte trotz der Mehrwertsteuererhöhung von 2,5 % in diesem Jahr auf 1,3 % im kommenden Jahr zurückgehen.

### Spanien: noch nicht über den Berg

Die wirtschaftliche Erholung von der Großen Rezession fiel in Spanien erheblich schwächer aus als im Euroraum insgesamt. Das Bruttoinlandsprodukt liegt aktuell noch 3,8 % unter seinem Vorkrisenniveau. Nach einer kurzzeitigen recht kräftigen Expansion im ersten Quartal dieses Jahres, getrieben nicht zuletzt von einem sehr hohen Staatskonsum im Vorfeld der Regionalwahlen im Mai, verlangsamte sich der Produktionsanstieg im zweiten Quartal wieder deutlich. Einzig der private Konsum entwickelte sich positiv, während der Staatskonsum und die Bruttoanlageinvestitionen zurückgingen. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich zuletzt weiter verschärft; die Arbeitslosenquote stieg auf 21,2 % (August) an. Die Inflationsrate von 2,7 % im August erscheint in diesem Umfeld hoch, der zugrunde liegende Preisauftrieb ist jedoch durch den Anstieg der Energiepreise sowie Erhöhungen von Steuern und administrierten Preisen überzeichnet.

Die Indikatoren deuten für das zweite Halbjahr 2011 auf eine weitere Abschwächung der Konjunktur hin. Sowohl der Stimmung Indikator der Europäischen Kommission als auch die Auftragsgänge waren zuletzt wieder rückläufig. Die Industrieproduktion gab im Juli deutlich nach. Die Institute rechnen damit, dass das Bruttoinlandsprodukt Spaniens angesichts der gestiegenen Unsicherheit und der Belastungen durch die fiskalische Konsolidierung im Prognosezeitraum zeitweise zurückgeht. Ohnehin dämpfen die steigende Arbeitslosigkeit und die beträchtliche Verschuldung der privaten Haushalte den privaten Konsum, und auch der Unternehmenssektor ächzt unter einer erheblichen Schuldenlast. Der zu Beginn dieses Jahres noch starke Export dürfte durch die Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik in Europa in Mitleidenschaft gezogen werden.

Für den Verlauf des kommenden Jahres erscheint eine allmähliche konjunkturelle Belebung wahrscheinlich. Zum einen hellen sich dann die Perspektiven für den Export wieder auf, zum anderen lässt das Ausmaß der fiskalischen Restriktion nach. Im Jahresdurchschnitt 2012 dürfte das Bruttoinlandsprodukt geringfügig, um 0,1 %, zulegen, nach einem Anstieg von 0,7 % in diesem Jahr. Die Inflationsrate wird im zweiten Halbjahr rückläufig sein, da die Unternehmen in dem schwachen konjunkturellen Umfeld kaum in der

Lage sein werden, Preiserhöhungen durchzusetzen. Zudem besteht angesichts der hohen Arbeitslosigkeit kaum Lohn- und Preisdruck. Außerdem werden die Wirkungen der vergangenen Steuererhöhungen allmählich auslaufen. Im Jahr 2012 wird sich die Inflationsrate so auf 1,0 % verringern, nach 2,9 % in diesem Jahr.

### Zur konjunkturellen Lage in Griechenland, Irland und Portugal

In den drei Ländern, die internationale Finanzhilfen in Anspruch genommen haben, stellt sich die konjunkturelle Situation gegenwärtig unterschiedlich dar. Während sich die Konjunktur in Irland langsam zu erholen scheint, verschärft sich die Rezession in Portugal. In Griechenland ist die Lage so prekär, dass eine Umschuldung immer wahrscheinlicher wird.

Die Wirtschaft *Griechenlands* befindet sich nach wie vor in einer tiefen Rezession. Darüber kann auch der leichte Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal nicht hinwegtäuschen. Für das zweite Quartal deutet ein erneuter Einbruch der Industrieproduktion auf einen kräftigen Rückgang der Wirtschaftsleistung hin. Zudem ist die Arbeitslosenquote weiter deutlich gestiegen. Gleichzeitig hat sich die Inflation seit dem Frühjahr auf 1,4 % verringert. Dies liegt aber auch daran, dass die Mehrwertsteuererhöhungen vom vergangenen Jahr die Inflationsrate nun nicht mehr erhöhen. Die Kerninflationsrate war im August sogar negativ. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat sich bisher allerdings noch nicht durchgreifend verbessert. Wie die Erfahrung in den baltischen Ländern zeigt, wird ein rascher Abbau des Leistungsbilanzdefizits wohl nur über einen weiteren deutlichen Rückgang der inländischen Nachfrage zu erreichen sein (Kasten 2.1). Angesichts der verschärften Konsolidierungsanstrengungen und der kurzfristig dämpfenden Wirkungen struktureller Reformen dürfte die Binnennachfrage im Prognosezeitraum weiter stark zurückgehen. Aufgrund der Schwere der Rezession und angesichts der politischen Widerstände im Land gegen zusätzliche Einschnitte werden die Defizitziele in diesem und im kommenden Jahr wohl deutlich verfehlt werden. Ein Schuldenschnitt wird auch deshalb wahrscheinlicher.

Dagegen scheint *Irland* die Rezession allmählich überwunden zu haben. Kräftige Impulse gingen vor allem von der Ausweitung der Exporte aus. Hierin spiegelt sich nicht zuletzt die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wider. So sind die Lohnstückkosten bis zuletzt zurückgegangen. Auch der Anstieg der Verbraucherpreise war zuletzt wieder leicht rückläufig. Jedoch wird die gesamtwirtschaftliche Expansion durch den scharfen Konsolidierungskurs des Staates belastet, dessen Verschuldung vor allem durch die Rekapitalisierung des Bankensektors gestiegen ist. So nahm der private Konsum bis zuletzt ab; die zu Jahresbeginn rückläufige Arbeitslosigkeit stieg im Sommer wieder, von 14,1 % im Mai auf 14,5 % im Juli. Da die Reform des Bankensektors inzwischen abgeschlossen ist und die Konsolidierung planmäßig verläuft, dürfte das Vertrauen der

**Kasten 2.1**

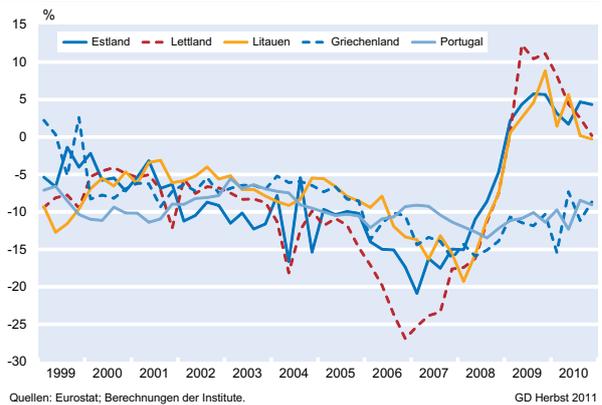
**Zur Beseitigung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte trotz fixer Wechselkurse: die baltischen Staaten als Beispiel**

Die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum ist nicht nur eine Krise der öffentlichen Haushalte. Welche Bonität einem öffentlichen Schuldner zugesprochen wird, hängt auch vom Verhältnis zwischen den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und den in einer Volkswirtschaft erwirtschafteten Einkommen ab, wie es sich am Saldo der Leistungsbilanz ablesen lässt. Zwei der drei Euroraumländer, die sich unter den Euro-Rettungsschirm begeben mussten, Griechenland und Portugal, weisen nach wie vor ausgesprochen hohe Leistungsbilanzdefizite auf. Bisweilen wird argumentiert, dass eine deutliche Wende zum Besseren bei der Leistungsbilanz nur durch einen massiven Rückgang von Löhnen und Preisen des Krisenlandes möglich wäre und dass eine solche Abwertung nur über einen flexiblen Wechselkurs zu erreichen sei. Das Beispiel der baltischen Länder zeigt, dass und unter welchen Umständen hohe Leistungsbilanzdefizite auch bei fixen Wechselkursen rasch zurückgeführt werden können.<sup>1</sup> Im Vorkrisenjahr 2007 übertrafen die Leistungsbilanzdefizite von Estland (17,2 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt), Lettland (22,3 %) und Litauen (14,5 %) die von Griechenland (14,3 %) und Portugal (10,1 %). Alle drei baltischen Länder haben in der Krise am Fixkurs ihrer Währungen zum Euro festgehalten (Estland gab sogar im Jahr 2011 seine Krone zugunsten des Euros auf); trotzdem verwandelten sich die sehr hohen Defizite innerhalb von zwei Jahren in Überschüsse (Abb. 2.4). Der dramatische Umschlag im Baltikum ging allerdings mit drastischen Rezessionen einher, die viel tiefer waren als in den südeuropäischen Ländern: Die Produktion lag im Tiefpunkt 17 % (Litauen) bis 24 % (Lettland) unter ihrem Maximum vor Beginn der Krise. Seit Ende 2009 legt die gesamtwirtschaftliche Aktivität wieder kräftig zu.

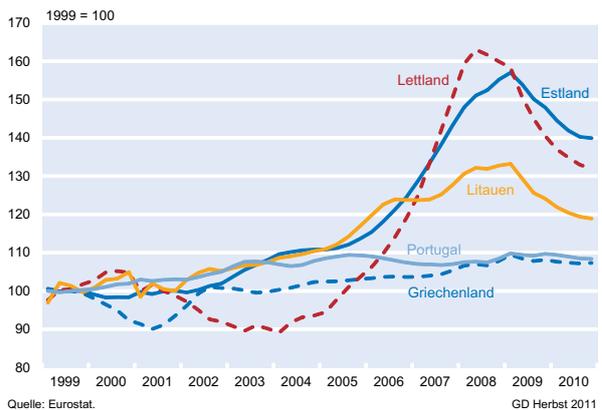
Der Umschlag in den Leistungsbilanzen ist nicht in erster Linie auf eine rasche Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit durch eine kräftige Lohn- und Preisdeflation zurückzuführen. Zwar sind die Löhne in den baltischen Ländern in den Jahren 2009 und 2010 zum Teil drastisch gefallen, aber damit wurde lediglich das Lohnstückkostenniveau im Jahr 2007 erreicht, also zu einem Zeitpunkt, als die Leistungsbilanzdefizite auf Rekordniveau waren (Abb. 2.5). Die Exporteinnahmen brachen im Jahr 2009 genauso drastisch ein wie anderswo in Europa. Deutlich stärker sind aber die Ausgaben für den Import von Gütern und Dienstleistungen zurückgegangen: In Lettland und Litauen um 36 %, in Estland um 32 %. Ein drastischer Einbruch der Binnennachfrage hat die Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position der baltischen Länder bewirkt.

Für den Umschlag der Leistungsbilanzsalden im Baltikum war der private Sektor verantwortlich, wie ein Blick auf die Finanzierungssalden von Privaten und öffentlicher Hand am Beispiel Lettlands zeigt (Abb. 2.6). In der Summe ergeben die Salden den Nettokapitalimport (oder -export) der Volkswirtschaft (blaue Säulen), welcher in etwa gegengleich dem Leistungsdefizit (oder -überschuss) ist.<sup>2</sup> Ähnlich wie in den anderen baltischen Ländern hatten private Haushalte und Unternehmen im vergangenen Jahrzehnt bis zur Finanzkrise gewaltige Defizite aufgetürmt. Im Krisenjahr 2009 stieg auch noch das öffentliche Defizit um etwa 6 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.<sup>3</sup> Dennoch bewirkte der Schwenk des Finanzierungssaldos von Unternehmen und Haushalten zwischen 2007 und 2009, dass die Kapitalbilanz ins Plus drehte.

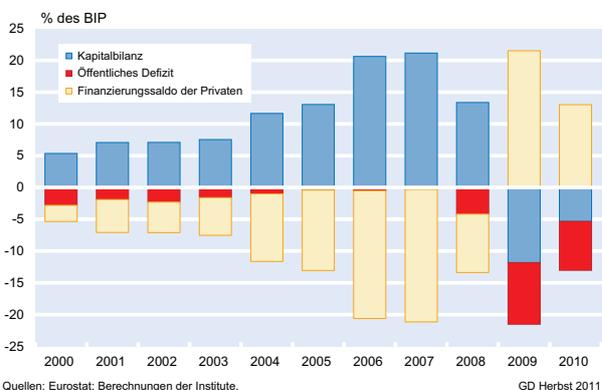
**Abb. 2.4**  
**Leistungsbilanzsalden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt**  
Saisonbereinigte Quartalsdaten



**Abb. 2.5**  
**Realer effektiver Wechselkurs**  
Auf Basis der Lohnstückkosten; Quartalsdaten



**Abb. 2.6**  
**Nettokapitalimport, öffentliches Defizit und Finanzierungssaldo der Privaten relativ zum Bruttoinlandsprodukt in Lettland**



<sup>1</sup> Vgl. Lindner, A. (2011), Macroeconomic adjustment: the Baltic states versus euro area crisis countries, Intereconomics, im Erscheinen.  
<sup>2</sup> Der Nettokapitalimport oder -export ist der Saldo der Kapitalbilanz, welche sich definitionsgemäß mit der Leistungsbilanz, der Vermögensbilanz und dem Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen zu null summiert. Die beiden letzten Posten sind in der Regel klein.  
<sup>3</sup> Der lettische Staat konnte sein hohes Defizit von 9,7 % im Jahr 2009 und 7,7 % 2010 nur mithilfe eines internationalen Hilfsprogramms (unter anderem getragen vom IWF, der Europäischen Union und nordischen Partnerländern) finanzieren. Die Haushaltslage Lettlands war also, anders als die Estlands und Litauens, ähnlich prekär, wie sie es gegenwärtig in denjenigen Ländern des Euroraums ist, die den Rettungsschirm in Anspruch nehmen müssen.

## Fortsetzung Kasten 2.1

Bei dem radikalen Umschwung spielte der Finanzsektor eine maßgebende Rolle. Er wird im Baltikum von Filialen oder Tochtergesellschaften ausländischer Banken beherrscht. Schon im Verlauf des Jahres 2007 gelangten die Konzernmütter mehr und mehr zur Überzeugung, dass die Kreditexpansion im Baltikum gefährlich übersteigert sei. Mit dem abrupten Ende von Kapitalzuflüssen an die baltischen Tochterbanken gingen ein drastischer Anstieg der Realzinsen von Bankkrediten und eine rasche Kontraktion der Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen einher. Allerdings gaben die internationalen Banken ihr Engagement nicht grundsätzlich auf, so dass der Finanzsektor stabil blieb.

Für die gegenwärtige Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum lässt sich einiges aus den Erfahrungen im Baltikum lernen. Eine rasche Reduzierung von Leistungsbilanzdefiziten ist im Grundsatz auch dann möglich, wenn der Wechselkurs als Anpassungsinstrument nicht zur Verfügung steht. Dabei ist eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit über eine abrupte Senkung der lokalen Löhne und Preise nicht zentral, obwohl sie für die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung häufig von großer Bedeutung sein mag. Stattdessen ist die Rückkehr zu einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht über eine Anpassung der Finanzierungssalden der Privaten möglich. Zu einer dafür erforderlichen drastischen Anpassung des Ausgabenverhaltens der Privaten kann es dann kommen, wenn der Finanzsektor nicht mehr bereit oder in der Lage ist, eine Fortsetzung der Kreditexpansion zu für die Schuldner akzeptablen Konditionen zu finanzieren. Bleibt der Finanzsektor stabil, wie es im Baltikum aufgrund der Stützung durch ausländische Mutterkonzerne der Fall war, kann die durch den Nachfragerückgang ausgelöste tiefe Rezession in relativ kurzer Zeit überwunden werden. Eine weitere Voraussetzung ist allerdings auch ein stabiles außenwirtschaftliches Umfeld, wie es in der weltwirtschaftlichen Erholungsphase seit der zweiten Hälfte des Jahres 2009 gegeben war.

GD Herbst 2011

Unternehmen und Haushalte nach und nach zurückkehren. Daher ist zu erwarten, dass sich die gesamtwirtschaftliche Erholung trotz des schwierigen wirtschaftlichen Umfeldes fortsetzt.

*Portugal* befindet sich ebenfalls auf einem besonders strikten Konsolidierungspfad. Da die Realisierung der Sparziele durch den neuerlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts gefährdet wurde, beschloss die Regierung weitere Maßnahmen, wie z.B. Steuererhöhungen. So ist zu erwarten, dass die inländische Nachfrage in diesem und im kommenden Jahr spürbar zurückgeht. Gleichzeitig werden die positiven Impulse von den Exporten etwas abnehmen. Alles in allem dürfte sich die Rezession in Portugal im kommenden Jahr fortsetzen.

## Schleppende Konjunktur in Großbritannien

Das Bruttoinlandsprodukt hat in Großbritannien im ersten Halbjahr nur leicht zugelegt. Über Steuern und höhere Energiepreise wurden die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte belastet, und so blieb der private Konsum gedrückt. Pessimistischere Erwartungen der Unternehmen waren wohl ausschlaggebend dafür, dass die Investitionen nur noch leicht stiegen. Die geringe gesamtwirtschaftliche Expansion dürfte zum Teil auf Sondereffekte zurückzuführen sein, insbesondere auf den zusätzlichen Feiertag anlässlich der Hochzeit im Königshaus, sie spiegelt aber auch eine schwache konjunkturelle Grundtendenz wider. So hat sich die Situation am Arbeitsmarkt zuletzt weiter verschlechtert. Die Arbeitslosenquote betrug im Juni 8 %. Zudem sind Einstellungsabsichten im Juli sowohl im Industriesektor als auch in der Dienstleistungsbranche gesunken. Außerdem plant die Regierung im Rahmen ihres ehrgeizigen Konsolidierungsprogramms bis 2015 rund 400 000 Stellen im öffentlichen Sektor abzubauen, was 1,4 % der Gesamtbeschäftigung entspricht. Die Geldpolitik wird vor diesem Hintergrund wohl im gesamten Prog-

nosezeitraum expansiv bleiben, und der Leitzins wird bei 0,5 % verharren.

Auch in Großbritannien werden die Exporte unter der Abkühlung der Weltkonjunktur leiden. Allerdings hat Großbritannien in den vergangenen Jahren seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessern können. So liegt der reale effektive Wechselkurs gut 20 % unter seinem Wert von Anfang 2007. Insgesamt dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr um 1,0 % und im nächsten Jahr um 1,1 % expandieren. Bei der schwachen Konjunktur wird die Arbeitslosenquote von 7,8 % im Jahr 2011 voraussichtlich auf 8,0 % im kommenden Jahr steigen. Die Teuerungsrate dürfte in diesem Jahr mit 4,3 % noch weit über dem Ziel der britischen Notenbank von 2 % liegen, im Jahr 2012 aber auf 2,7 % sinken, wenn die temporären Effekte der Mehrwertsteuererhöhung von Anfang 2011 sowie die des Rohstoffpreisanstiegs vom vergangenen Winterhalbjahr auslaufen.

## Konjunkturabschwächung erfasst Mittel- und Osteuropa

In den mittel- und osteuropäischen Ländern der Europäischen Union hat sich die wirtschaftliche Dynamik in der ersten Jahreshälfte 2011 zwar verlangsamt, sie blieb aber anders als im Euroraum deutlich aufwärts gerichtet. Insbesondere in Polen und der Slowakei war die gesamtwirtschaftliche Entwicklung robust. In Polen wurde die Expansion vor allem vom privaten Konsum und den Investitionen getragen. Die Investitionsnachfrage legte dort – ebenso wie in Tschechien – nicht zuletzt deshalb zu, weil es durch zusätzlich bereitgestellte Eigenmittel in höherem Maße gelang, die Mittel der EU-Strukturfonds zum Ausbau der Infrastruktur auszunutzen. In den meisten mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern der Europäischen Union wurde die gesamtwirtschaftliche Nachfrage jedoch durch staatliche Konsolidierungsmaßnahmen gedämpft. Die stark von der westeuropäischen Konjunktur abhängige Exportnachfrage expan-

dierte zu Jahresbeginn noch kräftig, verlor aber im weiteren Jahresverlauf an Tempo.

Die Arbeitslosigkeit ging in fast allen Ländern zurück. Angesichts der sich verlangsamenen wirtschaftlichen Dynamik wird sich der Abbau der Arbeitslosigkeit im Prognosezeitraum jedoch zunehmend abschwächen.

Die Inflationsraten waren zuletzt leicht rückläufig, nachdem sie bis zur Jahresmitte zumeist noch angestiegen waren. Diese Entwicklung wird sich, von außerordentlichen Einflüssen durch den Rohölpreis abgesehen, im Prognosezeitraum fortsetzen. Die Notenbanken sahen zumeist wenig Veranlassung für Zinsänderungen. Eine Ausnahme war Polen, wo die Zentralbank bei der robusten heimischen Nachfrage und kräftig expandierenden Exporten den Leitzins mehrfach, insgesamt um einen Prozentpunkt auf 4,5 %, angehoben hat. Weitere Zinserhöhungen sind bis zum Ende des Jahres aufgrund einer schwächeren Wirtschaftsdynamik eher unwahrscheinlich.

Die Finanzpolitik fährt generell einen restriktiven Kurs, die Budgetdefizite verringerten sich bereits im vergangenen Jahr zumeist, wenn auch nicht in Polen, wo sich das Defizit abermals ausgeweitet hat und mit knapp 8 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf hohem Niveau liegt. Konsolidierungsmaßnahmen werden die Defizite in der Region im kommenden Jahr weiter verringern, in einer Reihe von Ländern wird die Neuverschuldung dann unter der 3 %-Marke liegen.

Im Prognosezeitraum dürfte das Expansionstempo in den meisten Ländern aufgrund der erwarteten konjunkturellen Eintrübung in Westeuropa zurückgehen. Vonseiten der privaten Haushalte sind nur geringe Impulse zu erwarten, zumal die jüngste Abwertung von Währungen der Region gegenüber dem Schweizer Franken die Schuldenlast vieler privater Haushalte erhöht. Denn in den vergangenen Jahren wurden vor allem Hypothekenkredite häufig in Franken aufgenommen. Wegen der zuletzt gestiegenen Risikoaversion ist mit schwachen Kapitalzuflüssen und einer restriktiveren Kreditvergabe in die Region zu rechnen.

Einige mittel- und osteuropäische Länder werden von der Absenkung des Anteils des nationalen Finanzierungsbeitrags der EU-Fördermittel von derzeit 15 auf 5 % profitieren. Der zu erwartende Anstieg der Absorptionsquote dürfte zu zusätzlichen Impulsen bei den Investitionen führen. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt in Mittel- und Osteuropa durchschnittlich um 2,8 % in diesem und um 2,7 % im nächsten Jahr zunehmen.

### 3. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

#### Überblick

Die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum belastet zunehmend auch die Konjunktur in Deutschland. Die hohen Wertverluste und die großen Kursschwankungen an den Finanzmärkten sowie die deutliche Verschlechterung wichtiger Stimmungsindikatoren seit August deuten darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Winterhalbjahr 2011/12 stagnieren wird. Die stark erhöhte Unsicherheit wird Konsum und Investitionen dämpfen, und auch der Außenhandel wird aufgrund der schwierigen Lage einiger wichtiger Handelspartner keine positiven Impulse liefern. Käme es zu einer nochmaligen Zuspitzung der Schuldenkrise in Europa, etwa weil die Finanzmärkte das Vertrauen in die Konsolidierungsfähigkeit und den Reformwillen Italiens verlieren, so wäre sogar mit erheblichen negativen Effekten auf die Konjunktur im Euroraum und auch in Deutschland zu rechnen. Die Institute erwarten, dass es dazu nicht kommt. Sie prognostizieren zwar, dass die de facto schon begonnene Restrukturierung der griechischen Staatsschulden fortgesetzt wird und dass es dabei auch zu Einbußen der Gläubiger kommen wird. Ein Ansteckungsszenario des Ausmaßes, wie es nach der Insolvenz von Lehman Brothers eingetreten ist, ist aber wenig wahrscheinlich. Der Ausfall käme nämlich nicht so unerwartet wie seinerzeit; viele private Gläubiger dürften griechische Anleihen bereits abgestoßen oder teilweise abgeschrieben haben. Ferner dürften keine Zweifel an der Liquiditätsausstattung des Bankensystems insgesamt aufkommen, da die EZB die Liquiditätsbereitstellung mit den neu geschaffenen Instrumenten sicherstellen kann. Unter den getroffenen Annahmen wird es, anders als in den Jahren 2008/09, nicht zu einer schweren Rezession kommen.

Im dritten Quartal 2011 dürfte das Bruttoinlandsprodukt relativ kräftig ausgeweitet worden sein, dies signalisieren die gute Produktions- und Umsatzentwicklung und die weiter gestiegene Beschäftigung. Die Institute erwarten eine Zunahme um 0,6 % (Tab. 3.1). Für das Winterhalbjahr 2011/12 rechnen sie allerdings damit, dass sich die erhöhte Unsicherheit und die verschlechterten internationalen Rahmenbedingungen in der Produktion niederschlagen. Die Indikatormodelle der Institute deuten für das vierte Quartal auf einen geringen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts hin. Dem dürfte im ersten Quartal ein leichter Anstieg folgen. Anders als im übrigen Euroraum kommt es somit in Deutschland wohl nicht zu einer Rezession. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die Finanzpolitik hierzulande angesichts des vergleichsweise niedrigen strukturellen Budgetdefizits deutlich weniger restriktiv ausgerichtet ist. Auch kommt der deutschen Wirtschaft zugute, dass die Finanzierungsbedingungen erheblich günstiger sind als in Ländern mit hoher öffentlicher oder privater Verschuldung; dies stimuliert die Investitionen. Ferner tragen die guten Beschäftigungsaussichten und die damit einhergehenden stabilen Einkommenserwartungen der privaten Haushalte dazu bei, dass die unsicherheitsbedingte Konsumzurückhaltung nicht allzu stark ausfällt.

Unter der Annahme dieser Prognose, dass die Unsicherheit im Euroraum langsam wieder zurückgehen wird, weil die Schulden- und Vertrauenskrise schrittweise an Schärfe verliert und die Weltwirtschaft nach und nach ihre Schwäche überwindet, dürfte die deutsche Konjunktur ab dem zweiten Quartal 2012 erneut Fahrt aufnehmen. Zudem wird die Geldpolitik der EZB in Deutschland weiterhin relativ expansiv wirken. Angesichts der Schuldenprobleme und der damit verbundenen restriktiven Impulse in anderen Ländern dürfte ein am Durchschnitt des Euroraums orientierter Leitzins gemessen an der Produktionslücke und der Inflati-

**Tab. 3.1**  
**Quartalsdaten zur Entwicklung der Verwendungskomponenten des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>a)</sup>**  
 Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %

	2009				2010				2011				2012			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III <sup>b)</sup>	IV <sup>b)</sup>	I <sup>b)</sup>	II <sup>b)</sup>	III <sup>b)</sup>	IV <sup>b)</sup>
Private Konsumausgaben	0,2	0,5	-0,7	-0,2	0,0	0,8	0,4	0,5	0,4	-0,7	0,7	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Öffentlicher Konsum	1,6	0,7	0,6	0,4	0,9	-0,6	0,8	0,1	0,2	0,2	0,6	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5
Ausrüstungen	-19,2	-2,8	0,2	-1,1	4,1	5,2	4,9	2,6	2,1	1,7	1,5	-0,2	0,4	1,4	1,8	1,8
Bauten	-1,4	-0,8	0,8	0,6	-2,5	6,6	-0,8	-2,5	7,0	-0,9	0,8	0,3	0,3	0,6	1,0	1,1
Sonstige Anlagen	-4,9	1,6	1,8	0,4	0,7	1,4	1,7	2,1	-0,3	1,3	1,4	0,9	0,9	1,3	1,5	1,8
Vorratsinvestitionen <sup>c)</sup>	0,0	-1,6	1,2	-0,5	1,1	-0,1	-0,5	0,2	0,0	0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
Inländische Verwendung	-1,3	-1,5	1,1	-0,6	1,3	1,3	0,2	0,6	1,1	0,4	0,7	-0,2	0,2	0,5	0,5	0,5
Außenbeitrag <sup>c)</sup>	-2,7	1,7	-0,2	1,3	-0,7	0,7	0,5	0,0	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Exporte	-10,3	-1,1	3,4	2,1	3,4	7,0	2,0	1,0	2,1	2,3	0,7	0,3	0,6	1,0	1,3	1,3
Importe	-4,9	-5,4	4,4	-1,0	5,8	6,2	0,9	1,3	1,7	3,2	1,0	0,4	0,7	1,3	1,6	1,6
Bruttoinlandsprodukt	-4,0	0,3	0,8	0,7	0,5	1,9	0,8	0,5	1,3	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,4

<sup>a)</sup> Saison- und arbeitstägliche bereinigte Werte. – <sup>b)</sup> Prognose der Institute. – <sup>c)</sup> Beitrag zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten (Lundberg-Komponenten).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute.

**Tab. 3.2**  
**Eckdaten der Prognose für Deutschland**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Reales Bruttoinlandsprodukt (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	3,3	1,1	- 5,1	3,7	2,9	0,8
Erwerbstätige <sup>a)</sup> (1 000 Personen)	39 857	40 345	40 362	40 553	41 082	41 274
Arbeitslose (1 000 Personen)	3 760	3 258	3 415	3 238	2 968	2 815
Arbeitslosenquote BA <sup>b)</sup> (in %)	9,0	7,8	8,1	7,7	7,0	6,7
Verbraucherpreise <sup>c)</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	2,3	2,6	0,4	1,1	2,3	1,8
Lohnstückkosten <sup>d)</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	- 0,8	2,3	5,5	- 1,1	1,9	1,8
Finanzierungssaldo des Staates <sup>e)</sup> in Mrd. Euro	5,5	- 1,4	- 76,1	- 106,0	- 23	- 15
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	0,2	- 0,1	- 3,2	- 4,3	- 0,9	- 0,6
Leistungsbilanzsaldo in Mrd. Euro	181,2	154,8	133,7	141,1	121	113
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	7,5	6,3	5,6	5,7	4,7	4,3

<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 Arbeitnehmer bezogen auf das reale Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigen. – <sup>e)</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

**GD Herbst 2011**

on in Deutschland zu niedrig sein. Für das Jahr 2012 rechnen die Institute mit einer Zunahme des Bruttoinlandsproduktes um 0,8 %, nach 2,9 % im Jahr 2011 (Tab. 3.2). Das 68 %-Prognoseintervall für das laufende Jahr reicht von 2,7 % bis 3,1 %, für das Jahr 2012 von - 0,8 % bis 2,4 %.<sup>11</sup>

Aufgrund der stärkeren konjunkturellen Dynamik wird wohl die Kerninflationsrate in Deutschland höher sein als in vielen anderen Ländern des Euroraums. Dazu trägt der kräftige Lohnanstieg bei. Die aktuelle Teuerungsrate ist allerdings von Preiserhöhungen bei Rohstoffen, Energie und Nahrungsmitteln geprägt, die sich nicht in gleichem Umfang fortsetzen dürften. Daher wird ein Anstieg der Verbraucherpreise in Deutschland um 2,3 % im Jahr 2011 und um 1,8 % im Jahr 2012 prognostiziert.

Der Arbeitsmarkt dürfte von der kurzen wirtschaftlichen Stagnation nicht zurückgeworfen werden. Die Unternehmen werden zur Überbrückung der konjunkturellen Schwächephase zunächst auf flexible Arbeitszeitinstrumente zurückgreifen. Zudem spricht die zu erwartende Entwicklung des Erwerbspersonenpotenzials in Deutschland dafür, dass die Unternehmen nicht allzu schnell auf eine wirtschaftliche Durststrecke mit einem Abbau der Beschäftigung reagieren. Somit dürften im Jahr 2011 knapp 41,1 Mill. Personen und im Jahr 2012 etwa 41,3 Mill. Personen in Deutschland erwerbstätig sein; die Arbeitslosenquote sinkt auf 7,0 % im Jahr 2011 und 6,7 % im Jahr 2012.

Die Finanzlage des Staates wird im Jahr 2011 überwiegend von konjunkturellen Mehreinnahmen bzw. Minder Ausgaben geprägt. Das Budgetdefizit des Staates wird mit 0,9 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt niedriger aus-

fallen als ursprünglich erwartet. Im Jahr 2012 wird es noch 0,6 % betragen.

## Risiken

Wie im Abschnitt 1 dieses Gutachtens »Zur Lage der Weltwirtschaft« dargelegt, besteht in der derzeitigen Situation das größte Risiko in einer weiteren Zuspitzung der Schulden- und Vertrauenskrise, bei der das europäische Finanzsystem erneut ins Wanken geriete. Dabei muss berücksichtigt werden, dass – anders als nach der Insolvenz von Lehman Brothers vor drei Jahren – viele Staaten eine Rekapitalisierung der nationalen Banken wohl nicht mehr leisten könnten, da die öffentlichen Haushalte bereits sehr stark angespannt sind. Eine Bankenkrise im Euroraum würde angesichts der Vernetzung im Finanzsektor vermutlich auf andere Länder übergreifen und hätte gravierende Konsequenzen für die Wirtschaft in Deutschland.

Die Institute unterstellen eine neuerliche Restrukturierung der griechischen Staatsschuld im Prognosezeitraum. Selbst wenn daraufhin – wie in der Prognose unterstellt – ein Kollaps des Bankensystems vermieden wird, besteht die Gefahr, dass es in Teilbereichen des Finanzsystems, insbesondere auf wenig transparenten Derivatmärkten, zu Ansteckungseffekten kommt. Diese könnten den Stress im Finanzsektor erhöhen und damit auch zu ungünstigeren Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen führen. Die deutsche Konjunktur würde dann über das hier prognostizierte Ausmaß hinaus gedämpft werden, so dass es zu einer Rezession käme.

Es bestehen allerdings auch Chancen, dass sich die Konjunktur in den kommenden Monaten besser entwickelt als hier erwartet. Bisher sind es hauptsächlich die Stimmungs-

<sup>11</sup> Das Prognoseintervall wird aus den Fehlerstreuungen der Herbstprognosen der Jahre 1991 bis 2010 ermittelt.

**Kasten 3.1**  
**Zur Veränderung der Prognose gegenüber dem Frühjahr 2011**

Betrachtet man allein die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP), so weicht die vorliegende Prognose nur wenig von der vom Frühjahr ab (Tab. 3.3). Damals war für das laufende Jahr eine Zunahme um 2,8 % erwartet worden, nun prognostizieren die Institute einen Anstieg um 2,9 %. Allerdings stehen hinter beiden Raten deutlich unterschiedliche konjunkturelle Vorstellungen. Im Frühjahr war ein mehr oder weniger kontinuierlicher Aufschwung prognostiziert worden. Tatsächlich nahm das BIP im ersten Quartal kräftiger zu als damals erwartet, was für sich genommen zu einer höheren Prognose führt. Anschließend kühlte sich aber die Konjunktur deutlich ab. Dämpfende Impulse kamen insbesondere aus dem Ausland, was sich an der Abwärtsrevision der Prognose für den Welthandel ablesen lässt. Folglich wird in der Herbstdiagnose nur noch von einem Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags von 0,5 Prozentpunkten ausgegangen, nach 1,1 Prozentpunkten in der Frühjahrsdiagnose. Die Inlandsnachfrage entwickelt sich demgegenüber etwas günstiger als vor einem halben Jahr prognostiziert. Bei den meisten Verwendungskomponenten ergaben sich nur geringe Veränderungen. Stärker eingeschätzt werden die Bauinvestitionen. Zudem ist nach den Daten für das erste Halbjahr mit einem Lageraufbau zu rechnen, im Frühjahr war ein Lagerabbau erwartet worden.

Aufgrund des ungünstigeren internationalen Umfelds und der wachsenden Verunsicherung wegen der Staatsschuldenkrise im Euroraum fällt die BIP-Prognose für das Winterhalbjahr 2011/12 schlechter aus. Demzufolge wird die Prognose für 2012 deutlich nach unten revidiert, und zwar von 2,0 % auf 0,8 %.

Allerdings ist die vorliegende Prognose mit der vom Frühjahr 2011 nicht vollständig vergleichbar. Im September hat das Statistische Bundesamt die Ergebnisse der großen Revision 2011 der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) vorgelegt, mit der alle Angaben zurück bis 1991 verändert wurden, so dass sich die statistische Ausgangsbasis für die Prognose heute anders darstellt als im Frühjahr.

Ursache der Revision 2011 war die auf internationaler Ebene vereinbarte Umstellung der VGR auf die neue Systematik der Wirtschaftszweige (WZ 2008). Diese basiert auf den Vorgaben der Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Revision 2). Die Gliederungsstruktur der WZ 2008 ist gegenüber ihrer Vorgängerversion WZ 2003 umfassend geändert worden. So wurden auf der Entstehungsseite neue Gliederungspositionen geschaffen, wie der Sektor Information und Kommunikation, der sich schwerpunktmäßig aus den früheren Bereichen Verarbeitendes Gewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung, Grundstückswesen, Vermietung und Erbringung sonstiger öffentlicher und persönlicher Dienstleistungen zusammensetzt. Zudem ist die WZ 2008 in einigen Dienstleistungsbereichen tiefer gegliedert als die WZ 2003.

**Tab. 3.3**  
**Prognose und Prognosekorrektur für das Jahr 2011**  
 Verwendung des realen Bruttoinlandsprodukts

	Frühjahrgutachten		Herbstgutachten		Prognosekorrektur für 2011	
	Prognosewerte für 2011		Prognosewerte für 2011		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>	Frühjahrgutachten Spalte (3) abzüglich Spalte (1)	Herbstgutachten Spalte (4) abzüglich Spalte (2)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Inländische Verwendung	1,8	1,7	2,6	2,4	0,8	0,7
Privater Konsum	1,2	0,7	1,2	0,7	0,0	0,0
Staatlicher Konsum	1,3	0,3	1,1	0,2	-0,2	-0,1
Ausrüstungen	10,5	0,7	9,6	0,7	-0,9	0,0
Bauten	2,2	0,2	5,8	0,6	3,6	0,4
Sonstige Anlagen	6,3	0,1	4,3	0,0	-2,0	-0,1
Vorratsveränderungen	-	-0,3	-	0,3	-	0,6
Außenbeitrag	-	1,1	-	0,5	-	-0,6
Ausfuhr	9,8	4,5	7,8	3,6	-2,0	-0,9
Einfuhr	8,2	-3,4	7,7	-3,2	-0,5	0,2
Bruttoinlandsprodukt	2,8	2,8	2,9	2,9	0,1	0,1
<i>Nachrichtlich:</i>						
Bruttoinlandsprodukt USA	3,0	-	1,6	-	-	-
Bruttoinlandsprodukt Euroraum	1,7	-	1,5	-	-	-
Welthandel	9,0	-	6,0	-	-	-
Verbraucherpreise	2,4	-	2,3	-	-	-

<sup>a)</sup> Beiträge der Verwendungskomponenten zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (Lundberg-Komponenten). Der Wachstumsbeitrag einer Verwendungskomponente 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 %.

Quellen: Berechnungen der Institute.

*Fortsetzung Kasten 3.1*

Eine Anpassung der Wirtschaftszweigsystematik dürfte für gesamtwirtschaftliche Größen wie das BIP für sich genommen allenfalls geringe Änderungen nach sich ziehen. Allerdings wurde die große Revision auch diesmal genutzt, um eine Reihe weiterer methodischer Anpassungen und Aktualisierungen vorzunehmen. So wurden die kreislaufmäßige Abstimmung des BIP verbessert und so die in den letzten Jahren aufgetretenen Diskrepanzen zwischen Entstehungs- und Verwendungsrechnung verringert. Zudem wurden die VGR verstärkt mit den Ergebnissen des Unternehmensregisters abgeglichen, auch ist die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 2008 berücksichtigt. Eine wichtige Änderung betrifft die Buchung der Gewerbesteuereinnahmen, die nunmehr als direkte Steuer und nicht mehr als Produktionsabgabe erfasst werden, was für sich genommen den Anteil der Gewinne am Volkseinkommen im Jahr 2010 um 1,2 Prozentpunkte erhöht. Schließlich wurden turnusmäßig alle realen verketteten Angaben auf das Referenzjahr 2005 (vormals 2000) umgestellt.

Gegenüber den bisher veröffentlichten Ergebnissen des Statistischen Bundesamts weichen die jahresdurchschnittlichen Veränderungsraten des BIP im Zeitraum 1991 bis 2010 um bis zu 0,6 Prozentpunkte ab. Im Vorjahresvergleich wurden die vierteljährlichen Veränderungsraten um bis zu 0,7 Prozentpunkte revidiert, die Quartalsraten um bis zu 0,5 Prozentpunkte. Die mittlere absolute Revision beträgt bei Vorjahresraten 0,2 Prozentpunkte und bei Vorquartalsraten 0,1 Prozentpunkte. Der konjunkturelle Verlauf hat sich durch die Revision alles in allem aber nicht gravierend verändert.

GD Herbst 2011

indikatoren und die Finanzmarktdaten, die auf eine deutliche Eintrübung der Konjunktur hindeuten. Die realwirtschaftlichen Daten waren hingegen bis zuletzt überwiegend gut. Wenn es der Politik in nächster Zeit gelänge, einen Ausweg aus der Schuldenkrise aufzuzeigen, könnte sich die Stimmung rasch wieder verbessern und die Konjunkturaussichten würden sich aufhellen.

## Rahmenbedingungen und Annahmen für die Prognose

### Weltwirtschaftliches Umfeld und monetäre Rahmenbedingungen

Die Prognose beruht auf folgenden Annahmen: Der Rohölpreis (Brent) beträgt in diesem Jahr 111 und im kommenden Jahr 113 US-Dollar pro Barrel. Der Welthandel nimmt im Jahr 2011 um 6 % und im Jahr 2012 um 5 % zu. Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar liegt im Prognosezeitraum bei 1,38. Die Europäische Zentralbank wird den maßgeblichen Leitzins bis Ende 2011 auf 1 % senken und ihn 2012 auf dem Niveau belassen.

Ferner beruht die vorliegende Prognose – wie im internationalen Teil dieser Diagnose näher ausgeführt – auf der Annahme, dass es in Europa trotz einer weiteren Restrukturierung der griechischen Staatsschulden nicht zu einer Bankenkrise kommt.

### Finanzpolitik auf Konsolidierungskurs

Die Finanzpolitik ist im Jahr 2011 auf einen Konsolidierungskurs eingeschwenkt, um den Anforderungen der im Grundgesetz verankerten Schuldenregel zu entsprechen. Die Bundesregierung hat mit dem »Zukunftspaket« Abgaben erhöht und Ausgaben gekürzt, was den Staatshaushalt im laufenden Jahr um 8 Mrd. Euro entlastet (Tab. 3.4). Zudem haben die Länder und etliche Gemeinden Konsolidierungsmaßnahmen beschlossen, die überwiegend auf der Ausgabenseite ansetzen; ferner erhöhen einige Länder die Grunderwerb-

steuer und viele Gemeinden ihre Abgaben. Außerdem laufen verschiedene Konjunkturstimuli nach und nach aus. Schließlich wurden zu Jahresbeginn die Beitragssätze zur Arbeitslosenversicherung und zur gesetzlichen Krankenversicherung angehoben, und im Gesundheitswesen traten Kostendämpfungsmaßnahmen in Kraft. Im Jahr 2012 schwächt sich das Konsolidierungstempo ab, auch weil die Einführung der geplanten Finanzmarktsteuer, die im »Zukunftspaket« mit 2 Mrd. Euro veranschlagt ist, ausgesetzt wird, bis ein gemeinsames Vorgehen in der EU gefunden wird. Zudem dürfte zu Beginn des kommenden Jahres in der gesetzlichen Rentenversicherung aufgrund der steigenden Nachhaltigkeitsrücklage der Beitragssatz gesenkt werden.<sup>12</sup> Alles in allem ist – verglichen mit dem Rechtsstand im Jahr 2010 – mit einem restriktiven finanzpolitischen Impuls in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt von 0,6 % in diesem und von 0,8 % im kommenden Jahr zu rechnen; der restriktive Impuls gegenüber 2011 beträgt 2012 folglich 0,2 Prozentpunkte.

### Finanzierungsbedingungen in Deutschland bleiben günstig

Die Finanzierungsbedingungen in Deutschland haben sich trotz der Verwerfungen an den Finanzmärkten seit dem Frühjahr kaum verändert. Die durchschnittlichen Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich seit März nur geringfügig; sie stiegen um 15 Basispunkte auf 4 % im Juli. Die Kosten für Kredite an private Haushalte blieben im selben Zeitraum unverändert. Der Zinssatz für Konsumentenkredite lag bei 6,1 %, jener für Wohnungsbaukredite bei 4,5 %. Die Kreditbestände wurden in mo-

<sup>12</sup> Nach geltendem Rentenrecht soll die Nachhaltigkeitsrücklage zur gesetzlichen Rentenversicherung zwischen 0,2 und 1,5 Monatsausgaben der Rentenversicherung liegen. Werden diese Größenordnungen nach der im Oktober vorgenommenen Schätzung durch die Bundesregierung am Ende des darauf folgenden Jahres über- bzw. unterschritten, so ist der Beitragssatz entsprechend anzupassen. Nach den Berechnungen der Institute würde die Nachhaltigkeitsrücklage am Ende des kommenden Jahres diesen Grenzwert übersteigen. In dieser Prognose ist unterstellt, dass der Beitragssatz zu Beginn des kommenden Jahres um 0,3 Prozentpunkte gesenkt wird.

Tab. 3.4

**Finanzpolitische Maßnahmen<sup>a)</sup>**

Haushaltsentlastungen (+) und Haushaltsbelastungen (-) in Mrd. Euro gegenüber 2010

	2011	2012
Einführung einer Luftverkehrsabgabe	1,0	1,0
Abbau von Vergünstigungen bei der Energie- und der Stromsteuer	0,8	0,6
Einführung einer Kernbrennstoffsteuer	1,0	1,3
Erhöhung der Tabaksteuer	0,2	0,5
Jahressteuergesetz 2010	- 0,8	- 0,5
Steuervereinfachungsgesetz		- 0,8
Einführung einer Bankenabgabe	0,5	0,8
Verpflichtung der Deutschen Bahn AG zur Auszahlung einer Bahndividende	0,5	0,5
Erhöhung des Beitragssatzes zur Arbeitslosenversicherung um 0,2 %-Punkte	1,8	1,9
Anhebung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Krankenversicherung um 0,6 %-Punkte	5,6	5,8
Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung um 0,3 %-Punkte		- 2,9
Änderung des Satzes zur Insolvenzgeldumlage	- 2,8	- 2,1
Diskretionäre Maßnahmen von Länder und Gemeinden	1,3	1,8
Schrittweise Abschaffung der Eigenheimzulage	1,2	2,4
Reduktion des Elterngeldes	0,7	0,7
Kürzung der Verwaltungsausgaben	0,8	0,8
Wegfall des befristeten Zuschlags beim Übergang von ALG in ALG II	0,2	0,2
Wegfall der Heizkostenkomponente beim Wohngeld	0,1	0,3
Ersatz von Pflicht- durch Ermessensleistungen (SGB II und SGB III)	1,0	2,0
Einsparungen bei disponiblen Ausgaben	1,5	2,5
Anpassung der Regelsätze bei ALG II und Bildungspaket	- 1,2	- 1,2
Eingriffe in die Rentenformel	- 1,5	2,2
Umsetzung von Einsparmaßnahmen im Gesundheitssektor	3,0	3,0
<b>Insgesamt</b>	<b>14,9</b>	<b>20,8</b>
<b>Insgesamt, im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in %</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>

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

Quellen: BMF; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2011

deratem Tempo ausgeweitet. So waren die Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften im August um 1,5 % höher als ein Jahr zuvor; bei den Konsumentenkrediten und den Wohnungsbaukrediten betragen die entsprechenden Raten 2,0 % und 1,3 %.

Umfrageergebnisse deuten ebenfalls auf eine weiterhin gute Kreditversorgung hin. So zeigt die Umfrage unter Banken in Deutschland (Bank Lending Survey) vom Oktober, dass die Auswirkungen der Zuspitzung der Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum nicht zu einer deutlichen Straffung der Kreditvergabestandards geführt hat. Die Vergabestandards für Unternehmenskredite blieben per saldo unverändert, lediglich bei Wohnungsbau- und Konsumkrediten wurde eine leichte Verschärfung der Vergabestandards angebegeben. Auch die Befragung von Unternehmen lässt auf ein weiterhin günstiges Umfeld schließen. So ist die ifo Kredithürde für die gewerbliche Wirtschaft seit März leicht gesunken; lediglich im September zog sie geringfügig an. Nur ein Fünftel der Unternehmen empfand die Kreditvergabe zuletzt als restriktiv.

Die Finanzierungskosten an den Kapitalmärkten entwickelten sich uneinheitlich. Während die durchschnittlichen Ren-

den von Anleihen der öffentlichen Hand und von Bankschuldverschreibungen seit März um etwa 100 Basispunkte auf 2,1 % bzw. 2,6 % gesunken sind, stieg die durchschnittliche Rendite von Unternehmensanleihen im selben Zeitraum um 50 Basispunkte auf 4,4 %. Damit erhöhte sich im Zuge der erneuten Finanzmarkturbulenzen der Risikoaufschlag, den Unternehmen gegenüber Bundesanleihen zahlen mussten. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass die Kapitalmarktfinanzierung für deutsche Unternehmen mit einem Anteil von lediglich 17 % an der Fremdkapitalfinanzierung eine untergeordnete Rolle spielt.

Unter der in dieser Prognose getroffenen Annahme, dass eine Restrukturierung der griechischen Staatsschulden nicht zu Ansteckungseffekten in anderen Ländern des Euroraums führt, erwarten die Institute, dass die Finanzierungsbedingungen günstig bleiben. Die Geldmarktzinsen dürften infolge der von den Instituten erwarteten Leitzinssenkung durch die EZB um einen halben Prozentpunkt etwas sinken. Die Kreditvergabestandards dürften im Prognosezeitraum weiter günstig bleiben, so lässt auch der Bank Lending Survey keine nennenswerte Veränderung der Kreditvergabestandards in den kommenden drei Monaten erwarten.

## Die Entwicklung im Einzelnen

### Dämpfer für die Exporte

Der deutsche Außenhandel wurde in der ersten Jahreshälfte kräftig ausgeweitet. Die Ausfuhren stiegen in beiden Quartalen jeweils um mehr als 2 %. Da die Importe fast ebenso stark zunahmen – im zweiten Quartal um 3,2 % nach 1,7 % im ersten Quartal –, lieferte der Außenhandel in der ersten Jahreshälfte jedoch nur einen kleinen Beitrag zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts. Dabei expandierte der deutsche Außenhandel im zweiten Quartal sogar lebhafter als der Weltmarkt. Dies dürfte jedoch auf temporäre Faktoren zurückzuführen sein. So wurde Deutschland weit weniger von Störungen im Gefolge der Naturkatastrophe in Japan getroffen als andere Volkswirtschaften.

Maßgeblich für den kräftigen Exportanstieg in der ersten Jahreshälfte war die Zunahme der Lieferungen in den Euroraum, die sich nach einer leichten Verlangsamung gegen Ende des vergangenen Jahres wieder beschleunig-

te. Auch die Ausfuhren in die USA legten wieder stärker zu, nachdem sich ihre Expansion im zweiten Halbjahr 2010 deutlich abgeschwächt hatte. Die Ausfuhren in den asiatischen Raum verloren dagegen im Verlauf der ersten Jahreshälfte, nach einem schwungvollen Start ins Jahr, erheblich an Dynamik. Die Nachfrage der OPEC-Länder nach deutschen Gütern ist deutlich zurückgegangen, was vor allem darauf zurückzuführen ist, dass die Ausfuhren nach Libyen aufgrund des dortigen Bürgerkriegs eingebrochen sind. Kräftig expandierten im Gegensatz dazu die Ausfuhren nach Russland, das von den höheren Ölpreisen profitiert (Abb. 3.1).

Für die kommenden Monate deuten die Indikatoren darauf hin, dass sich die Dynamik der Ausfuhren spürbar verlangsamten wird. So sind die Exporterwartungen der deutschen Unternehmen ebenso wie die Produktionserwartungen der Unternehmen in wichtigen Handelspartnerländern zuletzt geregelt eingebrochen, und die Auftragseingänge aus dem Ausland sind seit Jahresbeginn kaum noch gestiegen. Auch hat der Auftragsbestand zuletzt etwas abgenommen, wenn-

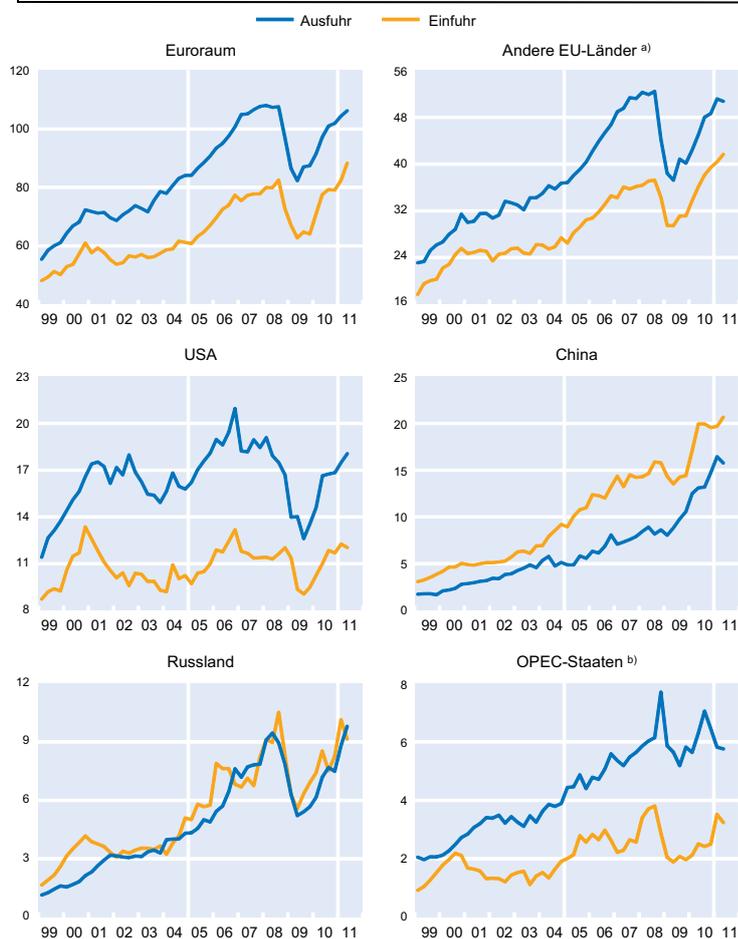
gleich er sich immer noch auf einem recht hohen Niveau befindet. Im dritten Quartal dürfte der Zuwachs der Exporte mit 0,7 % bereits deutlich geringer ausgefallen sein als in den Vorquartalen. Im Winterhalbjahr 2011/12 wird die Expansion der Ausfuhren wohl abermals nachlassen, da sich die Konjunktur in den asiatischen Schwellenländern und in den USA abschwächt und der übrige Euroraum in eine Rezession abrutscht. Erst im weiteren Verlauf des kommenden Jahres dürften mit der erwarteten Belebung der Konjunktur in den Handelspartnerländern auch die Ausfuhren wieder anziehen.

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen gegenüber dem übrigen Euroraum dürfte sich im Prognosezeitraum durch den etwas stärkeren Anstieg der Lohnstückkosten leicht verschlechtern, da der konjunkturelle Einbruch und der Anstieg der Arbeitslosigkeit dort den Kostenauftrieb weiterhin bremsen werden. Dagegen werden sich die Produktionskosten in den Schwellenländern trotz der Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung wohl weiterhin deutlich stärker erhöhen als in Deutschland. Vor diesem Hintergrund dürfte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit insgesamt nahezu unverändert bleiben. Alles in allem werden die Ausfuhren im kommenden Jahr nur noch um 2,9 % zulegen, nach einem Anstieg von 7,8 % im laufenden Jahr (Abb. 3.2).

Die Expansion der Einfuhren beschleunigte sich im Verlauf der ersten Jahreshälfte vor allem aufgrund der kräftig anziehenden Ausrüstungs- und Lagerinvestitionen spürbar.

Abb. 3.1

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



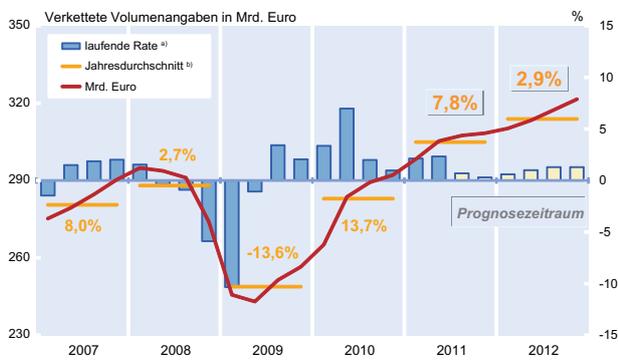
<sup>a)</sup> Polen, Ungarn, Tschechien, Lettland, Litauen, Bulgarien, Dänemark, Rumänien, Schweden, Großbritannien.

<sup>b)</sup> Algerien, Libyen, Nigeria, Venezuela, Irak, Iran, Saudi-Arabien, Kuwait, Katar, Vereinigte Arabische Emirate, Indonesien.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute.

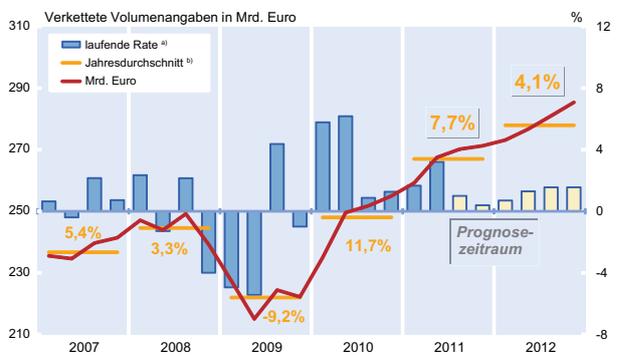
GD Herbst 2011

**Abb. 3.2**  
**Reale Exporte**  
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: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

**Abb. 3.3**  
**Reale Importe**  
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: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

Insbesondere die Einfuhr von Investitionsgütern nahm im zweiten Quartal kräftig zu und trug damit maßgeblich zur starken Ausweitung der Importe bei. Der deutliche Anstieg der Stromimporte im zweiten Quartal als Folge der Abschaltung und Wartung mehrerer Atomkraftwerke spielte dagegen nur eine untergeordnete Rolle, da der Anteil von Strom an den gesamten Einfuhren mit weniger als 1 % gering ist. Ebenfalls fiel kaum ins Gewicht, dass die Einfuhren aus Japan durch die Lieferschwierigkeiten japanischer Hersteller im Gefolge der Naturkatastrophe gebremst wurden, weil der Anteil Japans am deutschen Außenhandel sehr gering ist.

Im dritten Quartal dürfte sich die Expansion der Importe spürbar verlangsamt haben. Zum einen haben die deutschen Exporteure wohl weniger Vorleistungsgüter nachgefragt. Zum anderen haben die Unternehmen ihre Läger im zweiten Quartal offenbar kräftig aufgestockt, so dass sie vorübergehend etwas weniger importieren. Bis Jahresende dürften sich die Zuwächse bei den Einfuhren weiter verlangsamen, weil auf-

grund der geringeren Exportdynamik weniger Vorleistungsgüter benötigt werden und auch die Binnennachfrage an Schwung verliert. Im Verlauf des kommenden Jahres werden die Importe mit der Belebung der Konjunktur wieder beschleunigt zunehmen. Alles in allem dürften die Einfuhren im laufenden Jahr um 7,7 % zulegen. Im kommenden Jahr wird sich der Anstieg wohl auf 4,1 % belaufen (Abb. 3.3). Da die Binnennachfrage in Deutschland stärker zunehmen wird als im Gros der Abnehmerländer, rechnen die Institute damit, dass der Außenbeitrag im Prognosezeitraum zurückgeht. Gleichwohl wird sich im laufenden Jahr insgesamt noch ein positiver Beitrag zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts ergeben. Im kommenden Jahr wird er auf – 0,4 Prozentpunkte sinken (Tab. 3.5).

Die Einfuhrpreise sind vor allem aufgrund des Preisanstiegs für Energieträger und Nahrungsmittel bereits seit etwa zwei Jahren deutlich aufwärts gerichtet. Im zweiten Quartal verlangsamt sich der Preisauftrieb etwas, gleichwohl blieb er mit 0,8 % gegenüber dem Vorquartal kräftig. Im Prognosezeitraum wird er sich spürbar abschwächen. So werden die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auslaufen. Hinzu kommt, dass die vorübergehende Schwäche der Konjunktur weltweit die Preissetzungsspielräume der Produzenten einschränken wird. Die Importpreise werden im Jahresdurchschnitt 2012 um 0,5 % anziehen, nach einem Anstieg um 5,6 % im laufenden Jahr.

Auch der Auftrieb bei den Exportpreisen hat sich im Verlauf des Jahres deutlich abgeschwächt, im zweiten Quartal stagnierten sie sogar nahezu. Im Prognosezeitraum werden die Exporteure ihre Preise wohl nur wenig erhöhen. Zwar haben sie aufgrund ihres hohen Spezialisierungsgrades einen vergleichsweise großen Spielraum bei der Preisgestaltung.<sup>13</sup>

**Tab. 3.5**  
**Beiträge der Nachfragekomponenten zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>a)</sup>**  
in Prozentpunkten

	2010	2011	2012
Konsumausgaben	0,7	0,9	0,8
Private Haushalte <sup>b)</sup>	0,4	0,7	0,5
Staat	0,3	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	1,0	1,3	0,4
Ausrüstungen	0,7	0,7	0,2
Bauten	0,2	0,6	0,1
Sonstige Anlagen	0,1	0,0	0,1
Vorratsveränderungen	0,7	0,3	0,0
Inlandsnachfrage	2,3	2,4	1,2
Außenbeitrag	1,5	0,4	- 0,4
Exporte	5,8	3,6	1,5
Importe	- 4,3	- 3,2	- 1,9
Bruttoinlandsprodukt <sup>c)</sup>	3,7	2,9	0,8

<sup>a)</sup> Zur Definition vgl. Tabelle 3.3. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. – <sup>b)</sup> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. – <sup>c)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

<sup>13</sup> Vgl. dazu auch Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise ungelöst, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2011, Halle, S. 59ff.

**Tab. 3.6**  
**Indikatoren zur Außenwirtschaft<sup>a)</sup>**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %					
Exporte, real						
Waren	8,5	2,3	-16,3	15,2	8,8	3,0
Dienstleistungen	5,0	5,2	2,2	6,1	2,0	2,5
Importe, real						
Waren	5,7	3,7	-9,8	12,8	9,2	4,2
Dienstleistungen	4,2	1,9	-6,6	7,7	1,3	3,6
Terms of Trade	0,5	-1,5	3,8	-2,0	-2,9	0,0
	in Mrd. Euro					
Außenbeitrag, nominal	170,0	154,2	118,5	135,5	116,4	106,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>b)</sup>	181,2	154,8	133,7	141,1	121,0	113,0

<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; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

Wegen der konjunkturellen Schwächephase in vielen Abnehmerländern sind die Möglichkeiten der Überwälzung steigender Lohnstückkosten aber begrenzt, will man keine allzu großen Absatzeinbußen hinnehmen. Im laufenden Jahr werden die Exportpreise wohl um 2,5 %, im kommenden Jahr nur noch um 0,5 % zulegen. Vor diesem Hintergrund dürften sich die Terms of Trade, die sich in diesem Jahr spürbar verschlechtert haben, im kommenden Jahr kaum verändern (Tab. 3.6).

### Vorübergehende Flaute bei den Ausrüstungs-investitionen

Die Investitionskonjunktur war bis zur Jahresmitte sehr lebhaft. Im zweiten Quartal 2011 legten die Ausrüstungsinvestitionen um 1,7 % und damit nur wenig schwächer zu als im Quartal zuvor. Stimuliert von den seit geraumer Zeit sehr niedrigen Zinsen und der insbesondere in der Industrie bereits überdurchschnittlichen und weiter zunehmenden Kapazitätsauslastung wurden verstärkt Erweiterungsinvestitionen vorgenommen.

Im Prognosezeitraum werden die Unternehmen wohl zurückhaltender agieren. Zwar scheint die Investitionstätigkeit im dritten Quartal intakt gewesen zu sein. So nahmen die Inlandsumsätze der Investitionsgüterhersteller nochmals deutlich zu und ihre Auftragsbestände waren sehr hoch.<sup>14</sup> Allerdings dürften die erhöhte Unsicherheit und ungünstige Erwartungen die Investitionsbereitschaft der Unternehmen im kommenden Winterhalbjahr deutlich dämpfen. Zwar waren die Auftragseingänge bei den Investitionsgüterherstellern aus dem Inland bis zuletzt tendenziell aufwärts gerichtet, jedoch ist bei einer deutlichen Abschwächung der Konjunktur üblicherweise mit Stornierungen zu rechnen.

<sup>14</sup> Die Reichweite der vorhandenen Bestellungen hat laut ifo Konjunkturtest bis zuletzt zugenommen und liegt derzeit im Durchschnitt des Investitionsgütergewerbes bei 4, im Maschinenbau sogar bei etwa 4½ Produktionsmonaten.

Besonders die Absatzaussichten der Exportwirtschaft haben sich aufgrund der weltweiten Konjunkturschwäche deutlich eingetrübt. Die zu erwartende Abnahme der Kapazitätsauslastung, verbunden mit Gewinneinbußen, wird viele exportierende Unternehmen veranlassen, geplante Erweiterungsinvestitionen zunächst zurückzustellen. Die konsumnahen Produzenten werden bei einem nur mäßig steigenden Konsum und etwa durchschnittlich ausgelasteten Kapazitäten ihre Investitionen wohl kaum ausweiten. Lediglich die Investitionsbudgets für Baumaschinen und -geräte dürften zunehmen, da die Unternehmen des Baugewerbes eine überdurchschnittlich hohe Geräteauslastung melden und die Produktion in diesem Sektor weiter anziehen wird.

Ab dem Frühjahr 2012 dürfte die Investitionskonjunktur wieder anspringen. Mit der von den Instituten unterstellten allmählichen Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten wird auch die Verunsicherung bei den Unternehmen abnehmen. Zurückgestellte Investitionen werden dann zügig nachgeholt. Das Finanzierungsumfeld wird diese Tendenzen stützen: Die Gewinne dürften merklich steigen, und die Finanzierungsbedingungen werden voraussichtlich günstig bleiben. Insgesamt nehmen die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2011 voraussichtlich um 9,6 % zu; im kommenden Jahr wird der Anstieg, auch wegen des statistischen Unterhangs zu Jahresbeginn, wohl lediglich 3,3 % betragen (Abb. 3.4).

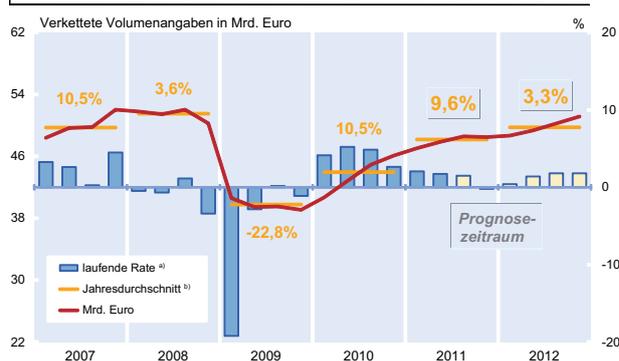
### Bauinvestitionen bleiben aufwärts gerichtet

Die Bauinvestitionen sind seit Mitte 2009 in der Tendenz deutlich gestiegen. Zwar ging die Baunachfrage zuletzt zurück. Dies ist aber wohl nur eine kurzfristige Gegenbewegung zum kräftigen ersten Quartal, in dem witterungsbedingte Ausfälle vom Ende des vergangenen Jahres aufge-

**Abb. 3.4**

#### Reale Investitionen in Ausrüstungen

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: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

**Tab. 3.7**  
**Reale Bauinvestitionen**  
2008 bis 2012

	2010	2008	2009	2010	2011	2012
	Anteil in %	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Wohnbauten	56,2	- 3,5	- 2,4	3,5	6,7	2,3
Nichtwohnbauten	43,8	3,1	- 3,6	0,6	4,7	0,0
Gewerblicher Bau	30,3	3,1	- 6,4	1,7	5,7	0,3
Öffentlicher Bau	13,5	3,1	3,1	- 1,8	2,5	- 0,7
Bauinvestitionen	100,0	- 0,7	- 3,0	2,2	5,8	1,3

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute;  
2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

holt wurden. Zwischen Herbst 2010 und Sommer 2011 belief sich der Zuwachs bei den Bauinvestitionen auf mehr als 3 %. Dabei entwickelten sich alle Sparten positiv.

Die Wohnungsbauminvestitionen werden im Prognosezeitraum weiter expandieren. Die entscheidenden Anstöße kommen von der gefestigten Arbeitsmarktlage und den steigenden real verfügbaren Einkommen. Außerdem sind die Hypothekenzinsen weiterhin niedrig, und die privaten Haushalte sind hinsichtlich der Sicherheit anderer Anlageformen skeptischer geworden. Die Auftragseingänge und -bestände des Bauhauptgewerbes im Wohnungsbau deuten sogar auf eine nochmals kräftig zunehmende Neubautätigkeit hin. Dennoch wird sich der Auftrieb im Winterhalbjahr wohl leicht abschwächen, wie die Baugenehmigungen und Geschäftserwartungen der Bauunternehmen anzeigen. Die Verunsicherung der privaten Haushalte hinsichtlich der realwirtschaftlichen Perspektiven dürfte sich im Verlauf des nächsten Jahres zurückbilden. Außerdem dürfte die energetische Sanierung, die bereits in den zurückliegenden Jahren der Treiber im Ausbau war, angesichts der im Rahmen der Energiewende aufgestockten Förderung Impulse geben. Die Investitionen in Wohnbauten steigen in diesem Jahr um 6,7 %, im nächsten Jahr um 2,3 % (Tab. 3.7).

Der Wirtschaftsbau dürfte im Winterhalbjahr einen Dämpfer erhalten, da er von ähnlichen Fundamentalfaktoren bestimmt wird wie die Ausrüstungsinvestitionen. Die Auftragsbestände deuten zwar für das dritte Quartal auf eine Ausweitung hin. Die Verunsicherung der Unternehmen über die Schuldenkrise und den Fortgang der Konjunktur hat sich aber jüngst verstärkt. In einem solchen Umfeld werden bestehende Investitionspläne zurückgestellt und ausstehende Investitionsprojekte aufgeschoben, so dass sich die Bautätigkeit im Winterhalbjahr vorübergehend abschwächen wird. Auch die Baugenehmigungen, hier besonders die bei Fabrik- und Werkstattgebäuden, sowie die Erwartungen der Bauunternehmen signalisieren einen solchen Dämpfer. Vor dem Hintergrund einer Belebung der Konjunktur sowie nach wie vor günstiger Finanzierungsbedingungen dürfte der Wirtschaftsbau im Verlauf des Jahres 2012 wieder zulegen. Der Wirtschaftsbau nimmt in diesem Jahr mit 5,7 % kräftig, im kommenden Jahr mit 0,3 % wohl nur leicht zu.

Die öffentlichen Bauinvestitionen werden im laufenden Jahr ausgeweitet. Zwar schwächen sich die Impulse von Seiten der Konjunkturpakete ab. Jedoch hat sich aufgrund kräftig gestiegener Steuereinnahmen die Finanzlage der Kommunen, dem staatlichen Hauptinvestor, deutlich entspannt, so dass ihre Investitionstätigkeit sogar leicht zulegen dürfte. Im kommenden Jahr gibt die Baunachfrage mit dem vollständigen Auslaufen der Konjunkturpakete zunächst nach, was auch den leichten Rückgang im Jahr insgesamt begründet. Im weiteren Verlauf dürften sich die Investitionen allerdings erholen. Die Bauinvestitionen des Staates steigen in diesem Jahr um 2,5 %. Im nächsten Jahr geben sie um 0,7 % nach.

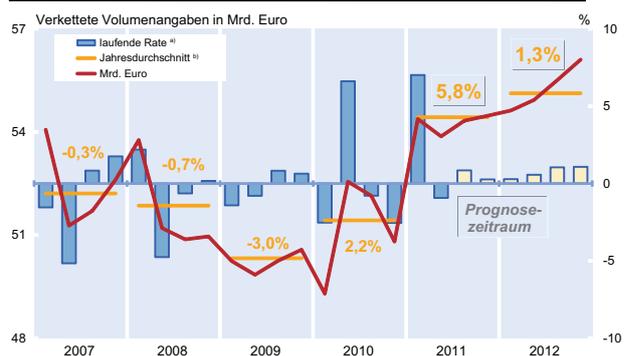
Insgesamt expandieren die Bauinvestitionen im Jahr 2011 mit einer Rate von 5,8 % außerordentlich kräftig. Im kommenden Jahr bleiben sie aufwärts gerichtet, der Zuwachs fällt mit 1,3 % aber deutlich geringer aus (Abb. 3.5).

**Privater Konsum expandiert verhalten**

Der private Konsum, der seit dem Frühjahr des vergangenen Jahres kontinuierlich gestiegen war, ist im zweiten Quartal 2011 merklich gesunken. Maßgeblich hierfür war, nach den ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamts, der Rückgang der Einkommen aus unternehmerischer Tätigkeit und Vermögen. Die Nettolohnsumme war dagegen im Gefolge des Arbeitsplatzaufbaus und verstärkt geleisteter betrieblicher Sonderzahlungen deutlich im Plus.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte der private Konsum wieder steigen. Die günstige Beschäftigungsentwicklung und höhere Entgeltsteigerungen lassen die Nettolöhne weiter kräftig expandieren. Auch die Gewinn- und Vermögenseinkommen nehmen zu, wenngleich mit einer geringeren Rate als im ersten Halbjahr. Die gesetzlichen Altersrenten, die zur Mitte dieses Jahres um 1 % angehoben wurden, tragen

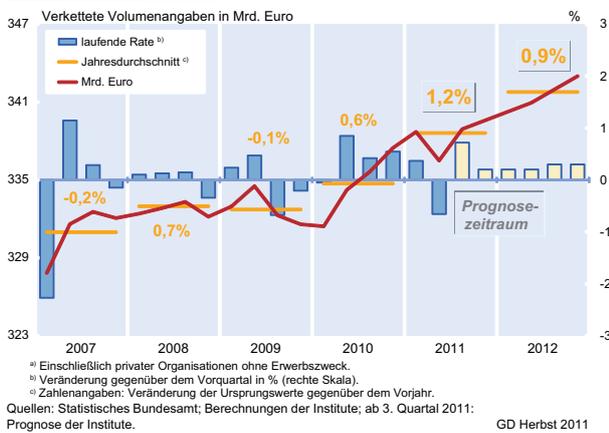
**Abb. 3.5**  
**Reale Bauinvestitionen**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
<sup>b)</sup> Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

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



– anders als im Vorjahr – zum Anstieg der verfügbaren Einkommen bei. Die Institute rechnen mit einer unveränderten Sparquote. Zwar hat sich das Konsumentenvertrauen im Gefolge der Unsicherheiten an den Finanzmärkten zuletzt eingetrübt. Die Bereitschaft der Verbraucher, größere Anschaffungen zu tätigen, ist aber Umfragen zufolge immer noch sehr hoch. Alles in allem dürften die privaten Konsumausgaben im Jahresdurchschnitt 2011 um 1,2 % zunehmen (Abb. 3.6).

Im kommenden Jahr wird der private Konsum verhalten expandieren. Zwar werden die Tarifverdienste rascher als in diesem Jahr zulegen, die Effektivverdienste dürften aber deutlich langsamer steigen. Da zudem das Arbeitsvolumen stagniert, werden die Bruttolöhne und Gehälter nur noch um 2,8 % zunehmen, nach 4,9 % im laufenden Jahr. Netto ergibt sich trotz der Beitragssatzsenkung in der gesetzlichen Rentenversicherung aufgrund der kalten Progression bei der Lohnsteuer nur ein Anstieg um 2,7 %. Auch die Gewinn- und Vermögenseinkommen dürften langsamer als zuvor expandieren. Die monetären Sozialleistungen werden dagegen wieder etwas steigen. Hier schlägt zu Buche, dass die Renten Mitte 2011 angehoben wurden und Mitte 2012 voraussichtlich stärker als im laufenden Jahr erhöht werden. Alles in allem dürften die verfügbaren Einkommen im Jahr 2012 um 2,5 % (bereinigt um den Deflator des privaten Konsums: 0,9 %) steigen. Bei einer unveränderten Sparquote entspricht dies der Expansionsrate des privaten Konsums.

**Inländischer Inflationsdruck nimmt weiter zu**

Der Verbraucherpreisauftrieb, der in den Sommermonaten etwas an Tempo verloren hatte, hat sich im September wieder spürbar beschleunigt. Ausschlaggebend hierfür waren die Preise für Mineralölprodukte sowie die für Bekleidung und Schuhe. Die Inflationsrate erreichte im September mit 2,6 % den höchsten Wert seit September 2008. Im Vergleich zum Vormonat verteuerte sich die Lebenshaltung saisonbereinigt um 0,4 %. Im Durchschnitt des dritten Quartals war der Verbraucherpreisindex um 0,5 % höher als im zweiten Quartal.

Im Prognosezeitraum wird sich die Teuerung etwas abschwächen. Ausschlaggebend hierfür dürfte der geringere Anstieg der Importpreise sein. Der inländische Preisdruck wird hingegen leicht zunehmen. Maßgeblich hierfür sind die verstärkt anziehenden Lohnstückkosten. Hinzu kommt, dass die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen aufgrund der starken gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung hoch sind. Auch werden administrierte Preise teilweise beträchtlich angehoben. So werden Kommunen vielfach Gebühren erhöhen, um ihre Haushalte zu konsolidieren. Zudem dürfte die Umgestaltung des Energiemix, bedingt durch die Abschaltung von Atomkraftwerken, den Stromverbrauch künftig verteuern.

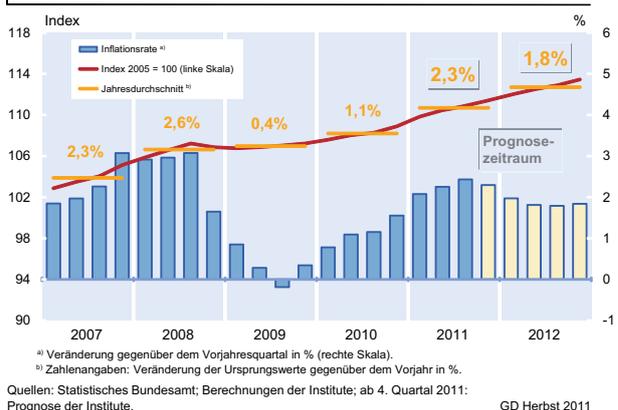
Alles in allem dürften die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2011 um 2,3 % und 2012 um 1,8 % steigen (Abb. 3.7). Ohne Energieträger im Warenkorb gerechnet wird sich hingegen der Preisauftrieb beschleunigen. Die so definierte Kerninflation dürfte von 1,5 % in diesem auf 2,1 % im kommenden Jahr klettern.

**Produktion stagniert im Winterhalbjahr**

Die gesamtwirtschaftliche Produktion hat im Verlauf des ersten Halbjahres deutlich zugelegt und die Kapazitätsauslastung den langjährigen Durchschnitt überschritten. Insbesondere die Bauproduktion wurde stark ausgeweitet, aber auch das Verarbeitende Gewerbe legte kräftig zu. Ab dem Frühjahr setzte sich diese Entwicklung jedoch nicht mit dem gleichen Schwung fort. Allerdings dürfte die Abschwächung dadurch überzeichnet sein, dass die Abschaltung von acht älteren Atommeilern die Energieproduktion reduzierte. In der Grundtendenz war die gesamtwirtschaftliche Produktion bis zur Jahresmitte weiter aufwärts gerichtet.

Die vorliegenden Produktionsindizes deuten darauf hin, dass die Wertschöpfung in der Industrie im dritten Quartal erneut spürbar zugelegt hat. Allerdings war der überaus starke Anstieg der Industrieproduktion im Juli (4,2 % gegenüber dem Vormonat) wohl auch auf den späteren Beginn der Sommerferien in einigen Bundesländern zu-

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



**Tab. 3.8**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt und Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen**

	2011		Prognose für 2011	
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Ursprungswerte			
	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in %			
Bruttoinlandsprodukt	5,0	2,8	2,5	1,3
darunter:				
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	4,5	3,0	2,6	1,4
darunter:				
Verarbeitendes Gewerbe	14,1	9,4	9,8	5,7
Energie- und Wasserversorgung	-3,3	-9,5	-8,1	-10,2
Baugewerbe	10,1	2,1	3,9	6,8
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	6,3	4,5	3,0	2,6
Information und Kommunikation	1,7	2,1	1,3	-2,3
Finanz und Versicherungsdienstleister	-0,1	-1,6	-1,8	-3,0
Grundstücks- und Wohnungswesen	0,0	0,8	0,1	-0,1
Unternehmensdienstleister	4,4	3,9	2,8	1,8
Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit	0,3	0,7	0,5	0,4
Sonstige Dienstleister	-0,3	-0,8	-1,8	-1,9
	Saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte			
	Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %			
Bruttoinlandsprodukt	1,3	0,1	0,6	-0,2
darunter:				
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	1,2	0,3	0,6	-0,2
darunter:				
Verarbeitendes Gewerbe	2,9	1,4	3,0	-0,5
Energie- und Wasserversorgung	-3,5	-5,5	-1,4	-0,1
Baugewerbe	8,4	0,3	0,0	-0,8
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	2,5	-0,2	0,5	-0,2
Information und Kommunikation	-3,4	1,1	0,2	0,1
Finanz und Versicherungsdienstleister	-0,3	-0,6	-1,2	-0,6
Grundstücks- und Wohnungswesen	0,1	0,0	0,0	-0,1
Unternehmensdienstleister	0,9	0,7	0,8	-0,2
Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit	0,1	0,3	0,1	0,1
Sonstige Dienstleister	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2

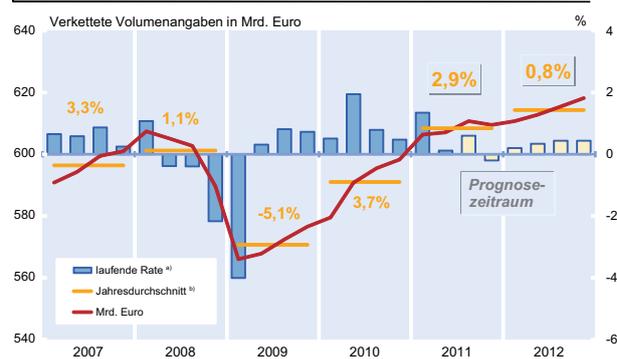
Quellen: Statistisches Bundesamt; 3. und 4. Quartal 2011: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

rückzuführen, was zu einer Vorverlagerung von Produktion geführt haben dürfte und einen entsprechenden dämpfenden Effekt im September erwarten lässt. Schwächer tendierte allerdings zuletzt der Auftragseingang in der Industrie. Im Durchschnitt der Monate Juli und August unterschritt er sein Niveau vom Vorquartal um 1,6 %; letzteres war allerdings durch Großaufträge geprägt. Insgesamt hat die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal wohl um 3,0 % zugenommen (Tab. 3.8). Davon dürften sowohl die Unternehmensdienstleister als auch das Transportgewerbe profitiert haben. Im Einzelhandel waren die Umsätze im Durchschnitt der Monate Juli und August höher als im zweiten Quartal. Zudem blieb die Einkommenssituation wohl günstig, so dass auch bei den konsumnahen Diensten mit Zuwächsen zu rechnen ist. Die Bauproduktion war, ebenfalls beeinflusst durch den Ferientageeffekt, im Juli sehr kräftig gestiegen. Wegen der später fehlenden Arbeitstage ist eine Gegenbewegung zu erwarten, so dass die Bauproduktion bei immer noch hohen Auftragsbeständen in etwa stagnierte. Alles in allem dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten Quartal um 0,6 % zugelegt haben, so dass die Kapazitäten wieder stärker ausgelastet waren.

Für das vierte Quartal deutet sich eine leichte Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität an. So verzeichnete der ifo Geschäftsklimaindex im August den stärksten Rückgang seit dem Herbst 2008. Zudem haben sich die Absatzaussichten in den exportorientierten Bereichen weiter einge-

**Abb. 3.8**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



<sup>\*)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
<sup>\*\*)</sup> Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

trübt. Für das Jahr 2011 insgesamt ergibt sich ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,9 % (Abb. 3.8).

Für das kommende Jahr erwarten die Institute eine allmähliche Erholung der Produktion, auch weil bei abnehmender Unsicherheit zurückgestellte Investitionsvorhaben nachgeholt werden dürften. Die Industrieproduktion wird wieder zunehmen, wenn auch langsamer als in diesem Jahr. Da wohl der Arbeitsmarkt stabil und die Einkommensentwicklung günstig bleiben werden, können auch die konsumnahen Dienstleister ihre Wertschöpfung steigern. Die weiterhin gute Wettbewerbsposition der exportorientierten Unternehmen lässt erwarten, dass bei einem leichten Anziehen der ausländischen Nachfrage die Produktion ausgeweitet wird. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 um 0,8 % zulegen (arbeitstäglich bereinigt 1,0 %).

### Lohnanstieg bleibt kräftig

Die tariflichen Stundenlöhne sind in der ersten Jahreshälfte trotz der kräftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nur langsam gestiegen. Unter Berücksichtigung tariflich vereinbarter Einmal- und Sonderzahlungen nahmen sie gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum im ersten Halbjahr um 1,5 % zu, nach 1,2 % im zweiten Halbjahr 2010. Die effektiven Stundenlöhne legten hingegen um 2,9 % und damit wesentlich stärker zu. Dazu dürfte neben freiwilligen Einmalzahlungen der Unternehmen auch beigetragen haben, dass vermehrt bezahlte Überstunden geleistet wurden. Die Lohndrift auf Stundenbasis war – anders als im vorhergehenden Aufschwung – deutlich positiv. Die realen Arbeitskosten verzeichneten angesichts eines Anstiegs des Deflators des Bruttoinlandsprodukts um 0,5 % im zweiten Quartal eine deutliche Zunahme. Da die Produktivität weniger stark zulegte, sind die realen Lohnstückkosten auf Stundenbasis damit erstmals seit Sommer 2009 gestiegen, wenn auch bisher nur leicht um 0,2 % im Vergleich zum Vorjahr. Nominal zogen die Lohnstückkosten um 1,5 % an.

Die Lohn- und Gehaltsrunde 2011 ist weitgehend abgeschlossen, mit vielen Vereinbarungen, die auch das Jahr 2012 betreffen. Dabei zeigt sich, dass angesichts der günstigeren gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen deutlich höhere Abschlüsse getätigt wurden als in den Vorjahren. So erhielten die Beschäftigten der Chemischen Industrie im Mai eine Tarifierhebung um 4,1 %, nachdem im Vorjahr ausschließlich Einmalzahlungen vereinbart worden waren. Die vorliegenden Abschlüsse lassen einen Anstieg der tariflichen Stundenlöhne um 1,8 % im Jahresdurchschnitt 2011 sowie um 2,5 % im Jahr 2012 erwarten. Die Lohndrift dürfte wegen der konjunkturellen Abschwächung zwar zurückgehen, aufgrund der niedrigeren Zahl der Arbeitstage bleibt sie 2012 aber wohl im positiven Bereich. Vor diesem Hintergrund erwarten die Institute einen Anstieg der effektiven Stundenlöhne um 3,5 % in diesem und um 2,8 % im nächsten Jahr. Die realen Lohnstückkosten werden bei nur noch leichten Produktivitätssteigerungen in diesem Jahr um 1,3 % zulegen. Für das nächste Jahr erwarten die Institute

eine Zunahme um 0,4 %. Unter diesen Voraussetzungen werden sich die Bedingungen für mehr Beschäftigung von der Kostenseite her etwas verschlechtern. Nominal steigen die Lohnstückkosten im Jahr 2011 um 1,9 % und im Jahr 2012 um 1,8 %.

### Beschäftigung steigt trotz schwacher Konjunktur

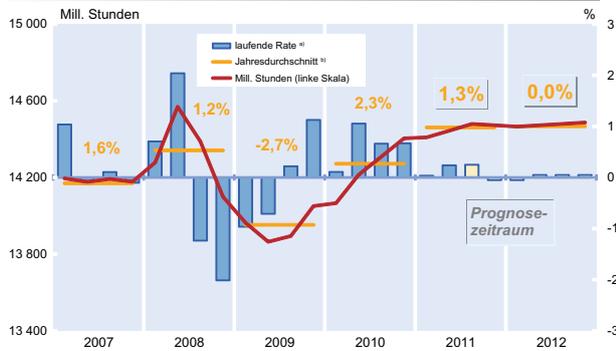
Die günstige Entwicklung am Arbeitsmarkt hat sich bis zuletzt fortgesetzt. Die Zahl der Erwerbstätigen ist von Jahresbeginn bis August um 366 000 gestiegen. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten nahm noch etwas stärker zu, sie erhöhte sich bis Juli um 447 000. Dabei verschob sich die Struktur des Beschäftigungsaufbaus: Zuletzt war der stärkste Zuwachs nicht mehr bei den Arbeitnehmerüberlassungen, sondern im Verarbeitenden Gewerbe zu verzeichnen; offenbar werden die Stammbeschafteten dort wieder erweitert. Im Juli übertraf die Beschäftigung hier ihren Vorjahreswert um 146 000. Etwas mehr als die Hälfte des Anstiegs bei der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung betraf Vollzeitstellen. Die Zahl der ausschließlich geringfügig Beschäftigten hat hingegen nur leicht zugenommen.

Die Arbeitslosigkeit ist weiter gesunken. Die Abnahme ist von Jahresanfang bis September mit 208 000 deutlich geringer ausgefallen als die Zunahme der Erwerbstätigkeit – und dies, obwohl das Erwerbspersonenpotenzial, vor allem aus demographischen Gründen, zurückgegangen ist. Zum einen deutet dies darauf hin, dass ein Teil des Beschäftigungsaufbaus aus der Stillen Reserve erfolgte. Hierfür spricht auch, dass die Zahl der nicht als arbeitslos registrierten Teilnehmer an arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen zurückgegangen ist. Zum anderen hat der Wegfall der Freizügigkeitsbeschränkung für Arbeitnehmer aus acht der neuen EU-Mitgliedstaaten die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten und der ausschließlich geringfügig Beschäftigten aus diesen Ländern von April bis Juni nennenswert erhöht.<sup>15</sup>

Für die kommenden Monate deuten die Frühindikatoren auf eine geringere Zunahme der Beschäftigung hin. So ist das ifo Beschäftigungsbarometer seit seinem Hoch im März gesunken, und die Zahl der offenen Stellen nimmt seit Mai nur noch verlangsamt zu. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums belasten die schwache Konjunktur und die höheren Lohnsteigerungen den Arbeitsmarkt. Zu einem Einbruch der Beschäftigung dürfte es aber nicht kommen, da die ausgeprägte Lohnmoderation in den Jahren vor der Krise noch nachwirkt und die dämpfenden Effekte zum Teil kompensiert. Vor diesem Hintergrund erwarten die Institute, dass das Arbeitsvolumen bis 2012 kaum noch zunehmen wird (Abb. 3.9). Im kommenden Winterhalbjahr dürfte es angesichts einer in der Tendenz stagnierenden Pro-

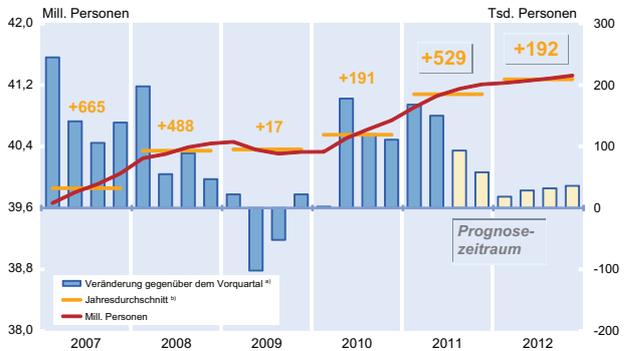
<sup>15</sup> Vgl. Bundesagentur für Arbeit (2011), Auswirkungen der uneingeschränkten Arbeitnehmerfreizügigkeit ab dem 1. Mai auf den Arbeitsmarkt (Stand: Juni 2011), Hintergrundinformation, August 2011, Nürnberg. Nach Einschätzung der Bundesagentur für Arbeit dürfte es sich bei den zusätzlichen Erwerbstätigen aus den neuen EU-Ländern zum größten Teil um Personen handeln, die bereits in Deutschland gelebt haben.

**Abb. 3.9**  
**Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen im Inland**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
<sup>b)</sup> Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in %.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

**Abb. 3.10**  
**Erwerbstätige**  
Inlandskonzept, saisonbereinigter Verlauf



<sup>a)</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Tausend Personen (rechte Skala).  
<sup>b)</sup> Zahlenangaben: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Tausend Personen.  
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

duktion sogar leicht sinken. Zugleich dürfte der positive Beschäftigungstrend in den Dienstleistungsbereichen anhalten. Insgesamt wird die Zahl der Erwerbstätigen weiter zu nehmen, jedoch mit spürbar geringerem Tempo als zuvor (Abb. 3.10). In diesem Jahr dürften durchschnittlich knapp 41,1 Mill. Personen erwerbstätig sein, im nächsten Jahr wohl 41,3 Mill. (Tab. 3.9). In der Folge schwenkt die geleistete Arbeitszeit je Erwerbstätigen auf ihren abwärts gerichteten Trend ein.

Inwiefern sich die Ausweitung der Erwerbstätigkeit in einem Rückgang der Arbeitslosigkeit niederschlägt, hängt von der Entwicklung des Erwerbspersonenpotenzials ab. Dieses unterliegt im Prognosezeitraum Sondereinflüssen. Die Beschränkung der Freizügigkeit für Arbeitnehmer aus acht neuen EU-Ländern endete – wie erwähnt – im Mai dieses Jahres. Außerdem wurde beschlossen, die Wehrpflicht auszusetzen. Schließlich treten aufgrund der Verkürzung der gymnasialen Schulzeit von neun auf acht Jah-

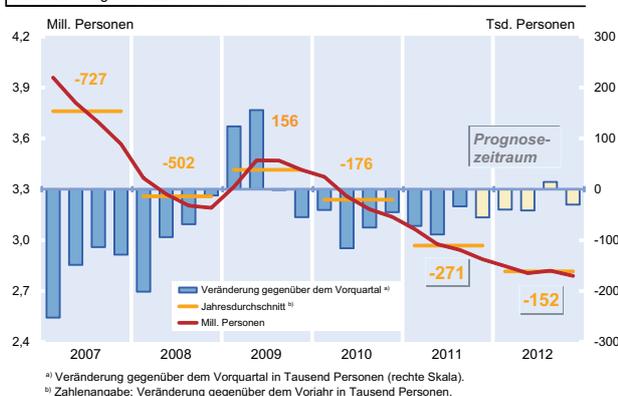
**Tab. 3.9**  
**Arbeitsmarktbilanz**  
Jahresdurchschnitt in 1 000 Personen

	2008	2009	2010	2011	2012
Deutschland					
Arbeitsvolumen (Mill. Stunden)	57 365	55 811	57 087	57 843	57 869
Erwerbstätige Inländer	40 290	40 311	40 506	41,043	41,232
Arbeitnehmer	35,811	35,843	36,018	36,489	36,652
darunter:					
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	27,510	27,493	27,757	28,403	28,637
darunter					
geförderte SV-pflichtige Beschäftigung <sup>a)</sup>	255	285	260	190	150
Marginal Beschäftigte	5 895	5 936	5 889	5,804	5,741
darunter:					
Minijobs	4 866	4 904	4,883	4,900	4,918
Ein-Euro-Jobs <sup>b)</sup>	291	280	260	168	95
Selbständige	4 479	4 468	4 488	4,554	4,581
darunter:					
geförderte Selbständige <sup>c)</sup>	180	145	154	133	85
Pendlersaldo	55	51	47	39	42
Erwerbstätige Inland	40 345	40 362	40 553	41,082	41,274
Arbeitslose	3 258	3 415	3 238	2,968	2,815
Arbeitslosenquote BA <sup>d)</sup>	7,8	8,1	7,7	7,0	6,7
Erwerbslose <sup>e)</sup>	3 136	3 228	2 946	2,534	2,414
Erwerbslosenquote <sup>f)</sup>	7,2	7,4	6,8	5,8	5,5
Kurzarbeit	101	1 147	503	165	105

<sup>a)</sup> Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen, Strukturanpassungsmaßnahmen, Personal-Service-Agenturen, Eingliederungszuschuss, Eingliederungszuschuss für schwerbehinderte Menschen, Eingliederungszuschuss bei Vertretung, Eingliederungszuschuss bei Neugründung, Arbeitsentgeltzuschuss bei berufl. Weiterbildung Beschäftigter, Einstiegsgeld bei abhängiger Beschäftigung, Arbeitsgelegenheiten bei Entgeltvariante, Beschäftigungszuschuss, Qualifikationszuschuss für Jüngere, Eingliederungshilfen für Jüngere, Entgeltsicherung für Ältere, Eingliederungsgutschein. – <sup>b)</sup> Arbeitsgelegenheiten mit Mehraufwandsentschädigung. – <sup>c)</sup> Gründungszuschüsse, Existenzgründungszuschüsse, Überbrückungsgeld und Einstiegsgeld. – <sup>d)</sup> Arbeitslose in % der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß der Bundesagentur für Arbeit). – <sup>e)</sup> Definition der ILO. – <sup>f)</sup> Erwerbslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Erwerbstätige Inländer und Erwerbslose).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

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



Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute; ab 4. Quartal 2011: Prognose der Institute. GD Herbst 2011

re in diesem und im nächsten Jahr in einigen Bundesländern doppelte Abiturjahrgänge in den Arbeitsmarkt ein. Unter Berücksichtigung dieser Effekte<sup>16</sup> erwarten die Institute einen Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials um jahresdurchschnittlich rund 90 000 in diesem und um 15 000 im nächsten Jahr. Für die Stille Reserve prognostiziert das IAB im mittleren Szenario einen Rückgang um 200 000 in diesem Jahr.<sup>17</sup> Für das nächste Jahr ist angesichts der schwächeren Konjunktur mit einem geringeren Minus von 70 000 zu rechnen. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen dürfte auf knapp 3,0 Mill. (Quote: 7,0 %) in diesem und auf 2,8 Mill. (Quote: 6,7 %) im nächsten Jahr zurückgehen (Abb. 3.11).

### Lage der öffentlichen Haushalte entspannt sich

Infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise verschlechterte sich die Lage der öffentlichen Haushalte in Deutschland deutlich. Im Jahr 2010 lag das Budgetdefizit des Staates bei 4,3 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.<sup>18</sup> Im laufenden Jahr hat sich die Finanzsituation des Staates aufgrund der günstigen Konjunktur und der ergriffenen Konsolidierungsmaßnahmen aber bereits merklich entspannt, und sie dürfte sich im Prognosezeitraum weiter verbessern.

Die Einnahmen des Staates werden im Jahr 2011 um 5,6 % zunehmen. Hierzu tragen in erster Linie die Steu-

ereinnahmen bei, insbesondere das kräftig steigende Aufkommen der Einkommen- und Vermögensteuern.<sup>19</sup> Es dürfte um 9,2 % expandieren. Die Gewinneinkommen hatten – wie häufig in der Frühphase eines Konjunkturaufschwungs – bereits im Vorjahr kräftig angezogen und daher legten die Gewinnsteuern schon im vergangenen Jahr deutlich zu; für 2011 zeichnet sich ein weiterer Anstieg ab. Nachdem im Zuge der wirtschaftlichen Erholung die Beschäftigung zugenommen hat, expandiert auch die Lohnsteuer merklich, zumal die Effektivlöhne beschleunigt steigen. Auch das Aufkommen der indirekten Steuern nimmt kräftig zu. Zum einen waren im Zuge der Haushaltskonsolidierung die Luftverkehrssteuer, die Kernbrennstoffsteuer und die Bankenabgabe eingeführt, die Tabaksteuer erhöht sowie Vergünstigungen bei der Energie- und der Stromsteuer abgebaut worden; zudem haben einige Länder die Grunderwerbsteuer und etliche Gemeinden ihre Abgaben erhöht (vgl. Tab. 3.4). Zum anderen legen die nominalen Konsumausgaben und daher auch das Aufkommen der Steuern vom Umsatz spürbar zu. Alles in allem werden die indirekten Steuern um 5,5 % steigen. Die Steuereinnahmen insgesamt werden damit in Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen um 7,4 % zulegen. Gegenüber der Steuerschätzung vom Mai 2011 kann mit Mehreinnahmen von 14 Mrd. Euro gerechnet werden.<sup>20</sup>

Auch die Einnahmen des Staates aus Sozialbeiträgen nehmen im laufenden Jahr deutlich zu, obwohl die Insolvenzgeldumlage ausgesetzt worden ist und der Bund seit Beginn des Jahres für die Empfänger von Arbeitslosengeld II keine Beitragszahlungen an die gesetzliche Rentenversicherung mehr leistet.<sup>21</sup> Aufkommenssteigernd wirkt aber, dass der Beschäftigungsaufbau überwiegend im Bereich der sozialversicherungspflichtigen Vollbeschäftigungsverhältnisse stattfindet und dass die Löhne pro Kopf kräftig steigen. Zudem wurden zu Jahresbeginn der Beitragssatz zur gesetzlichen Krankenversicherung um 0,6 Prozentpunkte angehoben und der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung, der im Rahmen des Konjunkturpakets II temporär gesenkt worden war, um 0,2 Prozentpunkte erhöht. Alles in allem nehmen die Beitragseinnahmen um 4,1 % zu; kräftiger stiegen sie zuletzt im Jahr 1996.

<sup>16</sup> Zur Quantifizierung dieser Sondereffekte auf das Erwerbspersonenpotenzial vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2011, Halle, S. 38f.

<sup>17</sup> Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (2011), Rekorde und Risiken, IAB-Kurzbericht 7/2011, Nürnberg.

<sup>18</sup> Der Finanzierungssaldo im Jahr 2010 ist allerdings durch Einmaleffekte geprägt. Zum einen fielen Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunkfrequenzen an, die die Defizitquote für sich genommen um 0,2 Prozentpunkte reduzierten. Dagegen resultierten aus der Gründung der Abwicklungsanstalten für die Hypo Real Estate (HRE) und die WestLB, die dem Staatssektor zugeordnet werden, defizitwirksame Belastungen von 1,3 Prozentpunkten.

<sup>19</sup> Im September 2011 wurden die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Rahmen einer großen Revision rückwirkend bis zum Jahr 1991 korrigiert. Unter anderem wurden einige die staatlichen Aktivitäten betreffende Abgrenzungen geändert. Bei den Steuereinnahmen wird die Gewerbesteuer nunmehr den direkten Steuern zugerechnet. Zudem wird ein größerer Teil des Kindergeldes nicht mehr als Transfer behandelt, sondern als Minderung des Aufkommens der Einkommensteuer. Als Transferausgaben gebucht wird nur noch jener Teil, der nach Angaben des Bundesministeriums der Finanzen der Familienförderung dient.

<sup>20</sup> Dabei ist unterstellt, dass es in diesem Jahr infolge des EuGH-Urteils vom 30.6.2011 in der Rechtssache Melliecke, die die Anrechnung im Ausland gezahlter Steuern auf Dividenden im 2001 abgeschafften Anrechnungsverfahren betrifft, nicht zu Steuerausfällen kommen wird; bislang wurden Mindereinnahmen von 3½ Mrd. Euro unterstellt.

<sup>21</sup> Zwar reduzieren sich dadurch die Beitragseinnahmen der Sozialversicherung, aber auch die monetären Sozialleistungen sinken um den gleichen Betrag, so dass der Finanzierungssaldo des Staates dadurch nicht berührt wird.

Im Jahr 2012 werden die Einnahmen des Staates deutlich schwächer zulegen als in diesem Jahr, wenngleich ihr Anstieg mit 2,5 % kräftig bleiben dürfte. Die direkten Steuern werden um 4,4 % zunehmen. Während die Gewinnsteuern mit den in dieser zyklischen Phase üblicherweise schwächeren Gewinneinkommen nur verhalten steigen, wird die Lohnsteuer nochmals merklich zulegen. Zwar dürfte die Beschäftigung nur noch verlangsamt zunehmen, die Lohnzuwächse fallen aber stärker aus als in den vergangenen Jahren. Das Aufkommen der indirekten Steuern dürfte lediglich um 2,1 % steigen, getragen vor allem von den Mehrwertsteuereinnahmen, denn der nominale private Konsum wird nach Einschätzung der Institute weiterhin expandieren. Alles in allem werden die Steuern in Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen um 3,3 % zulegen. Gegenüber der Steuerschätzung vom Mai 2011 ergeben sich damit Mehreinnahmen von 6 Mrd. Euro.<sup>22</sup>

Die Einnahmen des Staates aus Sozialbeiträgen werden um 1,5 % zunehmen. Zwar steigen die sozialversicherungspflichtigen Einkommen in jahresdurchschnittlicher Betrachtung nach wie vor merklich. Allerdings gehen die Institute davon aus, dass der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung um 0,3 Prozentpunkte gesenkt wird.

Die Ausgaben des Staates nehmen im Jahr 2011 voraussichtlich um 1,8 % ab. Dabei entwickeln sich die einzelnen Ausgabepositionen recht unterschiedlich. Die Vorleistungskäufe werden um 2,6 % steigen.<sup>23</sup> Dämpfend wirkt, dass die Konjunkturpakete auslaufen. Außerdem dürften jene Länder, die durch die Schuldenbremse bereits jetzt gezwungen sind, ihre Haushaltsdefizite zu verringern, bestrebt sein zu sparen. Dem steht allerdings entgegen, dass die konjunkturbedingten Steuermehreinnahmen für sich genommen eine Lockerung des Ausgabenkurses nach sich ziehen dürften. Die sozialen Sachleistungen nehmen in diesem Jahr schwächer zu als in den Vorjahren. Vor allem die Ausgaben der Krankenkassen für Arzneimittel und Medikamente steigen nur verhalten; im ersten Halbjahr sind sie sogar zurückgegangen. Damit scheint das Arzneimittel-Sparpaket eine deutliche Wirkung entfaltet zu haben.

Die monetären Sozialleistungen gehen im laufenden Jahr um 1,1 % zurück. Die Rentenzahlungen des Staates nehmen nur wenig zu, da im Vorjahr die durchschnittliche Lohnentwicklung, die der Rentenformel zu Grunde liegt, gering war und dämpfende Faktoren die Rentenanpassung minderten. Hingegen sinken die Ausgaben des Staates für Lohnersatzleistungen deutlich, da die Zahl der Arbeitslosen rückläufig ist und für die Empfänger von Arbeitslosengeld II seit

Beginn des Jahres keine Beiträge zur Rentenversicherung mehr entrichtet werden.

Die Subventionen gehen um 5,4 % zurück. Ausschlaggebend hierfür ist das Auslaufen der Konjunkturpakete. Die geleisteten Vermögenstransfers, die im Vorjahr mit der Bildung der Abwicklungsanstalten (Bad Banks) für die WestLB und die Hypo Real Estate erheblich gestiegen waren, sinken sogar um 55,9 %, weil für das Jahr 2011 keine Transfers an die Bad Banks unterstellt sind. Die Bruttoinvestitionen des Staates nehmen in diesem Jahr um 3,1 % zu. Zwar laufen die Impulse aus den Konjunkturpaketen aus, doch sprudeln die kommunalen Steuern wieder kräftig.

Die Zinsausgaben des Staates sinken um 2,3 %. Zwar hat der Schuldenstand im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise deutlich zugenommen, doch verbergen sich dahinter zum Teil Eventualverbindlichkeiten, die durch die Rettungsmaßnahmen der öffentlichen Hand für den Bankensektor begründet wurden. Diese Verbindlichkeiten sind erst dann mit einem Schuldendienst verbunden, wenn sie ausfallen. So überwiegt der die Ausgaben senkende Effekt rückläufiger Zinssätze, die der deutsche Fiskus für seine Anleihen zu bieten hat. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen liegt zurzeit auf einem historisch niedrigen Niveau.<sup>24</sup>

Im Jahr 2012 werden die Ausgaben des Staates um 1,8 % zunehmen. Die Vorleistungskäufe werden etwas stärker als im Jahr 2011 steigen, vor allem weil die sich bessernde Kassenlage den Konsolidierungsdruck wohl reduzieren wird. Die Ausgaben für soziale Sachleistungen dürften nach dem Auslaufen des Arzneimittel-Sparpakets sogar kräftig zulegen. Auch bei den Arbeitnehmerentgelten ist eine stärkere Zunahme zu erwarten, da die Tarifsteigerungen im öffentlichen Dienst weiterhin leicht unter denen in der Gesamtwirtschaft liegen dürften.

Die Ausgaben für monetäre Sozialleistungen werden wieder steigen. Zwar geht die Arbeitslosigkeit im Jahresdurchschnitt weiter zurück. Die Ausgaben der Rentenversicherung werden aber stärker zunehmen, da sich die Anpassung der Renten an der in diesem Jahr kräftigen Lohnentwicklung orientiert, selbst wenn weiterhin rentenmindernde Faktoren zu berücksichtigen sind.

Die Subventionen wie auch die geleisteten Vermögenstransfers werden im Zuge der Konsolidierungsbemühungen weiter sinken. Dagegen dürfte bei den Bruttoinvestitionen bei leicht zunehmenden Gewerbesteuererinnahmen das hohe Niveau dieses Jahres gehalten werden. Die Zinsausgaben des Staates dürften im Jahr 2012 wieder steigen. Mit der erwarteten Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten werden die Anleihen anderer Staaten wieder attraktiver und der deutsche Fiskus wird bei Emissionen höhere Renditen bieten müssen.

<sup>22</sup> Dabei ist unterstellt, dass die Kernbrennstoffsteuer mittelfristig Einnahmen von 1,3 Mrd. Euro je Jahr erbringen wird und dass aufgrund des EuGH-Urteils in der Rechtssache Meilicke im Jahr 2012 Steuermindererinnahmen von 1 Mrd. Euro anfallen werden.

<sup>23</sup> Im Zuge der methodischen Änderungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wurden Aufwendungen des Staates für Forschung und Entwicklung aus den Vorleistungskäufen herausgerechnet. Sie stellen nunmehr einen Transfer an den Privatsektor dar.

<sup>24</sup> Allerdings profitiert von der Zinsdifferenz fast nur der Bund. Andere Schuldner wie die Länder oder die Gemeinden haben einen deutlich höheren Schuldendienst zu leisten.

**Kasten 3.2****Auswirkungen eines Schuldenschnitts für Griechenland auf das Defizit und den Schuldenstand des Staates**

Die Institute halten eine umfassende Restrukturierung der Staatsschulden Griechenlands, bei der die Gläubiger auf einen Großteil ihrer Forderungen verzichten, für wahrscheinlich. Die Modalitäten der Umschuldung, wie Ausmaß und zeitliche Abfolge, sind aber nicht vorhersehbar, so dass belastbare Aussagen zu den Wirkungen auf das Budgetdefizit und den Schuldenstand in Deutschland nicht möglich sind. Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden kurz skizziert, über welche Kanäle ein Schuldenschnitt das staatliche Budgetdefizit und den Staatsschuldenstand in Deutschland in der Maastricht-Abgrenzung beeinflussen könnte.<sup>1</sup>

Dabei ist zu beachten, dass die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, an denen sich die Maastricht-Kriterien orientieren, nicht auf die Kassenwirksamkeit der öffentlichen Finanzen abstellen und dass sich die Wirkungen auf das Defizit und den Schuldenstand aufgrund der bestehenden Buchungs- und Gestaltungsspielräume, der hohen Komplexität der gesamt- und finanzwirtschaftlichen Zusammenhänge und nur unzureichender Analogien in den Anwendungen der Buchungsgrundsätze nur sehr schwer ableiten lassen, da es hierfür keinen Präzedenzfall gibt. Ferner ist zu berücksichtigen, dass ein möglicher Schuldenschnitt nicht alle Verbindlichkeiten Griechenlands gleichmäßig treffen dürfte. So ist denkbar, dass Kredite anders behandelt werden als Staatsanleihen und dass neben dem IWF andere Gläubiger (z.B. das Eurosystem) Vorzugskonditionen aushandeln können.

- **Erstes Rettungspaket für Griechenland:** Die von der bundeseigenen KfW an Griechenland gewährten Kredite, die durch Bundesgarantie abgesichert sind, erhöhen unmittelbar den Schuldenstand. Nach Informationen des Bundesministeriums der Finanzen wird die Brutto-Staatsverschuldung (ohne Abzug des staatlichen Finanzvermögens) durch diese Kredite am Ende des laufenden Jahres um 16,2 Mrd. Euro gestiegen sein. Erfolgte ein Schuldenschnitt als einvernehmliche Schuldenaufhebung, würde dies im dem Maße das Budgetdefizit des Staates erhöhen, in dem auf Forderungen verzichtet wird.<sup>2</sup> Entsprechend würde sich auch der Schuldenstand in der Folge, wenn die Kredite zur Rückzahlung anstehen, nicht in dem Maße reduzieren, wie es ohne Schuldenschnitt der Fall gewesen wäre.<sup>3</sup>
- **Zweites Rettungspaket für Griechenland:** Die Auszahlungsmodalitäten und die Auszahlungsbeträge des über die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) abzuwickelnden zweiten Rettungspaketes sind noch nicht festgelegt. Nach den derzeitigen Planungen soll sich das öffentliche Finanzierungsvolumen dieses Paketes bis 2014 auf 109 Mrd. Euro belaufen; dabei wird vorausgesetzt, dass die private Finanzwirtschaft insgesamt fällig werdende griechische Anleihen bis 2020 in Höhe von 135 Mrd. Euro verlängert. Der deutsche Anteil am EFSF beträgt 27,13 %. Der gesamte Finanzierungsbeitrag hängt u.a. von der Höhe der Beteiligung des IWF ab. Aufgrund der noch nicht abgeschlossenen Planungen können die sich bei einem Ausfall der Forderungen ergebenden Auswirkungen auf das Budgetdefizit und den Schuldenstand des Staates in Deutschland noch nicht bestimmt werden.
- **Forderungen der FMS-Wertmanagement und der Ersten Abwicklungsbank:** Die Bilanzen dieser beiden Abwicklungsgesellschaften (Bad Banks) sind dem Staatsektor zugeordnet und erhöhen derzeit die Brutto-Staatsverschuldung. Die FMS-Wertmanagement hatte im September 2011 Forderungen gegenüber Griechenland in Höhe von 8,8 Mrd. Euro, die Erste Abwicklungsbank in deutlich geringerem Umfang. Ein Schuldenschnitt würde hier in dem Ausmaß defizitwirksam, wie der aktuelle Buchwert vom Nennwert der Anleihen nach dem Schuldenschnitt abweicht; es ist indes davon auszugehen, dass beide Institute bereits defizitwirksame Abschreibungen in erheblichem Umfang vorgenommen haben. Die Staatsverschuldung wird bei Fälligkeit der Papiere nur noch im Ausmaß des späteren Verkaufswertes reduziert.
- **Bundesbankgewinn:** Das Eurosystem hält in größerem Umfang griechische Staatsanleihen. Sofern diese Anleihen im Schuldenschnitt berücksichtigt würden, entstünde dem Eurosystem ein Verlust in Höhe der Differenz zwischen aktuellem Buchwert, der bereits deutlich herabgesetzt sein dürfte, und neuem Nennwert. Sollte sich dies in niedrigeren Gewinnausschüttungen an die nationalen Zentralbanken in den kommenden Jahren auswirken, so wäre die Deutsche Bundesbank anteilig davon betroffen, so dass deren Ausschüttungsspielräume an den Bund eingeschränkt wären.
- **Forderungen der Landesbanken:** Im Juni 2011 hatten die Landesbanken Forderungen von über 2,5 Mrd. Euro gegenüber dem griechischen Staat. Viele Länder sind Miteigentümer dieser Banken und müssen deren Verluste mittragen. Wirkungen auf Defizit und Schuldenstand des Staates dürften zunächst nur in dem Maße entstehen, wie wegen des Schuldenschnitts Ausschüttungen tangiert werden. Eine gegebenenfalls erforderliche Rekapitalisierung durch die Länder könnte je nach deren Ausgestaltung defizitwirksam werden. So hat Eurostat im Juli 2009 eine Richtlinie erlassen, in der festgelegt wurde, dass Kapitalzuführungen des Staates an Finanzinstitute in mehr als einem Geschäftsjahr, bei denen aufgrund der Überlassungsbedingungen und letztlich des zu erwartenden Ertrags dieses Engagements ein Beihilfecharakter anzunehmen ist, das Defizit des Staates in Abgrenzung der VGR erhöhen. Einmalige Zuwendungen infolge der Finanzkrise werden hingegen nicht defizitwirksam. Wird nunmehr der griechische Schuldenschnitt im Sinne dieser Richtlinie als Folge der Finanzkrise definiert und damit eine Mehrmaligkeit von Kapitalzuführungen begründet, würde das Defizit des Staates davon berührt.
- **Rekapitalisierung griechischer Banken:** Durch einen möglichen Schuldenschnitt Griechenlands dürften insbesondere griechische Banken einen Großteil ihres Eigenkapitals aufbrauchen. Voraussichtlich wären europäische Hilfen notwendig, um hier stabilisierend einzugreifen.<sup>4</sup> Es ist denkbar, dass dazu Mittel aus dem europäischen Stabilisierungsfonds genutzt werden.

<sup>1</sup> Dabei werden die finanziellen Wirkungen der sich im Gefolge eines Schuldenschnitts ändernden Zinseinnahmen und Zinsausgaben sowie etwaige Änderungen der Garantiegebühren nicht berücksichtigt.

<sup>2</sup> Im Falle einer einseitigen Einstellung des Schuldendienstes Griechenlands würde der entsprechende Zahlungsausfall zunächst nicht defizitwirksam, da weiterhin die Möglichkeit bestünde, dass Griechenland seinen Verpflichtungen irgendwann nachkommen wird.

<sup>3</sup> Zudem ist Deutschland an der IWF-Hilfe für Griechenland in Höhe von 30 Mrd. Euro beteiligt, und zwar mit dem deutschen Kapitalanteil von 6 %. Mit einem Ausfall der Forderungen des IWF ist aufgrund des bevorzugten Gläubigerstatus des IWF kaum zu rechnen; träfe er aber ein, so würde er das Budgetdefizit und den Schuldenstand Deutschlands entsprechend erhöhen.

<sup>4</sup> Von einem Schuldenschnitt würden auch Banken außerhalb Griechenlands betroffen sein. Insbesondere zyprische Banken müssten – wie im Kasten »Teilschuldenerlass für Griechenland« dargestellt – hohe Verluste hinnehmen. In Deutschland dürfte es unwahrscheinlich sein, dass Maßnahmen zur Rekapitalisierung privater Banken in größerem Umfang infolge des Schuldenschnitts ergriffen werden müssen.

Fortsetzung Kasten 3.2

- Gewinnsteuermindereinnahmen: Nach einer vom BMF initiierten Abfrage bei 13 repräsentativen deutschen Finanzinstituten (Banken und Versicherungen) halten diese griechische Staatsanleihen von knapp 10 Mrd. Euro (Stand Juni 2011). Ein Schuldenschnitt dürfte zu Verlusten führen, deren Ausmaß davon abhängt, in welchem Umfang bereits Abschreibungen vorgenommen wurden, sowie davon, in welchem Maße Kreditausfallversicherungen abgeschlossen wurden und wer die hieraus resultierenden Verluste trägt. Die unmittelbare Wirkung auf das Steueraufkommen hängt aber auch davon ab, ob und in welcher Höhe die betroffenen Unternehmen zu versteuernde Gewinne erzielen. Sind z.B. Unternehmen betroffen, die bereits heute steuerliche Verluste geltend machen, dürfte die Wirkung sehr verzögert durch spätere Verlustvorträge eintreten.

Die direkten Wirkungen eines Schuldenschnitts für Griechenland auf die Staatsverschuldung in Deutschland wären merklich, aber tragbar. Das Budgetdefizit des Staates würde im Jahr des Schuldenschnitts deutlich steigen. Sollte es allerdings zu umfassenden Ansteckungseffekten durch den Ausfall Griechenlands kommen, könnten für die öffentlichen Haushalte dadurch weitere Risiken entstehen, dass mehr Mittel aus dem EFSF abgerufen würden (z.B. zur Rekapitalisierung von Banken in anderen Mitgliedsländern) und dass die vollständige Rückzahlung laufender Rettungspakete (Irland und Portugal) ungewisser würde. Außerdem könnte es durch eine Krise des Finanzsystems zu konjunkturellen Verwerfungen kommen. Unter diesen Bedingungen wäre ein Schuldenschnitt mit erheblich größeren finanziellen Belastungen verbunden.

Bei der Bewertung eines Schuldenschnitts für Griechenland ist zu bedenken, dass voraussichtlich die Risiken für die öffentlichen Haushalte größer würden, wenn dieser durch weitere Finanzhilfen hinausgezögert würde, denn ein später erfolgender Schuldenschnitt dürfte auf noch höhere Forderungen der öffentlichen Haushalte an den griechischen Staat treffen.

GD Herbst 2011

**Tab. 3.10**  
**Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren<sup>a)</sup> 1991 bis 2012**  
 in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

	Staatseinnahmen			Staatsausgaben			Finanzierungs-saldo	Nachrichtlich: Zinssteuer- quote <sup>b)</sup>
	insgesamt	darunter:		insgesamt	darunter:			
		Steuern	Sozial-beiträge		Zins-ausgaben	Brutto-investitionen		
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>	45,2	21,9	18,5	48,2	3,5	2,2	- 3,0	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>	46,6	23,5	18,6	47,6	3,2	1,9	- 1,1	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	44,0	2,8	1,6	- 0,1	11,9
2009	44,9	23,0	17,3	48,1	2,7	1,7	- 3,2	11,7
2010 <sup>e)</sup>	43,6	22,2	16,9	48,1	2,5	1,6	- 4,3	11,3
2011	44,5	23,0	17,0	45,4	2,4	1,6	- 0,9	10,3
2012	44,7	23,3	16,9	45,3	2,3	1,6	- 0,6	10,1

<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; Berechnungen der Institute; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

GD Herbst 2011

Alles in allem werden die öffentlichen Haushalte in diesem Jahr eine Defizitquote von 0,9 % und im kommenden Jahr von 0,6 % aufweisen (Tab. 3.10). Die strukturelle Defizitquote wird dabei um 0,6 Prozentpunkte in diesem und um 0,2 Prozentpunkte im kommenden Jahr zurückgeführt werden. In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt wird der Schuldenstand von 84 % im Jahr 2010 auf rund 81 % im Jahr 2012 sinken. Darüber hinaus wird der Schuldenstand in dem Maße reduziert, in dem die mit der Gründung der Abwicklungsanstalten übernommenen Forderungen über die Zeit zu Erträgen führen.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Zu den diesbezüglichen Annahmen der Bundesregierung vgl. Bundesministerium der Finanzen (2011), Mittelfristige Projektion der öffentlichen Finanzen. Monatsbericht des BMF – August 2011.

## 4. Mittelfristige Projektion

### Schätzung des Produktionspotenzials nach der Methode der EU-Kommission

Die Institute ermitteln das Produktionspotenzial auftragsgemäß nach der von der Europäischen Kommission angewandten Methode.<sup>26</sup> Die Schätzung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten beruht auf einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion. Die Einsatzfaktoren Arbeit und Kapital gehen mit ihren Trendwerten unter der Annahme konstanter Skalenerträge in die Berechnung ein. Als weitere Komponente wird der Trend der Totalen Faktorproduktivität (TFP), welche aus dem Solow-Residuum berechnet wird, berücksichtigt. Die Zunahme der TFP ist jener Teil des Produktionsanstiegs, der nicht auf einen größeren Einsatz der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital zurückgeht.

Der Arbeitseinsatz wird durch das potenzielle Arbeitsvolumen, gemessen in Stunden, abgebildet, das sich multiplikativ aus vier Komponenten zusammensetzt: der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, der trendmäßigen Partizipationsrate, der potenziellen Beschäftigungsquote sowie dem Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen. Für die Schätzung der Trends der Partizipationsrate und der durchschnittlichen Arbeitszeit wird der Hodrick-Prescott-Filter verwendet. Um das mit der Anwendung statistischer Filterverfahren verbundene Endpunktproblem zu mildern, werden die betreffenden Bestandteile des Arbeitsvolumens mit Zeitreihenmodellen um drei Jahre über den Projektionszeitraum hinaus fortgeschrieben. Anschließend werden ihre trendmäßigen Werte bestimmt und in die Produktionsfunktion eingesetzt.<sup>27</sup>

Bezüglich der Bevölkerungsentwicklung greifen die Institute auf die Vorausberechnung des Statistischen Bundesamts zurück.<sup>28</sup> Gemäß der hier verwendeten Bevölkerungsvorausberechnung (Variante 1-W1) wird sich der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in Deutschland trotz eines unterstellten positiven Wanderungssaldos von 100 000 Personen pro Jahr im Projektionszeitraum fortsetzen (Tab. 4.1). Auch die durchschnittliche Arbeitszeit je Erwerbstätigen dürfte weiter sinken, da sich die in den vergangenen Jahren beobachtete Zunahme der Bedeutung der Teilzeitarbeit wohl auch in Zukunft fortsetzen wird. Die Partizipationsrate dürfte im Projektionszeitraum weiter steigen.<sup>29</sup>

Die potenzielle Beschäftigungsquote ergibt sich als Komplement zur strukturellen Erwerbslosenquote. Für deren Ableitung greifen die Institute im Einklang mit der von der Europäischen Kommission angewandten Methode auf das Konzept der lohninflationstabilen Erwerbslosenquote (non-accelerating wage rate of unemployment – NAWRU) zurück. Bei dieser, unter Rückgriff auf ein Phillips-Kurven-Modell geschätzten, strukturellen Erwerbslosenquote geht vom Arbeitsmarkt kein Lohninflationsdruck aus. Durch die Berücksichtigung der NAWRU wird das Konzept der Inflationsneutralität in die Potenzialschätzung einbezogen. Die vorliegende Schätzung impliziert, dass die strukturelle Erwerbslosenquote gegenwärtig bei 6,3 % liegt und im Projektionszeitraum noch geringfügig sinken wird. Insgesamt wird das potenzielle Arbeitsvolumen bis 2016 um 0,1 % pro Jahr zunehmen. Dabei werden die erwarteten Rückgänge der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und der durchschnittlichen Arbeitszeit durch den Anstieg der potenziellen Beschäftigungsquote sowie der trendmäßigen Partizipationsrate überkompensiert.

Im Einklang mit der Vorgehensweise der Europäischen Kommission verwenden

**Tab. 4.1**  
Produktionspotenzial und seine Determinanten  
1995 bis 2016<sup>a)</sup>; jahresdurchschnittliche Veränderung in %

	1995–2010 <sup>b)</sup>	1995–2010	2010–2016
Produktionspotenzial	1,2 <sup>c)</sup>	1,3	1,3
Kapitalstock	1,9 (0,7)	1,9 (0,7)	1,5 (0,5)
Solow-Residuum	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)
Arbeitsvolumen	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	-0,2	-0,2	-0,3
Partizipationsrate	0,6	0,6	0,6
Erwerbsquote	0,1	0,1	0,1
Durchschnittliche Arbeitszeit	-0,5	-0,5	-0,3
<i>Nachrichtlich:</i>			
Arbeitsproduktivität	1,3	1,4	1,1

<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 2011

<sup>26</sup> Vgl. D’Auria, F., Denis, C., Havik, K., Mc Morrow, K., Planas, Ch., Raciborski, R., Röger, W. und A. Ross (2010), The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps, European Commission, Economic Papers 420, Brüssel.

<sup>27</sup> Bei der Spezifikation der Zeitreihenmodelle für die durchschnittliche Arbeitszeit und die Partizipationsrate weichen die Institute im Detail von den Setzungen der Europäischen Kommission ab. Die Institute spezifizieren die Prozesse auf Basis von Einheitswurzeltests und des Akaike-Informationskriteriums.

<sup>28</sup> Im Gegensatz dazu verwendet die EU-Kommission die Bevölkerungsprognose von Eurostat. Dieser liegt die Annahme zugrunde, dass Fertilitäts- und Mortalitätsraten in der EU auf einen konstanten Wert oder eine bestimmte Verteilung konvergieren.

<sup>29</sup> An dieser Stelle weichen die Institute von den Vorgaben der Europäischen Kommission ab. Die Institute basieren die Projektion der Arbeitszeit auf ein Zeitreihenmodell, das dem trendmäßigen Verlauf der Arbeitszeit in Deutschland besser gerecht wird. Daraus ergibt sich ein weniger stark rückläufiger Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen.

die Institute zur Bestimmung des trendmäßigen technischen Fortschritts ein Verfahren, das Umfragedaten zur Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe nutzt, um den Trend von der konjunkturellen Entwicklung der TFP zu trennen.<sup>30</sup> Aus dem Modell ergibt sich, dass das Solow-Residuum im Projektionszeitraum trendmäßig 0,7 % pro Jahr betragen wird.

Bezüglich des gesamtwirtschaftlichen Kapitalbestands gehen die Institute mit dieser Projektion dazu über, anstelle des Nettoanlagevermögens zum Jahresende das jahresdurchschnittliche Bruttoanlagevermögen zu verwenden. Im Projektionszeitraum wird der Sachkapitalbestand mit Hilfe der Bruttoanlageinvestitionen und dem impliziten Abschreibungssatz fortgeschrieben. Die Abschreibungsrate wird im Projektionszeitraum konstant auf dem Durchschnitt der vergangenen sechs Jahre gehalten. Zur Bestimmung der Bruttoanlageinvestitionen wird deren Relation zum Produktionspotenzial mit einem univariaten Zeitreihenverfahren projiziert.<sup>31</sup> Demzufolge nimmt der Kapitalstock im Projektionszeitraum um 1,5 % pro Jahr zu. Alles in allem ergibt sich im Projektionszeitraum ein Wachstum des Produktionspotenzials um 1,3 % pro Jahr.

## Internationale und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen

Die weltwirtschaftliche Entwicklung wird auch in der mittleren Frist von strukturellen Problemen auf den Finanz-, den Immobilien- und den Arbeitsmärkten in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften geprägt. Weil diese Schwierigkeiten nur langsam überwunden werden, haben sich die mittelfristigen Wachstumsperspektiven in den betreffenden Ländern seit der Großen Rezession verschlechtert. Die Institute unterstellen, dass dort die Löhne und Preise im Projektionszeitraum schwächer steigen werden als in Deutschland. In den Schwellenländern hingegen dürfte die Große Rezession die mittelfristigen Perspektiven kaum verändert haben.

Im Einzelnen gehen die Institute davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt in den USA im Zeitraum 2010 bis 2016 mit einer Rate von 2½ % pro Jahr zulegen wird. Für China wird mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme um 8½ % gerechnet. Die japanische Wirtschaft dürfte um 1¼ % pro Jahr wachsen. Für die EU wird ein durchschnittlicher Produktionsanstieg um 1¼ % angesetzt. Dabei dürfte die Produktion im Euroraum um 1½ % jährlich zunehmen.

<sup>30</sup> Hier weichen die Institute vom Vorgehen der EU-Kommission ab. Dort gehen zusätzlich Angaben aus den Unternehmensbefragungen zur Geschäftslage im Dienstleistungssektor ein.

<sup>31</sup> An dieser Stelle weichen die Institute wiederum vom Verfahren der EU-Kommission ab. Dort wird eine im Trend fallende Relation zwischen den realen Bruttoanlageinvestitionen und dem Produktionspotenzial zugelassen, was sich für Deutschland empirisch nicht rechtfertigen lässt. Stattdessen gehen die Institute von einer langfristig stabilen Investitionsquote aus.

Der Welthandel dürfte unter diesen Voraussetzungen im Durchschnitt um 6½ % pro Jahr expandieren. Für den Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar wird die Annahme aus der Kurzfristprognose fortgeschrieben. Für den Zeitraum 2013 bis 2016 wird somit ein Wechselkurs von 1,38 US-Dollar je Euro eingestellt. Für den Ölpreis wird reale Konstanz im Anschluss an die Kurzfristprognose unterstellt.

Die Finanzpolitik wird im Projektionszeitraum restriktiv ausgerichtet sein, um den Anforderungen der im Grundgesetz verankerten Schuldenregel gerecht zu werden. So plant die Bundesregierung, das strukturelle Defizit des Bundes bis zum Jahr 2016 auf maximal 0,35 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zu senken. Zudem haben etliche Länder Konsolidierungsmaßnahmen beschlossen, die überwiegend auf der Ausgabenseite ansetzen. In Folge dessen dürften die Konsumausgaben des Staates nur moderat expandieren. Die öffentlichen Investitionen werden nach der für das Jahr 2012 erwarteten Stagnation voraussichtlich wieder ausgeweitet werden, da sich insbesondere die Finanzlage der Gemeinden merklich bessern wird.

Für die Geldpolitik der EZB wird unterstellt, dass sie angesichts der verhaltenen mittelfristigen Wachstumsperspektiven sowie des relativ geringen Inflationsdrucks im Euroraum auch über den kurzfristigen Horizont hinaus expansiv bleiben wird. In dem Maße, in dem die konjunkturelle Schwächephase im Euroraum überwunden wird und sich der Preisauftrieb beschleunigt, dürfte der Expansionsgrad gleichwohl langsam zurückgenommen werden.

## Projektion der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bis 2016

Die Institute setzen die Mittelfristprojektion für den Zeitraum 2013 bis 2016 auf die Kurzfristprognose für die Jahre 2011 und 2012 auf. Dabei gehen das oben dargestellte Produktionspotenzial und seine Bestimmungsfaktoren exogen ein. Dies impliziert, dass die in der Mittelfristprojektion abgeleiteten Bruttoanlageinvestitionen nicht den für die Potenzialschätzung verwendeten Kapitalstock beeinflussen. Auf Basis des Produktionspotenzials und der beschriebenen Annahmen bezüglich der internationalen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen werden das nominale und das reale Bruttoinlandsprodukt einschließlich der Verwendungsaggregate sowie die Preise und die Arbeitsmarktentwicklung bis 2016 abgeleitet.

Die wirtschaftliche Schwächephase wird 2012 überwunden (Tab. 4.2). Die Produktion wird im Zeitraum 2010 bis 2016 mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme um 1½ % stärker als das Produktionspotenzial steigen. Im gesamten Projektionszeitraum dürften die Produktionskapazitäten überausgelastet sein. Gleichwohl wird die Produktionslücke im späteren Verlauf zurückgehen und auf ½ % am Ende des Projektionszeitraums geschätzt.

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

Jahr	Erwerbstätige (Inland)	Beschäftigte Arbeitnehmer (Inland)	Arbeitszeit je Erwerbs- tätigen	Bruttoinlandsprodukt				
				Preisbereinigt, verkettete Volumenwerte				
				Insgesamt	je Erwerbs- tätigen	je Erwerbs- tätigen- stunde	in jeweiligen Preisen	Deflator
Mill.		Stunden	Mrd. Euro	Euro		Mrd. Euro	2005 = 100	
2004	39,034	34,777	1 436,2	2 209,3	56 599	39	2 195,7	99,4
2010	40,553	36,065	1 407,7	2 368,8	58 412	41	2 476,8	104,6
2016	41,6	37,0	1 392	2 588	62 149	45	3 030	117,1
Veränderung insgesamt in %								
2010/2004	3,9	3,7	- 2,0	7,2	3,2	5,3	12,8	5,2
2016/2010	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	- 1	9 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	7 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	22 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	12
Jahresdurchschnittliche Veränderung in %								
2010/2004	0,6	0,6	- 0,3	1,2	0,5	0,9	2,0	0,8
2016/2010	<sup>1</sup> / <sub>2</sub>	<sup>1</sup> / <sub>2</sub>	- <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1	1 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute;  
Zeitraum 2016/2010: Projektion der Institute.

GD Herbst 2011

Der Arbeitsmarkt wird wesentlich durch die Entwicklung der strukturellen Erwerbslosenquote beeinflusst, die durch die Potenzialschätzung angelegt ist. Da die tatsächliche Erwerbslosenquote im Projektionszeitraum unter der strukturellen liegt, beschleunigt sich der Lohnanstieg. Die stärkere Zunahme der Arbeitskosten dämpft die Arbeitsnachfrage. Gleichwohl wird bei rückläufiger Arbeitszeit der hohe Beschäftigungsstand gehalten.

Die Geldpolitik wirkt in Deutschland, wo die Kapazitätsauslastung höher als im übrigen Euroraum ist, im Projektions-

zeitraum merklich anregend. Dies stimuliert insbesondere die Investitionstätigkeit. Der Konsum der privaten Haushalte profitiert von der guten Arbeitsmarktlage, die auch steigende Einkommen mit sich bringt.

Der Außenbeitrag dürfte den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts dagegen leicht dämpfen. Zwar legt der Weltmarkt angesichts der günstigen wirtschaftlichen Entwicklung in den Schwellenländern deutlich zu. Dem steht aber gegenüber, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen im Projektionszeitraum ver-

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

Jahr	Bruttoinlands- produkt	Konsumausgaben		Bruttoinvestitionen			Außenbeitrag
		Private Haushalte	Staat	Insgesamt	Brutto- anlagen- investitionen	Vorrats- veränderung	
Mrd. Euro							
2004	2 195,7	1 283,6	414,2	387,1	381,8	5,3	110,8
2010	2 476,8	1 423,0	488,8	429,6	433,6	- 4,0	135,5
2016	3 030	1 754	582	559	573	- 14	135
Anteile am BIP in %							
2004	100,0	58,5	18,9	17,6	17,4	0,2	5,0
2010	100,0	57,5	19,7	17,3	17,5	- 0,2	5,5
2016	100	58	19 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	18 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	19	- <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Veränderung insgesamt in %							
2010/2004	12,8	10,9	18,0	11,0	13,6	-	-
2016/2010	22 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	23 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	19	30	32	-	-
Jahresdurchschnittliche Veränderung in %							
2010/2004	2,0	1,7	2,8	1,7	2,1	-	-
2016/2010	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	4 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	-	-

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute;  
Zeitraum 2016/2010: Projektion der Institute.

GD Herbst 2011

schlechtern und die kräftig zulegende Inlandsnachfrage die Einfuhr zusätzlich stimuliert. Der nominale Außenbeitrag wird in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nach 2013 sinken (Tab. 4.3).

Die Inflation beschleunigt sich im Projektionszeitraum, da die Löhne stärker zulegen. Die Terms of Trade werden sich vor dem Hintergrund der oben geschilderten Annahmen spürbar verbessern. Über den Projektionszeitraum wird der Deflator des Bruttoinlandsprodukts um rund 2 % pro Jahr zunehmen. Das nominale Bruttoinlandsprodukt dürfte somit bis 2016 jahresdurchschnittlich um 3 ½ % steigen.

## 5. Zur Wirtschaftspolitik

Mit der zweiten Welle der Finanzkrise haben sich die Konjunkturaussichten weltweit erheblich verschlechtert. Einige fortgeschrittene Volkswirtschaften befinden sich in einer Rezession, andere dürften in nächster Zeit folgen. In dieser sehr schwierigen Lage ist die Wirtschaftspolitik gefordert, einer weiteren Verschärfung der Krise entgegenzuwirken. Was die Staatsschuldenkrise im Euroraum angeht, ist eine Lösung trotz der zahlreichen und weitreichenden Maßnahmen der europäischen Regierungen und der EZB nicht in Sicht. Es hat den Anschein, als sei die Politik eher von den Ereignissen getrieben. Zwar ist es auf europäischer Ebene schwierig, sich auf eine langfristig tragfähige Lösung zu einigen. Aber es ist der europäischen Politik noch nicht einmal gelungen, glaubwürdig zu kommunizieren, an welcher Strategie sich ihr Handeln orientiert. So wurde selbst dann noch ausgeschlossen, dass es in Griechenland zu einem Schuldenschnitt kommt, als dies sowohl an den Finanzmärkten als auch in der Öffentlichkeit schon für wahrscheinlich gehalten wurde.

Deshalb konnte jeder der in den vergangenen zwei Jahren unternommenen Rettungsversuche höchstens zu einer kurzfristigen Beruhigung beitragen, weil das Grundproblem einer nicht tragbaren Verschuldung speziell Griechenlands vonseiten der Regierungen negiert wurde. Zudem hat kaum ein Staat die Zeit genutzt, um aus eigenem Antrieb zu konsolidieren, bevor er in den Blick der Finanzmärkte geriet. So setzten alsbald erneute und zumeist heftigere Turbulenzen ein, auf die neue, umfangreichere Rettungsversuche folgten. Es ist daher absehbar, dass die gegenwärtige Rettungsstrategie nicht mehr lange fortgeführt werden kann.

Betrachtet man die Rettungspakete als den Versuch, Zeit für wichtige grundlegende Reformen zu kaufen, so fällt das Resultat ernüchternd aus. Zwar wurden umfangreiche Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf den Weg gebracht; dies wäre ohne eine Schuldenkrise wohl kaum möglich gewesen. Doch wurden zwei Kernstücke eines europäischen Reformwerks nicht angepackt. Zum einen sollte ein funktionsfähiger und anreizkompatibler Insolvenzmechanismus für die Mitgliedsländer des Euroraums geschaffen werden. Allerdings kann eine Insolvenz von Staaten zu erheblichen Verwerfungen an den Finanzmärkten führen, insbesondere weil die Geschäftsbanken Eigenkapital verlieren und im Extremfall sogar in ihrer Existenz bedroht werden. Daher sollte es zum anderen eine Neuordnung der Finanzmarktregulierung und insbesondere ein europäisches Verfahren für eine Rekapitalisierung und gegebenenfalls eine geordnete Insolvenz von Banken geben.<sup>32</sup> Nun dürfte es in absehbarer Zeit zu einer Restrukturierung der griechischen Staatsschulden kommen, ohne dass entsprechende Mechanismen bestehen.

Eine Wirtschaftspolitik, die eine Staatsinsolvenz mit allen Mitteln verhindern will, birgt Risiken. So führt eine implizite Bail-out-Garantie dazu, dass Risiken an den Finanzmärkten gesamtwirtschaftlich betrachtet nicht adäquat bewertet und daher zu hohe Risikopositionen eingegangen werden. Zudem haben die Ereignisse seit dem Frühjahr 2010 gezeigt, dass im Zuge einer solchen Strategie die Haftungssummen immer weiter zunehmen können. Den Garantiestaaten können auch kurzfristig schon große Kosten entstehen, weil sie sich möglicherweise überheben und ihre Verschuldung in immer kritischere Höhen zu steigen droht. Anzeichen hierfür könnten die gestiegenen CDS-Prämien für diese Länder sein. Sollte die Lage sich zuspitzen und es zu einem Umschwung an den Kapitalmärkten kommen, würden die bislang unproblematischen Staaten an Bonität verlieren. In dem Fall wäre durch die Rettungsversuche auf kurze Sicht nichts gewonnen – im Gegenteil: Die Garantiestaaten wären nicht mehr in der Lage, den Problemländern zu helfen, und im Euroraum insgesamt wäre das Verschuldungsproblem noch größer.

Die Regierungen versuchen nun, die Schuldenprobleme mittelfristig dadurch einzugrenzen, dass auf europäischer Ebene der Stabilitäts- und Wachstumspakt gehärtet wird und dass die Länder nationale Schuldenregeln einführen, was einige bereits getan haben oder beabsichtigen zu tun. Solche Schritte sind zu begrüßen. Jedoch sollte man nicht erwarten, dass sie rasch zu einer Entspannung der Lage führen werden. Da sich viele Länder in der Vergangenheit nicht an vereinbarte Regeln wie den Stabilitäts- und Wachstumspakt oder an die eigenen Stabilitätsprogramme gehalten haben, steht der eigentliche Test noch aus, wie ernst sie die Regeln nehmen. So wird der angekündigte Kurs der Finanzpolitik, der offensichtlich erst auf Druck der Finanzmärkte und weniger aus Überzeugung geändert wurde, in einzelnen Ländern wohl erst nach und nach glaubhaft werden, wenn konkrete Konsolidierungsmaßnahmen auch tatsächlich durchgesetzt werden.

Da die von den europäischen Regierungen ergriffenen Maßnahmen bislang nicht zur Lösung der Schuldenkrise geführt haben, ist die EZB in Zugzwang geraten. Schon im Mai des vergangenen Jahres kaufte sie Staatsanleihen, im August dieses Jahres nahm sie das Programm überraschend abermals auf und kaufte vor allem Anleihen Spaniens und Italiens. Diese Maßnahmen werden in der Öffentlichkeit, aber nicht zuletzt auch im EZB-Rat unterschiedlich beurteilt.

*Die Mehrheit der Konsortien* vertritt die Auffassung, dass die EZB mit ihren Maßnahmen im Zuge der Staatsschuldenkrise ihr Mandat überdehnt hat.<sup>33</sup> Um die Stabilität der europäischen Gemeinschaftswährung zu gewährleisten, wurde die EZB mit weitreichender Unabhängigkeit, aber auch mit klaren Grenzen ausgestattet, um das primäre Ziel der Geldwertstabilität ohne politische Einflussnahme ver-

<sup>32</sup> Vgl. z.B. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010), Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise, Gutachten 03/10.

<sup>33</sup> Zur Position des Konsortiums IWH/Kiel Economics siehe den Abschnitt »Eine andere Meinung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics zu den Reaktionen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum und zu der EFSF«.

folgen zu können. Die Unabhängigkeit entspringt der Erfahrung, dass politisch abhängige Zentralbanken zu häufig kurzfristig stabilisierende Maßnahmen zulasten der mittleren und langen Frist ergreifen – sei es durch eine übermäßige geldpolitische Expansion oder gar durch eine Monetisierung von Staatsschulden. Doch ist die Unabhängigkeit in demokratischen Gemeinwesen ein hohes Gut, das auch erhebliche Verpflichtungen mit sich bringt. Zu diesen gehört, dass die EZB auch transparent und nachvollziehbar kommunizieren sollte, wie ihre Maßnahmen zur Erreichung der ihr vorgegebenen Ziele beitragen. Insbesondere aber darf sie die ihr gesetzten Grenzen nicht ohne erneute demokratische Legitimation überschreiten. Eine zentrale Grenze besteht in dem Verbot, Staaten des Euroraums zu finanzieren (Art. 123 AEUV).

Im Zuge der Staatsschuldenkrise im Euroraum hat die EZB jedoch Maßnahmen ergriffen, die durch den Geist der europäischen Verträge nicht gedeckt sind. So akzeptiert die EZB Staatsanleihen von Mitgliedsstaaten, die sich unter dem Rettungsschirm befinden, ungeachtet ihrer Bonität als Sicherheiten. Darüber hinaus kauft sie im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) Staatsanleihen aus Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien auf.

Indem die EZB ausfallgefährdete Staatsanleihen als Sicherheiten akzeptiert, misst sie ihnen einen Wert zu, den sie nach Einschätzung der Märkte nicht haben. So versetzt sie Banken in die Lage, ein größeres Volumen dieser Staatsanleihen zu kaufen, als nach Risikogesichtspunkten geboten wäre. Es handelt sich daher implizit um eine Subventionierung der betroffenen Staaten. Diese sollte die EZB nach einer Übergangsfrist auf jeden Fall beenden. Durch das SMP erfolgt eine Vergemeinschaftung von Schulden, denn bei einem Forderungsausfall müssten die Mitgliedsstaaten der Währungsunion nach ihren Kapitalanteilen für die Verluste einstehen. Dies widerspricht zwar nicht dem Wortlaut des Art. 123 AEUV und mag insofern kein Verstoß in einem juristischen Sinne sein; nach Auffassung der Mehrheit der Konsortien widerspricht dies wohl aber dem Geist des Maastrichter Vertrages. Es ist zudem nicht ohne Weiteres mit Art. 125 AEUV in Einklang zu bringen, der festlegt, dass ein Mitgliedsstaat nicht für die Verbindlichkeiten eines anderen haftet. Indem die EZB diese Norm faktisch aushebelt, überschreitet sie den ihr gewährten Kompetenzrahmen. Zudem verstößt sie gegen das fundamentale Prinzip »Keine Besteuerung ohne Mitspracherecht«, da die Bürger in den haftenden Mitgliedsstaaten im Zweifelsfall Steuermittel für die EZB-Verluste bereitstellen müssen, ohne dies demokratisch legitimiert zu haben.

Der Ankauf von Staatsanleihen hat darüber hinaus adverse Anreizwirkungen. Zum einen wird der Druck auf die Mitgliedsländer und auf die Europäische Kommission reduziert, ihrerseits zügig Verfahren zur Lösung der Staatsschuldenkrise auf den Weg zu bringen. So existiert bis heute kein geordnetes Insolvenzverfahren für Mitgliedsländer der Währungsunion oder zumindest für das europäische Bankensystem. Indem die Ausspreizung der Renditen auf Staatsanleihen verhindert wird, sinkt zum anderen der Konsolidie-

rungsdruck auf die genannten Länder. Dies war am Zickzackkurs der italienischen Regierung bei der Verabschiedung ihres Sparpakets gut zu beobachten. Offensichtlich führte erst das – inzwischen öffentlich gewordene – Schreiben des EZB-Präsidenten und seines designierten Nachfolgers dazu, dass die italienische Regierung spürbare Maßnahmen beschloss. Der Brief zeigt aber auch, dass die EZB bereits in die Finanzpolitik der Mitgliedsstaaten eingreift. Die enge Verzahnung von Geld- und Finanzpolitik wurde schon in der Pressemitteilung der EZB vom 7. August 2011 deutlich, in der die Entscheidung, italienische und spanische Staatsanleihen zu kaufen, klar in Zusammenhang gebracht wurde mit den Konsolidierungsanstrengungen in diesen Ländern.<sup>34</sup>

Ihr Vorgehen hat die EZB zumeist damit begründet, dysfunktionale Marktsegmente behinderten die geldpolitische Transmission. Zuletzt hat sie auch den Erhalt der Finanzmarktstabilität als Grund angeführt. Es bleibt aber unklar, worin genau die Transmissionsstörung lag und warum der Anstieg von italienischen und spanischen Renditen das Bankensystem insgesamt derart bedrohte, dass die EZB mit dem Ankauf von Staatsanleihen – und keiner weniger problematischen Maßnahme – eingreifen musste. Es wird zuweilen argumentiert, die EZB besäße nicht-öffentliche Informationen, die einen solch radikalen Schritt tatsächlich rechtfertigen. Dies ist naturgemäß von außen schwer zu beurteilen. Jedoch zeigt die Tatsache, dass die Mitglieder im EZB-Rat unterschiedliche Auffassungen vertreten, dass diese Interpretation nicht zwangsläufig ist.

Die EZB hat also die Verquickung von Geld- und Finanzpolitik zugelassen und damit in Kauf genommen, dass ihre Unabhängigkeit in Frage gestellt wird. Daher hat sie an Berechenbarkeit und Glaubwürdigkeit eingebüßt. Dies muss nicht unmittelbar zu mehr Inflation führen, aber die Risiken für die Geldwertstabilität sind gestiegen. Es kommt nun darauf an, dass die EZB deutlich macht, dass sie sich einer eindeutig stabilitätsorientierten Geldpolitik verpflichtet sieht, z.B. indem sie den Ankauf von Staatsanleihen zügig einstellt. Es ist aber genauso wichtig, dass die europäischen Regierungen, deren Versäumnis, rechtzeitig ein Insolvenzverfahren für Staaten zu schaffen, die EZB wohl erst in diese Zwangslage gebracht hat, sie darin unterstützen. Die aktuell diskutierte Ausgestaltung des geplanten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) ist ein erster Lackmusest: Sollte es dem ESM erlaubt werden, sich mit Hilfe einer Banklizenz bei der EZB zu refinanzieren, sind der Staatsfinanzierung durch die Notenpresse Tür und Tor geöffnet.

<sup>34</sup> In der Pressemitteilung heißt es:

»1. The Governing Council of the European Central Bank (ECB) welcomes the announcements made by the governments of Italy and Spain concerning new measures and reforms in the areas of fiscal and structural policies. The Governing Council considers a decisive and swift implementation by both governments as essential in order to substantially enhance the competitiveness and flexibility of their economies, and to rapidly reduce public deficits.

...

6. It is on the basis of the above assessments that the ECB will actively implement its Securities Markets Programme.«

Soweit die Meinung der Mehrheit der Konsortien.

Im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise geht es um die Rollenverteilung in der Wirtschaftspolitik. Nach Auffassung aller Institute ist es keine nachhaltige Situation, wenn die Verantwortung für die wirtschaftspolitischen Ziele verwischt wird. Zentral ist, dass die EZB wieder in die Lage versetzt wird, unabhängig von der Finanzpolitik zu agieren und die Preisstabilität zu sichern. Deshalb darf es hier keine Kompromisse geben: Die EZB muss in ihrem Mandat von der Politik unterstützt werden; sie kann künftig nicht immer wieder einspringen, wenn wegen einer Handlungsunfähigkeit der Regierungen eine Zuspitzung der Krise droht. Daher sind die Regierungen aufgefordert, zügig ein tragfähiges Konzept zum Umgang mit der Schuldenkrise zu verabschieden.

Bezüglich der Geldpolitik erwarten die Institute, dass die EZB demnächst den maßgeblichen Leitzins auf 1 % senkt. Dies ist vor dem Hintergrund der leichten Entspannung bei den Inflationsperspektiven und der sich abzeichnenden Rezession im Euroraum angemessen. Jedoch kommt es hier auf die Kommunikation durch die EZB an: Sie muss vermeiden, dass der Eindruck entsteht, sie senke die Zinsen vor allem deshalb, um einen Beitrag zur Entspannung der Staatsschuldenkrise zu leisten.

In der Finanzpolitik befindet sich die Bundesregierung in einer vergleichsweise günstigen Lage. Nicht nur war das konjunkturbereinigte Budgetdefizit im Jahr 2008, also bei Ausbruch der Finanzkrise, sehr viel niedriger als in vielen anderen Ländern, auch hat sie frühzeitig eine Schuldenregel eingeführt und einen entsprechenden Konsolidierungskurs eingeschlagen. Nach der Prognose der Institute ist sie auf gutem Weg, die Vorgaben zu erreichen, wenn auch die Maßnahmen, die in den kommenden Jahren noch erforderlich sind, bislang nicht hinreichend konkretisiert sind. Selbst wenn die Konjunktur merklich schlechter verlief, als es die Institute in der vorliegenden Prognose erwarten, wäre es möglich, die automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken zu lassen. Konjunkturbedingt könnte also das Budgetdefizit vorübergehend etwas höher ausfallen, ohne dass die im Maastrichter Vertrag genannte Obergrenze von 3 % erreicht würde.

Die Finanzpolitik sollte die Schuldenregel einhalten, auch um ein Signal in der Staatsschuldenkrise zu setzen. Für die Glaubwürdigkeit wäre es verheerend, wenn die Bundesregierung einerseits andere Länder in Europa auffordert, dem Beispiel einer fiskalpolitischen Regel zu folgen, sie sich andererseits jedoch selbst nicht an die eigene Regel hält. Daher sollte die Bundesregierung auch nicht dem Druck anderer Regierungen oder des Internationalen Währungsfonds nachgeben, die Inlandsnachfrage anzukurbeln, vermeintlich um anderen Ländern im Euroraum zu helfen. Neue Konjunkturprogramme sind daher abzulehnen.

In der Finanzpolitik muss es vielmehr das vorrangige Ziel sein, die Staatsschuldenquote nachhaltig zu verringern und anzustreben, in absehbarer Zeit eine Quote von 60 % zu

erreichen. Dies ist kein Selbstläufer. Nicht nur muss hierfür die Schuldenregel eingehalten werden, es drohen auch Risiken. So ist nicht damit zu rechnen, dass die Kapitalmarktzinsen auf dem derzeit niedrigen Niveau bleiben, mit hoher Wahrscheinlichkeit wird der Realzins mittelfristig anziehen. Vor allem aber hat es im Zuge der Finanzkrise bereits einen erheblichen Anstieg der Schuldenquote gegeben, weil die Bad Banks dem Sektor Staat zugeordnet wurden. Ähnliches kann im Zusammenhang mit der Haftung in der europäischen Staatsschuldenkrise passieren. Die Schuldenquote könnte zunehmen und einen Verlust an Bonität bewirken, der zu höheren Belastungen führen würde. Dazu braucht es nicht einmal ein Signal durch Ratingagenturen – es reicht aus, wenn die Marktteilnehmer eine höhere Risikoprämie fordern. Wie schnell die Erwartungen kippen können, hat die europäische Schuldenkrise gezeigt.

## Zu den institutionellen Reformen der EU

### Die Erweiterung der EFSF

Angesichts der fortgesetzten Staatsschulden- und Vertrauenskrise haben die Staats- und Regierungschefs des Euroraums eine Erweiterung des Ausleihvolumens sowie der Instrumente der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) auf den Weg gebracht, die am 29.9.2011 vom Bundestag ratifiziert wurde. Danach erhöhen sich die effektive Kapazität der EFSF auf 440 Mrd. Euro und der deutsche Gewährleistungsanteil auf rund 211 Mrd. Euro.<sup>35</sup> Zudem kann die EFSF nunmehr zweckgebundene Darlehen an Mitgliedstaaten des Euroraums auch zur Rekapitalisierung von Banken vergeben, Staatsanleihen auf dem Primär- und Sekundärmarkt kaufen und nicht näher spezifizierte »vorsorgliche Maßnahmen« zur Verhinderung von Ansteckungsgefahren ergreifen.<sup>36</sup>

Aus Sicht der Institute ist die Labilität des europäischen Bankensystems ein Kernproblem der gegenwärtigen Krise.<sup>37</sup> Fallen die Anleihen eines kleinen Mitgliedstaats wie Griechenland auch nur teilweise aus, so könnte dies – auch aufgrund von Ansteckungseffekten – für einige Banken existenzgefährdende Auswirkungen haben (vgl. Kasten 1.2). Da-

<sup>35</sup> Im Extremfall liegt die Garantiesumme sogar bei 253 Mrd. Euro, denn in der am 29.9.2011 geänderten Fassung des StabMechG ist nach § 1, Abs. 5, festgelegt, dass der »Gewährleistungsrahmen ... unter den Voraussetzungen des § 37 Absatz 1 Satz 2 der Bundeshaushaltsordnung mit Einwilligung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestages um bis zu 20 % der in Absatz 1 genannten Summe überschritten werden« kann.

<sup>36</sup> Vgl. Beschlussempfehlung des Haushaltsausschusses zu dem Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP – Drucksache 17/6916 – (Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus), und zu dem Antrag der Fraktionen der CDU/CSU und FDP – Drucksache 17/6945 – (Parlamentsrechte im Rahmen zukünftiger europäischer Stabilisierungsmaßnahmen sichern und stärken), Deutscher Bundestag Drucksache 17/7067, 22.09.2011.

<sup>37</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010), »Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen«, S. 52f., sowie Brief des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen an den Minister Dr. Schäuble, Ohne Finanzmarktreforemen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise, Juli 2010.

her ist die der EFSF neu eröffnete Möglichkeit, angeschlagene Banken zu rekapitalisieren, sehr sinnvoll. Zwar ist es problematisch, dass die EFSF eine mögliche Bankenrekapitalisierung nur über den betreffenden Staat abwickeln kann. Da die Insolvenz einer systemrelevanten Bank europaweit Verwerfungen nach sich zöge, würde dies diesem Staat ein gewisses Drohpotenzial eröffnen. Um dies zu verhindern, wäre die Einrichtung eines europäischen Bankenrettungsfonds – z.B. angesiedelt bei der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) – eher geeignet. Dieser müsste direkte Eigenkapitalhilfen vergeben dürfen, aber auch die Kompetenz zur Abwicklung insolventer Institute haben. Insgesamt überwiegen aber die Vorteile, zumal sich die Politik aus der Zwangslage befreien könnte, mit Rücksicht auf das Finanzsystem jeder geforderten Ausweitung von staatlichen Rettungsdarlehen zuzustimmen.

Darüber hinaus halten es die Institute nach wie vor für dringend erforderlich, einen funktionsfähigen und anreizkompatiblen Insolvenzmechanismus für Staaten zu schaffen.<sup>38</sup> Dieser würde z.B. eine substantielle Restrukturierung der griechischen Staatsschuld ermöglichen.

*Die Mehrheit der Konsortien* beurteilt die jüngste Erweiterung der EFSF-Kapazität kritisch und lehnt eine weitere explizite oder implizite Aufstockung des Haftungsrahmens ab.<sup>39</sup> Die Erweiterung der Kapazität der EFSF entspricht der bisherigen Rettungslogik, nach der Stabilität nur durch möglichst große Volumina der Hilfspakete erreicht werden könne, ein Forderungsausfall vermieden werden müsse und risiko-adäquate Zinsaufschläge gegenüber Bundesanleihen von deutlich über drei Prozentpunkten – wie im Fall Italiens – nicht hinnehmbar seien. Folgt man dieser Logik, so ist das auf 440 Mrd. Euro aufgestockte Ausleihvolumen angesichts der Problemfälle jedoch bescheiden. Denn für das zweite Griechenlandpaket werden nach den bisherigen Planungen 109 Mrd. Euro veranschlagt<sup>40</sup>, Portugal und Irland sollen mit 26 Mrd. Euro bzw. 18 Mrd. Euro unterstützt werden.<sup>41</sup> Damit bleiben der EFSF freie Mittel von 287 Mrd. Euro (bzw. 317 Mrd. Euro, wenn der IWF sich am zweiten Griechenlandpaket beteiligt). Sollte sie nun die Aufgabe zugewiesen be-

kommen, statt der EZB Staatsanleihen zu kaufen, und dies im gleichen Tempo von rund 10 Mrd. Euro pro Woche fortsetzen, dann wäre ihre Kapazität Mitte 2012 erschöpft, ohne dass z.B. Bankenrettungen finanziert worden wären. Übernahme die EFSF zudem das Portfolio an Staatsanleihen in Höhe von rund 160 Mrd. Euro, welches die EZB im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte gekauft hat, hätte sie ihre Kapazitätsgrenze schon Anfang 2012 erreicht.

Daher ist es nicht überraschend, dass die Diskussion über eine erneute Ausweitung der EFSF in vollem Gange ist. So wird vorgeschlagen, die nationalen Garantiesummen im kommenden Jahr weiter anzuheben. Da dies jedoch selbst die ökonomisch stärksten Euroländer überlasten dürfte und zudem politisch nicht durchsetzbar erscheint, wird verstärkt über eine Hebelung des Ausleihvolumens nachgedacht. Zu diesem Zweck könne die EFSF eine Banklizenz und damit die Möglichkeit erhalten, sich bei der EZB zu refinanzieren. Dies entspräche allerdings einer kaum noch verhohlenen Staatsfinanzierung durch die Notenpresse und ist daher strikt abzulehnen. Ein anderer Vorschlag sieht vor, dass die EFSF auf die Überdeckung und damit auf die bestmögliche Bonitätsnote verzichtet, was ihr ein Ausleihvolumen von bis zu 780 Mrd. Euro ermöglichen könnte. Zusätzliche Hebelungen sind ebenfalls denkbar. So könnte die EFSF verschiedenen hoch besicherte Anleihetranchen auf dem Kapitalmarkt begeben. Sie könnte auch, statt direkt Kredite an die betroffenen Staaten auszureichen, deren Staatsanleihen teilweise versichern. All dies würde die expliziten Garantiesummen der beteiligten Länder zwar unberührt lassen. Aber es stellt sich die Frage, ob eine mit einer Hebelung einhergehende Garantiebeschränkung im Falle einer staatlichen Insolvenz faktisch durchzuhalten wäre. Denn dann würden z.B. mindere Tranchen der EFSF-Papiere ausfallen – mit allen Konsequenzen für die Bonität der EFSF und die Stabilität der Finanzmärkte. Folglich würden Länder wie Deutschland im Falle einer Hebelung der Kapazität der EFSF entsprechend höhere implizite Verpflichtungen eingehen.

Doch die Verpflichtungen der Garantieländer sind ohnehin schon enorm. So bürgt Deutschland für die EFSF mit 211 Mrd. Euro, für den europäischen Finanzstabilitätsmechanismus (EFSM) der EU-Kommission mit 12 Mrd. Euro<sup>42</sup>, für die IWF-Kredite, die EFSF und EFSM begleiten, mit 15 Mrd. Euro sowie für das erste Griechenlandpaket mit 22 Mrd. Euro<sup>43</sup>, insgesamt also mit 260 Mrd. Euro. Dazu kommen die Staatsanleihen im Besitz der EZB in Höhe von rund 160 Mrd. Euro, für die Deutschland mindestens nach Maßgabe des Kapitalschlüssels von 27 % mit 43 Mrd. Euro haftet. Die gesamte Garantiesumme, für die Deutschland im Zweifelsfall einzustehen hätte, beträgt daher mindestens 303 Mrd. Euro.<sup>44</sup> Dies entspricht ungefähr dem Umfang des

<sup>38</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), »Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst«, S. 50ff.; Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010), Ein Krisenmechanismus für den Euroraum, in: ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 19.11.2010; Holtemöller, O. und T. Knechtlik (2011), Prävention und Management von Staatsinsolvenzen in der Europäischen Währungsunion, in: Wirtschaftsdienst 3/2011, S. 173–178; Gianviti, F., Krueger, A. O., Pisani-Ferry, J., Sapir, A. und J. von Hagen (2010), A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Bruegel Blueprint 10, 2010; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2011), Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 1/2011.

<sup>39</sup> Zur Position des Konsortiums IWH/Kiel Economics siehe den Abschnitt »Eine andere Meinung«.

<sup>40</sup> Sollte sich der IWF mit 3/11 am Paket beteiligen, wie derzeit diskutiert, dann wären es nur 79 Mrd. Euro; die Entscheidung darüber soll mit dem ausstehenden Bericht der Troika getroffen werden.

<sup>41</sup> Das Gesamtpaket für Portugal umfasst insgesamt 78 Mrd. Euro, davon übernehmen IWF, EFSF und EFSM je 26 Mrd. Euro. Das Gesamtpaket für Irland umfasst 85 Mrd. Euro bei einem Eigenbeitrag Irlands von 17,5 Mrd. Euro. IWF und EFSM beteiligen sich mit je 22,5 Mrd. Euro, Großbritannien mit 3,8 Mrd. Euro, Schweden mit 0,6 Mrd. Euro und Dänemark mit 0,4 Mrd. Euro, so dass bei der EFSF ein Betrag von 17,7 Mrd. Euro verbleibt.

<sup>42</sup> Dieser Wert errechnet sich aus dem Anteil Deutschlands an den EU-Einnahmen des Jahres 2010 von 20 %.

<sup>43</sup> Dies ergibt sich aus dem Anteil Deutschlands am Euroraum ohne Griechenland multipliziert mit dem Gesamtvolumen von 80 Mrd. Euro.

<sup>44</sup> Tatsächlich dürfte die Haftungssumme darüber liegen, denn Länder unter dem Rettungsschirm fallen als Garantiegeber aus. So stieg aufgrund der Inanspruchnahme des Rettungsschirms durch Griechenland, Irland und Portugal der um die Kapitalanteile dieser Länder korrigierte Schlüssel für Deutschland von 27 % auf 29 %.

Bundshaushalts 2011. Schließlich sind die TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank zu berücksichtigen; Ausfälle würden wiederum nach dem Kapitalschlüssel auf die Euroländer verteilt. Wohl vor diesem Hintergrund sind die Prämien für die Ausfallversicherung deutscher Staatsanleihen zuletzt merklich gestiegen. Es zeichnet sich also ab, dass groß dimensionierte Rettungspakete zu einer Ansteckung der Retter führen. Dies würde dem bisherigen Rettungskonzept den Boden entziehen.

Soweit die Meinung der Mehrheit der Konsortien.

### Eurobonds

Die stetig wachsenden gegenseitigen Haftungsverpflichtungen der Eurostaaten werden bereits vielfach als ein Schritt in Richtung gemeinsamer europäischer Staatsanleihen interpretiert. So erfolgt beispielsweise die Refinanzierung der im Rahmen der EFSF vergebenen Kredite seit Anfang dieses Jahres durch Neuemission von Schuldverschreibungen, für die jedes Land im Euroraum gemäß EZB-Kapitalschlüssel haftet. Um ein AAA-Rating der Anleihen zu gewährleisten, wurden die vergebenen Kredite sogar überschert, d.h. das am Kapitalmarkt aufgenommene Refinanzierungsvolumen übersteigt das vergebene Kreditvolumen.<sup>45</sup>

Statt die Rettungspakete erneut auszuweiten, wird vielfach die offene Einführung gemeinsamer europäischer Staatsanleihen gefordert. Im Unterschied zu den Rettungsmaßnahmen sollen Eurobonds ein dauerhaftes Instrument sein; die mit ihnen verbundenen Risiken würden die Stabilität des Euroraums also permanent gefährden. Zwar werden verschiedene Formen ihrer konkreten Ausgestaltung diskutiert. So könnte eine gesamt- oder teilschuldnerische Haftung vorgesehen sein. Auch könnte der Anteil der Staatsschuld, der durch Eurobonds finanziert werden darf, beschränkt werden. Bei allen Unterschieden haben diese Ansätze aber gemeinsam, dass die Zinsdifferenzierung des Marktes nicht oder nur teilweise an die einzelnen Länder des Euroraums weitergegeben wird, damit sich bonitätschwache Länder günstig am Kapitalmarkt finanzieren können. An die Stelle des Marktes treten dann im besten Fall politische Kontrollmechanismen, die einer übermäßigen Schuldenaufnahme entgegenwirken sollen, im Zweifelsfall aber mit Verweis auf labile Finanzmärkte oder außergewöhnliche Umstände ignoriert werden dürften. Daher gehen von Eurobonds eine Verwischung der nationalen Verantwortungen und der Anreiz zu mehr Verschuldung aus. Darüber hinaus müssten die bonitätsstarken Länder die Kosten der Zinssubvention tragen. So dürfte für Deutschland die Verschuldung durch Eurobonds statt durch Bundesanleihen

<sup>45</sup> Bis September 2011 wurden im Rahmen der EFSF bereits Kredite in Höhe von 5,8 Mrd. Euro an Portugal ausbezahlt. Die Refinanzierung erfolgte durch Neuemission von zwei Anleihen mit einem Nennwert von 5 Mrd. Euro (Ausgabe 15.06.2011, Fälligkeit 05.07.2021) und 3 Mrd. Euro (Ausgabe 22.06.2011, Fälligkeit 05.12.2016). An Irland wurden 3,3 Mrd. Euro ausbezahlt. Die Refinanzierung erfolgte durch Neuemission einer Anleihe mit einem Nennwert von 5 Mrd. Euro (Ausgabe 25.01.2011, Fälligkeit 18.07.2016).

zu merklichen Zinsaufschlägen führen mit erheblichen zusätzlichen Zinskosten.<sup>46</sup> Zudem vervielfachen sich Deutschlands fiskalische Risiken, wenn man bedenkt, dass die gesamten Staatsschulden des Euroraums Ende 2010 rund 7,8 Bill. Euro betragen. Aus all diesen Gründen ist die Einführung von Eurobonds abzulehnen.

### Das »Sixpack«

Das Europäische Parlament hat am 28.9.2011 die als »Sixpack« bezeichneten sechs Verordnungsvorschläge der Europäischen Kommission zu mehr finanzpolitischer Disziplin und wirtschaftspolitischer Steuerung verabschiedet (Kasten 5.1). Für eine grundsätzliche Bewertung sei auf das Herbstgutachten 2010 und das Frühjahrsgutachten 2011 verwiesen.<sup>47</sup> Allerdings hat das Europäische Parlament eine Reihe von Änderungen der Kommissionsvorschläge vorgenommen. Vor allem weil die Identifizierung von Ungleichgewichten in Echtzeit kaum praktikabel ist und die Ungleichgewichte nicht immer in der Verantwortung und Einflussphäre der Wirtschaftspolitik liegen, ist die Forderung des Europäischen Parlaments abzulehnen, dass Mitgliedstaaten mit Leistungsbilanzüberschüssen politische Maßnahmen zur Steigerung ihrer Binnennachfrage ergreifen sollen. Das gleiche gilt für die gesetzliche Konkretisierung, wonach Leistungsbilanzüberschüsse zu Strafzahlungen in Höhe von bis zu 0,1 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts führen können.<sup>48</sup>

### Einführung von Schuldenbremsen in den Mitgliedsländern der EU

Der von den Staats- und Regierungschefs verabschiedete Euro-Plus-Pakt sieht vor, dass die Mitgliedsländer die im Stabilitäts- und Wachstumspakt enthaltenen Haushaltsvorschriften verbindlich und dauerhaft in nationales Recht umsetzen.<sup>49</sup> Zwar wird die konkrete Ausgestaltung den Ländern

<sup>46</sup> Berg et al. schätzen die jährlichen Kosten auf 47 Mrd. Euro, Boysen-Hogrefe auf 10 Mrd. Euro. Vgl. Berg, T.O., Carstensen K. und H.-W. Sinn (2011), Was kosten Eurobonds?, ifo Schnelldienst 17/2011; Boysen-Hogrefe, J. (2011), »Was kostet der Eurobond?«, ifW Fokus102, 1.8.2011.

<sup>47</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010), »Deutschland im Aufschwung – Wirtschaftspolitik vor wichtigen Entscheidungen«, S. 48f. sowie Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), »Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst«, S. 48.

<sup>48</sup> Vgl. »Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 28. September 2011 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte (KOM(2010)0527 – C7-0301/2010 – 2010/0281(COD))«, heruntergeladen am 29.9.2011 von <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2011-0424&language=DE&ring=A7-2011-0183>.

<sup>49</sup> Vgl. auch »Gemeinsamer Deutsch-Französischer Brief an EU-Ratspräsident Herman Van Rompuy« vom 17.8.2011, Pressemitteilung 291, Presse- und Informationsamt der Bundesregierung. Heruntergeladen am 9.10.2011 von [http://www.bundesregierung.de/nn\\_1272/Content/DE/Pressemitteilungen/BPA/2011/08/2011-08-17-dt-franz-brief-rompuy.html](http://www.bundesregierung.de/nn_1272/Content/DE/Pressemitteilungen/BPA/2011/08/2011-08-17-dt-franz-brief-rompuy.html).

**Kasten 5.1****Maßnahmen zur Verbesserung der wirtschaftspolitischen Steuerung in der EU**

Am 28. September 2011 verabschiedete das Europäische Parlament sechs Gesetzesvorschläge, die helfen sollen, künftige Krisen im Euroraum zu verhindern. Für sie hat sich im Sprachgebrauch der EU die Bezeichnung »Sixpack« durchgesetzt. Vier der Verordnungen haben eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zum Gegenstand, zwei die Überwachung und Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten.<sup>1</sup>

**Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes**

Der präventive Arm des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wurde dahingehend konkretisiert, dass künftig in Ländern, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, die Staatsausgaben höchstens mit einer Rate zunehmen dürfen, die unterhalb des mittelfristigen Wachstums des nominalen Bruttoinlandsprodukts liegt. Der korrektive Arm des Paktes wurde dahingehend verschärft, dass sowohl diejenigen Länder, die gegen das Defizitkriterium, als auch diejenigen, die gegen das Schuldenstandkriterium des Maastrichter Vertrages verstoßen, mit einem Defizitverfahren rechnen müssen. Liegt die Schuldenstandsquote über 60 %, so muss ein Land sie reduzieren, wobei ein jährlicher Abbau des 60% überschreitenden Teils um jeweils ein Zwanzigstel im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre als hinreichend angesehen wird. Zugleich wurden in das Sanktionsverfahren mehr Automatismen eingebaut. Zwar müssen zwei Drittel der EU-Finanzminister der Einleitung eines Verfahrens zustimmen, aber danach kann das Verfahren künftig nur noch durch ein Veto des Ministerrates gestoppt werden. Werden die Vorgaben des Paktes nicht eingehalten, so wird in einem ersten Schritt eine verzinste Einlage in Höhe von 0,2 % des Bruttoinlandsprodukts bei der EU fällig, die bei fortgeschrittenem Verfahren in eine nicht-verzinste Einlage und später eine Strafe umgewandelt werden kann. Die Strafe kann bis auf maximal 0,5% des Bruttoinlandsprodukts angehoben werden. Der Budget-Prozess in den Mitgliedsländern der EU soll sich dabei an einheitlichen statistischen Praktiken und Prognosemethoden orientieren, wobei die Unabhängigkeit der Statistischen Ämter gestärkt wurde. Auf Initiative des Europäischen Parlaments können auch Strafen für jene Länder verhängt werden, die Statistiken in Bezug auf Defizite und Schulden verfälschen.

**Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte**

Die die Budgetkontrolle ergänzende Überwachung der Wirtschaftspolitiken der EU-Länder etabliert Mechanismen, mit denen übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte vermieden und verringert werden sollen. Dazu wird ein Verfahren angestrengt, das Länder mit Ungleichgewichten verpflichtet, einen Plan zu deren Abbau vorzulegen. Wenn ein Land wiederholt den Abbau eines festgestellten makroökonomischen Ungleichgewichts verfehlt, können Strafen bis zu 0,1 % des Bruttoinlandsprodukts verhängt werden. Während die EU-Kommission ursprünglich nur Länder mit Handelsdefiziten überwachen wollte, hat das Europäische Parlament auch eine Kontrolle von Ländern mit Überschüssen durchgesetzt.

<sup>1</sup> Dabei handelt es sich im Einzelnen um: Verordnung zur Änderung der präventiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (Verordnung 1466/97). – Verordnung zur Änderung der korrektiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (Verordnung 1467/97) – Verordnung über die wirksame Durchsetzung der haushaltspolitischen Überwachung im Euroraum – Richtlinie über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten – Verordnung zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte – Verordnung über Durchsetzungsmaßnahmen zur Korrektur übermäßiger makroökonomischer Ungleichgewichte im Euroraum.

GD Herbst 2011

überlassen, das deutsche Vorbild einer Schuldenbremse wird aber explizit genannt. Nationale Schuldenregeln stellen nach Einschätzung der Institute einen geeigneten Weg dar, um das Vertrauen in die Staatsfinanzen wieder herzustellen. Es kommt dabei weniger darauf an, dass durch sie der Schuldenstand rasch reduziert wird, als vielmehr darauf, dass glaubhaft auf einen nachhaltigen Konsolidierungspfad eingeschwenkt wird. Haben solche Regeln Verfassungsrang, könnte dies das Vertrauen in sie stärken und zu einer Beruhigung der Finanzmärkte führen. Wohl aus diesem Grund hat Spanien eine Schuldenbremse in der Verfassung verankert. In Italien, Portugal und Frankreich haben die Regierungen entsprechende Beschlüsse gefasst, Parlamentsmehrheiten dafür erscheinen derzeit aber fraglich.

**Zur Geldpolitik**

Im April und im Juli dieses Jahres hat die EZB den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte auf 1,5 % angehoben. Sie begründete dies mit gestiegenen Risiken für die Preissta-

bilität; und tatsächlich lag die Inflationsrate aufgrund massiver Rohstoff- und Nahrungsmittelpreisanstiege sowie zahlreicher Verbrauchsteuererhöhungen in einzelnen Mitgliedsländern des Euroraums bis zuletzt deutlich über der von der EZB festgelegten Obergrenze für Preisstabilität. Auch schien sich im Euroraum insgesamt ein Aufschwung abzuzeichnen.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte führte die EZB weiter als Festzinstender mit Vollzuteilung durch. Zudem wurden als Reaktion auf das Übergreifen der europäischen Schuldenkrise auf den Bankensektor zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte, unter anderem mit sechsmonatiger Laufzeit, angeboten sowie Tender mit einer Laufzeit von bis zu 13 Monaten angekündigt. Hinzu kommt ein neues Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen mit einem Volumen von 40 Mrd. Euro, welches im November dieses Jahres beginnen soll. Die EZB hat ferner die Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten noch einmal herabgesetzt; seit Juli akzeptiert sie portugiesische Staatsanleihen unabhängig von ihrer Bonitätsnote als Sicherheit bei Refinanzie-

rungsgeschäften.<sup>50</sup> Des Weiteren wurden die Regelungen für Bankschuldverschreibungen gelockert. Das Programm für die Wertpapiermärkte wurde ausgeweitet; seit Anfang August hat die EZB Staatsanleihen im Umfang von 87 Mrd. Euro erworben; der Bestand belief sich Anfang Oktober damit auf insgesamt 161 Mrd. Euro.

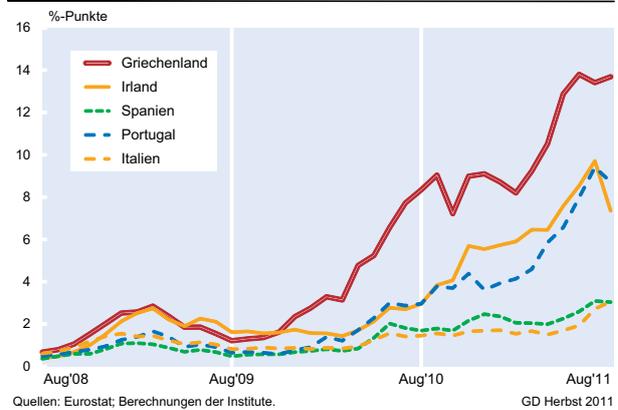
**Staatschuldenkrise belastet das europäische Bankensystem**

Seit dem Sommer 2011 haben Unsicherheit und Kurschwankungen auf den Finanzmärkten zugenommen. Die Zinsaufschläge gegenüber Bundesanleihen sind für Staatsanleihen der Länder mit Schuldenproblemen weiter gestiegen (Abb. 5.1). Nachdem im Jahr 2010 zunächst die Renditeabstände der Anleihen Griechenlands, Irlands und Portugals anzogen, hat die Verschärfung der Schuldenkrise Mitte dieses Jahres auch zu einem spürbaren Anstieg des Zinsaufschlags spanischer und italienischer Anleihen geführt. Dass das mit diesen Anleihen einhergehende Risiko aus Sicht der Marktteilnehmer erneut gestiegen ist, kann auch an den Prämien für Kreditausfallversicherungen abgelesen werden; so stieg die CDS-Prämie für griechische Anleihen mit fünfjähriger Laufzeit auf knapp 6 000 Basispunkte (Abb. 5.2).

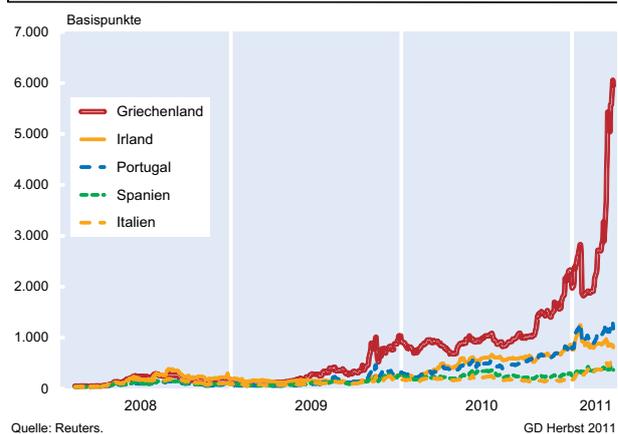
Die Turbulenzen an den Anleihemärkten führten auch dazu, dass sich die Risiken im Bankensystem erhöht haben. Die Banken im Euroraum hielten Ende 2010 griechische, irische, portugiesische und spanische Staatsanleihen in Höhe von knapp 400 Mrd. Euro, rechnet man Italien hinzu, ergibt sich eine Summe von 660 Mrd. Euro; dies entspricht 1,2 % (2,1 %) ihrer Bilanzsumme. Die erhöhte Unsicherheit im Bankensektor spiegelt sich in einem abermals erhöhten Zinsaufschlag von unbesichertem gegenüber besichertem Dreimonatsgeld wider; seit März zog dieser deutlich an und lag Anfang Oktober bei knapp 100 Basispunkten. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Funktionsweise des Interbankengeldmarktes beeinträchtigt ist. Ähnlich wie nach der Insolvenz von Lehman Brothers, als dieser Aufschlag zeitweilig bei 180 Basispunkten lag, weist eine Reihe weiterer Indikatoren darauf hin, dass Banken mit Liquiditätsüberschüssen auf dem Geldmarkt sehr zurückhaltend agieren. Im Rahmen ihres Liquiditätsmanagements halten die Banken zu Beginn einer Mindestreserveperiode zur Erfüllung des Reservesolls Liquidität auf den Girokonten bei der Zentralbank (Abb. 5.3). Wenn der Sollwert erreicht ist, wird die Liquidität in die Einlagefazilität umgeschichtet und nicht in den Interbankenmarkt eingespeist. Dieses Verhalten war auch Ende 2008 zu beobachten, hatte sich allerdings zu Beginn des Jahres 2009 etwas abgeschwächt. Nun hat die Inanspruchnahme der Einlagefazilität im Zeitraum von März bis September 2011 erneut – von 27 auf 122 Mrd. Euro – zugenommen.

Ein weiterer Indikator für die Spannungen auf dem Geldmarkt ist die Heterogenität der Liquiditätsnachfrage der Ban-

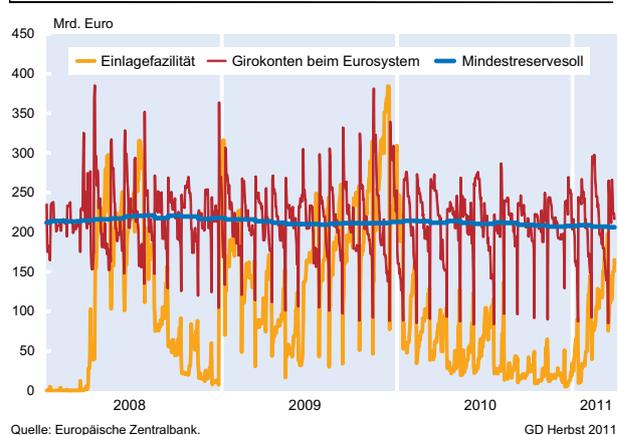
**Abb. 5.1**  
Renditeaufschläge zehnjähriger Staatsanleihen von ausgewählten Ländern des Euroraums gegenüber deutschen Staatsanleihen



**Abb. 5.2**  
Prämien für Kreditausfallversicherungen für fünfjährige Staatsanleihen in ausgewählten Ländern des Euroraums

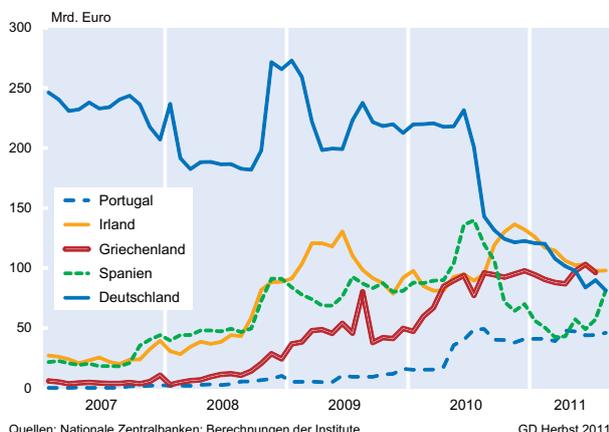


**Abb. 5.3**  
Einlagen der Banken im Eurosystem



<sup>50</sup> Ähnliche Richtlinienänderungen führte sie zuvor schon für irische und griechische Anleihen durch.

<sup>51</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), »Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst«, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2011, Halle 2011, S. 55–57.

**Abb. 5.4****Liquiditätszuführende Geschäfte nationaler Zentralbanken**

Quellen: Nationale Zentralbanken; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2011

üblichen Maße auf dem Interbankenmarkt zur Verfügung, sondern nutzen in großem Umfang die Einlagefazilität der EZB als sichere Anlagemöglichkeit. Die Geschäftsbanken der Länder mit Schuldenproblemen hingegen sind infolge der Störung des Interbankengeschäfts zunehmend auf die Refinanzierung bei der Zentralbank angewiesen (Abb. 5.5). In Griechenland kommt eine massive Kapitalflucht hinzu; die Geschäftsbanken mussten hinnehmen, dass sich private Einlagen von Dezember 2009 bis Juni 2011 um 20 % (50 Mrd. Euro) verringerten.

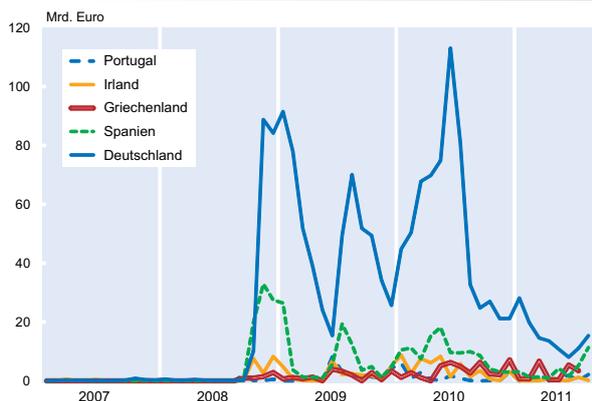
In den Ländern mit Schuldenproblemen dient die vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität in Ermangelung alternativer Finanzierungsmöglichkeiten auch der Kreditfinanzierung internationaler realwirtschaftlicher Transaktionen. Dies führt dazu, dass spiegelbildlich zum Leistungsbilanzsaldo größere Salden im Zahlungsverkehrssystem der Zentralbanken (TARGET2) auftreten.<sup>52</sup> Auf diese Weise erwerben die Notenbanken der Überschussländer in einem Umfang Nettoforderungen gegenüber dem Eurosystem, der deutlich größer ist als vor der Krise. Diese Art der Leistungsbilanzfinanzierung wäre beispielsweise in einem klassischen Fixkursystem nur solange möglich, wie die entsprechende nationale Notenbank über Devisenreserven verfügt. Die

TARGET2-Salden sind somit ein Indikator für die nach wie vor nicht gelösten Leistungsbilanzprobleme einzelner Euro-raumländer. Ein erhebliches zusätzliches Risiko ergibt sich dadurch für die nationalen Notenbanken mit Nettoforderungen allerdings nicht, auch weil die im Rahmen der Liquiditätsbereitstellung hinterlegten Sicherheiten täglich neu bewertet werden.<sup>53</sup>

**EZB setzt Ankauf von Staatsanleihen fort**

Die EZB befindet sich angesichts der Schuldenkrise und der Spannungen im Bankensystem in einem Dilemma.<sup>54</sup> Die praktischen Erfahrungen der Vergangenheit und die Theorie der Geldpolitik haben zu der Erkenntnis geführt, dass eine auf Preisstabilität ausgerichtete Zentralbank sich nicht an der Finanzierung öffentlicher Haushalte beteiligen sollte. Denn dies birgt die Gefahr, dass staatliche Budgetdefizite letztlich mit der Notenpresse finanziert werden, so dass Preisstabilität nicht gewährleistet werden kann. Eine wichtige Voraussetzung für Preisstabilität ist daher die Unabhängigkeit der Zentralbank von finanzpolitischem Druck. In der Schuldenkrise steht die EZB allerdings vor dem Problem, dass ausfallgefährdete Staatsanleihen große Verwerfungen im Bankensystem zur Folge haben können. Wären diese Probleme eskaliert, hätten sich große Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und letztlich auch für die Preisstabilität ergeben. Wohl um dies zu verhindern, intervenierte die EZB auf dem Markt für Staatsanleihen.

Die Mehrheit der Konsortien sieht in dem fortgesetzten Kauf von Staatsanleihen durch die EZB eine Überdehnung ihres Mandats. Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics teilt diese Position nicht. Zu den unterschiedlichen Meinungen, siehe den einleitenden Abschnitt zum Kapitel »Zur Wirtschaftspolitik« und den Abschnitt »Eine andere Meinung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics zu den Reaktio-

**Abb. 5.5****Inanspruchnahme der Einlagefazilität**

Quellen: Nationale Zentralbanken; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2011

<sup>52</sup> Siehe hierzu Deutsche Bundesbank (2011), Die deutsche Zahlungsbilanz 2010, Monatsbericht März 2011, S. 34f.

<sup>53</sup> Das Konsortium aus ifo Institut und KOF vertritt in Bezug auf die Beurteilung der TARGET2-Salden eine andere Position als die übrigen Institute, siehe H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser (2011), TARGET2-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, Ifo Working Paper Nr. 105. Zum einen handelt es sich bei den TARGET2-Salden nicht um einen bloßen Indikator, sondern sie spiegeln ein im Eurosystem angelegtes wirtschaftspolitisches Instrument wider. Konkret handelt es sich dabei um einen zwischenstaatlichen Kredit, der im Hinblick auf die Verlagerung von Verfügungsrechten und die Haftungsstruktur der EFSF oder einem Eurobond ähnelt. Zum anderen sind mit dem Aufbau der TARGET2-Salden erhebliche Risiken verbunden. Kurzfristig müssten bei der Insolvenz eines Mitgliedlandes und einem Austritt aus der Währungsunion vermutlich die Forderungen gegenüber diesem Land abgeschrieben werden. Im Falle Griechenlands handelt es sich beispielsweise um aktuell 97,5 Mrd. Euro. Langfristig birgt die Möglichkeit der unbegrenzten TARGET2-Kredite erhebliche Risiken für das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung. Aktuell entsteht etwas mehr als ein Viertel des sich im Umlauf befindlichen Zentralbankgeldes durch die Refinanzierungsgeschäfte der Zentralbanken Griechenlands, Irlands und Portugals. Da die Sicherheitserfordernisse für Staatsanleihen dieser Länder außer Kraft gesetzt wurden und da vermutet werden kann, dass die Geschäftsbanken vorwiegend Staatsanleihen ihres Landes zu Besicherung der Refinanzierungskredite verwenden, ist der Euro bereits heute zu einem großen Anteil mit minderwertigen Vermögensgegenständen gedeckt.

<sup>54</sup> Siehe hierzu ausführlich Kapitel 6.

nen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum und zu der EFSF«.

### Konventionelle Geldpolitik: Konjunkturunbruch im Euroraum spricht für Leitzinssenkung

Die Konjunktur im Euroraum wird im Winterhalbjahr 2011/12 so sehr abkühlen, dass von ihr Abwärtsrisiken für die Preisstabilität ausgehen werden. Die Produktionslücke dürfte deutlich negativ sein, und die Arbeitslosigkeit ist anhaltend hoch. Ferner sind zur Eindämmung der Schuldenkrise in einigen Ländern weitere finanzpolitische Konsolidierungsschritte erforderlich, die kurzfristig restriktive konjunkturelle Impulse mit sich bringen. Im Prognosezeitraum dürfte sich die Produktionslücke zunächst weiter öffnen und die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten bis Ende des Jahres 2012 anhalten.

Die schwache Konjunktur wird sich zunehmend in der Preisentwicklung niederschlagen. Die aktuelle Inflationsrate, die im September 2011 bei 3 % lag, wird noch durch Sonderfaktoren überzeichnet, die sich in den kommenden Monaten abschwächen dürften. So haben neben der Erhöhung von administrierten Preisen vor allem merkliche Preissteigerungen bei Energieträgern und Rohstoffen zum Anstieg der Inflationsrate beigetragen. Die Kernrate der Inflation, das ist die Teuerungsrate ohne Berücksichtigung von Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln, hat sich in den vergangenen Monaten verlangsamt (1,2 % im August) und die Inflationserwartungen haben sich in den vergangenen Monaten merklich reduziert. Die durchschnittliche Erwartung für die Inflationsrate ist laut Consensus Forecast deutlich gesunken (Abb. 5.6). Auch die Markterwartungen legen einen Rückgang der Inflationserwartungen nahe. Die aus Swapsätzen abgeleiteten einjährigen Inflationserwartungen notierten zuletzt bei etwa 1,8 %. Die in diesem Gutachten vorgelegte Prognose geht von einer Inflationsrate von 1,5 % im Jahr 2012 aus.

Schließlich zeigt auch die monetäre Analyse gegenwärtig keine Inflationsrisiken an. Die Geldbasis liegt seit Anfang des

Jahres unter dem Trend, der über den Zeitraum zwischen der Einführung des Eurobargelds Anfang 2002 und September 2008 zu beobachten war. Der Anstieg der breit gefassten Geldmenge M3 war im September mit 2,8 % im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls moderat.

Allerdings kann aufgrund der prekären Lage im Bankensektor die erneute Leitzinssenkung zusätzliche Risiken für die Stabilität des Bankensystems beinhalten, denn jene Banken, die unter den starken Bewertungsabschlägen an den Anleihemärkten leiden, neigen bei niedrigen Zinsen dazu, ihre riskanten Positionen wieder zunehmend über die Aufnahme kurzfristiger Schulden zu refinanzieren. Die Regulierung und Rekapitalisierung des europäischen Bankensystems ist jedoch nicht Aufgabe der EZB.

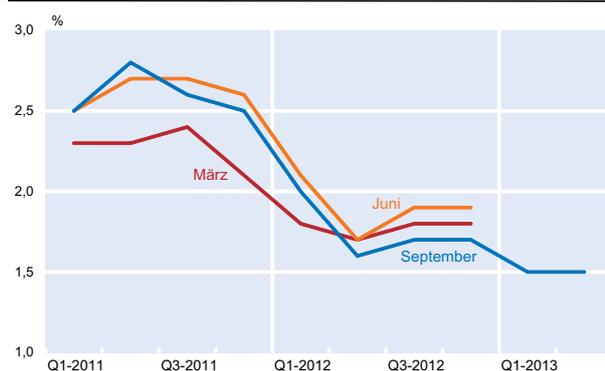
Insgesamt sprechen die wirtschaftliche und die monetäre Analyse der Lage und der Aussichten für den Euroraum dafür, den Leitzins von 1,5 % auf 1,0 % zu senken und ihn auf diesem Niveau zu belassen, solange die Konjunktur im Euroraum schwach bleibt und keine Anzeichen für zunehmende Inflationsrisiken vorliegen.

### Zur Finanzpolitik

Die Finanzpolitik ist im Jahr 2011 auf einen Konsolidierungskurs eingeschwenkt. Verglichen mit dem Rechtsstand des Jahres 2010 ist in diesem Jahr mit einem restriktiven finanzpolitischen Impuls in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt von 0,6 % zu rechnen. Dazu trägt bei, dass die Bundesregierung die konjunkturstützenden finanzpolitischen Maßnahmen auslaufen lässt und mit dem »Zukunftspaket« Maßnahmen ergriffen hat, um das strukturelle Budgetdefizit schrittweise abzubauen. Im Jahr 2012 wird die strukturelle Defizitquote voraussichtlich im Vergleich zum Vorjahr nur noch um 0,2 Prozentpunkte verringert. Zum einen wird der Beitrag zur gesetzlichen Rentenversicherung wohl gesenkt, was für sich genommen expansiv wirkt. Zum anderen dürfte das angestrebte Konsolidierungsvolumen des Zukunftspakets verfehlt werden. Das Aufkommen aus der Kernbrennstoffsteuer wird nach der Stilllegung älterer Atomreaktoren geringer ausfallen als geplant und auf die Einführung einer Finanzmarktsteuer wird verzichtet, bis ein gemeinsames Vorgehen in der EU erreicht wird. Außerdem ist unklar, wie die vorgesehene Effizienzsteigerung bei der Arbeitsvermittlung erreicht werden soll. Mittelfristig ist zudem offen, ob die veranschlagten globalen Minderausgaben insbesondere im Verteidigungsetat realisiert werden können.

In diesem Jahr dürfte sich die Finanzlage des Staates, die sich im Gefolge der Wirtschafts- und Finanzkrise erheblich verschlechtert hatte, merklich entspannen. Maßgeblich dafür ist weniger das Zukunftspaket, als vielmehr die kräftige Konjunktur, die zu erheblichen Mehreinnahmen bei Steuern und Sozialbeiträgen sowie zu sinkenden arbeitsmarktbedingten Ausgaben führt. Hinzu kommt, dass das Budgetdefizit 2010 durch Sondereffekte erhöht worden war, näm-

Abb. 5.6  
Inflationserwartungen  
aus Umfragen



lich die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Gründung der *Bad Banks*. Alles in allem dürfte die Defizitquote von 4,3 % im Jahr 2010 auf 0,9 % im Jahr 2011 und auf 0,6 % im Jahr 2012 sinken und damit die im Maastricht-Vertrag verankerte Defizitobergrenze von 3 % erheblich unterschreiten. Damit kommt die Rückführung der Haushaltsfehlbeträge merklich rascher voran, als im Stabilitätsprogramm zugrunde gelegt.

Es ist angesichts der konjunkturbedingt guten Finanzlage wenig überraschend, dass die Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung nachlassen, wie die noch offenen Posten des Zukunftspakets belegen. Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist aber keineswegs abgeschlossen: Zum einen sind sie strukturell nach wie vor unterfinanziert: Bei einer im laufenden Jahr positiven Produktionslücke von rund 1 % dürfte das strukturelle Defizit in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt knapp 1,5 % betragen. Zum anderen schnellte die Schuldenquote im vergangenen Jahr von 74,2 % auf 84,0 % in die Höhe und liegt damit nicht weit von dem Niveau entfernt, das im Hinblick auf das langfristige Wirtschaftswachstum als kritisch eingestuft wird.<sup>55</sup> Zwar ist der Anstieg überwiegend auf die statistisch dem Sektor Staat zugeordneten *Bad Banks* zurückzuführen und es ist damit zu rechnen, dass die ihnen übertragenen Portfolios in den kommenden Jahren abschmelzen und sich dadurch der Schuldenstand wieder verringert.<sup>56</sup> Auch impliziert der für den Projektionszeitraum erwartete Rückgang des staatlichen Budgetdefizits für sich genommen eine Abnahme der Schuldenquote auf rund 81 % im Jahr 2012. Aber die Risiken aus den im Rahmen der europäischen Rettungspakete vergebenen Kredite und übernommenen Garantien sind enorm. Sie könnten sich bereits im Prognosezeitraum teilweise materialisieren, je nachdem, wie die weitere Restrukturierung der griechischen Staatsschulden gestaltet wird (vgl. Kasten 3.2). Doch selbst in dem günstigen Fall, dass die europäische Staatsschuldenkrise ohne Belastungen für die deutschen Staatsfinanzen gelöst werden kann, wird die Schuldenquote auf absehbare Zeit erheblich über der im Maastricht-Vertrag festgelegten Obergrenze von 60 % liegen.

Vor diesem Hintergrund wäre es problematisch, den Konsolidierungskurs wegen der im Augenblick recht komfortabel erscheinenden Haushaltssituation zu lockern, wie dies in der Vergangenheit bei einer sich konjunkturbedingt bessernden Finanzlage vielfach der Fall war. Vielmehr sollten der mit dem Zukunftspaket eingeschlagene Kurs fortgesetzt, seine noch offenen Positionen möglichst bald konkretisiert und ein Ausgleich für jene Teile des Pakets geschaffen werden, die aller Voraussicht nach nicht realisiert werden. Eine

stabilitätsorientierte Finanzpolitik ist aus mehreren Gründen notwendiger denn je. Erstens gewinnt die Politik durch eine konsequente Rückführung der Defizitquote den Handlungsspielraum zurück, der in den vergangenen Jahren verloren wurde, der aber im Fall einer erneuten Rezession erforderlich ist, um die automatischen Stabilisatoren wirken lassen zu können, ohne sofort eine übermäßige Verschuldung aufzuweisen. Zweitens kann die Bundesrepublik so die Vorgaben des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts einhalten, der eine stetige Annäherung an die Verschuldungsgrenze von 60 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts vorschreibt. Würde Deutschland diese Regel missachten, hätte dies eine verheerende Signalwirkung für die europäischen Partnerländer. Vor dem Hintergrund der Bemühungen, die Haushaltsdisziplin im Euroraum zu stärken, ist dieser Punkt von besonderer Bedeutung.

### Konsolidierungskurs beibehalten

Jüngst wurde z.B. aus den USA und vom IWF folgende Forderung laut: Da sich die europäische Konjunktur im Prognosezeitraum merklich abkühle, müsse Deutschland mittels Ausgabenprogrammen die Nachfrage stimulieren, um als europäische Konjunkturlokomotive zu agieren. Allerdings übersieht diese Forderung, dass die Staatsschulden- und Vertrauenskrise maßgeblich durch eine nicht nachhaltige Finanzpolitik vieler europäischer Länder hervorgerufen wurde, in deren Folge die Staatsschulden hoch blieben oder gar zugenommen haben. In Deutschland wurden erst durch die Einführung der Schuldenbremse die Weichen gestellt, um zu soliden Staatsfinanzen zurückzukehren. Diesen Kurs zugunsten kurzfristiger und unsicherer Stimulierungseffekte zu riskieren, wäre geradezu fahrlässig. Zudem würden ernsthafte Zweifel an der Solidität der deutschen Staatsfinanzen die europäischen Rettungsmaßnahmen massiv gefährden und damit letztlich den Fortbestand der Währungsunion bedrohen. Dass diese Befürchtung nicht aus der Luft gegriffen ist, lässt sich daran erkennen, dass die Kosten für die Absicherung deutscher Staatsanleihen in den vergangenen Monaten schon merklich gestiegen sind. Dies ist ein klares Signal der Märkte, dass Deutschland sich Abweichungen vom Stabilitätskurs nicht erlauben kann.

Um den Euroraum in Zukunft zu stabilisieren, sind nicht nur die gesetzlichen und institutionellen Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass langfristig tragfähige öffentliche Haushalte entstehen. Auf diesem Weg ist man mit der Verabschiedung des »Sixpacks« durch das Europäische Parlament, dessen Verordnungen eine Verschärfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und einen transparenten haushaltspolitischen Rahmen festschreiben, sowie mit dem von den Staats- und Regierungschefs beschlossenen Euro-Plus-Pakt, der die Implementierung von Budgetregeln z.B. nach dem Vorbild der deutschen Schuldenbremse vorsieht, schon recht weit gediehen. Um Vertrauen der Investoren zu gewinnen, ist es aber auch essentiell, dass diese Regeln gerade in schwierigen Zeiten konsequent angewandt werden, damit sie nicht das gleiche Schicksal wie der alte Sta-

<sup>55</sup> Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt, in: American Economic Review 100(2), May 2010, S. 573–578. Checherita, C. und P. Rother (2010), The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area, in: ECB Working Paper Nr. 1237.

<sup>56</sup> Das Bundesministerium der Finanzen veranschlagt die mit der Abschmelzung des Portfolios der *Bad Banks* verbundene Reduktion der Staatsschuldenquote bis zum Jahr 2015 auf 6,9 Prozentpunkte. Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2011), Mittelfristige Projektion der öffentlichen Finanzen. Monatsbericht August 2011, S. 81.

bilitäts- und Wachstumspakt erleiden. Daher ist es wichtig, dass die Bundesregierung auf dem angekündigten Konsolidierungskurs bleibt.

### Steuersenkungen dürfen die Konsolidierung nicht gefährden

Die Steuermehreinnahmen von Bund, Ländern und Kommunen sind zu einem großen Teil der guten Konjunktur zu verdanken. Konjunkturbedingte Mehreinnahmen eröffnen aber – anders als von politischer Seite teilweise behauptet – keine Spielräume für dauerhafte Steuersenkungen. Darüber hinaus reichen deren Selbstfinanzierungseffekte erfahrungsgemäß bei weitem nicht aus, um die Einnahmeverluste zu kompensieren. Wenn es – wie im Rahmen der Schuldenbremse vorgegeben – über den Konjunkturzyklus hinweg zu einem Budgetausgleich kommen soll, dürfen die von der Bundesregierung zum 1. Januar 2013 angekündigten Steuerentlastungen<sup>57</sup> nicht aus den konjunkturbedingten Mehreinnahmen und Minderausgaben finanziert werden.

Soll die Steuerlast in größerem Umfang verringert werden, müssen die bei Finanzhilfen und Steuervergünstigungen bestehenden Einsparmöglichkeiten ausgeschöpft werden. So ließen sich Beträge in zweistelliger Milliardenhöhe einsparen, wenn beispielsweise die noch offenen Posten der Koch-Steinbrück-Subventionsabbauliste abgearbeitet würden.<sup>58</sup> Auch eine aufkommensneutrale Reform könnte das Wachstum fördern, wenn die Leistung hemmende Steuern reduziert und zugleich verzerrende Subventionen verringert würden.

Die gute Finanzlage des Staates ist zum Teil aber auch auf die höhere Inflation zurückzuführen, die bei einem progressiven Einkommensteuertarif dauerhafte Mehreinnahmen generiert (kalte Progression), denen keine erhöhte Leistungsfähigkeit der Besteuernten gegenübersteht. Aus Sicht der Institute sollten diese Mehreinnahmen nicht der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte dienen oder andere Konsolidierungsmaßnahmen ersetzen, sondern an die Steuerzahler zurückgegeben werden, z.B. durch einen »Tarif auf Rädern«.<sup>59</sup> Da die kalte Progression automatisch erfolgt und nur selten im Fokus der politischen Diskussion steht, besteht die Gefahr, dass die strukturelle Konsolidierung vornehmlich auf den Schultern der Einkommensteuerpflichtigen erfolgt oder dass die so entstehenden budgetären Handlungsspielräume genutzt werden, um konsumtive Ausgaben aufzustocken. Die Einkommensteuerbelastung würde dann kontinuierlich zunehmen, was aus wachstumspolitischer Sicht schädlich wäre.

<sup>57</sup> Die Koalition ließ aber Details über Umfang und Art der Entlastung offen. Hierüber soll erst nach der nächsten Steuerschätzung im November 2011 entschieden werden.

<sup>58</sup> Die offenen Posten der Koch-Steinbrück-Liste summieren sich auf rund 63 Mrd. Euro, vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009), »Zögerliche Erholung – steigende Staatsschulden«, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2009, Essen, S. 72f.

<sup>59</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), »Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst«, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2011, S. 54.

### Eine andere Meinung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics zu den Reaktionen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum und zu der EFSF

In diesem Gutachten gehen die Institute an verschiedenen Stellen (so in den Abschnitten »Zur Wirtschaftspolitik«, »Zur Geldpolitik« und im Kapitel 6) auf die Reaktionen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum ein. Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics teilt die diesbezüglich von der Mehrheit der Institute vertretene Position nicht. Unterschiede bestehen bei der Beurteilung der Herabstufung der Bonitätsanforderungen von Sicherheiten im Rahmen der Liquiditätsbereitstellung und in Bezug auf das Programm zum Ankauf von Staatsanleihen (Securities Market Programme, SMP). Darüber hinaus wird auch eine etwaige Aufstockung der EFSF abweichend beurteilt. Die Unterschiede beruhen im Wesentlichen darauf, dass das Konsortium aus IWH und Kiel Economics das Risiko des Ausbruchs einer schweren Finanzkrise höher einschätzt als die übrigen Konsortien. So ist die Tatsache, dass die Risikoprämien für deutsche Staatstitel jüngst etwas angezogen haben, nach der Einschätzung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics weniger auf das Anwachsen von expliziten Haftungsrisiken des deutschen Staates zurückzuführen, als auf die erhebliche Zunahme von Risiken, die mit einer möglichen Eskalation der Schulden- und Vertrauenskrise zu einer Finanzkrise für die deutsche Wirtschaft verbunden sind. Eine solche Entwicklung wird unserer Auffassung nach im Euroraum ohne deutliche Interventionen seitens der EZB oder durch die EFSF in nächster Zeit kaum zu verhindern sein, nicht zuletzt, weil die von allen Konsortien geforderten ordnungspolitischen Lösungen nicht rechtzeitig realisiert werden können.

Die EZB befindet sich angesichts der Schuldenkrise und der Spannungen im Bankensystem in einem Dilemma. Einerseits ist es eine auch empirisch gut abgestützte geldtheoretische Erkenntnis, dass eine Zentralbank ihr primäres Ziel, die Preisstabilität, auf Dauer nur erreichen kann, wenn sie nicht auch noch das Ziel der Finanzierung öffentlicher Haushalte zu verfolgen hat. Auf der anderen Seite ergeben sich aus der Zuspitzung der Schulden- und Vertrauenskrise gegenwärtig große Probleme für das europäische Bankensystem. Eskalierten diese Probleme, ergäben sich Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und letztlich auch Abwärtsrisiken für die Preisstabilität. Wohl um dies zu verhindern, sah sich die EZB gezwungen, im Rahmen des SMP auf dem Markt für Staatsanleihen zu intervenieren, wodurch der Eindruck entstehen konnte, ihre Unabhängigkeit von der Finanzpolitik sei beschädigt. Dennoch widerspricht das Konsortium aus IWH und Kiel Economics der Einschätzung der Mehrheit der Institute, wonach die EZB damit ihr Mandat überschritten, ihre Glaubwürdigkeit beschädigt und eine Gefährdung der Preisstabilität in Kauf genommen habe. Wie alle Konsortien ist das Konsortium aus IWH und Kiel Economics der Auffassung, dass diese und andere Maßnahmen der EZB unter Abwägung von Handlungsalternativen und damit verbundenen kurz- und langfristigen ökonomischen Folgen zu beurteilen sind. Dafür sind bewährte Prin-

zipien, zumal wenn diese nicht mit Blick auf eine Staatschulden- und Bankenkrise aufgestellt worden sind, nicht alleine maßgeblich. Nach Ansicht des Konsortiums ergibt sich die Notwendigkeit für die Staatsanleihekäufe aus einer akuten Bedrohung der Stabilität des europäischen, möglicherweise sogar des weltweiten Banken- und Finanzsystems.

Ebenso gerechtfertigt ist die Absenkung der Bonitätsanforderungen an Sicherheiten im Rahmen der Liquiditätsbereitstellung, auch wenn dadurch die Risiken in der Zentralbankbilanz zunehmen.<sup>60</sup> Banken sind zu jedem Zeitpunkt auf das Vertrauen in ihre Stabilität angewiesen, und dieses Vertrauen wird, wie in diesem Gutachten dargelegt, durch ein Übergreifen der Schulden- und Vertrauenskrise auf Italien und Spanien bedroht. Zwar sind diese Staaten anders als Griechenland durchaus nicht insolvent; trotzdem wird die Finanzpolitik in beiden Fällen selbst günstigstenfalls einige Zeit brauchen, die Vertrauenskrise zu überwinden. Auch der europäische Rettungsschirm kann die Vertrauenslücke schon aus politischen Gründen nicht schließen. Ordnungspolitisch befriedigende Lösungsansätze – wie ein europäisches Insolvenzrecht für Staaten und eines für systemrelevante Banken – sind nur langfristig oder – wie eine umfangreiche Rekapitalisierung von Banken – zumindest nicht kurzfristig zu erreichen. Aktuell kann also nur die EZB eine systemische Finanzkrise durch geeignete Marktinterventionen verhindern. Sie handelt damit verantwortungsbewusst, denn nach gängiger makroprudentieller Sichtweise ist die Sicherung der Finanzstabilität eine Hauptfunktion einer Notenbank in modernen Volkswirtschaften.<sup>61</sup> Die EZB hat sich auch gemessen an den Maßstäben, die sie sich selbst gesetzt hat, konsistent verhalten. Denn eine europaweite Bankenkrise hätte – auch nach den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise und Japans in den 1990er Jahren – sehr wahrscheinlich in die Deflation und damit zu einer gravierenden Verfehlung des Ziels einer Inflationsrate von nahe bei, aber unter 2 % geführt.

Aus diesen Gründen muss die EZB in Kauf nehmen, dass der Erwerb von Staatsanleihen tatsächlich zu einem Risiko für ihre Unabhängigkeit werden kann. Dieses Risiko besteht, weil ein dauerhaft labiler Finanzsektor die EZB langfristig dazu zwänge, durch Marktinterventionen die Kosten der Verschuldung von Staaten mit Haushaltsproblemen künstlich niedrig zu halten. Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics hält es wie die Mehrheit der Institute für dringend erforderlich, dass die Wirtschaftspolitik die EZB durch glaubwürdige Regelungen zum Umgang mit zahlungsunfähigen

Staaten und unterkapitalisierten Banken, aber auch durch Reformen in den betroffenen Ländern, möglichst rasch aus diesem Zwiespalt befreit. Solange dies allerdings nicht der Fall ist, scheinen Interventionen der EZB auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen von Ländern wie Spanien oder Italien notwendig.

Die Mehrheit der Institute lehnt nicht nur den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB zu Stabilisierungszwecken ab, sondern auch weitere Aufstockungen der EFSF. Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics ist hingegen der Auffassung, dass die Finanzkraft des Fonds so bemessen sein sollte, dass er seine Aufgaben erfüllen kann. Primäre Aufgabe des Fonds sollte – wie im Rahmen des Schwerpunktthemas dieses Gutachtens dargelegt – neben den bereits beschlossenen Finanzhilfen an Griechenland, Portugal und Irland die Stützung des europäischen Bankensystems sein. Die ursprüngliche Ausstattung des Fonds war wohl zu klein für diese Aufgabe.

<sup>60</sup> Da diese Sicherheiten mit ihrem Marktwert bewertet und darüber hinaus mit einem Haircut versehen werden, bleibt der Effekt auf das Bilanzrisiko der EZB begrenzt, vgl. Europäische Zentralbank (2010), Jahresbericht, S. 107 ff. Dass im Zuge der Bekämpfung oder Vorbeugung einer Bankenkrise das Bilanzrisiko der Zentralbank steigt, ist an sich nicht zu beanstanden, vgl. z.B. Buiters, W. und A. Siebert (2007), The Central Bank as the market maker of last resort: From lender of last resort to market maker of last resort, 13. August 2007. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/459>.

<sup>61</sup> Zum Ziel der Finanzmarktstabilität für Zentralbanken vgl. auch Goodhart, C.A.E. (2011), The changing role of central banks, in: Financial Historic Review, Jg. 18, S. 135–154; und Borio, C. (2011), Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?, BIS Working Paper Nr. 353, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

## 6. Gefährdet die Staatsschuldenkrise im Euroraum die Geldwertstabilität?

In den vergangenen Monaten hat sich die Staatsschuldenkrise im Euroraum dramatisch zugespitzt. Vor allem aufgrund der Reaktionen der Europäischen Zentralbank (EZB) sind vermehrt Befürchtungen vor einer möglichen Gefährdung der Geldwertstabilität aufgekommen. Insbesondere das Eingreifen der EZB in den Markt für Staatsanleihen von Mitgliedstaaten des Euroraums hat zu Diskussionen über die Unabhängigkeit der Notenbank geführt.

Im Folgenden wird analysiert, ob von der Schuldenkrise im Euroraum und den Reaktionen der Wirtschaftspolitik darauf Gefahren für die Geldwertstabilität ausgehen. Dazu wird zunächst die Ausgangslage dargestellt und ein Überblick über die Reaktionen der EZB auf die Krise gegeben. Danach wird erörtert, über welche Kanäle sich aus theoretischer Sicht aus den Maßnahmen der EZB Risiken für die Preisstabilität ergeben könnten. Anschließend wird empirisch geprüft, wie relevant diese verschiedenen Kanäle derzeit sind. Der abschließende Abschnitt identifiziert zentrale Anforderungen an die Wirtschaftspolitik, mit denen es gelänge, Zweifel an der Unabhängigkeit der EZB auszuräumen, indem mögliche Zielkonflikte zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität aufgelöst würden.

### Die Reaktionen der EZB auf die Finanz- und Wirtschaftskrise des Jahres 2008

Seit dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 haben die Notenbanken weltweit unkonventionelle Maßnahmen durchgeführt, um die Stabilität der Finanzmärkte zu sichern und die Konjunktur zu stützen. Am bedeutendsten waren die Bereitstellung unbegrenzter Liquidität für die Bankensysteme, um den Zusammenbruch des Interbankenmarktes auszugleichen, und der Ankauf von Wertpapieren mit langen Laufzeiten, um das langfristige Zinsniveau zu senken und so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sowie die Vermögenspreise zu stützen.<sup>62</sup> Auch im Euroraum hat sich das Instrumentarium der Geldpolitik merklich verändert. Die EZB beschloss im Herbst 2008 die Ausweitung der Liquiditätsversorgung für die Banken, indem sie bei ihren Refinanzierungsgeschäften Liquidität zu einem festen Zins unbegrenzt zur Verfügung stellte. Zudem bot sie längerfristige Geschäfte mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr an und erweiterte die Liste zulässiger Sicherheiten um Instrumente mit geringerer Bonität. Zwar erhöhte diese Maßnahme das Bilanzrisiko der EZB, weil der Anteil langfristiger Vermögensposten deutlich stieg und die Qualität der Sicherheiten tendenziell sank. Doch stellte die EZB nach dem Zusammenbruch des Interbankenmarktes so die Liquidität und Stabilität des Bankensektors sicher. Dies gewährleistete, dass die geldpolitische Transmission über den Bankenka-

nal weiterhin wirkte und der Zahlungsverkehr aufrechterhalten wurde. Es ist nicht zu erkennen, dass diese Maßnahmen bestehende Stabilitätsprinzipien verletzt oder die Glaubwürdigkeit der EZB beschädigt hätten.

Im Juli 2009 startete die EZB ein Ankaufprogramm für Pfandbriefe aus dem Euroraum und erwarb damit erstmalig Wertpapiere mit langer Restlaufzeit zu geldpolitischen Zwecken. Das Programm sollte helfen, den Geldmarkt wiederzubeleben, die Refinanzierung von Kreditinstituten und Unternehmen zu erleichtern, das Kreditangebot für Haushalte und Unternehmen zu erhöhen und die Liquidität auf dem Pfandbriefmarkt zu erhöhen. Das Programm wurde vor dem Hintergrund der sich im Jahr 2009 verstärkenden Sorge vor einer Kreditklemme und einem Abgleiten in eine Deflation beschlossen. Daher erscheint auch diese Maßnahme als eine angemessene Reaktion auf ein labiles Umfeld und dürfte nicht zu einem Verlust der Unabhängigkeit der EZB beigetragen haben.

### Die Reaktionen der EZB auf die Schuldenkrise im Euroraum

#### Die Maßnahmen der EZB

Mit Beginn des Jahres 2010 wurde die Lage an den Finanzmärkten zusätzlich durch die hohe Staatsverschuldung einiger Mitgliedsländer des Euroraums erheblich belastet. Die Dramatik der Schuldenkrisen zeigt sich in erster Linie an den Risikoauflägen, die Investoren derzeit bei Staatsanleihen vieler Länder des Euroraums einfordern, sowie an den Prämien, die momentan für Kreditausfallversicherungen für Staatsanleihen dieser Länder zu zahlen sind.<sup>63</sup> Bislang hat die Politik im Euroraum keine Lösungsmechanismen etabliert, die die Krise nachhaltig eindämmten und die Zahlungsfähigkeit von Mitgliedstaaten wiederherstellten. Stattdessen wurden bei jeder Zuspitzung der Krise kurzfristig Maßnahmen beschlossen, die sich jeweils schon nach kurzer Zeit als unzulänglich herausgestellt haben.

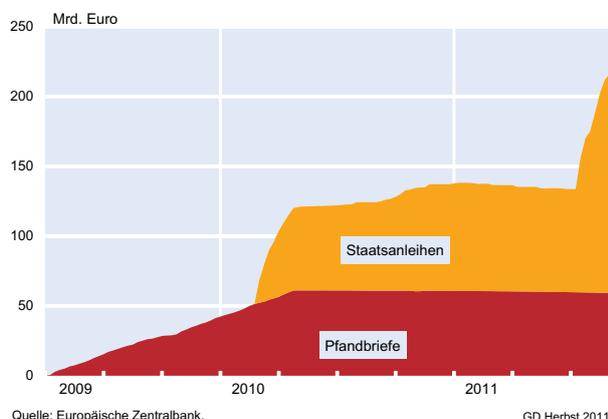
Vor dem Hintergrund fehlender finanzpolitischer Lösungen und mit Blick auf den Zeitbedarf bei der Umsetzung von Rettungsmaßnahmen des Europäischen Rats sah sich die EZB offenbar wiederholt gezwungen, zu drastischen Maßnahmen wie dem Erwerb von Staatsanleihen der Krisenländer zu greifen. Anfang Mai 2010 setzte die EZB die Mindestanforderungen des Eurosystems an die Bonität von hinterlegten Sicherheiten für solche Schuldtitel außer Kraft, die von der griechischen Regierung ausgegeben wurden oder garantiert sind. Griechenlands Staatsanleihen stellen seitdem »ungeachtet ihres externen Ratings notenbankfähige Sicherheiten für geldpolitische Operationen des Eurosystems dar«.<sup>64</sup> Damit reagierte die EZB nach ihrer Lesart auf »eine

<sup>62</sup> Zu mehr Details über die wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Finanz- und Wirtschaftskrise vgl. beispielsweise Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009), »Im Sog der Weltrezession«, Frühjahr 2009, München, S. 82ff.

<sup>63</sup> Vgl. dazu auch Abschnitt »Zur Geldpolitik« in Kapitel 5.

<sup>64</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2010), Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 6. Mai 2010 über temporäre Maßnahmen hinsichtlich der Notenbankfähigkeit der von der griechischen Regierung begebenen oder garantierten marktfähigen Schuldtitel, EZB/2010/3, 2010/268/EU.

**Abb. 6.1**  
**Zu geldpolitischen Zwecken von der EZB gehaltene Wertpapiere**



Störung der normalen Marktbewertung der von der griechischen Regierung begebenen Wertpapiere mit negativen Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems«. Die Grundlagen ihrer Entscheidung waren die positiven Beurteilungen des Konsolidierungsprogramms, sowie das »klare[n] Bekenntnis der griechischen Regierung, dieses Programm vollständig umzusetzen«. Im März 2011 folgte der gleiche Schritt in Bezug auf irische und im Juli 2011 auf portugiesische Staatsanleihen.

Im Mai 2010 weitete die EZB ihre Wertpapierkäufe im Rahmen des neugeschaffenen Securities Markets Programme (SMP) auf notenbankfähige Staatsanleihen aus, die sie seitdem auf dem Sekundärmarkt erwirbt. Offiziell begründet die EZB das SMP mit dem Ziel, »Störungen an den Wertpapiermärkten zu beheben und einen angemessenen geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen.«<sup>65</sup> Dadurch soll eine »effektive Durchführung einer auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik« gewährleistet werden. Nachdem sie bis Herbst 2010 in einem Umfang von rund 75 Mrd. Euro wohl nur Staatsanleihen Griechenlands, Portugals und Irland gekauft hatte, bekam das Programm eine neue Dimension, als sich Mitte August 2011 die Krise der Staatsfinanzen erneut verschärfte und die EZB damit begann, auch Anleihen Italiens und Spaniens anzukaufen – was ihr Bilanzrisiko nochmals merklich erhöhte (Abb. 6.1).<sup>66</sup> Die EZB griff damit wiederholt – wenn auch indirekt – in die Finanzierung von Staatsschulden im Euroraum ein.

### Über welche Kanäle bestehen theoretisch Risiken für die Preisstabilität?

*Bilanzielle Bewertungsverluste.* Mit dem Ankauf von stark risikobehafteten Wertpapieren begibt sich eine Zentralbank in die Gefahr, hohe Abschreibungsverluste auf ihr Bilanzvermögen zu erleiden. Es könnte sogar die Situation ent-

stehen, dass die Verbindlichkeiten die Vermögenswerte übersteigen. Sollten sich die Anteilseigner zu einer Rekapitalisierung bereit erklären, bestünde keine Inflationsgefahr, dafür ist mit höheren Steuerbelastungen zu rechnen. Auch wenn sich die Anteilseigner weigern, stellt eine bilanzielle Überschuldung für eine Zentralbank, die keine nennenswerten Forderungen in ausländischer Währung zu bedienen hat, aus technischer Sicht kein unmittelbares Problem dar, denn sie ist stets liquide.<sup>67</sup> Sie müsste solange nicht die Notenpresse anwerfen, wie die Höhe der Unterkapitalisierung die zukünftigen Gewinne aus dem Banknotenmonopol, bei gegebenem Inflationsziel, nicht übersteigt.<sup>68</sup> Allerdings dürfte in diesem Fall die Glaubwürdigkeit der Zentralbank, auch in Zukunft stabile und niedrige Inflationsraten zu garantieren, beschädigt werden, und die Inflation könnte steigen.

*Zu langsame Rückführung der Maßnahmen zur quantitativen Lockerung.* Einen zweiten Mechanismus, der mittelfristig einen Anstieg der Inflation fördern könnte, stellen Hindernisse für eine rasche Rückführung der Maßnahmen zur quantitativen Lockerung dar. Denn sollte das Finanzsystem immer noch instabil sein, wenn die Inflation anzieht, könnte es den Notenbanken verwehrt sein, die Zentralbankliquidität schnell genug zurückzuführen, ohne die Finanzmarktstabilität zu gefährden. Dadurch könnte die Geldbasis in dem Moment, in dem Inflation und Konjunktur anziehen und das Kreditvolumen sowie die breiten Geldmengen dynamisch zulegen, nicht schnell genug abgebaut werden. In der Folge wäre in der aufgeblähten Kredit- und Geldmenge ein deutlicher Anstieg des Preisniveaus angelegt.

*Überschuldung der öffentlichen Hand.* Sollte die Wirtschaftspolitik kein Verfahren für Umschuldungen einzelner Mitgliedstaaten finden und gleichzeitig die finanzpolitischen Konsolidierungsbemühungen im Euroraum von den Märkten als unzureichend bewertet werden, könnte dies zu einem starken Anstieg des Preisniveaus führen. Dies sind jedenfalls die Implikationen der Fiskaltheorie des Preisniveaus (*fiscal theory of the price level*, FTPL). Die FTPL geht – anders als klassische monetäre Modelle – davon aus, dass die Finanzpolitik Verschuldungspfade einschlagen kann, die nicht nachhaltig sind.<sup>69</sup> Grundlage der Theorie ist eine Bewertungsgleichung der Verbindlichkeiten des Staates. Diese besagt, dass die Schulden eines Staates der Summe seiner (abgezinsten) zukünftigen Haushaltssalden entsprechen müssen. Der Pfad der Haushaltsüberschüsse wird dabei als gegeben angenommen. Als Regulativ, um die Äquivalenz zwischen Schuld und zukünftigen Nettoeinnahmen sicherzustellen, fungiert das Preisniveau, so dass ein direkter Zusammen-

<sup>65</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2010), Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, EZB/2010/5, 2010/281/EU.

<sup>66</sup> Offizielle Angaben dazu, welche Anleihen sie kauft, macht die EZB nicht.

<sup>67</sup> Vgl. dazu auch Buiter, W. (2008), Can central banks go broke?, CEPR Policy Insight Nr. 24, Center for Economic Policy Research, Mai.

<sup>68</sup> Dies entspricht einer allmählichen Rekapitalisierung durch die Steuerzahler, die auf lange Zeit auf die normalerweise ausgeschütteten Zentralbankgewinne verzichten müssten.

<sup>69</sup> Für einen guten Überblick über die Details der Theorie vgl. Christiano, L.J. und T.J. Fitzgerald (2000), Understanding the Fiscal Theory of the Price Level, NBER Working Paper 7668, National Bureau for Economic Research, Cambridge. Für die Relevanz in der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise vgl. Cochrane, J. (2011), Understanding policy in the great recession: Some unpleasant fiscal arithmetic, European Economic Review, 55, S. 2–30.

hang zwischen Staatsverschuldung und Preisniveau hergestellt wird. Somit postuliert die FTPL, dass langfristig nicht die Zentralbank durch Zins- oder Geldmengensteuerung die Inflationsraten determiniert, sondern dass die Finanzpolitik durch ihre Aktionen das Preisniveau bestimmt.

*Vertrauensverlust und Anstieg der Inflationserwartungen.* Der mittelfristig bedeutendste Kanal, über den die derzeitige Situation Gefahren für die Preisstabilität birgt, wäre ein Verlust der Glaubwürdigkeit der EZB. In der Öffentlichkeit werden Erfolg und Glaubwürdigkeit einer Zentralbank an der Erfüllung der wirtschaftspolitischen Ziele gemessen, die für die Zentralbank formuliert wurden. Zudem spielen die Wahrung der Unabhängigkeit und eine transparente Kommunikation der Zentralbank eine entscheidende Rolle. Dabei erhöht sich ihre Glaubwürdigkeit in dem Maße, wie es ihr im Lauf der Zeit gelingt, ihre kommunizierten Ziele zu erreichen. Ein dauerhaftes Scheitern der Zielerfüllung oder Zweifel an der Unabhängigkeit oder Entschlossenheit einer Zentralbank dürften im Allgemeinen zu einem signifikanten Glaubwürdigkeitsverlust führen.<sup>70</sup> Dies hätte zur Folge, dass die von der Zentralbank kommunizierten Ziele von den Marktteilnehmern nicht mehr als glaubwürdig erachtet werden. Im Falle einer Zentralbank, deren primäres Mandat auf die Sicherung der Preisstabilität ausgerichtet ist, hätte ein Glaubwürdigkeitsverlust eine Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen zur Folge. Sollten Unternehmen von einer Erhöhung der zukünftigen Inflation ausgehen und damit rechnen, dass sie ihre Produktpreise vielleicht erst nach einiger Zeit wieder anpassen können, würden sie sofort Preiserhöhungen durchsetzen, wodurch ein unmittelbarer Anstieg der Inflation ausgelöst würde.<sup>71</sup> Diese Entwicklung wäre dann nur mit kräftigen Zinserhöhungen einzudämmen, die deutlich stärker sein müssten, als wenn die Zentralbank hohe Glaubwürdigkeit genösse. Ein solches Szenario ist also langfristig mit äußerst hohen makroökonomischen Kosten verbunden.<sup>72</sup>

### Relevanz der Kanäle in der aktuellen Situation

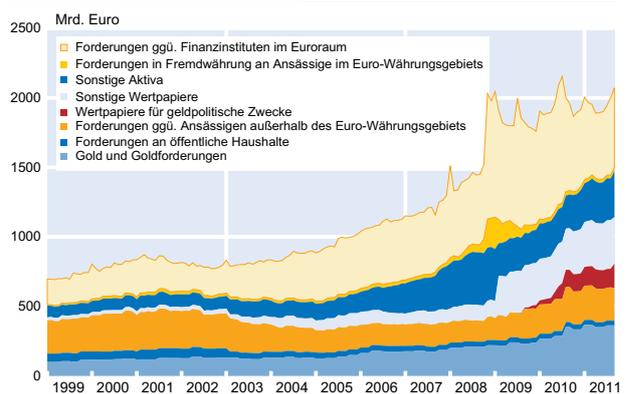
Die entscheidende Frage ist nun, wie relevant die dargestellten Kanäle in der augenblicklichen Situation sind. Um abschätzen zu können, welche Preisrisiken sich aus *potenziellem Abschreibungsbedarf des Eurosystems* ergeben, ist ein Blick darauf hilfreich, wie sich dessen Bilanz über die vergangenen Jahre verändert hat. Dabei fällt auf, dass sich

zum einen die Bilanzsumme des Eurosystems merklich von knapp 1 450 Mrd. Euro im September 2008 auf zuletzt gut 2 070 Mrd. Euro erhöht hat (Abb. 6.2).<sup>73</sup> Zum anderen hält das Eurosystem einen höheren Anteil an risikoreicheren Wertpapieren und anderen Forderungen mit langen Laufzeiten<sup>74</sup> als vor dem Jahr 2008. Der erste Effekt ist fast ausschließlich auf die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 zurückzuführen; hierfür spricht, dass sich seit Anfang 2010, als erstmals über eine mögliche Zahlungsunfähigkeit Griechenlands spekuliert wurde, keine nennenswerte Verlängerung der Bilanz mehr feststellen lässt. Das Bilanzrisiko wurde hingegen vor allem ab 2010 vergrößert, als zur Eindämmung der Auswirkungen der Schuldenkrise Staatsanleihen aufgekauft sowie Staatsanleihen trotz schlechter Bonität als Sicherheiten akzeptiert wurden. Allein bei einem Ausfall griechischer Staatsanleihen stünde das Eurosystem vor einem Abschreibungsbedarf im zweistelligen Milliardenbereich. Zwar ist dieser Betrag klein im Vergleich zur konsolidierten Bilanzsumme des Eurosystems, so dass selbst eine Monetisierung für sich genommen wohl nicht unmittelbar zu merklich höheren Inflationsraten führen würde. Sie würde aber wohl zu einem erheblichen Glaubwürdigkeitsverlust der EZB führen, zumal das Eigenkapital des Eurosystems insgesamt von rund 80 Mrd. Euro dann merklich reduziert und das der EZB von derzeit noch gut 5 Mrd. Euro möglicherweise sogar aufgebraucht würde. Am einfachsten wäre dann eine Rekapitalisierung der EZB – über die ohnehin geplante Kapitalerhöhung um rund 5 Mrd. Euro hinaus – durch die Mitgliedsländer und ihre Zentralbanken, doch ist unklar, ob diese angesichts der öffentlichen Meinung und der Staatsschuldenkrise dazu bereit und in der Lage wären. Wohl aus diesem Grund wird vielfach gefordert, dass das Eurosystem sein Staatsanleihenportfolio an den reformierten EFSF verkaufen kann, bevor es zu einer Umschuldung Griechenlands

<sup>73</sup> Zu bedenken ist allerdings, dass die Bilanzsumme – legt man den Trend zwischen Januar 2002, als das Eurobargeld eingeführt wurde, und September 2008 zugrunde – zwischen eben jenem September 2008 und September 2011 um 300 Mrd. Euro zugelegt hätte; dies entspricht lediglich 48 % der tatsächlichen Zunahme.

<sup>74</sup> So hat sich das Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Forderungen gegenüber Finanzinstituten im Euroraum, das vor September 2008 bei gut 2:1 lag, auf derzeit knapp 1:2 reduziert.

Abb. 6.2 Aktiva im konsolidierten Ausweis des Eurosystems



Quelle: Europäische Zentralbank.

GD Herbst 2011

<sup>70</sup> Vgl. Blinder, A. (2000), Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?, American Economic Review, 90, S. 1421–1431.

<sup>71</sup> Auch empirische Untersuchungen zeigen, dass eine Erhöhung der Inflationserwartungen zu einer Erhöhung der tatsächlichen Inflation führt. Vgl. Leduc, S., Sill K. und T. Stark (2007), Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey, Journal of Monetary Economics, 54, S. 433–459; und Gnan, E., Scharler J. und M.A. Silgone (2009), Inflation expectations – the role and measurement for monetary policy, Monetary policy & the economy, Ausgabe 2, S. 41–67, Österreichische Nationalbank, August.

<sup>72</sup> Die Erfahrungen aus den 1980er Jahren haben gezeigt, dass solche Disinflationprozesse auch mit hohen sozialen Kosten verbunden sein können, vgl. Goodfriend, M. und R.G. King (2005), The incredible Volcker disinflation, Journal of Monetary Economics, 52, S. 981–1015.

kommt<sup>75</sup>, oder dass das Eurosystem in möglichen Umschuldungsverhandlungen einen Sonderstatus zugebilligt bekommt. Über den Insolvenzkanal droht demnach dann wegen Glaubwürdigkeitsverlusten eine erhöhte Inflation, wenn die europäische Finanzpolitik nicht für möglicherweise ausfallende Staatsanleihen aufkommt.

Ob sich Inflationsdruck wegen einer zu *langsamen Rückführung der Maßnahmen zur quantitativen Lockerung* ergibt, ist nur dann relevant, wenn es überhaupt »Überschussliquidität« gibt, die bei einer Gesundung des Geldschöpfungsprozesses im Bankensystem abgeschöpft werden müsste. Dies ist im Euroraum – anders als in den USA oder in Großbritannien – wohl nicht der Fall. Während die Geldbasis im September in den USA 193 % über dem Wert vom September 2008 lag, nahm sie im Euroraum im gleichen Zeitraum nur um knapp 25 % zu – und liegt seit Anfang des Jahres sogar unter dem für die Zeit seit der Einführung des Euro bargelds Anfang 2002 und September 2008 geschätzten Trend. Es ist also nicht zu erkennen, dass von dieser Seite zusätzliche Inflationsdynamik im Euroraum angelegt ist.

Die praktische *Relevanz der FTPL* für die Einschätzung der Inflationsperspektiven hängt entscheidend davon ab, wie im Euroraum zukünftig mit überschuldeten Staaten umgegangen wird. Denn eine zentrale Annahme der Theorie ist, dass Staaten ihren Zahlungsverpflichtungen ohne Ausnahme nachkommen; dies wird wie oben beschrieben durch die Anpassung des Preisniveaus sichergestellt. Die Möglichkeit eines Zahlungsausfalls als alternative Option zur Reduzierung des Schuldenstandes wird von der FTPL nicht berücksichtigt. Würde vonseiten der Wirtschaftspolitik die Möglichkeit einer Umschuldung für Mitgliedstaaten des Euroraums weiterhin kategorisch ausgeschlossen, indem die Schuldenlast über staatliche Rettungsprogramme de facto von allen Mitgliedstaaten gemeinsam übernommen würde, dürfte dies auch die Haushalte der bislang solide wirtschaftenden Länder überfordern. Die FTPL impliziert für diesen Fall einen Anstieg des Preisniveaus. Im Rahmen der Theorie geschähe dies in diesem Fall unabhängig vom Status und von der Glaubwürdigkeit der EZB. Allerdings sind Zahlungsausfälle von Staaten in der Vergangenheit sehr häufig vorgekommen; so gab es zwischen 1970 und 2010 in 68 Staaten 180 Restrukturierungen von Staatsschulden, die vor allem seit den 1990er Jahren enorme Schuldenschnitte beinhalteten.<sup>76</sup> Und auch die aktuelle Entwicklung im Euroraum zeigt, dass an den Märkten für Staatsanleihen und für Kreditausfallversicherungen mit hoher Sicherheit von einer Umschuldung Griechenlands ausgegangen wird.

Dieser Tatsache trägt eine Erweiterung der FTPL, die Fiskaltheorie staatlicher Ausfallrisiken (*fiscal theory of sovereign risk*, FTSR), Rechnung.<sup>77</sup> Danach passt sich, um die Übereinstimmung von Verbindlichkeiten und zukünftigen Nettoeinnahmen sicherzustellen, nicht das Preisniveau an. Vielmehr wird ein Bewertungsfaktor für die Staatsverschuldung eingeführt, so dass sich der Wert der Staatsverschuldung an Erwartungsänderungen hinsichtlich zukünftiger Einnahmen anpasst, d.h. der Wert der Staatsanleihen fällt bei sinkenden zukünftigen Nettoeinnahmen, weil eingepreist wird, dass nur ein Teil der Schulden auch wirklich bedient wird. Als Konsequenz ergibt sich auf Basis der FTSR, dass die Inflationserwartungen – wie in klassischen monetären Modellen – durch eine glaubwürdige Zentralbank gesteuert werden können. Die Implikationen für die zukünftige Preisdynamik hängen an dieser Stelle demnach entscheidend davon ab, dass die europäische Finanzpolitik einen glaubwürdigen Weg zur Reduktion der Staatsschuldenlast aufzeigt, der keine höheren Inflationsraten erfordert, etwa durch Konsolidierung und Restrukturierung nicht tragbarer Verbindlichkeiten. Dies ist umso wichtiger, als einflussreiche Ökonomen eine zumindest temporäre Anhebung des Inflationsziels fordern, da sie keinen anderen Ausweg aus der Schuldenkrise sehen. Sollte sich diese Sichtweise durchsetzen, bestünde die Gefahr, dass sich die Inflationserwartungen entankerten, ohne dass die EZB von ihrem Inflationsziel abgerückt wäre.

Im Hinblick auf einen möglichen *Verlust der Glaubwürdigkeit* stellt sich die Frage, inwieweit die EZB ihre Ziele erfüllt und ob sie in den Augen der Öffentlichkeit auch in der Zukunft unabhängig und entschlossen für diese Ziele eintreten wird. Gemäß ihrem Mandat ist die EZB in erster Linie der Preisniveaustabilität im Euroraum verpflichtet. Dieses Ziel interpretiert sie so, dass die Verbraucherpreisinflation im Euroraum mittelfristig nahe bei, aber unter 2 % liegen soll. Sie wird daran gemessen, ob sich die Inflationsrate mittelfristig um dieses Ziel bewegt und die langfristigen Inflationserwartungen dort verankert bleiben. Zusätzlich soll sie die allgemeine Wirtschaftspolitik unterstützen, soweit das nicht dem Preisstabilitätsziel entgegensteht.<sup>78</sup> Dabei soll sie unabhängig agieren und frei von jeglicher Beeinflussung durch die Politik in den Mitgliedstaaten sein.

Betrachtet man allein die langfristigen Inflationserwartungen und die Inflationshistorie, so wäre zu konstatieren, dass die EZB alles richtig gemacht habe. Zudem hat sie durch die Erhöhung des Zinsniveaus im Frühjahr, als die Inflation merklich anzog, verdeutlicht, dass sie sich immer noch der Preisstabilität verpflichtet fühlt. Dennoch besteht Grund zur Besorgnis (vgl. auch den Abschnitt »Zur Wirtschaftspolitik«). Denn mit ihren Entscheidungen, die Staatsanleihen Griechenlands, Portugals und Irlands trotz fehlender Bonität als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte zu akzeptieren und Staatsanleihen bonitätsschwacher Länder am Sekundärmarkt zu kaufen, hat sie sich für eine Strategie der kurz-

<sup>75</sup> Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung schlägt beispielsweise vor, dass die EZB ihr Staatsanleihenportfolio bei einer Bewertung, die ihren Ankaufkursen entspricht, beim reformierten EFSF gegen garantierte Anleihen des EFSF eintauscht, vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Krise der Währungsunion: Zeit für den Plan B*, [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/pressemitteilungen/FAZ\\_20.07.2011\\_Krise\\_der\\_W%C3%A4hrung.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/pressemitteilungen/FAZ_20.07.2011_Krise_der_W%C3%A4hrung.pdf), abgerufen am 11.10.2011.

<sup>76</sup> Vgl. dazu die Abbildungen 1 und 2 in Cruces, J.J. und C. Trebesch (2011), *Sovereign defaults: The price of haircuts*, Diskussionspapier, Freie Universität Berlin.

<sup>77</sup> Vgl. Uribe, M. (2006), *A fiscal theory of sovereign risk*, *Journal of Monetary Economics*, 53, S. 1857–1875.

<sup>78</sup> Vgl. Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

fristigen Beruhigung der Finanzmärkte entschieden, die bei genauer Analyse riskant ist.

Mit dem Ziel der kurzfristigen Finanzmarktstabilisierung hat die EZB Maßnahmen ergriffen, die bisher als gültig erachteten zentralen Prinzipien ihrer Geldpolitik zuwiderlaufen; darüber hinaus hat sie ihr Mandat überdehnt.<sup>79</sup> An erster Stelle steht das Verbot der Finanzierung staatlicher Defizite. Dieses bezieht sich nach den Europäischen Verträgen explizit zwar nur auf Primärmarktkäufe von Staatsanleihen. Indem Sekundärmarktkäufe die Emission neuer Anleihen begünstigen, verbessert die EZB aber dennoch die Finanzierungsbedingungen der öffentlichen Haushalte, wodurch der akute Konsolidierungsdruck auf die Krisenstaaten vermindert wird.<sup>80</sup> Daneben sollte eine Zentralbank Liquidität nur gegen einwandfreie Sicherheiten vergeben. Nun handelt es sich immer um eine schwierige Entscheidung, welche Sicherheiten gerade noch akzeptabel sind, aber Staatsanleihen eines insolvenzbedrohten Landes wie Griechenland zählen wohl nicht dazu. Schließlich sollte eine Notenbank ihre Unabhängigkeit bewahren. Im Zuge vieler offenbar mit der europäischen Politik koordinierter Entscheidungen sind hier Zweifel aufgekommen. So senkte sie die Bonitätsanforderungen für griechische Staatspapiere zum Zeitpunkt des ersten Rettungspakets für Griechenland Anfang Mai 2010; sie basierte diese Maßnahme auf der Erwartung einer zukünftig soliden Finanzpolitik in Griechenland. Den Ankauf von italienischen und spanischen Staatsanleihen verband sie mit einem Brief an den italienischen Ministerpräsidenten. Das weckt die Befürchtung, die EZB würde ihre Entscheidungen zu eng mit der Finanzpolitik abstimmen und damit an Unabhängigkeit verlieren.

Verletzt eine Zentralbank aber bislang als gültig erachtete, wichtige Prinzipien, ohne die neuen Maßstäbe ihres Handelns deutlich zu machen, so verliert sie an Berechenbarkeit und letztlich an Glaubwürdigkeit. Hinzu kommt, dass dadurch eine offene und glaubwürdige Kommunikation erschwert wird, weil Taten und Ziele nicht mehr so leicht in Übereinstimmung zu bringen sind. So betonte die EZB, der Ankauf von Staatsanleihen der drei kleinen Länder Griechenland, Portugal und Irland sei notwendig, um den geldpolitischen Transmissionsmechanismus im gesamten Euroraum zu sichern und so eine auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik zu gewährleisten. Diese Begründung für eine fundamentale Richtungsänderung erschien nicht überzeugend. Im Monatsbericht vom September 2011 konstatierte die EZB dann auch, dass »eine Beibehaltung oder gar eine Erhöhung des Risikoengagements einer Zentralbank in Zeiten finanzieller Spannungen insofern gerechtfertigt [ist], als sich durch das Nichthandeln der Zentralbank

potenziell höhere Risiken für die finanzielle und gesamtwirtschaftliche Stabilität ergäben.«<sup>81</sup> Auch in dem Brief, den sie kurz vor der Intervention zugunsten italienischer Staatsanleihen an die italienische Regierung sandte, weist sie eindeutig auf eine Bedrohung der Finanzstabilität hin.<sup>82</sup> Es ging also nicht primär um das Ziel der Preisstabilität. Da die Sicherung der Finanzmarktstabilität aber eine Aufgabe der EZB ist<sup>83</sup>, wäre eine angemessenere Kommunikation durchaus möglich gewesen. So hätte die EZB zumindest plausibel darlegen müssen, zu welchen Turbulenzen es ohne ihr Eingreifen gekommen wäre und warum keine anderen Maßnahmen zur Verfügung standen.<sup>84</sup> Dies ist ihr bislang nicht gelungen.

Es ist festzuhalten, dass die EZB im Zuge der Schuldenkrise wichtige Prinzipien verletzt, unbefriedigend kommuniziert und letztlich an Glaubwürdigkeit verloren hat.<sup>85</sup> Dem ist gegenüber zu stellen, dass sich die EZB in einer Zwickmühle befand. Einerseits dürfte ihr klar gewesen sein, dass der Auf-

<sup>81</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2011), Monatsbericht September, S. 47.

<sup>82</sup> J.-C. Trichet und M. Draghi schreiben darin: »In view of the severity of the current financial market situation, we regard as crucial that all actions [...] be taken as soon as possible«. [http://www.corriere.it/economia/11\\_settembre\\_29/trichet\\_draghi\\_inglese\\_304a5f1e-aa59-11e0-ae06-4da866778017.shtml](http://www.corriere.it/economia/11_settembre_29/trichet_draghi_inglese_304a5f1e-aa59-11e0-ae06-4da866778017.shtml)

<sup>83</sup> Für die EZB ergibt sich dieses Ziel aus Artikel 127 AEUV. Zum Ziel der Finanzmarktstabilität für Zentralbanken im Allgemeinen vgl. Goodhart, C.A.E. (2011), The changing role of central banks, *Financial Historic Review*, 18, S. 135–154; und Borio, C. (2011), Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?, BIS Working Paper Nr. 353, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

<sup>84</sup> Welche Gründe könnte die EZB dafür haben, die Öffentlichkeit nur unvollständig darüber aufzuklären, in welcher Weise sie genau an den Märkten für Staatsanleihen interveniert und welche Informationen sie zu ihren Interventionen veranlassen? Sie fürchtet wohl, dass die Freigabe von Informationen, die geeignet sind, die Bewertungen bestimmter Staatstitel zu senken, dem Zweck der Intervention, nämlich der Stützung des Marktpreises, zuwiderlaufen könnte. Allerdings muss die EZB damit rechnen, dass die Märkte ein solches Motiv für eine intransparente Informationspolitik antizipieren und bei der Preisfindung für die Staatstitel berücksichtigen werden. Es besteht deshalb kein triftiger Grund, anzunehmen, dass die EZB durch Zurückhalten von Information die Bewertungen systematisch stützen kann. Allerdings ist es theoretisch möglich, dass unter bestimmten Bedingungen eine intransparente Informationspolitik in einer solchen Situation tatsächlich zu effizienteren Marktergebnissen führt; dann nämlich, wenn die Qualität der Zentralbank-Information relativ zu dem Informationsstand der Privaten nicht sehr hoch ist und außerdem die Gefahr besteht, dass die von der Zentralbank veröffentlichte Information von den Privaten benutzt wird, ihr Verhalten untereinander zu koordinieren. Beispielsweise könnte eine schlechte Nachricht vonseiten der EZB eine Verkaufswelle auslösen, auch wenn die Einschätzungen der privaten Investoren über den fundamental gerechtfertigten Wert der betreffenden Titel wegen der geringen Qualität der veröffentlichten Information kaum beeinflusst werden, vgl. Morris, S. und H. Shin (2002), Social value of public information, *American Economic Review* 92, S. 1521–1534. Jedoch stellt sich dieses Ergebnis der Überlegenheit einer intransparenten Informationspolitik nur unter sehr restriktiven Annahmen zur Qualität der Zentralbank-Information und zu den Ziel-funktionen der Privaten ein. Vgl. Svensson, L. (2006), Social value of public information: Morris and Shin (2002) is actually pro transparency, not con, *American Economic Review* 96, S. 448–451. Gelten diese Annahmen nicht, ist vollständige Transparenz auch einer teilweisen Freigabe von Information überlegen vgl. Lindner, A. (2009), Evaluating communication strategies for public agencies: Transparency, Opacity, and Secrecy, *BE Journal of Macroeconomics* 9, Article 29.

<sup>85</sup> Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics teilt diese Position nicht. Zu den unterschiedlichen Meinungen siehe den einleitenden Abschnitt zum Kapitel »Zur Wirtschaftspolitik« und den Abschnitt »Eine andere Meinung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics zu den Reaktionen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum und zu der EFSF«.

<sup>79</sup> Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics teilt diese Position nicht. Zu den unterschiedlichen Meinungen siehe den einleitenden Abschnitt zum Kapitel »Zur Wirtschaftspolitik« und den Abschnitt »Eine andere Meinung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics zu den Reaktionen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum und zu der EFSF«.

<sup>80</sup> So hat sich in den vergangenen Monaten gezeigt, dass der Wille zu strikten Sparmaßnahmen in Italien in dem Moment nachließ, in dem die Renditen von italienischen Staatsanleihen infolge der Intervention der EZB deutlich sanken.

kauf von Staatsanleihen bonitätsschwacher Länder ein hohes Risiko für ihre Glaubwürdigkeit birgt. Andererseits verfolgte sie das Ziel, eine Destabilisierung des Finanzsektors zu verhindern. Zwar ist naturgemäß unbekannt, ob es ohne die genannten Maßnahmen tatsächlich zu einem Zusammenbruch des Bankensystems gekommen wäre. Schon allein der öffentlich gewordene Dissens im EZB-Rat deutet darauf hin, dass es Alternativen gegeben hätte. Da aber europäische oder nationale Institutionen fehlen, die die Bankensysteme aller Mitgliedstaaten im Krisenfall stützen oder rekapitalisieren können, dürfte sich die EZB in Zugzwang gesehen haben. Es stellt sich allerdings die Frage, ob ihre Aktionen geeignet waren, das Ziel der Finanzmarktstabilisierung über die ganz kurze Frist hinaus zu erreichen. Die wiederholten Verschärfungen der Staatsschulden- und Vertrauenskrise lassen hier Zweifel aufkommen.

Mit ihrer kurzfristigen Stabilisierungspolitik hat die EZB nämlich Druck von den Regierungen genommen, nachhaltige Lösungen schnell auf den Weg zu bringen. So existiert bis heute kein europäischer Insolvenzmechanismus für Staaten oder systemrelevante Banken. Dies führt dazu, dass die Rückkehr auf einen Pfad hin zu einer wirklich tragfähigen Lage bei Staaten und Banken verzögert wird. Folglich werden die Zweifel der Investoren nur kurzfristig reduziert, schnell flammt die Unsicherheit erneut auf und die Turbulenzen an den Finanzmärkten nehmen wieder zu. Daher ist zu erwarten, dass die Rettungspakete der Politik und die Maßnahmen der EZB mit jeder Krisenverschärfung größer dimensioniert sein müssen. Dann nehmen aber auch die Glaubwürdigkeitsverluste immer mehr zu, ohne das Ziel der Finanzmarktstabilisierung tatsächlich zu erreichen.

Das *Konsortium ifo/KOF* vertritt zudem die Meinung, dass die Glaubwürdigkeit der EZB unter der Tolerierung enormer TARGET2-Salden in den Notenbankbilanzen gelitten hat. Die mangelnde Bereitschaft des privaten Sektors in den Kernländern, der Peripherie Kapital zur Verfügung zu stellen sowie der Abzug privaten Kapitals aus den Peripherieländern, führte zu einer Lücke bei der Finanzierung der nach wie vor bestehenden Leistungsbilanzdefizite. Diese Finanzierungslücke wurde durch Kredite der nationalen Zentralbanken (allen voran der Deutschen Bundesbank) an die Peripherieländer geschlossen, die über das TARGET2-Zahlungssystem überwiesen wurden. Bis Ende August stiegen die TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank auf 390 Mrd. Euro. Die entsprechenden TARGET2-Verbindlichkeiten in den Peripherieländern messen damit das zusätzliche Zentralbankgeld, das ihre Notenbanken über das Maß hinaus geschaffen haben, das für die heimische Geldversorgung benötigt wurde. Dieses zusätzliche Zentralbankgeld wurde von den Peripherieländern verwendet, um einen Nettozufluss von Gütern und Vermögensobjekten zu bezahlen.<sup>86</sup> Um das Zentralbankgeld zu erlangen, konnten infolge der Aufweichung der Sicherheitserfordernisse Staatsanleihen und andere Instrumente minderer Bonität hinter-

legt werden. Sollte sich der Wert dieser Sicherheiten drastisch mindern, z.B. weil Griechenland seine Anleihen umschulden muss, entstünde dem Eurosystem ein Verlust. Damit toleriert die EZB effektiv einen realen Nettogütertransfer in die Peripherieländer. Dies ist nicht Aufgabe des Eurosystems und müsste daher unterbunden werden. Dass dies nicht geschieht, beeinträchtigt die Glaubwürdigkeit der EZB, sich allein um die ihr vorgegebenen Ziele zu kümmern.

Soweit die Meinung dieses Konsortiums.

## Fazit

Seit dem Ausbruch der Staatsschulden- und Vertrauenskrise im Euroraum hat die EZB eine Reihe von unkonventionellen Politikmaßnahmen durchgeführt. So akzeptiert sie die Staatsanleihen Griechenlands, Portugals und Irlands trotz fehlender Bonität als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte und kauft Staatsanleihen bonitätsschwacher Euroländer am Sekundärmarkt. Sie hat damit bisher gültige, zentrale geldpolitische Prinzipien des Eurosystems verletzt.<sup>87</sup> Zudem hat sie bisher nicht überzeugend argumentieren können, dass ihr Handeln unabweisbar war, um einen Kollaps des Finanzsystems zu verhindern. All dies hat die Berechenbarkeit und bisher sehr hohe Glaubwürdigkeit der EZB beschädigt. Eine Fortführung dieser Politik könnte zu einer Erosion des Vertrauens in die EZB führen. Insbesondere wenn sich abzeichnen sollte, dass die EZB die möglicherweise anfallende Bilanzverluste monetisiert oder in Reaktion auf die Staatsschuldenkrise generell über einen längeren Zeitraum einen höheren Verbraucherpreisanstieg zulassen würde, als sie offiziell anstrebt, wäre mit schnellen Aufwärtsrevisionen der Inflationserwartungen und einer erhöhten Volatilität der Inflation zu rechnen.<sup>88</sup> Die wirtschaftlichen und politischen Konsequenzen wären dramatisch.

Die derzeit noch fest verankerten langfristigen Inflationserwartungen belegen jedoch, dass noch Zeit ist umzusteuern. Dafür müsste die EZB insbesondere den Ankauf von Staatsanleihen rasch stoppen. Die Wirtschaftspolitik im Euroraum müsste sie darin unterstützen, indem sie eine zentrale Institution schafft, die schnell und unabhängig von der Zustimmung aller Mitgliedstaaten systemrelevante Banken stützen und gegebenenfalls abwickeln kann. Dadurch würde die EZB von dem – vermeintlichen oder tatsächlichen – Zwang befreit, den Kollaps des Finanzsystems um jeden Preis verhindern zu müssen. Sie könnte sich stattdessen wieder ausschließlich auf die Inflationsstabilisierung und das Liquiditätsmanagement im Bankensektor konzentrieren und könnte daran gehen, verlorenes Vertrauen zurückzugewinnen.

<sup>86</sup> Vgl. Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, ifo Working Paper Nr. 105.

<sup>87</sup> Das Konsortium aus IWH und Kiel Economics teilt diese Position nicht. Zu den unterschiedlichen Meinungen siehe den einleitenden Abschnitt zum Kapitel »Zur Wirtschaftspolitik« und den Abschnitt »Eine andere Meinung des Konsortiums aus IWH und Kiel Economics zu den Reaktionen der EZB auf die Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum und zu der EFSF«.

<sup>88</sup> Vgl. Gerlach, P., P. Hördahl und R. Moessner (2011), Inflation expectations and the great recession, BIS Quarterly Review, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, März.

Das reformierte Design für die EFSF geht in dieser Hinsicht die richtige Richtung, weil es die Finanzierung von Bankenrettungsprogrammen in allen Mitgliedstaaten erlaubt. Allerdings geschieht dies weiterhin nicht direkt durch die EFSF sondern indirekt über die Mitgliedstaaten und muss in jedem Einzelfall durch alle Staaten beschlossen werden. Deshalb kann wohl nach wie vor nicht schnell auf diesem Wege auf drohende Insolvenzen von Banken reagiert werden. Zudem müssen die Kosten der Bankenrekapitalisierung weiterhin im Wesentlichen von den einzelnen Staaten getragen werden, während das Ergebnis der Finanzmarktstabilisierung aber allen Ländern zugutekommt. Aufgrund dieser Externalität hat ein Mitgliedsland einen zu geringen Anreiz, nationale Ressourcen für die Stabilisierung zu mobilisieren; eine zentrale europäische Institution wäre daher überlegen. Schließlich tritt der ESM ab Mitte 2013 an die Stelle der EFSF. Wie dann mit systemrelevanten Banken verfahren werden soll, ist derzeit offen.

Alles in allem ist zu konstatieren, dass die Gefahren für die Geldwertstabilität im Zuge der Staatsschulden- und Vertrauenskrise zugenommen haben. Noch haben sich diese Gefahren nicht in der tatsächlichen Inflationsentwicklung niedergeschlagen. Die EZB und die europäische Politik dürften aber nicht mehr viel Zeit haben, die beschriebenen Maßnahmen zu ergreifen. Schon der nächste große Inflationschock könnte zu einer Entankerung der Inflationserwartungen führen.

**Hauptaggregate der Sektoren**

Mrd. EUR

Gegenstand der Nachweisung	2010				
	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 .....	2 216,8	1 465,2	232,6	519,0	–
2 – Abschreibungen .....	376,7	222,1	43,0	111,7	–
3 = Nettowertschöpfung 1) .....	1 840,1	1 243,2	189,7	407,3	– 135,5
4 – Geleistete Arbeitnehmerentgelte .....	1 261,4	875,1	194,5	191,7	9,5
5 – Geleistete sonstige Produktionsabgaben .....	15,4	6,6	0,1	8,7	–
6 + Empfangene sonstige Subventionen .....	27,0	23,4	0,6	3,0	–
7 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen .....	590,4	384,9	– 4,3	209,8	– 144,9
8 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte .....	1 262,9	–	–	1 262,9	8,0
9 – Geleistete Subventionen .....	27,2	–	27,2	–	5,6
10 + Empfangene Produktions- und Importabgaben .....	275,4	–	275,4	–	5,7
11 – Geleistete Vermögenseinkommen .....	828,8	716,8	61,9	50,1	168,4
12 + Empfangene Vermögenseinkommen .....	873,4	461,0	19,6	392,9	123,8
13 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen) .....	2 146,1	129,1	201,6	1 815,4	– 181,4
14 – Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern .....	269,8	54,8	–	215,1	3,9
15 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern .....	273,5	–	273,5	–	0,3
16 – Geleistete Sozialbeiträge .....	502,8	–	–	502,8	2,7
17 + Empfangene Sozialbeiträge .....	503,8	84,5	418,7	0,6	1,7
18 – Geleistete monetäre Sozialleistungen .....	482,9	53,0	429,3	0,6	0,4
19 + Empfangene monetäre Sozialleistungen .....	476,6	–	–	476,6	6,7
20 – Geleistete sonstige laufende Transfers .....	196,7	72,5	54,0	70,1	4,1
21 + Empfangene sonstige laufende Transfers .....	160,4	73,0	15,8	71,7	40,3
22 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 108,2	106,2	426,1	1 575,8	– 143,6
23 – Konsumausgaben .....	1 911,8	–	488,8	1 423,0	–
24 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	–	– 28,0	–	28,0	–
25 = Sparen .....	196,4	78,2	– 62,6	180,8	– 143,6
26 – Geleistete Vermögenstransfers .....	72,1	5,2	60,8	6,0	3,5
27 + Empfangene Vermögenstransfers .....	71,8	49,9	9,5	12,3	3,8
28 – Bruttoinvestitionen .....	429,6	240,3	40,8	148,5	–
29 + Abschreibungen .....	376,7	222,1	43,0	111,7	–
30 – Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern .....	–	4,8	– 5,8	0,9	–
31 = Finanzierungssaldo .....	143,2	99,8	– 106,0	149,4	– 143,2
Nachrichtlich:	–	–	–	–	–
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 108,2	106,2	426,1	1 575,8	– 143,6
35 – Geleistete soziale Sachtransfers .....	312,5	–	312,5	–	–
36 + Empfangene soziale Sachtransfers .....	312,5	–	–	312,5	–
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept) .....	2 108,2	106,2	113,7	1 888,3	– 143,6
38 – Konsum 2) .....	1 911,8	–	176,3	1 735,5	–
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	–	– 28,0	–	28,0	–
40 = Sparen .....	196,4	78,2	– 62,6	180,8	– 143,6

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; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

**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 .....	2 289,6	1 506,6	237,8	545,2	–
2 – Abschreibungen .....	381,8	227,2	43,9	110,6	–
3 = Nettowertschöpfung 1) .....	1 907,9	1 279,4	193,9	434,5	– 116,4
4 – Geleistete Arbeitnehmerentgelte .....	1 322,0	924,4	198,2	199,4	10,0
5 – Geleistete sonstige Produktionsabgaben .....	17,7	8,8	0,1	8,9	–
6 + Empfangene sonstige Subventionen .....	25,1	21,8	0,5	2,8	–
7 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen .....	593,2	368,1	– 3,8	229,0	– 126,4
8 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte .....	1 324,0	–	–	1 324,0	8,0
9 – Geleistete Subventionen .....	25,7	–	25,7	–	5,8
10 + Empfangene Produktions- und Importabgaben .....	290,6	–	290,6	–	6,4
11 – Geleistete Vermögenseinkommen .....	862,3	749,2	60,5	52,6	186,2
12 + Empfangene Vermögenseinkommen .....	903,6	479,4	19,6	404,6	144,8
13 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen) .....	2 223,5	98,3	220,2	1 905,1	– 159,2
14 – Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern .....	292,9	63,8	–	229,1	6,1
15 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern .....	298,7	–	298,7	–	0,3
16 – Geleistete Sozialbeiträge .....	522,1	–	–	522,1	2,7
17 + Empfangene Sozialbeiträge .....	522,9	86,3	436,0	0,6	1,8
18 – Geleistete monetäre Sozialleistungen .....	478,7	53,3	424,8	0,6	0,4
19 + Empfangene monetäre Sozialleistungen .....	472,6	–	–	472,6	6,6
20 – Geleistete sonstige laufende Transfers .....	203,4	75,4	55,7	72,3	4,5
21 + Empfangene sonstige laufende Transfers .....	165,0	76,9	15,9	72,2	42,9
22 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 185,7	69,0	490,3	1 626,3	– 121,3
23 – Konsumausgaben .....	1 972,0	–	499,7	1 472,3	–
24 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	–	– 29,1	–	29,1	–
25 = Sparen .....	213,7	39,9	– 9,3	183,1	– 121,3
26 – Geleistete Vermögenstransfers .....	38,5	5,4	26,8	6,3	3,8
27 + Empfangene Vermögenstransfers .....	38,5	16,9	9,8	11,8	3,8
28 – Bruttoinvestitionen .....	474,1	265,3	42,0	166,8	–
29 + Abschreibungen .....	381,8	227,2	43,9	110,6	–
30 – Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern .....	–	0,5	– 1,5	0,9	–
31 = Finanzierungssaldo .....	121,3	12,9	– 23,0	131,4	– 121,3
Nachrichtlich:	–	–	–	–	–
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 185,7	69,0	490,3	1 626,3	– 121,3
35 – Geleistete soziale Sachtransfers .....	320,4	–	320,4	–	–
36 + Empfangene soziale Sachtransfers .....	320,4	–	–	320,4	–
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept) .....	2 185,7	69,0	170,0	1 946,7	– 121,3
38 – Konsum 2) .....	1 972,0	–	179,3	1 792,7	–
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	–	– 29,1	–	29,1	–
40 = Sparen .....	213,7	39,9	– 9,3	183,1	– 121,3

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; 2011 und 2012: 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 .....	2 340,3	1 532,6	243,7	564,0	–
2 – Abschreibungen .....	390,3	230,3	45,0	115,0	–
3 = Nettowertschöpfung 1) .....	1 949,9	1 302,2	198,7	449,0	– 106,6
4 – Geleistete Arbeitnehmerentgelte .....	1 356,3	947,8	203,1	205,4	10,3
5 – Geleistete sonstige Produktionsabgaben .....	18,6	9,4	0,1	9,1	–
6 + Empfangene sonstige Subventionen .....	23,6	20,3	0,5	2,8	–
7 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen .....	598,7	365,4	– 4,0	237,3	– 116,9
8 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte .....	1 358,3	–	–	1 358,3	8,3
9 – Geleistete Subventionen .....	25,5	–	25,5	–	6,0
10 + Empfangene Produktions- und Importabgaben .....	296,8	–	296,8	–	6,6
11 – Geleistete Vermögenseinkommen .....	887,9	769,8	61,2	56,8	195,0
12 + Empfangene Vermögenseinkommen .....	930,2	493,8	19,7	416,8	152,7
13 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen) .....	2 270,6	89,3	225,8	1 955,6	– 150,3
14 – Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern .....	305,3	66,6	–	238,6	6,8
15 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern .....	311,8	–	311,8	–	0,3
16 – Geleistete Sozialbeiträge .....	530,5	–	–	530,5	2,7
17 + Empfangene Sozialbeiträge .....	531,3	88,0	442,7	0,6	1,9
18 – Geleistete monetäre Sozialleistungen .....	484,5	55,4	428,5	0,6	0,4
19 + Empfangene monetäre Sozialleistungen .....	478,1	–	–	478,1	6,8
20 – Geleistete sonstige laufende Transfers .....	206,6	77,7	58,0	71,0	5,0
21 + Empfangene sonstige laufende Transfers .....	168,6	78,8	16,3	73,5	43,0
22 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 233,6	56,4	510,1	1 667,1	– 113,3
23 – Konsumausgaben .....	2 023,3	–	514,0	1 509,3	–
24 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	–	– 30,4	–	30,4	–
25 = Sparen .....	210,4	26,0	– 3,9	188,2	– 113,3
26 – Geleistete Vermögenstransfers .....	38,1	5,6	26,0	6,5	4,0
27 + Empfangene Vermögenstransfers .....	38,0	15,6	10,0	12,4	4,1
28 – Bruttoinvestitionen .....	487,4	272,7	42,0	172,7	–
29 + Abschreibungen .....	390,3	230,3	45,0	115,0	–
30 – Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern .....	–	0,5	– 1,5	0,9	–
31 = Finanzierungssaldo .....	113,2	– 6,9	– 15,4	135,5	– 113,2
Nachrichtlich:	–	–	–	–	–
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept) .....	2 233,6	56,4	510,1	1 667,1	– 113,3
35 – Geleistete soziale Sachtransfers .....	331,4	–	331,4	–	–
36 + Empfangene soziale Sachtransfers .....	331,4	–	–	331,4	–
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept) .....	2 233,6	56,4	178,7	1 998,5	– 113,3
38 – Konsum 2) .....	2 023,3	–	182,5	1 840,7	–
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche .....	–	– 30,4	–	30,4	–
40 = Sparen .....	210,4	26,0	– 3,9	188,2	– 113,3

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; 2011 und 2012: Prognose der Institute.

**Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für Deutschland**

Vorausschätzung für die Jahre 2011 und 2012

	2010	2011	2012	2011		2012	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

**1. Entstehung des Inlandsprodukts**

Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

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

**2. Verwendung des Inlandsprodukts in jeweiligen Preisen**

a) Mrd. EUR

Konsumausgaben	1 911,8	1 972,0	2 023,3	959,8	1 012,2	985,3	1 038,0
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 423,0	1 472,3	1 509,3	717,0	755,3	735,9	773,4
Staat	488,8	499,7	514,0	242,8	256,9	249,4	264,6
Anlageinvestitionen	433,6	470,6	484,0	223,3	247,3	229,4	254,6
Ausrüstungen	170,8	186,8	191,7	88,7	98,0	91,0	100,7
Bauten	235,0	255,4	263,2	120,9	134,5	124,5	138,8
Sonstige Anlageinvestitionen	27,8	28,4	29,1	13,7	14,7	14,0	15,2
Vorratsveränderung <sup>3</sup>	- 4,0	3,5	3,4	7,7	- 4,1	8,0	- 4,6
Inländische Verwendung	2 341,4	2 446,1	2 510,7	1 190,8	1 255,3	1 222,7	1 288,0
Außenbeitrag	135,5	116,4	106,6	64,8	51,6	58,9	47,6
Exporte	1 159,8	1 281,1	1 325,5	630,6	650,5	653,7	671,8
Importe	1 024,4	1 164,7	1 218,9	565,9	598,8	594,8	624,1
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 476,8</b>	<b>2 562,5</b>	<b>2 617,3</b>	<b>1 255,6</b>	<b>1 306,9</b>	<b>1 281,6</b>	<b>1 335,6</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Konsumausgaben	2,6	3,1	2,6	3,5	2,8	2,7	2,5
Private Haushalte <sup>2</sup>	2,6	3,5	2,5	3,9	3,0	2,6	2,4
Staat	2,7	2,2	2,9	2,3	2,2	2,7	3,0
Anlageinvestitionen	5,9	8,5	2,9	10,9	6,5	2,8	3,0
Ausrüstungen	10,1	9,3	2,6	13,8	5,6	2,6	2,7
Bauten	3,5	8,7	3,1	9,9	7,6	2,9	3,2
Sonstige Anlageinvestitionen	2,7	2,3	2,6	2,9	1,7	2,2	2,9
Inländische Verwendung	3,8	4,5	2,6	4,9	4,1	2,7	2,6
Exporte	16,5	10,5	3,5	14,3	6,9	3,7	3,3
Importe	16,7	13,7	4,7	16,7	11,0	5,1	4,2
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>

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

a) Mrd. EUR

Konsumausgaben	1 801,5	1 821,9	1 839,8	893,7	928,2	902,9	937,0
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 339,0	1 354,5	1 367,1	662,7	691,7	669,4	697,7
Staat	462,6	467,5	472,8	231,1	236,5	233,5	239,3
Anlageinvestitionen	414,1	444,1	454,2	210,0	234,0	214,7	239,5
Ausrüstungen	175,8	192,7	199,0	90,5	102,2	93,6	105,4
Bauten	205,7	217,7	220,5	103,5	114,2	104,6	115,9
Sonstige Anlageinvestitionen	32,1	33,5	35,1	15,9	17,6	16,6	18,5
Inländische Verwendung	2 228,0	2 284,9	2 312,6	1 122,0	1 162,9	1 136,0	1 176,6
Exporte	1 131,9	1 219,7	1 255,6	601,6	618,1	621,1	634,5
Importe	992,0	1 068,0	1 111,8	519,8	548,3	542,9	568,8
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 368,8</b>	<b>2 437,0</b>	<b>2 455,6</b>	<b>1 204,0</b>	<b>1 233,0</b>	<b>1 213,9</b>	<b>1 241,7</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

Konsumausgaben	0,9	1,1	1,0	1,4	0,8	1,0	0,9
Private Haushalte <sup>2</sup>	0,6	1,2	0,9	1,6	0,7	1,0	0,9
Staat	1,7	1,1	1,1	1,0	1,2	1,1	1,2
Anlageinvestitionen	5,5	7,2	2,3	9,5	5,3	2,2	2,4
Ausrüstungen	10,5	9,6	3,3	13,9	6,1	3,4	3,1
Bauten	2,2	5,8	1,3	7,0	4,8	1,1	1,5
Sonstige Anlageinvestitionen	4,7	4,3	4,9	4,8	3,9	4,7	5,1
Inländische Verwendung	2,4	2,6	1,2	2,9	2,2	1,2	1,2
Exporte	13,7	7,8	2,9	10,4	5,3	3,2	2,6
Importe	11,7	7,7	4,1	9,1	6,3	4,5	3,8
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>

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

Vorausschätzung für die Jahre 2011 und 2012

	2010	2011	2012	2011		2012	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.
<b>4. Preisniveau der Verwendungsseite des Inlandsprodukts (2005=100)</b>							
Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr							
Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	1,9	2,3	1,6	2,3	2,3	1,6	1,5
Konsumausgaben des Staates	1,0	1,1	1,7	1,3	1,0	1,6	1,8
Anlageinvestitionen	0,4	1,2	0,6	1,3	1,1	0,5	0,6
Ausrüstungen	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,5	-0,8	-0,4
Bauten	1,3	2,7	1,7	2,7	2,7	1,9	1,6
Exporte	2,4	2,5	0,5	3,6	1,5	0,4	0,6
Importe	4,5	5,6	0,5	7,0	4,4	0,6	0,5
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>

**5. Einkommensentstehung und -verteilung****a) Mrd.EUR**

Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	1 815,4	1 905,1	1 955,6	935,8	969,3	962,5	993,1
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	236,2	247,0	250,9	118,1	128,9	120,4	130,4
Bruttolöhne und -gehälter	1 026,7	1 077,0	1 107,4	512,2	564,8	527,6	579,8
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	552,6	581,0	597,3	305,5	275,5	314,4	282,9
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	330,6	318,5	315,0	140,1	178,3	135,0	180,0
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>2 146,1</b>	<b>2 223,5</b>	<b>2 270,6</b>	<b>1 075,9</b>	<b>1 147,6</b>	<b>1 097,5</b>	<b>1 173,1</b>
Abschreibungen	376,7	381,8	390,3	190,9	190,9	195,6	194,7
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>2 522,8</b>	<b>2 605,3</b>	<b>2 661,0</b>	<b>1 266,8</b>	<b>1 338,5</b>	<b>1 293,1</b>	<b>1 367,9</b>
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	1 897,8	1 958,6	1 999,3	945,0	1 013,7	962,7	1 036,7
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	635,0	634,6	641,0	314,7	319,9	314,6	326,4
Arbeitnehmerentgelt	1 262,9	1 324,0	1 358,3	630,3	693,7	648,1	710,2

**b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr**

Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	2,5	4,9	2,7	5,3	4,6	2,8	2,5
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	2,1	4,6	1,6	3,2	5,9	2,0	1,2
Bruttolöhne und -gehälter	2,7	4,9	2,8	5,1	4,7	3,0	2,7
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	2,2	3,5	2,4	3,7	3,5	2,4	2,4
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	2,3	5,2	2,8	6,5	3,7	2,9	2,7
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	18,2	-3,7	-1,1	0,2	-6,6	-3,7	1,0
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
Abschreibungen	0,9	1,3	2,2	1,2	1,5	2,5	2,0
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
nachrichtlich:							
Volkseinkommen	5,1	3,2	2,1	4,1	2,4	1,9	2,3
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	10,5	-0,1	1,0	2,8	-2,7	0,0	2,0
Arbeitnehmerentgelt	2,5	4,8	2,6	4,7	4,9	2,8	2,4

**6. Einkommen und Einkommensverwendung der privaten Haushalte <sup>2</sup>****a) Mrd.EUR**

Masseneinkommen	1 080,0	1 104,3	1 129,5	532,4	571,9	545,0	584,5
Nettolöhne und -gehälter	688,5	715,5	734,8	338,2	377,4	348,1	386,7
Monetäre Sozialleistungen	476,6	472,6	478,1	236,6	236,0	239,0	239,1
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	85,1	83,8	83,4	42,4	41,4	42,2	41,2
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	552,6	581,0	597,3	305,5	275,5	314,4	282,9
Sonstige Transfers (Saldo) <sup>5</sup>	-56,8	-59,0	-59,7	-32,0	-27,0	-32,1	-27,6
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>1 575,8</b>	<b>1 626,3</b>	<b>1 667,1</b>	<b>805,8</b>	<b>820,5</b>	<b>827,2</b>	<b>839,9</b>
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	28,0	29,1	30,4	14,3	14,8	14,9	15,5
Konsumausgaben	1 423,0	1 472,3	1 509,3	717,0	755,3	735,9	773,4
Sparen	180,8	183,1	188,2	103,1	80,0	106,3	81,9
Sparquote (%) <sup>6</sup>	11,3	11,1	11,1	12,6	9,6	12,6	9,6

**b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr**

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

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

Vorausschätzung für die Jahre 2011 und 2012

	2010	2011	2012	2011		2012	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.

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

a) Mrd.EUR

<b>Einnahmen</b>							
Steuern	548,9	589,3	608,6	294,8	294,5	304,5	304,2
Sozialbeiträge	418,7	436,0	442,7	211,1	224,9	214,6	228,1
Vermögenseinkommen	19,6	19,6	19,7	10,7	8,9	10,8	8,8
Sonstige Transfers	15,8	15,9	16,3	7,5	8,5	7,7	8,7
Vermögenstransfers	9,5	9,8	10,0	4,8	5,0	4,8	5,1
Verkäufe	66,8	69,4	71,7	33,3	36,1	34,4	37,3
Sonstige Subventionen	0,6	0,5	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3
<b>Insgesamt</b>	<b>1 079,8</b>	<b>1 140,5</b>	<b>1 169,5</b>	<b>562,3</b>	<b>578,2</b>	<b>577,1</b>	<b>592,4</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	323,0	331,3	342,0	160,2	171,1	165,4	176,6
Arbeitnehmerentgelt	194,5	198,2	203,1	96,0	102,2	98,0	105,1
Vermögenseinkommen (Zinsen)	61,9	60,5	61,2	30,1	30,3	30,4	30,8
Subventionen	27,2	25,7	25,5	12,7	13,0	12,5	13,0
Monetäre Sozialleistungen	429,3	424,8	428,5	213,5	211,3	214,7	213,7
Sonstige laufende Transfers	54,0	55,7	58,0	28,1	27,6	29,3	28,7
Vermögenstransfers	60,8	26,8	26,0	11,1	15,7	10,1	15,9
Bruttoinvestitionen	40,8	42,0	42,0	18,5	23,5	17,7	24,2
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	- 5,8	- 1,5	- 1,5	- 0,6	- 0,8	- 0,6	- 0,8
<b>Insgesamt</b>	<b>1 185,8</b>	<b>1 163,5</b>	<b>1 184,9</b>	<b>569,5</b>	<b>594,0</b>	<b>577,6</b>	<b>607,3</b>
<b>Finanzierungssaldo</b>	<b>- 106,0</b>	<b>- 23,0</b>	<b>- 15,4</b>	<b>- 7,2</b>	<b>- 15,8</b>	<b>- 0,6</b>	<b>- 14,8</b>

b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

<b>Einnahmen</b>							
Steuern	0,5	7,4	3,3	8,5	6,3	3,3	3,3
Sozialbeiträge	2,2	4,1	1,5	3,7	4,6	1,7	1,4
Vermögenseinkommen	- 8,4	0,2	0,4	- 1,4	2,2	1,5	- 0,9
Sonstige Transfers	3,4	1,0	2,5	- 0,8	2,5	2,7	2,4
Vermögenstransfers	0,4	2,7	2,0	5,6	0,1	2,0	1,9
Verkäufe	5,5	3,9	3,3	4,4	3,5	3,4	3,3
Sonstige Subventionen	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>1,3</b>	<b>5,6</b>	<b>2,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	3,6	2,6	3,2	2,5	2,6	3,3	3,2
Arbeitnehmerentgelt	2,5	1,9	2,5	2,1	1,7	2,2	2,8
Vermögenseinkommen (Zinsen)	- 3,1	- 2,3	1,3	- 3,4	- 1,2	1,1	1,5
Subventionen	0,1	- 5,4	- 0,7	- 6,9	- 3,9	- 1,7	0,2
Monetäre Sozialleistungen	0,9	- 1,1	0,9	- 2,1	0,0	0,6	1,2
Sonstige laufende Transfers	4,2	3,1	4,2	2,5	3,7	4,1	4,2
Vermögenstransfers	88,9	- 55,9	- 3,0	- 25,8	- 65,8	- 8,7	1,0
Bruttoinvestitionen	- 1,5	3,1	- 0,1	8,1	- 0,6	- 3,9	2,9
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>3,8</b>	<b>- 1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>- 3,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</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; 2011 und 2012: Prognose der Institute.