



# *Kieler* **Diskussionsbeiträge**



## **Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2011**

**Nr. 498/499 | Dezember 2011**

**Institut für Weltwirtschaft Kiel**

**Web: [www.ifw-kiel.de](http://www.ifw-kiel.de)**

**KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE**

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

Tel: +49/431/8814-1; Website: <http://www.ifw-kiel.de>

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: [harmen.lehment@ifw-kiel.de](mailto:harmen.lehment@ifw-kiel.de)

**ISSN 0455-0420**

**ISBN 3-89456-328-1**

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2011.

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

# Inhalt

---

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik 3

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

Kasten 1: Zur Sterilisierung der Ankäufe von Staatsanleihen der EZB	16
Kasten 2: Sinkende Immobilienpreise in China – Gefahr für die Weltkonjunktur?	24

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch 32

*Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Nils Jannsen, Stefan Kooths,  
Björn van Roye und Joachim Scheide*

Kasten 1: Wie hoch sind die direkten Belastungen der öffentlichen Haushalte durch die europäische Schuldenkrise?	52
--	----



# Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

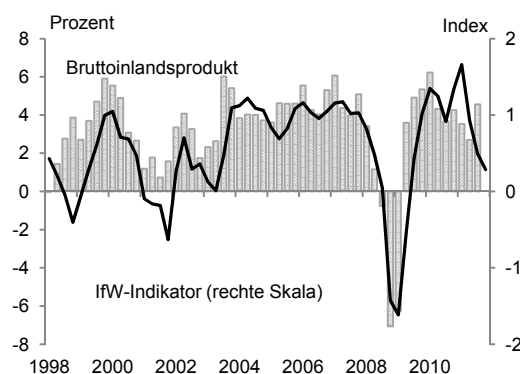
Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt, Björn van Roye, Joachim Scheide und Tim Schwarzmüller

## Zusammenfassung:

Die Erholung der Weltkonjunktur ist im Jahr 2011 ins Stocken geraten. Zur Jahreswende steht die Weltwirtschaft unter dem Eindruck der Staatsschuldenkrise im Euroraum, Unsicherheiten über den Zustand des Finanzsektors, Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der finanzpolitischen Diskussion in den Vereinigten Staaten und einer überraschend schwachen Dynamik in den Schwellenländern. Für die Prognose ist angenommen, dass es noch einige Monate dauert, bis sich die Belastungen merklich verringern; eine Verschärfung der Vertrauenskrise ist jedoch nicht unterstellt. Unter diesen Voraussetzungen erwarten wir, dass die Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Winterhalbjahr 2011/12 nur sehr schwach expandieren und danach nur langsam an Fahrt gewinnen wird. Die Wirtschaft in den Schwellenländern wird durch die schwache Ausweitung der Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Prognosezeitraum zunächst weiter gebremst; sie wird aber dank wirtschaftspolitischer Anreigungen im Verlauf des kommenden Jahres wieder auf einen Pfad rascherer Expansion einschwenken. Die Zunahme der Weltproduktion insgesamt dürfte sich im Jahr 2012 auf eine Rate von nur noch 3,4 Prozent verringern, nach voraussichtlich 3,8 Prozent im zu Ende gehenden Jahr. Für 2013 erwarten wir eine wieder etwas stärkere Zunahme des globalen Bruttoinlandsprodukts (4,0 Prozent).

Die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft ist im Jahr 2011 ins Stocken geraten. Nach dem sehr kräftigen Zuwachs von 5,1 Prozent im Jahr 2010 dürfte die Weltproduktion im ablaufenden Jahr nur noch um 3,8 Prozent gestiegen sein. Im ersten Halbjahr erhöhte sich das weltweite Bruttoinlandsprodukt nur verhalten. Verantwortlich hierfür waren allerdings zu einem Teil auch temporäre Faktoren. So wirkte der kräftige Anstieg der Rohstoffpreise belastend, und die Folgen des Erdbebens in Japan beeinträchtigten die Produktion nicht nur dort spürbar. Mit Abklingen dieser Faktoren – die Preise von Erdöl und anderen Rohstoffen gaben nach der Jahresmitte zum Teil deutlich nach, und die Produktionsengpässe in Japan wurden zügig überwunden – legte die Weltproduktion im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 4 Prozent wieder recht kräftig zu. Gleichwohl ist die Konjunktur tendenziell weiterhin abwärtsgerichtet. Darauf deutet etwa der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität hin, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern berechnet wird. Er ist bis zuletzt abwärtsgerichtet gewesen und lässt für das Schlussquartal des Jahres eine nur schwache Expansion erwarten (Abbildung 1).

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2011



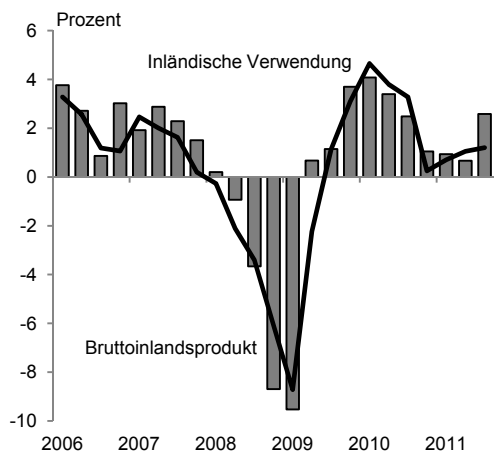
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; 3. Quartal 2011 teilweise geschätzt.

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

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

Besonders sichtbar war die konjunkturelle Abschwächung im ersten Halbjahr in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo die gesamtwirtschaftliche Produktion nur noch schwach zunahm. Allerdings war hier auch eine besonders kräftige Beschleunigung im dritten Quartal zu verzeichnen (Abbildung 2). Aber auch in den Entwicklungs- und Schwellenländern verringerte sich das Expansionstempo im Verlauf des Jahres erheblich. Maßgeblich hierfür war zum einen eine stark nachlassende Dynamik bei den Exporten, zum anderen geringere binnenwirtschaftliche Impulse infolge des Auslaufens von Konjunkturprogrammen und einer Straffung der Geldpolitik. Die Industrieproduktion nahm in den Schwellenländern im Jahresverlauf kaum noch zu; in Lateinamerika ging sie sogar zurück (Abbildung 3). Noch stärker zeigte sich die Verlangsamung im Außenhandel: Die Tatsache, dass der Welthandel in der Grundtendenz im Jahr 2011 nahezu stagnierte, lag vor allem daran, dass der Handel der Entwicklungs- und Schwellenländer, der seit der Jahresmitte 2009 sehr rasch gestiegen war, nicht mehr zulegte (Abbildung 4).

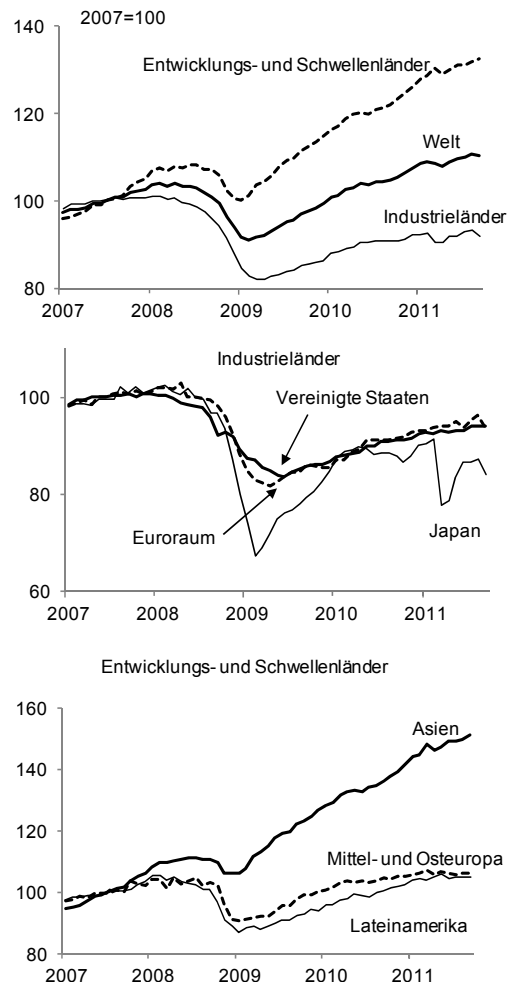
Abbildung 2:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern  
2006–2011



Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich; 3. Quartal 2011 teilweise geschätzt.

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

Abbildung 3:  
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und  
Regionen 2007–2011



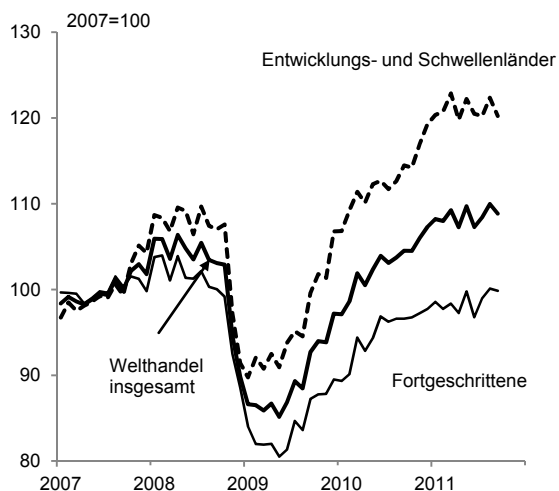
Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich weltweit im Jahr 2011 insgesamt deutlich beschleunigt, zuletzt aber an Fahrt verloren. In den fortgeschrittenen Ländern hat sich die Inflationsrate zuletzt nicht weiter erhöht (Abbildung 5). Maßgeblich hierfür war, dass die Rohstoffpreise, deren kräftiger Anstieg die Verbraucherpreise getrieben hatte, seit dem Frühjahr etwas gesunken sind (Abbildung 6). Die Kernrate der Inflation erhöhte sich zuletzt ebenfalls nicht mehr.

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

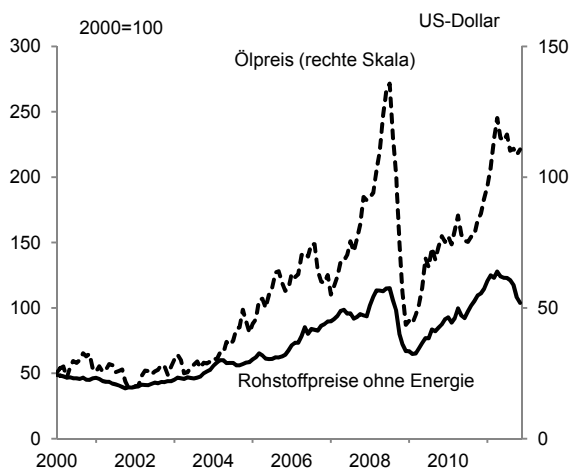
Abbildung 4:  
Welthandel 2007–2011



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

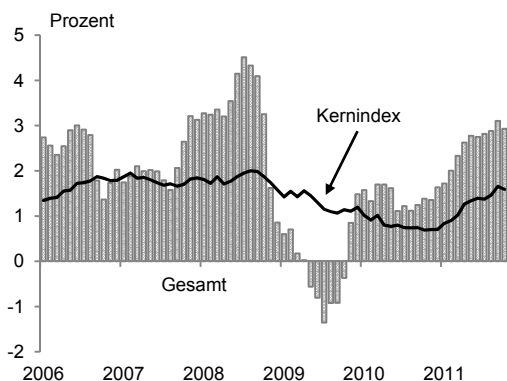
Abbildung 6:  
Rohstoffpreise 2000–2011



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

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

Abbildung 5:  
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



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

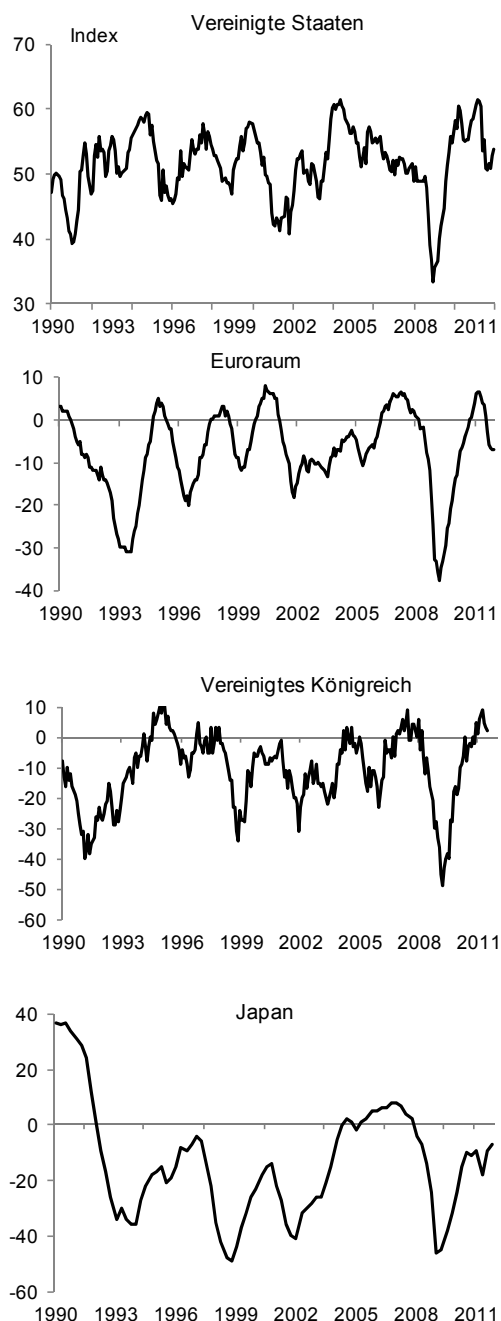
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

## Vertrauen in die weltwirtschaftliche Entwicklung wird nicht nur durch die europäische Staatsschuldenkrise belastet

Die Aussichten für die Weltkonjunktur haben sich in den vergangenen Monaten auf breiter Front verschlechtert. In den Schwellenländern hat die Dynamik der wirtschaftlichen Expansion deutlich nachgelassen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften steigt die Produktion in der Tendenz nur schwach, und die Stimmungskennzeichen sind abwärtsgerichtet (Abbildung 7). Im Euroraum zeichnet sich infolge der Verschärfung der Staatsschuldenkrise eine Rezession ab, und in Japan beginnt die zunächst kräftige Erholung von den Produktionsverlusten nach der Naturkatastrophe bereits wieder zu verflachen. Lediglich in den Vereinigten Staaten scheint die wirtschaftliche Aktivität auf kurze Sicht in wenig verändertem, allerdings moderatem Tempo zuzunehmen.

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

Abbildung 7:  
Geschäftsklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2011



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

Die konjunkturellen Risiken spiegeln sich an den Finanzmärkten. Die Aktienkurse gingen im Sommer weltweit auf Talfahrt (Abbildung 8),

die Risikoprämien für Staatsanleihen von geringerer Bonität – nicht nur für Länder im Euroraum, sondern auch für Schwellenländer – zogen merklich an, die Rohstoffpreise gaben verbreitet kräftig nach. Auch an den Devisenmärkten gab es Spannungen; die Notenbanken in Ländern mit besonders begehrten Währungen (Schweiz, Japan) mussten intervenieren, um starken Aufwertungsstendenzen zu begegnen.

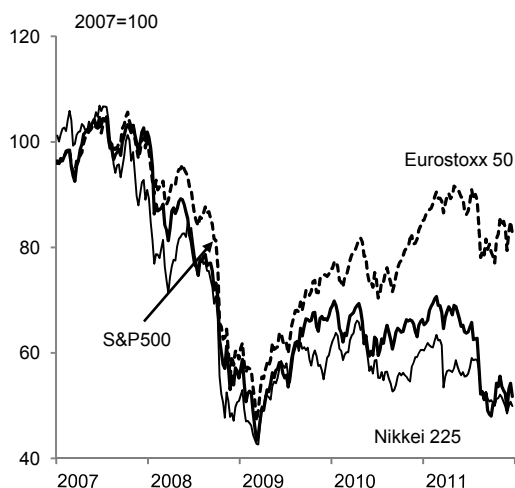
Mit der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Euroraum wurden in einer zunehmenden Zahl von Ländern Maßnahmen ergriffen, um das Defizit im Staatshaushalt zu reduzieren. Diese dämpfen für sich genommen die Nachfrage kurzfristig empfindlich. Hinzu kommt die Unsicherheit über Ausmaß und Ausgestaltung von weiteren Maßnahmen, da klar ist, dass mittelfristig weitere Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen werden müssen. Außerdem haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte deutlich verschlechtert, auch weil die Banken zunehmend unter Druck geraten. Als Folge des zunehmend unsicheren Charakters von Staatsanleihen, wurden die Eigenkapitalanforderungen erhöht, und das in einer Situation, in der viele Institute noch unter den Folgen der zurückliegenden Finanzkrise leiden. So ist das Kreditgeschäft im Interbankenmarkt in Europa wieder nahezu zum Erliegen gekommen; die Risikoprämien für unbesicherte Kredite der Banken untereinander sind hier inzwischen nahezu so hoch wie am Höhepunkt der Krise nach der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 (Abbildung 9). Anders als damals ist dies jedoch bislang ein regional begrenztes Problem. So haben die Risikoprämien für US-Interbankenkredite in den vergangenen Monaten nur leicht angezogen und sind nicht ungewöhnlich hoch.

Bislang ist es der Politik in Europa nicht gelungen, ein Maßnahmenbündel zu schnüren, das die Finanzmärkte überzeugt und Anlegern, Unternehmen und Verbrauchern wieder Vertrauen in die Zukunft des Euroraums gegeben hätte. Im Gegenteil, inzwischen gilt selbst ein Auseinanderbrechen der Währungsunion nicht mehr als ausgeschlossen. In den Vereinigten Staaten ist die Politik ebenfalls in einer Krise.



## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

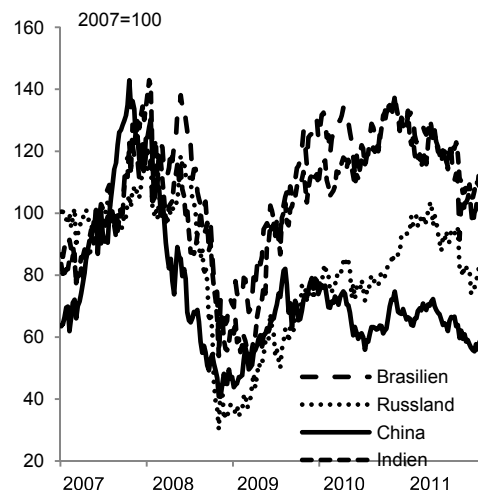
Abbildung 8:  
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften  
2007–2011



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

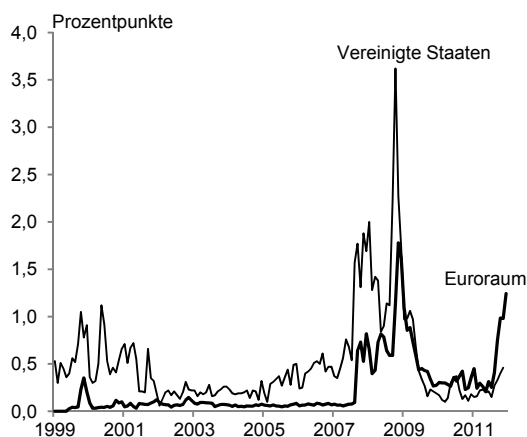
Aktienkurse in großen Schwellenländern 2007–2011



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung 9:  
Geldmarktspreads 1999–2011



Monatsdaten; Euroraum: Differenz des Zinssatzes für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) und für besichertes Dreimonatsgeld (Eurepo); Vereinigte Staaten: Differenz des Zinssatzes für unbesichertes Dreimonatsgeld (US-Libor) und des Zinssatzes für dreimonatige US-Schatzanleihen.

Quelle: EZB, Monatsbericht; Federal Reserve; Thomson Reuters; eigene Berechnungen.

Hier ist die Regierung aufgrund der mangelnden eigenen Mehrheit im Kongress und der tiefen Spaltung der politischen Lager – zumal in Zeiten des (Vor-)Wahlkampfes – derzeit offenbar nur begrenzt handlungsfähig in einer Zeit der

schwachen konjunkturellen Expansion, struktureller Probleme sowie hoher und steigender öffentlicher Verschuldung. Risiken gibt es auch in den Schwellenländern. So muss die Wirtschaftspolitik in wichtigen Ländern eine heikle Balance finden zwischen den Zielen mittelfristiger Stabilität und kurzfristiger Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität. Zwar erscheint es unwahrscheinlich, dass binnenwirtschaftliche Probleme zu einem schweren Einbruch der Konjunktur führen, weil die Regierungen dieser Länder im Unterschied zu den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowohl Geld- als auch fiskalpolitisch beträchtlichen Spielraum haben, die Konjunktur anzuregen. Es gibt aber das Risiko, dass protektionistische Tendenzen um sich greifen und sowohl kurzfristig die weltwirtschaftliche Aktivität als auch längerfristig die Wachstumsperspektiven im eigenen Land schädigen (Larch und Lechthaler 2011).

All diese Belastungen für die Weltwirtschaft sind in unserer Prognose insoweit berücksichtigt, wie sie bisher erkennbar sind. Es wird angenommen, dass es noch einige Monate dauert, bis sich spürbare Verbesserungen zeigen. Eine Verschärfung der Vertrauenskrise ist nicht unterstellt; in diesem Fall könnte der weltwirt-

schaftliche Abschwung deutlich tiefer ausfallen als von uns erwartet. Eine rasche Lösung der Probleme bildet hingegen ein Aufwärtsrisiko für die Prognose.

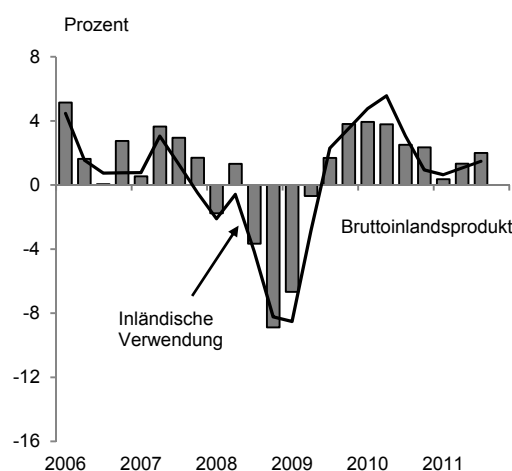
## Erholung in den Vereinigten Staaten bleibt träge

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten hat sich im Verlauf des Jahres etwas beschleunigt. Nachdem zu Jahresbeginn der kräftige Ölpreisanstieg und die wirtschaftlichen Auswirkungen der Naturkatastrophe in Japan die Erholung gebremst hatten, nahm sie mit dem Auslaufen dieser Belastungsfaktoren wieder etwas an Fahrt auf. Im Prognosezeitraum dürfte die Konjunktur in der Grundtendenz aufwärtsgerichtet bleiben, ohne dabei jedoch eine besonders große Dynamik zu entfalten. Somit dürfte die Erholung wie bisher dem typischen Muster früherer Immobilien- und Finanzkrisen folgen und wesentlich schwächer bleiben, als dies nach früheren Rezessionen in den Vereinigten Staaten zu beobachten war.<sup>1</sup>

Das Bruttoinlandsprodukt nahm im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,0 Prozent zu (Abbildung 10). Maßgeblich für die leichte Beschleunigung gegenüber dem Vorquartal war, dass der private Konsum in höherem Tempo ausgeweitet wurde, nicht zuletzt weil sich die Lieferschwierigkeiten bei Kraftfahrzeugen und Kraftfahrzeugeanteilen von japanischen Lieferanten zurückbildeten. Bedenklich stimmt jedoch, dass die verfügbaren Einkommen nahezu stagnierten und die Ausweitung des privaten Konsums durch die Verringerung der Sparquote gespeist wurde. Sie ging auf 3,8 Prozent zurück, dem niedrigsten Wert seit dem Beginn der Rezession am Ende des Jahres 2007. Der sprunghafte Anstieg der Unsicherheit – gemessen anhand der Volatilität an den Finanzmärkten – im Zuge der politischen Auseinandersetzungen über die Anhebung der

Schuldenobergrenze im Juli und August und der Zuspitzung der Schuldenkrise im Euroraum machte sich vor allem bei den Lagerinvestitionen bemerkbar. Die Unternehmen hielten sich anders als in den Vorquartalen mit dem weiteren Aufbau von Lagerbeständen zurück. In der Folge dämpften die Vorratsveränderungen den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um 1,6 Prozentpunkte. Die Investitionen in Ausrüstungen und Software wurden im dritten Quartal durch den Anstieg der Unsicherheit offenbar nicht gedämpft. Sie legten mit knapp 16 Prozent deutlich stärker zu als im Vorquartal.

Abbildung 10:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2006–2011



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

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den vergangenen Monaten stabilisiert. Seit Mitte des Jahres hat die Beschäftigung durchschnittlich um rund 120 000 pro Monat zugenommen, einem Anstieg, der vor der Finanzkrise in etwa ausreichend gewesen wäre, um die Arbeitslosenquote konstant zu halten. Aufgrund der Misere am Arbeitsmarkt suchen viele Arbeitslose allerdings nicht mehr nach einer Beschäftigung und werden damit in der für gewöhnlich betrachteten Abgrenzung der Arbeitslosenquote nicht mehr erfasst, so dass die Partizipations-

<sup>1</sup> Vgl. Jannsen und Scheide (2010).

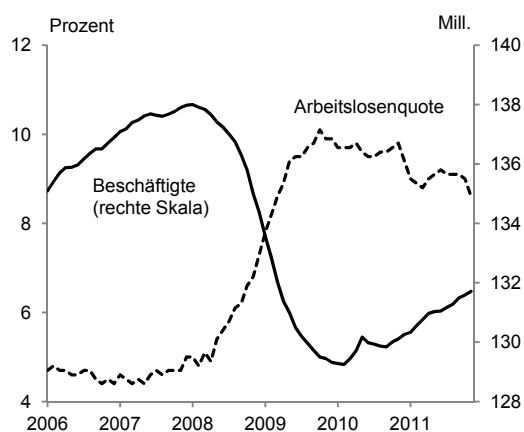
rate im Verlauf der Rezession deutlich zurückgegangen ist. Daher führt ein Anstieg der Beschäftigung in dieser Größenordnung derzeit zu einem leichten Abbau der Arbeitslosenquote.<sup>2</sup> Erneut sehr stark war der Rückgang der Partizipationsrate im November, der zur Hälfte die Abnahme der Arbeitslosenquote um 0,4 Prozentpunkte auf 8,6 Prozent erklärt (Abbildung 11). Zuletzt konzentrierte sich der Beschäftigungsaufbau vor allem auf den Dienstleistungssektor, während die Beschäftigung in anderen Sektoren, die zuvor ebenfalls zum Aufbau beigetragen hatten, in den vergangenen Monaten stagnierte (verarbeitendes Gewerbe) oder sogar zurückging (Bausektor). Besonders schlecht stellt sich die Situation nach wie vor bei den Bundesstaaten und Kommunen dar, die aufgrund massiver Budgetprobleme bis zuletzt kräftig Stellen abgebaut haben. In den vergangenen beiden Jahren gingen hier rund 500.000 Stellen verloren, während im gleichen Zeitraum

insgesamt rund 2,5 Millionen Stellen per saldo geschaffen wurden.<sup>3</sup>

Von der Finanzpolitik gingen im Verlauf des Jahres weder zur Stimulierung der Konjunktur noch zur Konsolidierung des Haushalts zusätzliche Impulse aus. Zwar ist mit der Einigung zur Anhebung der Schuldenobergrenze ein Sparpaket beschlossen worden, und mit dem Scheitern der überparteilichen Kommission zur Verabschiedung konkreter Sparmaßnahmen soll es nun zu automatischen Kürzungen kommen. Allerdings erreichen diese Maßnahmen erst im Jahr 2013 einen nennenswerten Umfang und können von der zukünftigen Regierung zudem umgangen werden. Vor der Präsidentschaftswahl im November 2012 ist lediglich noch mit einer Entscheidung über die Verlängerung der im Januar 2011 eingeführten und auf ein Jahr befristeten Maßnahmen, insbesondere der Reduktion der Sozialversicherungsbeiträge um 2 Prozentpunkte und der Verlängerung des ausgedehnten Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung, zu rechnen. Vor dem Hintergrund der Uneinigkeit der beiden großen Parteien über Haushaltsfragen unterstellen wir für unsere Prognose, dass sie sich entweder nicht auf eine Verlängerung der temporären Maßnahmen verständigen können oder eine Verlängerung durch Einsparungen an anderer Stelle finanziert wird, so dass der Impuls für die Konjunktur vernachlässigbar wäre. Das Volumen der am Ende des Jahres auslaufenden Maßnahmen beträgt rund 200,0 Mrd. Dollar (1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Für das im September abgelaufene Haushaltsjahr 2011 hat sich ein Budgetdefizit in Höhe von 8,7 Prozent ergeben. Im Jahr 2012 wird das Defizit wohl auf 6,4 Prozent zurückgehen. Für das Jahr 2013 rechnen wir mit einem Rückgang des Budgetdefizits auf 4 Prozent, vor allem weil sich die Konjunktur etwas belebt und Teile der temporären Steuersenkungen aus den Jahren 2001 und 2003 nicht verlängert werden dürften.

Die Geldpolitik hat im Verlauf des Jahres ihren expansiven Kurs beibehalten. Dazu kaufte

Abbildung 11:  
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2006–2011



Monatsdaten; saisonbereinigt; abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor, *Employment Situation*.

<sup>2</sup> Zum Rückgang der Partizipationsrate und der Beschäftigungsquote in den Vereinigten Staaten vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2011: 10–11).

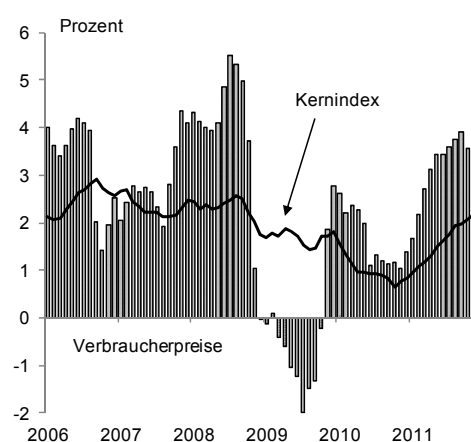
<sup>3</sup> Während der Rezession, die im Jahr 2007 begonnen hatte, gingen insgesamt rund 9 Millionen Stellen verloren.

die Fed mit den frei werdenden Mitteln aus auslaufenden Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren ähnliche Titel wieder auf und hält so ihre monetäre Basis in etwa konstant. Zudem hat sie angekündigt, ihren Leitzins bis mindestens Mitte 2013 nahe null zu belassen, sofern sich die Konjunktur nicht unerwartet günstig entwickelt. Für den Prognosezeitraum rechnen wir nicht damit, dass die Fed zusätzliche Maßnahmen zur quantitativen Lockerung ergreift. Zwar hat sie angekündigt, eine anhaltend schwache Konjunktur vorausgesetzt, weitere Maßnahmen zu ergreifen, allerdings ist unklar, welche Maßnahmen in dem derzeitigen Umfeld eines Entschuldungsprozesses bei den privaten Haushalten und hoher Überkapazitäten an den Immobilienmärkten kurzfristig zur Belebung der Konjunktur beitragen könnten. Hinzu kommt, dass die Arbeitslosenquote jüngst etwas zurückgegangen ist und die Inflationsrate mit rund 3,5 Prozent deutlich über dem von der Fed gewünschten Niveau liegt (Abbildung 12). Zwar ist die hohe Inflationsrate zu einem Gutteil den kräftigen Preissteigerungen bei den Energierohstoffen geschuldet und dürfte sich mit dem Auslaufen dieser Effekte wieder etwas verringern. Sollten sich jedoch die historischen Erfahrungen mit Immobilien- und Finanzkrisen auch für die Vereinigten Staaten als zutreffend erweisen, so dürfte die Produktionslücke derzeit deutlich geringer sein als vielerorts geschätzt. In der Folge würde die Produktionslücke den Preisauftrieb weniger stark dämpfen, so dass die Inflationsrate auf einem Niveau bleiben könnte, dass die Fed als zu hoch erachtet. Sollte gleichzeitig die Arbeitslosigkeit zumindest etwas zurückgehen, würde es der Fed erheblich erschwert, zusätzliche Maßnahmen zur quantitativen Lockerung zu begründen. Davon abgesehen rechnen wir damit, dass die Fed alle nötigen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors ergreifen wird, sollte dieser durch eine Verschärfung der Schuldenkrise im Euroraum erneut in Schräglage geraten sollte.

Im Prognosezeitraum dürften die strukturellen Probleme, wie die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und die Überkapazitäten am Immobilienmarkt, einer kräftigen Erholung in

den Vereinigten Staaten nach wie vor entgegenstehen. Gleichwohl rechnen wir mit einer sukzessiven Verringerung dieser Probleme und mit einer leichten Belebung der Konjunktur. In den Jahren 2012 und 2013 dürfte die Finanzpolitik die Konjunktur jeweils zu Jahresbeginn kurzzeitig bremsen, da temporäre Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur wohl auslaufen werden.

Abbildung 12:  
Verbraucherpreisanstieg in den Vereinigten Staaten 2006–2011



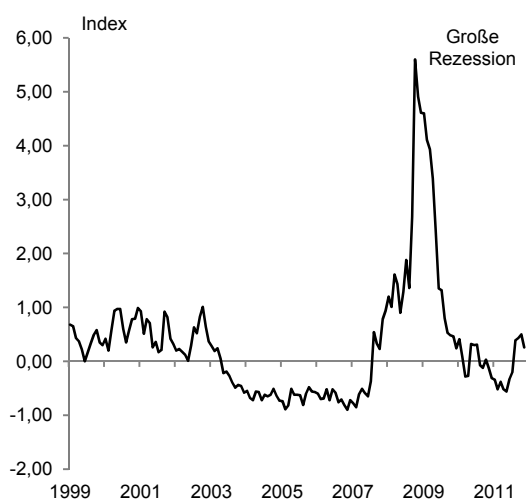
Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor, *Consumer Price Index*.

Die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise im Euroraum dürften insgesamt moderat bleiben. Zwar werden die Ausfuhren in diese Region in den kommenden Monaten wohl spürbar gedämpft werden, jedoch gingen im Jahr 2010 nur rund 14 Prozent der Gesamtausfuhren in diese Region. Hinzu kommt, dass die Ausfuhren mit einem Anteil am Bruttoinlandsprodukt von rund 13 Prozent einen vergleichsweise geringen Einfluss auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten haben. Die Zuspitzung der Staatsschuldenkrise dürfte im Zusammenspiel mit den politischen Auseinandersetzungen über die Anhebung der Schuldenobergrenze zudem dazu beigetragen haben, dass sich die Unsicherheit der privaten Haushalte und der Unternehmen – gemessen anhand der Volatilität an den Finanzmärkten – deutlich erhöht hat und so zu einer gewissen Zurückhaltung bei Investitions-

vorhaben führen.<sup>4</sup> Anders als im Euroraum hat der Stress im Finanzsektor bisher aber offenbar nur leicht zugenommen, so dass die konjunkturellen Auswirkungen auch von dieser Seite her überschaubar bleiben dürften, sofern es nicht zu einer erneuten Zuspitzung der Krise im Euroraum kommt (Abbildung 13).

Abbildung 13:  
Finanzmarktstressindikator Vereinigte Staaten 1999–2011



Monatsdaten.

Quelle: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Im Jahr 2012 dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 1,9 Prozent zulegen, nach 1,7 Prozent im laufenden Jahr (Tabelle 1). Für das Jahr 2013 rechnen wir mit einer Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts von 2,2 Prozent. Die Arbeitslosenquote dürfte im Prognosezeitraum etwas zurückgehen und im Jahr 2013 im Durchschnitt bei 8,3 Prozent liegen, nach 9,0 Prozent im laufenden und 8,6 Prozent im kommenden Jahr. Die Inflationsrate wird sich wohl von 3,2 Prozent im laufenden Jahr auf 2,7 Prozent im kommenden Jahr verlangsamen und im Jahr 2013 nahezu unverändert bleiben.

<sup>4</sup> Zu den Auswirkungen eines Anstiegs der Unsicherheit in den Vereinigten Staaten vgl. Gern et al. (2011: Kasten 3).

Tabelle 1:  
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2010–2013

	2010	2011	2012	2013
Bruttoinlandsprodukt	3,0	1,7	1,9	2,2
Inlandsnachfrage	3,4	1,6	1,7	2,1
Privater Verbrauch	2,0	2,2	1,5	1,8
Staatsnachfrage	0,7	-1,9	-0,7	0,1
Anlageinvestitionen	2,6	6,7	6,6	6,0
Ausrüstungen und Software	14,6	10,3	7,1	6,2
Gewerbliche Bauten	-13,8	4,7	7,1	5,9
Wohnungsbau	-4,3	-1,7	4,1	5,6
Vorratsveränderungen	1,7	-0,3	0,1	0,1
Außenbeitrag	-0,5	0,1	0,2	0,1
Exporte	11,3	6,7	4,8	7,0
Importe	12,5	4,8	3,4	5,4
Verbraucherpreise	1,6	3,2	2,7	2,8
Arbeitslosenquote	9,6	9,0	8,6	8,3
Leistungsbilanzsaldo	-3,2	-3,1	-3,1	-2,9
Budgetsaldo (Bund)	-9,0	-8,7	-6,4	-4,0

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

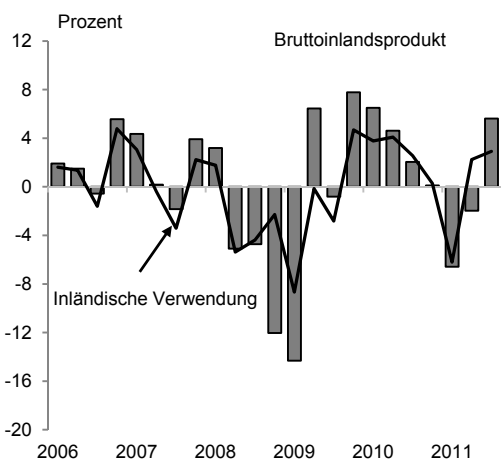
Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; US Department of Labor, *Employment Situation and Consumer Price Index*; US Department of the Treasury, *Monthly Treasury Statement*; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

## Japan: Wieder verhaltener Produktionsanstieg

Die Produktionsentwicklung in Japan wurde im Jahr 2011 durch die Wirkungen des Erdbebens am 11. März und die dadurch ausgelöste Nuklearkatastrophe stark beeinflusst. Dem Einbruch der Produktion im Frühjahr folgte ab Mai eine kräftige Erholung. So legte das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 5,6 Prozent stark zu, nachdem es in den Quartalen zuvor mit Raten in ähnlicher Größenordnung gesunken war (Abbildung 14). Auch am Arbeitsmarkt zeigte sich eine spürbare Belebung. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich deutlich, und die Arbeitslosenquote ging von 4,7 Prozent im ersten Quartal auf 4,1 Prozent im September zurück, einen ähnlichen Wert, wie er Anfang 2008 vor der

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

Abbildung 14:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2006–2011



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

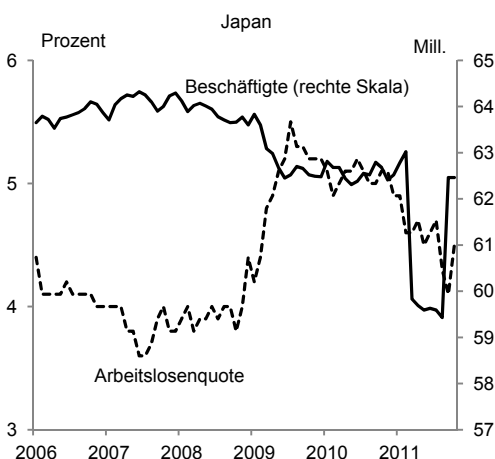
Quelle: Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*.

Großen Rezession verzeichnet wurde (Abbildung 15). Das Tempo der Erholung hat sich im Verlauf zuletzt allerdings wieder deutlich verlangsamt, obwohl das Niveau der Produktion von vor der Katastrophe sowohl in der Industrie als auch gesamtwirtschaftlich noch deutlich unterschritten wurde. Auch haben sich einige Vertrauensindikatoren zuletzt abgeschwächt. Hier kommen vermutlich Sorgen wegen der hohen Bewertung des Yens und der Abschwächung der Weltkonjunktur zum Ausdruck, wodurch die Absatz- und Ertragsaussichten der japanischen Unternehmen gedrückt werden.

Verwendungsseitig wurde der kräftige Produktionsanstieg im dritten Quartal vor allem durch den privaten Konsum getragen, der den im ersten Halbjahr verzeichneten Rückgang wieder wettmachte, sowie die Wohnungsbauinvestitionen, die ausgesprochen stark – mit einer laufenden Jahresrate von 25 Prozent – ausgeweitet wurden. Die Exporte legten ebenfalls kräftig zu und glichen den infolge von Lieferproblemen im zweiten Quartal verzeichneten Einbruch nahezu wieder aus. Sie stiegen deutlich rascher als die Importe, so dass sich der Außenbeitrag spürbar erhöhte. Geringe Impulse gingen demgegenüber von den Unternehmensinvestitionen aus. Die staatlichen Investitionen,

die im Vorquartal erheblich gesteigert worden waren, gingen sogar merklich zurück.

Abbildung 15:  
Arbeitsmarkt in Japan 2006–2011



Monatsdaten; saisonbereinigt.

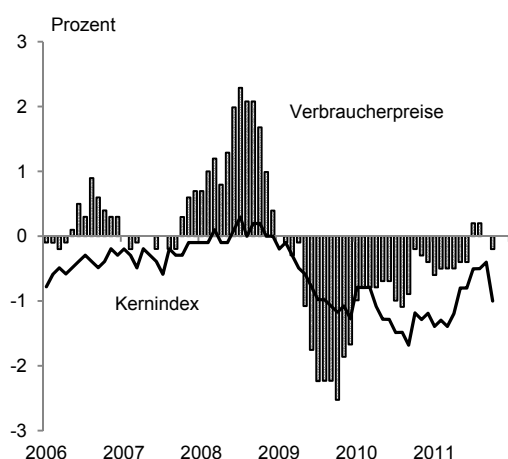
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*.

Die Regierung hat eine Reihe von Programmen aufgelegt, mit denen der Wiederaufbau der durch das Erdbeben und den nachfolgenden Tsunami zerstörten Regionen sowie die Aufräumarbeiten nach dem Atomunfall unterstützt werden soll. Ihr Volumen beläuft sich auf insgesamt 19 Billionen Yen (knapp 4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts), und sie sind auf fünf Jahre ausgelegt. Ein Großteil der Ausgaben soll durch Anleihen finanziert werden, die über einen Zeitraum von voraussichtlich bis zu 25 Jahren durch dafür eigens erhobene Steuern – vor allem Zuschläge auf die Einkommen- und die Körperschaftssteuer – getilgt werden sollen. Es ist zwar geplant, die übrigen Staatsausgaben eng zu begrenzen; gleichwohl wird das Defizit im Staatshaushalt sowohl 2012 als auch 2013 wohl über 9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bleiben. Der Bruttoschuldenstand wird dadurch weiter rasch steigen, und am Ende des Prognosezeitraums voraussichtlich mehr als 230 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung ausmachen.

Die Geldpolitik ist bemüht, die Konjunktur durch eine stärkere quantitative Lockerung anzukurbeln. Die Notenbank, deren Leitzins seit geraumer Zeit nahe null liegt, hat dem Finanz-

sektor zusätzliche Liquidität zum Nullzinssatz zur Verfügung gestellt und ihr Wertpapieraufkaufprogramm im Herbst nochmals aufgestockt, auf nunmehr 20 Billionen Yen (dies ist gemessen am Bruttoinlandsprodukt in etwa ein Viertel mehr als der derzeitige Bestand an Staatsanleihen bei der EZB). Überdies intervenierte sie im Auftrag der Regierung am Devisenmarkt, um den Yen gegenüber dem Dollar zu schwächen. Dennoch ist ein Ende der Deflation nicht abzusehen. Die Verbraucherpreise überstiegen im Verlauf des Jahres ihr Vorjahresniveau nur zeitweise und geringfügig infolge temporärer Faktoren (Verbrauchssteuererhöhungen und Schub bei den Energiepreisen). Die zugrunde liegende Preistendenz ist nach wie vor leicht abwärtsgerichtet (Abbildung 16).

Abbildung 16:  
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2006–2011



Monatsdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Kernindex: ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Statistics Bureau of Japan, *Consumer Price Index*.

Nach der sich abzeichnenden nur noch mäßigen konjunkturellen Expansion im letzten Quartal dieses Jahres dürfte die Produktion in Japan auch im kommenden Jahr zunächst nur schwach ausgeweitet werden. Angesichts der mäßigen Zunahme der Nachfrage im Ausland und der höheren Bewertung des Yen dürften die Exporte langsamer als die Importe zunehmen. Erst im späteren Verlauf des kommenden Jahres und 2013 dürften sie mit anziehender Weltkonjunktur wieder an Fahrt gewinnen. Die Im-

pulse vonseiten der öffentlichen Hand lassen im Verlauf nach, zumal in zunehmendem Umfang Beiträge zur Finanzierung erhoben werden. Schließlich dürfte die Zunahme des privaten Konsums verhalten sein angesichts einer nur noch schwach steigenden Beschäftigung und von Lohnerhöhungen, die infolge der Bemühungen der Unternehmen, die Kosten zu reduzieren, allenfalls gering ausfallen werden. Alles in allem ist für das Jahr 2012 zwar mit einem recht kräftigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2 Prozent zu rechnen (Tabelle 2). Dieser ist allerdings zu erheblichen Teilen darauf zurückzuführen, dass die Produktion im zweiten Halbjahr 2011 kräftig zugelegt hat, während sie im Verlauf des kommenden Jahres nur wenig Dynamik entfaltet. Im Jahr 2013 dürfte der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts trotz einer Belebung im Verlauf, die vor allem von der wieder anziehenden Auslandnachfrage getragen wird, mit 1,4 niedriger sein. Die Deflationstendenzen dürften sich im kommenden

Tabelle 2:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2010–2013

	2010	2011	2012	2013
Bruttoinlandsprodukt	4,4	-0,7	1,8	1,4
Inlandsnachfrage	2,5	-0,1	1,8	1,3
Privater Verbrauch	4,4	-41,4	1,3	1,5
Staatskonsum	2,1	2,0	1,5	1,1
Anlageinvestitionen	-0,2	0,0	2,6	0,9
Unternehmensinvestitionen	0,5	-0,5	0,4	3,0
Wohnungsbau	-4,3	6,2	5,6	-0,5
Öffentliche Investitionen	0,4	-2,0	7,6	-4,5
Lagerinvestitionen	0,6	-0,4	0,1	0,0
Außenbeitrag	2,3	-0,9	0,0	0,0
Exporte	24,2	1,0	3,4	3,8
Importe	11,1	6,0	3,4	3,7
Verbraucherpreise	-0,7	-0,3	-0,5	-0,3
Arbeitslosenquote	5,1	4,5	3,9	3,7
Leistungsbilanzsaldo	3,6	2,1	2,3	2,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-7,8	-9,0	-9,2	-9,0

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

Quelle: Cabinet Office, *National Accounts*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

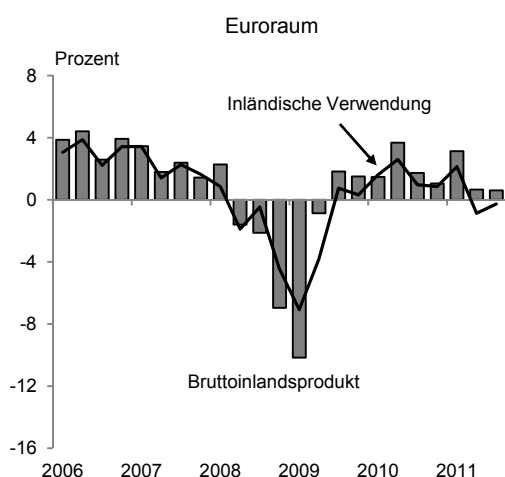
Jahr wieder etwas verstärken; ein Ende der Phase sinkender Verbraucherpreise ist angesichts der verhaltenen Konjunktorentwicklung nicht in Sicht.

## Euroraum: Die Rezession vor Augen

Die Konjunktur im Euroraum wurde im Jahr 2011 durch die sich verschärfende Staatsschuldenkrise stark beeinflusst; nach einem kräftigen Start in das Jahr 2011 kühlte sie sich deutlich ab. Die zunehmend restriktiv ausgerichtete Finanzpolitik sowie die hohe Unsicherheit über den Fortgang der europäischen Schuldenkrise lähmte die Binnenkonjunktur.

Im dritten Quartal legte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Vergleich zum Vorquartal nur noch geringfügig, mit einer laufenden Jahresrate von 0,6 Prozent, zu (Abbildung 17). In Deutschland und Frankreich stieg das Bruttoinlandsprodukt stärker, während es in Spanien stagnierte. Die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise

Abbildung 17: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2006–2011

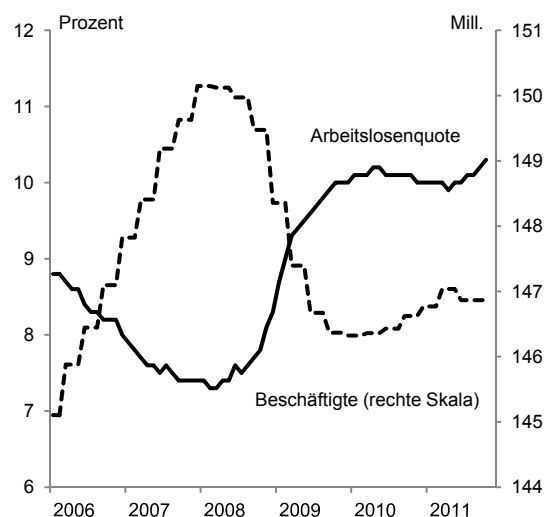


Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, VGR.

dämpfte im abgelaufenen Quartal erstmals spürbar auch die konjunkturelle Entwicklung einiger Kernländer. In den Niederlanden und Belgien sank die Produktion im dritten Quartal um 1,1 bzw. 0,5 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland ist die wirtschaftliche Expansion insgesamt zum Stillstand gekommen. Gedämpft wurde die Konjunktur vom staatlichen Konsum und einer nachlassenden Investitionsdynamik. Die Lage am Arbeitsmarkt verschärfte sich zusehends. Nachdem die Arbeitslosenquote im ersten Halbjahr nahezu konstant bei 10 Prozent gelegen hatte, stieg die Quote im Oktober auf 10,3 Prozent (Abbildung 18); besonders stark

Abbildung 18: Arbeitsmarkt im Euroraum 2006–2011



Saisonbereinigt. Monatsdaten.

Quelle: Eurostat, VGR.

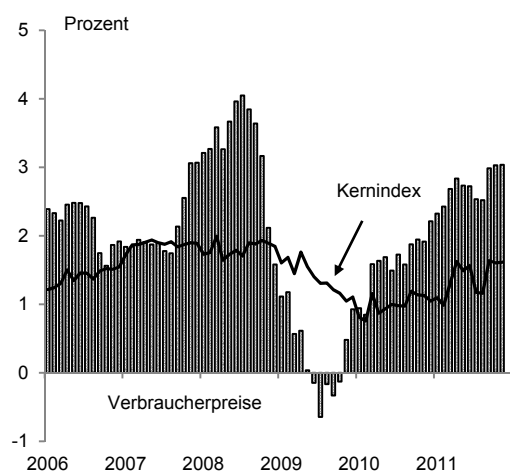
erhöhte sich die Arbeitslosigkeit erneut in Spanien und in Griechenland. Der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich im Verlauf des dritten Quartals (Abbildung 19). Dabei blieb der Inflationsdruck seitens der Energiepreise hoch, während sich die Kernrate vor allem wegen eines sprunghaften Anstiegs der Preise für Bekleidung und Schuhe merklich erhöhte.

Vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise im Euroraum hat sich die Lage an den Finanzmärkten weiter zugespitzt. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator hat in den



## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

Abbildung 19:  
Verbraucherpreisanstieg im Euroraum 2006–2011

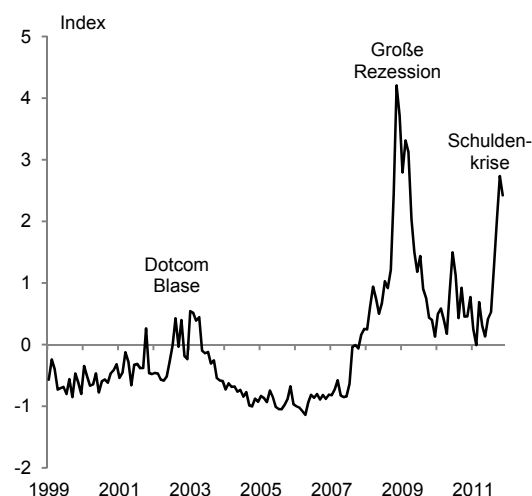


Monatsdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Kernindex: ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Eurostat, VGR.

vergangenen Monaten weiter angezogen (Abbildung 20). Insbesondere die Finanzierungskosten für Staaten sind spürbar gestiegen. Die Risikoprämien für Staatsanleihen einzelner Peripherieländer haben vorübergehend Höchststände erreicht (Abbildung 21). So stiegen die Zinsen für spanische und italienische Anleihen 10-jähriger Laufzeit zwischenzeitlich auf mehr als 7 Prozent. Auch die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich merklich verschlechtert. Die jüngsten Umfrageergebnisse des von der EZB erhobenen *Bank Lending Survey* der Banken signalisiert, dass sich die Kreditvergabestandards in vergangenen dritten Quartal 2011 spürbar verschärft haben; für das vierte Quartal gehen die Banken davon aus, dass die Vergabestandards weiter anziehen (Abbildung 22). Die EZB hat die Leitzinsen in zwei Schritten um jeweils 25 Basispunkte auf 1 Prozent gesenkt. Zudem hat sie eine Reihe von zusätzlichen unkonventionellen Maßnahmen beschlossen. Neben dem im Oktober angebotenen Refinanzierungsgeschäft mit unbegrenzter Zuteilung und mit 13-monatiger Laufzeit wird sie den Banken im Dezember 2011 und März 2012 zwei Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu 3 Jahren anbieten. Des Weiteren kaufte die EZB im Rahmen des „Programms für die Wertpapiermärkte“ weiterhin

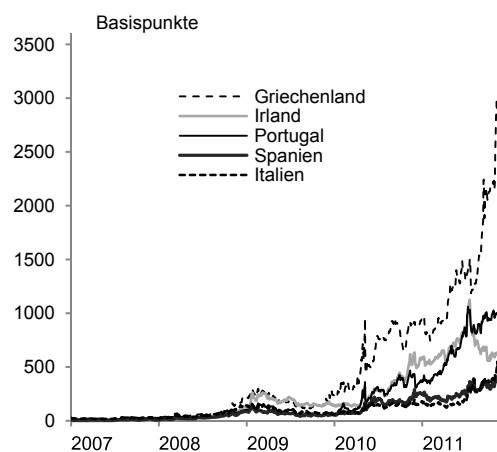
Abbildung 20:  
Finanzmarktstressindikator Euroraum 1999–2011



Monatsdaten.

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

Abbildung 21:  
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2011



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

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Staatsanleihen der peripheren Länder, dessen Volumen sich bis Mitte Dezember auf 208 Milliarden Euro belief. Anhand von einwöchigen Termingeschäften in entsprechender Höhe, versucht die EZB diese Ankäufe in vollem Umfang zu sterilisieren (Kasten 1). Ferner hat die EZB

### Kasten 1:

#### Zur Sterilisierung der Ankäufe von Staatsanleihen der EZB

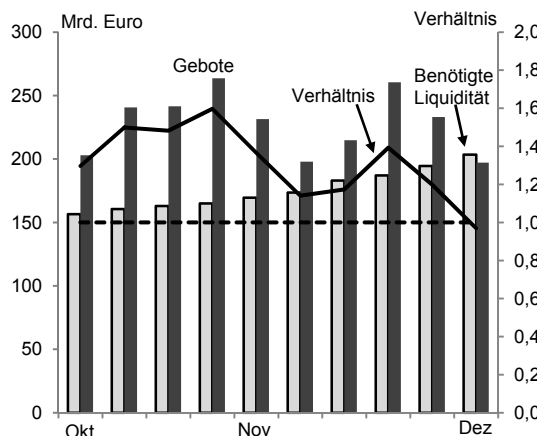
Seit Mai 2010 erwirbt die EZB im Rahmen des „Programms für die Wertpapiermärkte“ Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-raums. Sie kommuniziert das Programm offiziell als eine Maßnahme die „Tiefe und Liquidität gestörter Segmente der Wertpapiermärkte zu gewährleisten und ein angemessenes Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen“ (EZB 2010: Kasten 1). Gleichzeitig betonte sie, dass die Anleihekäufe in gleichem Ausmaß durch die Hereinnahme von Termingeschäften sterilisiert werden. Ferner schließt sie eine Erhöhung der breiter gefassten Geldmenge M3 aus, die sie als einen der Haupttreiber einer möglichen inflationären Entwicklung sieht.

Die Staatsanleihen werden am Sekundärmarkt von den Geschäftspartnern des Eurosystems (Banken) erworben, welchen ein Guthaben auf den Girokonten der nationalen Zentralbanken gutgeschrieben wird. Anhand einer wöchentlichen Operation in Form einer Termineinlage, die derzeit mit 0,5 Prozent verzinst wird, entzieht die EZB dem Bankensystem die durch den Ankauf von Anleihen entstandene Liquidität wieder. Um die Ankäufe vollständig zu sterilisieren, müssen die Banken ihre Liquidität in der Termineinlage der EZB hinterlegen. Seit die EZB mit dem Ankauf italienischer und spanischer Anleihen begann, war die Nachfrage nach der Termineinlage stets höher als der Betrag der erworbenen Wertpapiere (Abbildung K1-1).

In der ersten Dezemberwoche 2011 war die EZB jedoch erstmals nicht mehr in der Lage die entstandene Liquidität zu sterilisieren. So belief sich das Volumen erworbener Staatsanleihen auf 203,5 Milliarden Euro. Dem standen lediglich 194,2 Milliarden Euro gegenüber, die insgesamt nur 85 Banken den Banken für Termineinlagen zur Verfügung gestellt hatten. Hinzu kommt, dass die Nachfrage nach Zentralbankliquidität in der ersten Dezemberwoche außerordentlich hoch war. Die Banken scheinen derzeit Liquidität zu horten. Zudem dürften sie kurzfristige Instrumente, die sie als Sicherheit bei der EZB hinterlegen können, der Termineinlage vorziehen. Werden die Ankäufe von Staatsanleihen nicht mehr in voller Höhe sterilisiert, steigt in der Folge auch die Zentralbankgeldmenge und die EZB begibt sich auf das Gebiet des „Quantitative Easing“. <sup>a</sup> Sollte sie weiterhin Anleihen der Peripherieländer erwerben, die sie nicht mehr vollständig sterilisieren kann, drängt sich die Frage auf, wie sie das „Quantitative Easing“ rechtfertigen und kommunizieren kann, und inwieweit sie ihren geldpolitischen Prinzipien treu bleibt. Zudem ist es grundsätzlich fraglich, inwieweit es sich bei Verwendung der Termineinlage tatsächlich um eine Sterilisierung handelt, da den Geschäftsbanken in den Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften ja ohnehin unbegrenzt Liquidität zur Verfügung gestellt wird. Ferner tauscht die EZB durch den definitiven Ankauf von Staatsanleihen Wertpapiere höherer Bonität gegen Wertpapiere geringerer Bonität und erhöht somit ihr Bilanzrisiko. Die EZB sollte vor diesem Hintergrund klar kommunizieren, inwiefern sie den Ankauf von Staatsanleihen fortführen möchte und inwieweit dies eine Änderung ihrer geldpolitischen Strategie bedeutet.

<sup>a</sup>Bislang hatte die EZB immer von einem „Credit Easing“ gesprochen und den Begriff „Quantitative Easing“ mit dem Verweis auf die Sterilisierung der Anleihekäufe zurückgewiesen (vgl. Trichet 2009).

Abbildung K1-1:  
Sterilisierungsvolumen der Anleihekäufe der EZB  
Oktober bis Dezember 2011



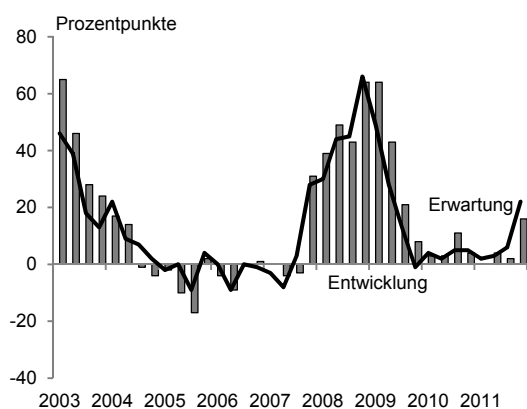
Wochendaten; Gebote: Gebotener Betrag der Monetären Finanzinstitute auf die Termineinlage der EZB; Benötigte Liquidität: Zur Sterilisierung der Anleihekäufe des Securities Market Program benötigter Betrag; Verhältnis: Quotient aus Gebot und benötigter Liquidität. Ein Wert unter 1 weist eine verfehlte Sterilisierung aus.

Quelle: EZB, Monatsbericht, eigene Berechnungen.

damit begonnen, im Rahmen eines neuen Programms Pfandbriefe zu erwerben. Schließlich

koordiniert sie ab Dezember 2011 mit anderen großen Notenbanken Refinanzierungsgeschäfte

Abbildung 22:  
Vergabestandards für Unternehmenskredite 2003–2011



Quartalsdaten; Saldo des Anteils der Banken, welche eine Anhebung der Standards angeben, und Banken, die über eine Lockerung berichten; Entwicklung: in den vergangenen drei Monaten; Erwartung: für die kommenden drei Monate.

Quelle: EZB, *Bank Lending Survey*.

in Fremdwährung, um die Liquiditätsversorgung einiger Geschäftsbanken in Fremdwährung zu gewährleisten. Die EZB dürfte den Leitzins vor dem Hintergrund der gesunkenen Inflationserwartungen und der schwach ausgelasteten Produktionskapazitäten im gesamten Prognosezeitraum bei einem 1 Prozent belassen.

Eine Reihe von Staaten im Euroraum hat im Jahr 2011 einen Konsolidierungskurs eingeschlagen oder ihren Konsolidierungskurs verschärft. Insbesondere Italien hat in drei Gesetzespaketen ein sehr ambitioniertes Programm auf den Weg gebracht. Im Jahr 2012 soll die Neuverschuldung um über 30 Mrd. Euro (2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) reduziert werden, und im folgenden Jahr stehen zusätzliche Maßnahmen in ähnlicher Größenordnung an. Konsolidierungsmaßnahmen wurden auch in anderen größeren Ländern des Euroraums, wie Spanien (zusätzliches Sparpaket vom August 2011) und Frankreich (Sparpaket vom November 2011), ergriffen. In Belgien hat die neu gebildete Regierung als eine ihrer ersten Amtshandlungen ein Konsolidierungspaket bekannt gegeben, durch das 11 Mrd. Euro (3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) bis zum Jahr 2014 eingespart werden sollen. Die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt wird in den Jahren 2012 und 2013 sehr restriktiv sein und die Konjunktur deutlich dämpfen. Das

Budgetdefizit dürfte nach 4,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im ablaufenden Jahr trotz rezessiver Tendenzen auf 3,6 Prozent im Jahr 2012 sinken und im Jahr 2013 unter die 3-Prozent Marke rutschen. Italien dürfte dabei den größten Konsolidierungsbeitrag liefern, wobei wir angesichts der sehr schwachen konjunkturellen Entwicklung allerdings nicht damit rechnen, dass der Haushalt wie geplant bereits im Jahr 2013 ausgeglichen sein wird.

Für das Winterhalbjahr erwarten wir einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Euroraum. Darauf deuten die Stimmungskennzeichen hin; so sanken der *Economic Sentiment Indikator* der Europäischen Kommission und der von uns berechnete Indikator für das Unternehmensvertrauen im dritten Quartal erneut, wenngleich sich die Abwärtsdynamik etwas abflachte. Der Frühindikator der OECD ist im September im neunten Monat in Folge gefallen, und der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator befindet sich auf einem sehr hohen Niveau. Die erheblichen Konsolidierungsanstrengungen der Finanzpolitik werden die Konjunktur im nächsten Jahr deutlich bremsen. Neben ungünstigen Finanzierungsbedingungen, lassen die schlechten Absatzperspektiven innerhalb des Euroraums sowie die verhaltene konjunkturelle Dynamik weltweit einen Rückgang der Unternehmensinvestitionen erwarten. Angesichts der hohen Unsicherheit und wegen zurückgehender Realeinkommen dürfte der Konsum bestenfalls stagnieren. Für die zweite Jahreshälfte 2012 rechnen wir mit einer langsamen Belebung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Dieser Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass sich die Staatsschuldenkrise nicht weiter zuspitzt und sich die Unsicherheit auf den Finanzmärkten allmählich abschwächt.

Für den Durchschnitt des Jahres 2012 erwarten wir einen leichten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion, und für das Jahr 2013 einen moderaten Anstieg um 1,2 Prozent (Tabelle 3). Die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen werden angesichts der schwachen Nachfrage begrenzt sein und Lohnsteigerungen werden gering sein. Unter der Annahme eines konstanten Ölpreises dürfte die

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

**Tabelle 3:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2010–2013

	2010	2011	2012	2013
Bruttoinlandsprodukt	1,8	1,5	-0,1	1,2
Inlandsnachfrage	1,0	0,7	-0,6	0,5
Privater Verbrauch	0,8	0,3	0,0	0,6
Staatsverbrauch	0,5	0,0	-1,1	0,2
Anlageinvestitionen	-1,0	2,1	-1,3	1,0
Vorratsveränderungen	0,6	0,1	-0,1	-0,1
Außenbeitrag	0,8	0,9	0,5	0,7
Exporte	10,6	6,7	3,9	5,0
Importe	8,9	4,9	3,0	3,7
Verbraucherpreise	1,6	2,6	1,6	1,5
Arbeitslosenquote	10,1	10,1	10,8	11,0
Leistungsbilanzsaldo	-0,4	-0,6	-0,3	0,1
Budgetsaldo	-6,0	-4,0	-3,6	-2,9

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

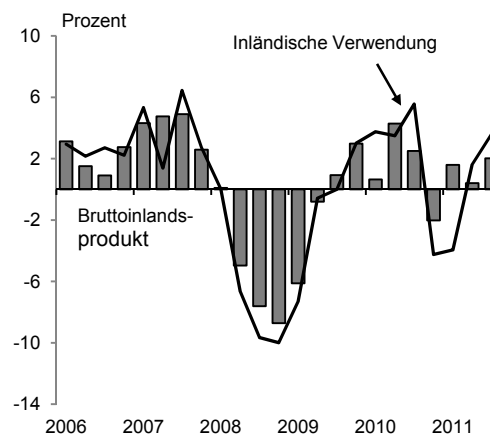
Quelle: Eurostat, VGR; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

Inflationsrate im Verlauf der ersten Jahreshälfte zügig unter die 2-Prozent-Marke sinken; im Jahresdurchschnitt wird sie 1,6 Prozent betragen. Die Arbeitslosenquote wird im Prognosezeitraum weiter zunehmen. Im Jahr 2012 dürfte sie im Durchschnitt bei 10,8 Prozent liegen und im darauf folgenden Jahr nochmals leicht auf 11 Prozent steigen. Unter den großen Volkswirtschaften des Euroraums dürfte die Rezession in Italien und Spanien am stärksten ausgeprägt sein (Tabelle 4). In Portugal und Griechenland wird die Produktion erneut kräftig sinken.

### Vereinigtes Königreich am Rande der Stagnation

Das konjunkturelle Fahrttempo im Vereinigten Königreich blieb im Jahr 2011 gering. Im dritten Quartal stieg das Bruttoinlandsprodukt zwar mit einer laufenden Jahresrate von 2 Prozent recht kräftig (Abbildung 23). Dies war je-

**Abbildung 23:**  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2006–2011



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

Quelle: Office for National Statistics, *Economy*.

doch zum Teil auf Sonderfaktoren zurückzuführen, die das Niveau der Produktion im Vorquartal gedrückt hatten, wie die Einschränkungen der Produktion infolge von Problemen japanischer Zulieferer nach dem Erdbeben und ein zusätzlicher Feiertag anlässlich der Hochzeit im königlichen Hause. In der Grundtendenz war die Konjunktur eher abwärtsgerichtet. Darauf deutet auch der Rückgang der Einkaufsmanagerindizes hin. Bedenklich ist, dass sich insbesondere die Stimmung bei den Unternehmen im Dienstleistungssektor, die die wirtschaftliche Expansion seit Durchschreiten der Talsohle wesentlich getragen haben, in den letzten Monaten weiter eingetrübt hat. Auch war die Zahl der Beschäftigten im dritten Quartal rückläufig (Abbildung 24), und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 8,3 Prozent (August). Vor diesem Hintergrund schwächte sich die private inländische Endnachfrage im Sommer ab; der private Konsum stagnierte, während die Bruttoanlageinvestitionen leicht zurückgingen.

Die schwächer als im Haushaltsplan der Regierung unterstellt verlaufende Konjunktur hat eine Revision der Finanzplanung erforderlich gemacht. Der Schatzkanzler hat seine Annahme

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

*Tabelle 4:*

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2011–2013

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Deutschland	20,4	2,9	0,5	1,7	2,3	1,8	2,0	5,9	5,6	5,2
Frankreich	15,8	1,6	0,0	1,1	2,2	1,3	1,2	9,8	10,6	10,9
Italien	12,7	0,5	-1,1	0,4	2,8	1,8	1,7	8,3	8,6	8,9
Spanien	8,7	0,7	-0,4	0,9	3,1	1,1	1,0	21,6	23,6	24,1
Niederlande	4,8	1,5	0,4	1,4	2,5	1,4	1,1	4,5	5,0	5,1
Belgien	2,9	2,1	0,3	1,3	3,4	0,9	1,5	6,9	7,0	7,3
Österreich	2,3	3,2	0,6	1,5	3,5	2,3	1,9	4,1	4,3	4,2
Griechenland	1,9	-6,2	-3,1	0,4	3,1	1,8	1,3	17,4	20,9	24,1
Finnland	1,5	2,7	1,0	1,6	3,3	1,9	1,7	7,9	7,7	7,7
Portugal	1,4	-1,5	-2,9	0,8	3,5	2,5	1,8	12,7	14,5	15,2
Irland	1,3	1,4	0,9	2,3	1,0	0,6	1,1	14,3	14,8	14,7
Slowakei	0,5	3,1	1,6	2,5	3,9	1,2	1,9	13,5	13,8	13,8
Luxemburg	0,3	1,6	0,5	1,8	3,8	1,9	2,0	4,6	4,9	4,8
Slowenien	0,1	0,5	0,1	1,1	2,2	1,1	1,3	8,0	8,3	8,6
Estland	0,1	8,0	2,5	3,8	5,0	3,8	2,3	12,1	10,5	10,3
Zypern	0,1	0,2	-0,8	1,7	3,3	1,4	1,5	7,5	9,0	9,2
Malta	0,0	1,6	1,0	1,8	2,6	1,5	1,7	6,7	6,5	6,5
Vereinigtes Königreich	13,9	0,8	0,4	1,3	4,6	2,8	1,6	8,1	8,7	8,6
Polen	2,9	4,0	2,9	3,4	4,0	2,7	2,5	9,7	9,8	8,7
Schweden	2,8	4,2	1,5	2,5	2,9	1,5	1,6	7,5	7,3	7,2
Dänemark	1,9	1,0	0,3	1,1	2,7	1,9	1,5	7,6	7,6	7,4
Tschechien	1,2	1,8	0,8	2,0	1,8	2,8	2,0	6,8	6,8	6,5
Rumänien	1,0	2,0	1,3	3,5	7,2	5,0	4,5	7,3	7,5	7,2
Ungarn	0,8	1,8	-0,3	0,5	4,0	5,0	2,7	10,5	10,3	10,4
Bulgarien	0,3	1,9	1,0	2,8	3,5	3,0	3,0	11,6	12,6	12,0
Litauen	0,2	6,0	3,8	3,5	4,3	2,8	3,5	15,4	13,7	12,7
Lettland	0,1	6,4	4,1	3,9	4,1	2,4	3,0	16,2	14,8	13,3
Europäische Union	100,0	1,6	0,1	1,3	3,0	1,9	1,6	9,7	10,2	10,2
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	92,6	1,5	0,0	1,2	2,9	1,8	1,5	9,6	10,3	10,4
Beitrittsländer	7,4	3,1	1,8	2,8	4,0	3,2	2,7	10,1	10,0	9,5
Euroraum	74,8	1,5	-0,1	1,2	2,6	1,6	1,5	10,1	10,8	11,0
Euroraum ohne Deutschland	54,4	1,0	-0,4	1,0	2,7	1,5	1,4	11,6	12,6	13,1

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2010. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2010. — Beitrittsländer seit 2004.

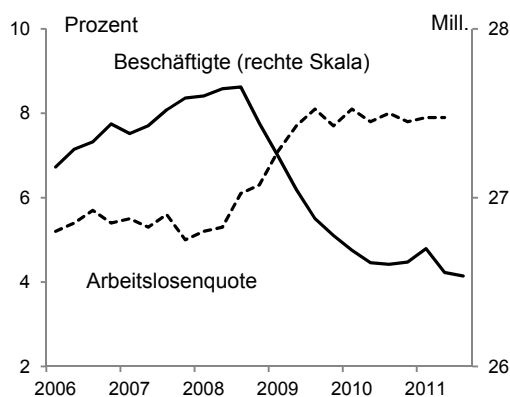
*Quelle:* Eurostat, VGR; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr um 0,8 Prozentpunkte auf nunmehr 0,9 Prozent reduziert, die Prognose für das kommende Jahr sogar um 1,8 Prozentpunkte auf 0,7 Prozent. Auch für 2013 ist die Regierung nun weniger optimistisch (minus 0,6 Prozentpunkte auf 2,1 Prozent), während für die folgenden drei Jahre weitgehend unverändert mit einem Zuwachs von durchschnittlich knapp 3 Prozent gerechnet wird. Als Folge der ungünstigeren realwirtschaftlichen Entwicklung

dürfte das bei Antritt der Regierung im Juni 2010 formulierte Ziel eines strukturell ausgeglichenen Haushalts im Haushaltsjahr 2014/15 verfehlt werden. Um das Ziel wenigstens im dann folgenden Jahr zu erreichen, beschloss die Regierung zusätzliche Sparmaßnahmen in Höhe von 8,3 Mrd. Pfund (entsprechend 0,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) für die Jahre 2014/15 und 2015/16, die durch Ausgabenkürzungen erreicht werden sollen. Im Jahr 2011 wurden zur Haushaltskonsolidierung be-

trächtliche Steuererhöhungen und erhebliche Kürzungen vor allem bei den Investitionsausgaben umgesetzt; gleichwohl betrug das Budgetdefizit immer noch mehr als 9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Für den Prognosezeitraum sind nun vor allem weitere Einschnitte bei den Ausgaben vorgesehen, die nun vermehrt auch den staatlichen Konsum betreffen sollen. Die Finanzpolitik wirkt auch in den kommenden beiden Jahren deutlich dämpfend.

Abbildung 24:  
Arbeitsmarkt im Vereinigten Königreich 2006–2011



Quartalsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Office of National Statistics, *Economy*.

Die Geldpolitik versucht hingegen alles, um die Konjunktur anzuregen. Der Leitzins liegt bei 0,5 Prozent, und das Programm zum Ankauf von Staatsanleihen im Zuge der Politik der quantitativen Lockerung wurde im Herbst nochmals ausgeweitet. Wir erwarten, dass die Bank von England im Verlauf des kommenden Jahres das Volumen der Käufe ein weiteres Mal erhöht. Zusätzliche Schritte der monetären Lockerung dürften der Bank von England umso leichter fallen, als in den kommenden Monaten der Preissprung durch die Mehrwertsteuererhöhungen in den vergangenen Jahren die Inflationsrate nicht mehr beeinflusst und sie deshalb deutlich zurück gehen dürfte. Zuletzt lag der Verbraucherpreisanstieg bei knapp 5 Prozent und damit in hohem Maße über dem Ziel der Notenbank (2 Prozent).

Angesichts der starken fiskalischen Dämpfung, konjunkturbedingt nachgebender Unternehmensgewinne, zunehmender Unsicherheit infolge der europäischen Staatsschuldenkrise und im Zusammenhang damit zunehmender Anzeichen für eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen ist für das Vereinigte Königreich im Jahr 2012 nur mit einer Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 0,5 Prozent zu rechnen (Tabelle 5). Die Inlandsnachfrage dürfte dabei kaum mehr als stagnieren. Im Jahr 2013 wird sich die britische Wirtschaft angesichts eines verbesserten weltwirtschaftlichen Umfeldes und wieder leicht zunehmender Realeinkommen mit einer Rate von 1,5 Prozent spürbar beleben.

Tabelle 5:  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2010–2013

	2010	2011	2012	2013
Bruttoinlandsprodukt	1,8	0,8	0,4	1,3
Inlandsnachfrage	2,7	-0,6	-0,1	1,2
Privater Verbrauch	1,1	-0,8	0,3	1,4
Staatsverbrauch	1,0	1,5	-1,0	-1,2
Anlageinvestitionen	2,6	-1,0	-1,2	3,0
Vorratsveränderungen	1,3	-0,3	0,1	0,0
Außenbeitrag	-0,8	1,5	0,4	0,1
Exporte	5,2	5,0	3,0	5,5
Importe	8,8	0,4	1,3	5,0
Verbraucherpreise	3,3	4,6	2,8	1,6
Arbeitslosenquote	7,8	8,1	8,7	8,6
Leistungsbilanzsaldo	-2,5	-0,6	-0,1	0,1
Budgetsaldo	-10,4	-9,2	-8,8	-7,5

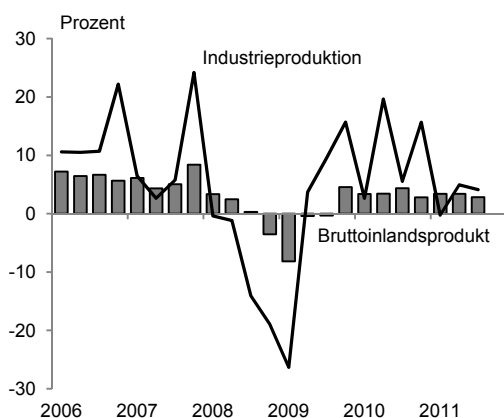
Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Vorratsveränderungen, Außenbeitrag: Lundberg-Komponente. — Verbraucherpreise: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Arbeitslosenquote: in Relation zu den Erwerbspersonen. —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

Quelle: Office for National Statistics, *Economy*, 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

## Robuste Konjunktur in den Beitrittsländern zur EU mit Risiken

In den Beitrittsländern der Europäischen Union blieb die Produktion insgesamt im Verlauf des Jahres 2011 trotz der zunehmenden Probleme im Euroraum deutlich aufwärtsgerichtet (Abbildung 25). Allerdings war das Bild sehr differenziert. Während sich die Expansion in Polen, der Slowakei, den baltischen Staaten, Rumänien und mit Abstrichen auch in Ungarn robust zeigte, das Bruttoinlandsprodukt zum Teil sogar weiter mit sehr hohen Raten zunahm, waren in anderen Ländern Zeichen der Schwäche nicht zu übersehen, etwa in Bulgarien, vor allem aber in Tschechien und Slowenien, wo das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal sank.

Abbildung 25:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2006–2011



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

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

Für den Prognosezeitraum sind die Risiken für die Konjunktur als Folge der Staatsschuldenkrise im Euroraum erheblich. Negative Wirkungen gehen zum einen über den Handelskanal; die inzwischen sehr ausgeprägte Einbindung der Beitrittsländer in die Produktionsketten der europäischen Industrie macht vor allem die Länder Mitteleuropas (insbesondere Tschechien, die Slowakei und Ungarn) anfällig.

Ansteckung kann aber auch über finanzielle Transmissionskanäle erfolgen. So sind die staatlichen Budgetdefizite in den meisten mittel- und osteuropäischen Ländern beträchtlich (Ausnahmen sind insbesondere Estland und Bulgarien), auch wenn das Niveau der Staatsverschuldung gemessen am Bruttoinlandsprodukt in der Regel deutlich niedriger ist als im Euroraum (Ausnahme: Ungarn). Problematisch ist auch, dass der Bankensektor weitgehend von ausländischen Banken dominiert wird, deren Kreditvergabebereitschaft im Zusammenhang mit der derzeitigen Knappheit an Eigenkapital stark nachlassen könnte. Für die Prognose unterstellen wir allerdings, dass es ähnlich wie in der Finanzkrise 2008 nicht zu einem abrupten Entzug von Kredit kommt. Auch hat der Internationale Währungsfonds mit mehreren Ländern bereits Stützungsprogramme für den Fall von Liquiditätsproblemen ausgehandelt.

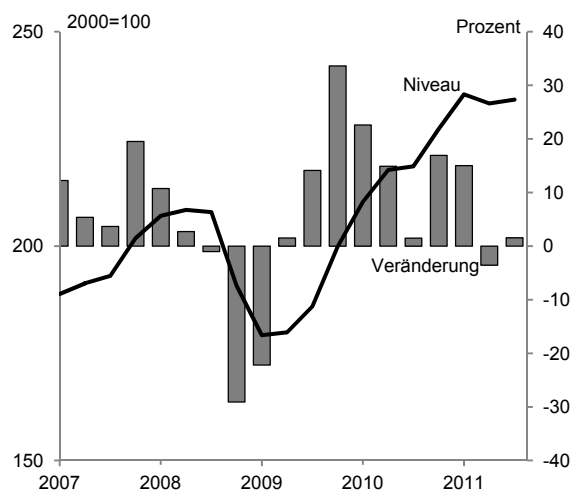
Alles in allem rechnen wir damit, dass es im kommenden Jahr zu einer spürbaren Abschwächung der Konjunktur in den Beitrittsländern kommt, die Produktion insgesamt aber weiter deutlich rascher zunimmt als in der übrigen EU. Wir erwarten für das Bruttoinlandsprodukt der Ländergruppe im kommenden Jahr einen Anstieg von 1,8 Prozent, nach 3,1 Prozent im laufenden Jahr. In einzelnen Ländern, etwa in Ungarn oder in Slowenien, ist allerdings der Druck seitens der Finanzmärkte, die Staatshaushalte entschlossen zu konsolidieren, bereits sehr hoch, so dass dort die restriktiven Wirkungen der Finanzpolitik zu einer Rezession führen dürften. Im Jahr 2013 dürfte sich der Produktionsanstieg im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung in Westeuropa wieder beschleunigen.

## Merklich abgeschwächte Konjunktur in den Schwellenländern

In den Schwellenländern hat sich die Konjunktur im Verlauf des Jahres 2011 – nach einer äußerst kräftigen Expansion der gesamtwirt-

schaftlichen Produktion im Jahr 2010 – merklich abgekühlt. Die Auswirkungen der Schuldenkrise im Euroraum sowie die konjunkturelle Unsicherheit in den Vereinigten Staaten und in Japan schlagen sich vermehrt auf die Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften nieder. So hat vor allem die Exportdynamik spürbar an Fahrt verloren (Abbildung 26). Die Ausfuhren der Schwellenländer nahmen im Jahr 2011 insbesondere in die Industrieländer deutlich weniger stark zu als im Jahr 2010. Zudem war die Wirtschaftspolitik bis zur Mitte des Jahres bemüht, dem kräftigen Preisauftrieb entgegen zu steuern; die Zentralbanken hatten vielerorts die Zinsen und die Mindestreservesätze erhöht sowie unkonventionelle Maßnahmen eingesetzt, um den starken Zufluss von Kapital zu bremsen (Gern et al. 2011: Kasten 2), und die Finanzpolitik war deutlich weniger expansiv ausgerichtet als im Jahr 2010, als die Regierungen die Konjunktur mit großen Ausgabenprogrammen stützten.

Abbildung 26:  
Ausfuhren der Schwellenländer 2007–2011



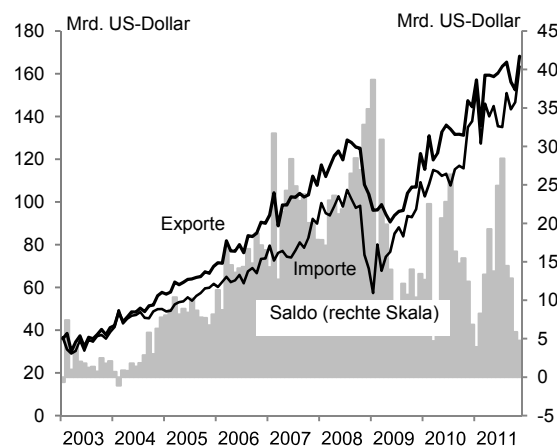
Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

In *China* hat sich die konjunkturelle Dynamik im Verlauf des Jahres 2011 leicht abgeschwächt. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 9,5 Prozent, nachdem es im zweiten Quartal noch um 10,0 Prozent zugenommen

hatte. Dabei trübte sich insbesondere der Außenhandel ein. Die Ausfuhren reduzierten sich sowohl im zweiten als auch im dritten Quartal 2011, wohingegen die Importe weiter leicht expandierten (Abbildung 27). Die Inlandsnachfrage blieb nach wie vor robust; die Investitionen expandierten weiterhin dynamisch und die Zunahme des privaten Konsums schwächte sich lediglich leicht ab. Die Inflationsrate reduzierte sich in den vergangenen Monaten wieder etwas und lag im November bei 4,2 Prozent. Der Großteil des Preisanstiegs ist nach wie vor auf Erhöhungen von Nahrungsmittelpreisen und Energieträgern zurückzuführen. Die Zentralbank lockerte vor dem Hintergrund des nachlassenden Preisauftriebs und der konjunkturellen Abschwächung erstmals seit drei Jahren ihre geldpolitischen Zügel. Sie senkte die Mindestreserveanforderungen der Banken um 50 Basispunkte auf nunmehr 21 Prozent.

Abbildung 27:  
Außenhandel Chinas 2003–2011



Monatsdaten, saisonbereinigt, nominal.

Quelle: General Administration of Customs via Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

In den kommenden Monaten dürfte die Konjunktur in China weiter an Fahrt verlieren. Viele umfragebasierte Indikatoren haben sich zuletzt eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex ist im dritten Quartal merklich und der Frühindikator der OECD leicht gesunken. Allerdings dürfte sich die Konjunktur nicht allzu stark abschwächen. So sind z.B. die Auftragsbestände



von Exportunternehmen und von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes nach wie vor auf einem hohen Niveau, und die Energieproduktion, die als guter Indikator für die Industrieproduktion gilt, verlangsamte sich bis zuletzt nicht. Die im Verlauf des Jahres 2011 gesunkene Dynamik der Immobilienpreise werten wir nicht als ein Anzeichen für den Beginn einer Immobilienkrise. Sollte es allerdings dazu kommen, so wären die Wirkungen auf die Konjunktur vermutlich weniger gravierend, als es die Immobilienkrisen in den Vereinigten Staaten oder in Spanien für die Konjunktur dort waren (Kasten 2).

Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter spürbar expandieren. Das im zwölften 5-Jahresplan angekündigte Ziel die Binnen nachfrage zu stärken dürfte weiter vorankommen; so sind erstmals Zielraten von Lohnsteigerungen beschlossen worden, die auf bzw. über den Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts liegen sollen. Die Geldpolitik dürfte sich weiter bemühen, den Spagat zwischen Inflationsbekämpfung und einer zu kräftigen Aufwertung der Währung zu bewerkstelligen. Hauptinstrumente dürften wohl nach wie vor der direkte Eingriff in die Kreditvergabe und die Mindestreservesätze sein. Für das Jahr 2011 rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 9,5 Prozent (Tabelle 6). Im Jahr 2012 und im Jahr 2013 dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion mit 8,0 Prozent bzw. 8,5 Prozent ausweiten.

In *Indien* hat sich die Konjunktur im Laufe des Jahres 2011 merklich verlangsamt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von nur 1,6 Prozent zu. Die Abschwächung geht vor allem auf den starken Rückgang der Investitionen zurück; sie sanken im dritten Quartal um etwa 30 Prozent (annualisiert). Auf eine merklich schwächere konjunkturelle Dynamik deutet auch die Industrieproduktion hin, die seit Juni 2011 rückläufig ist. Die restriktiv ausgerichtete Wirtschaftspolitik dürfte maßgeblich zur Abschwächung beigetragen haben. So ist die Zentralbank vor allem darum bemüht, mit restriktiven Maßnahmen die breit angelegte Inflation

und die mittelfristigen Inflationserwartungen zu senken.<sup>5</sup> Ende Oktober erhöhte sie den Hauptrefinanzierungssatz um weitere 25 Basispunkte auf 8,5 Prozent. Zudem ist die Finanzpolitik mithilfe von Ausgabenkürzungen bemüht, das Haushaltsdefizit weiter zu reduzieren, welches sich im Fiskaljahr 2011–2012 auf mehr als 3 Prozent belaufen dürfte. Für die kommenden Monate deuten die Indikatoren auf eine weitere Abschwächung der konjunkturellen Dynamik hin. So ist der Frühindikator der OECD, der inzwischen auf einem historischen Tiefstand notiert, deutlich gesunken und die Geschäftserwartungen der Unternehmen verschlechterten sich laut dem Einkaufsmanagerindex im Oktober weiter; sie bleiben allerdings nach wie vor auf einem hohen Niveau. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich die Konjunktur wieder etwas beschleunigen. Zwar wird die Finanzpolitik weitere Konsolidierungsmaßnahmen vorantreiben. Die Geldpolitik hat bei einer weiteren Abschwächung der Konjunktur und bei nachlassendem Preisdruck allerdings mehr Spielraum entgegenzusteuern. Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2011 mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 6,7 Prozent. Im Jahr 2012 dürfte sie sich auf 7,0 Prozent und im Jahr 2013 auf 7,5 Prozent belaufen.

In den *übrigen ostasiatischen Schwellenländern* hat sich die wirtschaftliche Expansion im Verlauf des Jahres ebenfalls abgeschwächt; im Sommerhalbjahr stieg das Bruttoinlandsprodukt in der Ländergruppe<sup>6</sup> mit laufenden Jahresraten von rund 3 Prozent merklich schwächer als im Trend. Impulse kamen insbesondere von einem kräftigen Anstieg der Staatsausgaben, vor allem in Indonesien und Malaysia. Auch der private Konsum und die Investitionen legten spürbar zu, während der Außenbeitrag annähernd unverändert blieb. Für

---

<sup>5</sup> Laut einer Umfrage der Reserve Bank of India beliefen sich die einjährigen Inflationserwartungen im September auf 12,9 Prozent. Zudem antworteten die meisten Befragten, dass die Zentralbank weitere Maßnahmen ergreifen sollte, um den Preisauftrieb einzudämmen.

<sup>6</sup> Die hier betrachtete Ländergruppe umfasst Indonesien, Thailand, Malaysia und die Philippinen.

### Kasten 2:

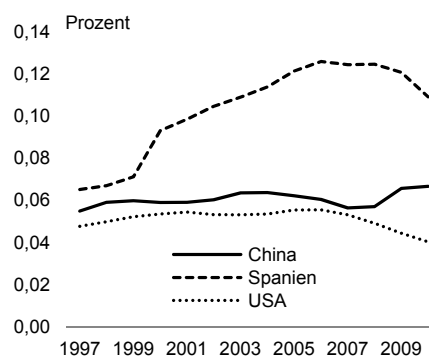
#### Sinkende Immobilienpreise in China – Gefahr für die Weltkonjunktur?

In den Jahren vor der Finanzkrise und zeitweise darüber hinaus sind die Immobilienpreise in China rasant gestiegen. In den jüngsten Monaten zeichnet sich eine deutliche Verlangsamung des Preisanstiegs ab. In einigen Regionen sind die Preise real bereits gesunken, und viele Beobachter halten einen Einbruch der Immobilienpreise für wahrscheinlich. Die Erfahrungen mit Immobilienkrisen in vielen Industrieländern im Vorlauf und während der Großen Rezession (Jannsen 2010) werfen die Frage auf, ob eine Immobilienkrise in China die konjunkturelle Entwicklung des Landes wie der der Weltwirtschaft ähnlich negativ beeinflussen wird. Mehrere Transmissionskanäle sind denkbar, durch sich Immobilienkrisen auf die Konjunktur auswirken. Zum einen dürfte direkt die Bautätigkeit beeinträchtigt werde, ferner wird häufig diskutiert, dass es durch sinkende Immobilienpreise zu einem negativen Vermögenseffekt kommt, der den privaten Konsum belasten kann. Schließlich können sich Immobilienkrisen negativ auf den Bankensektor auswirken, da Immobilien häufig als Sicherheiten für Kredite genutzt werden und sinkende Immobilienpreise die Risiken im Bankensektor erhöhen. Insbesondere der letztgenannte Kanal dürfte in vielen Immobilienkrisen der Vergangenheit eine besondere Rolle gespielt haben (Aßmann et al. 2012).

Der Vergleich zwischen China und den großen Industrieländern Spanien und den USA weisen aber darauf hin, dass eine chinesische Immobilienkrise vermutlich deutlich milderer Konsequenzen haben dürfte. In Spanien hat sich in den Jahren vor dem Platzen der Immobilienblase ein deutlich überdimensionierter Bausektor entwickelt. In der Spitze des Immobilienbooms hat der Bau rund 12,5 Prozent zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung beigetragen nach knapp 7 Prozent Ende der 90er Jahren. Ein Großteil der aktuellen spanischen Probleme besteht in der nun notwendigen Strukturanpassung. In China kam es nicht zu einer solchen Überdimensionierung des Bausektors. Sein relatives Gewicht ist zwar im vergangenen Jahr auch gestiegen, im Jahr 2010 lag der Anteil an der Wertschöpfung aber immer noch unter 7 Prozent. Selbst eine Redimensionierung auf den Stand Mitte/Ende der 90er Jahre würde nur eine Anpassung von rund 1,5 Prozentpunkten notwendig machen und nicht von über 5 Prozentpunkten wie im spanischen Fall (Abbildung K2-1).

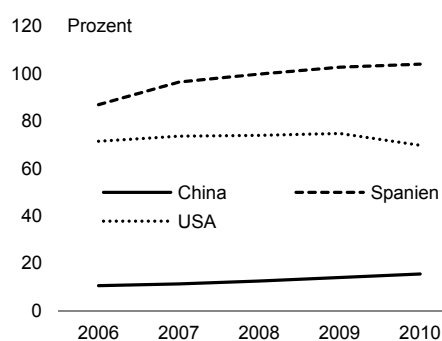
Ebenso dürften die Effekte, die durch den Bankensektor übertragen werden, deutlich geringer sein, als in den Beispielen Spanien und USA. Das Volumen der Hypothekenkredite ist zwar auch in China spürbar gestiegen, im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt machen sie aber noch nicht mal 20 Prozent aus, während sie in Spanien zeitweise über 100 Prozent ausmachten. In den USA erreichten alleine die Hypothekenkredite für private Haushalte und Nicht-Profitunternehmen 75 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Abbildung K2-2). Die Belastungen des Bankensektors durch eine Immobilienkrise in China dürften folglich eher gering und zumindest durch das Eingreifen der Regierung beherrschbar sein.

Abbildung K2-1:  
Wertschöpfungsanteil der Bauindustrie 1997–2009



Quelle: Instituto Nacional de Estadística; US Bureau of Economic Analysis; National Bureau of Statistics (China); eigene Berechnungen.

Abbildung K2-2:  
Immobilienkredite in Relation zum BIP 2006–2010



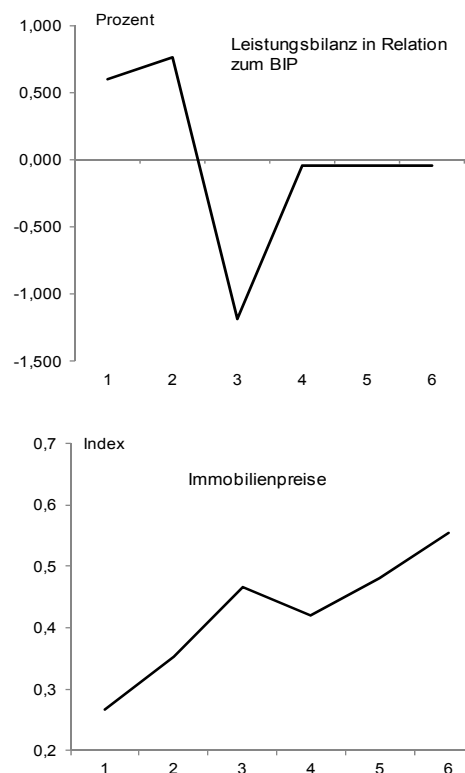
Wert für 2008 in China interpoliert. USA: nur Haushaltssektor.  
Quelle: Instituto Nacional de Estadística; US Bureau of Economic Analysis; National Bureau of Statistics (China); eigene Berechnungen.

Schließlich dürfte auch der private Konsum im Falle Chinas wegen des noch unterentwickelten Finanzsystems kaum belasten dürfte. Schließlich scheint der Zusammenhang zwischen Immobilienpreisen und privatem Konsum vom Zugang zur Kreditfinanzierung abhängen (Aron et al. 2012). Sofern ein Immobilienkauf überwiegend durch bereits gebildete Ersparnis finanziert werden muss, können sinkende Immobilienpreise sogar zu einer sinkenden Sparquote, sinkenden Leistungsbilanzüberschüssen und steigendem Konsum führen. In einem einfachen dynamischen Modell mit überlappenden Generationen für eine offene Volkswirtschaft kann man zeigen, dass dies bei einem so rasant wie in China steigenden Einkommen der Fall sein kann, sofern die Hauskäufer kreditbeschränkt sind. In diesem neoklassischen Modell unterstellen wir drei Generationen. Die erste erzielt ein Arbeitseinkommen und hat die Möglichkeit am Weltkapitalmarkt Ersparnis anzubieten. Jedoch kann sie keinen Kredit aufnehmen. Die zweite Generation erwirbt die Wohnimmobilie und hat ebenfalls ein Arbeitseinkommen. Die dritte Generation lebt vom Verkauf der Immobilie. Zur Vereinfachung gibt es in der Ökonomie keinen Kapitalstock. Für den Weltzinsatz nehmen wir 5 Prozent an. Die Arbeitseinkommen steigen jedes Jahr exogen um 15 Prozent. Für den Preis von Wohnimmobilien nehmen wir folgenden exogenen Pfad an: sie steigen in den ersten Jahren 15 Prozent schneller als die Arbeitseinkommen, bis in der dritten Periode der Preis um 10 Prozent sinkt und dann im Gleichlauf

mit den Arbeitseinkommen steigt. Durch den Preiseinbruch sinkt die Leistungsbilanz, was in diesem einfachen Modell gleichbedeutend mit einer steigenden inländischen Verwendung ist (Abbildung K2-3). Da durch den Preiseinbruch die erforderliche Ersparnis der jungen Generationen sinkt, um eine Immobilie zu erwerben, geht in diesem Modell ein positiver Nachfrageschock von sinkenden Immobilienpreisen aus.

Fazit: Plötzlich sinkende Immobilienpreise in China bedeuten sicherlich eine Gefahr für die konjunkturelle Entwicklung. Die Bautätigkeit dürfte gedämpft werden und ebenso sind negative Effekte auf das Finanzsystem zu erwarten. Das Ausmaß dieser Änderungen dürfte allerdings geringer sein als es bei den Immobilienkrisen in Spanien und den USA der Fall war. Ferner ist nicht ausgemacht, dass es durch sinkende Immobilienpreise zu einer spürbaren Eintrübung des Konsumklimas in China kommt. Wegen der geringen Funktionalität des Finanzsystems könnten sinkende Immobilienpreise sogar den privaten Konsum unterstützen. Alles in allem ist mit keinen so drastischen Folgen – vergleichbar denen in Spanien oder den USA – für die Konjunktur in China zu rechnen. Allerdings ist zu bedenken, dass eine Immobilienkrise in China die Weltwirtschaft in einer bereits sehr angespannten Lage treffen würde. So könnte sie einen weiteren Unsicherheitsschock induzieren, mit schwer zu kalkulierbaren Risiken für die Weltkonjunktur.

Abbildung K2-3:  
Modellsimulation



Quelle: Eigene Berechnungen.

2011 rechnen wir mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 4,8 Prozent. Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine etwas expansivere Finanzpolitik und leichte Zinssenkungen durch die Zentralbanken. Dies gilt im Besonderen für Thailand, als Reaktion auf die

ökonomischen Folgen der Überschwemmungskatastrophe. Die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Ländergruppe dürfte im nächsten Jahr mit 5 Prozent und 2013 mit 5,2 Prozent ansteigen. Die Inflationsrate wird im laufenden Jahr voraussichtlich 4,6 Prozent betra-

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

*Tabelle 6:*

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2010–2013

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Indonesien	4,1	6,1	6,3	6,0	6,0	5,1	5,5	5,0	5,5
Thailand	2,3	7,8	3,0	4,5	4,5	3,3	3,8	4,5	3,5
Philippinen	1,4	7,3	3,5	4,0	5,0	3,8	4,8	4,0	4,5
Malaysia	1,6	7,2	4,8	4,0	4,5	1,6	3,2	2,5	3,0
Insgesamt	9,4	6,9	4,8	5,0	5,2	3,9	4,6	4,3	4,4
China	39,8	10,3	9,5	8,0	8,5	4,0	5,5	4,0	5,0
Indien	15,8	10,4	6,7	7,0	7,5	12,0	10,5	8,5	9,5
Asien insgesamt	65,0	9,8	8,1	7,3	7,8	5,9	6,6	5,1	6,0
Brasilien	8,6	7,5	3,5	5,0	5,5	6,5	6,7	4,5	5,0
Mexiko	6,1	5,7	4,2	3,5	4,0	3,5	3,4	4,5	4,5
Argentinien	2,5	7,0	9,5	3,5	4,0	10,0	9,8	7,0	8,0
Kolumbien	1,7	3,8	5,2	4,5	5,5	2,2	3,4	3,0	3,5
Chile	1,0	5,4	6,1	4,5	5,5	0,9	3,2	2,0	2,5
Peru	1,1	8,0	6,7	6,5	6,5	1,4	3,2	2,5	3,0
Venezuela	1,4	-1,8	4,0	0,0	2,0	33,0	27,0	35,0	35,0
Lateinamerika insgesamt	22,4	6,0	4,8	4,1	4,8	6,9	6,8	6,3	6,7
Russland	8,8	3,5	4,0	4,0	3,7	6,9	8,5	6,5	7,5
Türkei	3,8	8,9	6,6	2,2	3,4	8,6	6,0	6,9	5,3
Insgesamt	100,0	8,1	6,7	6,0	6,5	6,0	6,6	5,3	6,1

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 nach Kaufkraftparitäten. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; nationale Statistiken; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

gen und auch in den nächsten beiden Jahren auf diesem Niveau verharren.

In *Lateinamerika* hat sich die konjunkturelle Dynamik im Verlauf des Jahres 2011 merklich verlangsamt. Im dritten Quartal legte die gesamtwirtschaftliche Produktion langsamer zu als in der ersten Jahreshälfte. Insbesondere in Chile und Argentinien verlor die Konjunktur spürbar an Dynamik, und in Brasilien schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt sogar um 0,2 Prozent. Neben der konjunkturellen Abschwächung 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 – hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Industrieunternehmen infolge der deutlichen Aufwertungen der regionalen Währungen und eines zuneh-

menden Lohndrucks verschlechtert. Die Industrieproduktion ging vielerorts leicht zurück. Die Inlandsnachfrage blieb bis zuletzt sehr 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 merklich erhöht haben. Zum anderen sind die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten nach wie vor äußerst vorteilhaft. Verbesserte Einkommensperspektiven der privaten Haushalte öffnen einer breiten Schicht den Zugang zu Konsumentenkredit; zudem ist die Arbeitslosigkeit im Verlauf der vergangenen beiden Jahre deutlich zurückgegangen; in Brasilien belief sie sich im dritten Quartal auf nur noch 6,6 Pro-

zent.<sup>7</sup> Ferner gewannen die privaten Haushalte durch die Aufwertung der Währung an Kaufkraft. 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. Eingriff in die Kreditvergabe) geldpolitischen Maßnahmen, um einer Überhitzung entgegen zu wirken.

Die Abschwächung der Konjunktur hat indes dazu geführt, dass die brasilianische Zentralbank den Leitzins seit Ende August in drei Zinsritten um jeweils 50 Basispunkte von 12,5 Prozent auf 11 Prozent gesenkt hat. Zwar erhöhte sich der Verbraucherpreisanstieg im November auf 6,1 Prozent; die Zentralbank will aber offenbar der sich abzeichnenden Abkühlung der Binnenkonjunktur und der Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfeldes frühzeitig begegnen. Sie tat dies wohl auch in Hinblick auf die stetige Aufwertung des Reals während der vergangenen zweieinhalb Jahre, die real effektiv so stark ist wie nie seit der Währungskrise Ende 1998. Davor hatte die Wirtschaftspolitik versucht, mit verschiedenen anderen Instrumenten wie Steuern auf kurzfristige Kapitalimporte die Aufwertung zu dämpfen.

Im Prognosezeitraum erwarten wir für Lateinamerika eine weitere Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik, ausgelöst durch die auf eine Eindämmung der Inflation gerichtete Geldpolitik und dadurch, dass sich die Nachfrage nach Rohstoffen infolge der konjunkturellen Schwächephase in den Industrieländern abschwächt und die Rohstoffpreise etwas fallen. Aufgrund der soliden makroökonomischen Fundamentaldaten bleibt die Konjunktur in der Region jedoch aufwärtsgerichtet. So dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den meis-

ten Ländern in den Jahren 2012 und 2013 weiter kräftig zulegen. Vor allem die Inlandsnachfrage dürfte durch spürbar steigende Realeinkommen der privaten Haushalte weiter dynamisch zunehmen.

In *Russland* verlief die Produktion im Verlauf des Jahres 2011 recht volatil; gestützt durch den hohen Ölpreis und staatliche Impulse im Vorfeld der Parlamentswahlen blieb sie im Trend aber aufwärtsgerichtet. Im Jahr 2011 dürfte das Bruttoinlandsprodukt mit 4 Prozent ebenso stark zugelegt haben wie im Vorjahr. Die Inflation ist deutlich – von 9,7 Prozent im Mai auf 7,2 Prozent im Oktober – gesunken, nachdem die Nahrungsmittelpreise, die im Vorjahr stark gestiegen waren, infolge guter Ernten wieder nachgegeben haben. Vor dem Hintergrund der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen hat die Regierung beschlossen, die für den Jahresanfang vorgesehene Anpassung der Energiepreise zu verschieben. Damit dürfte die Inflationsrate in den kommenden Monaten weiter gedrückt werden, womit freilich keine nachhaltige Dämpfung des allgemeinen Preisauftriebs erreicht wird. Die Finanzmärkte zeigten sich im Herbst beeindruckt von dem allgemeinen Vertrauensverlust der Investoren in die Schwellenländer, was in einem verstärkten Nettokapitalabfluss und einem starken Fall der Aktienkurse zum Ausdruck kam. Ein gravierendes Risiko besteht in der hohen Abhängigkeit des Staates von Öleinnahmen – das Budgetdefizit ohne Öleinnahmen liegt nach wie vor bei mehr als 10 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Ein ausgeprägter Rückgang der Ölpreise würde den derzeit noch in etwa ausgeglichenen Staatshaushalt stark ins Defizit bringen. Bei dem für die Prognose unterstellten Ölpreisniveau (105 Dollar je Barrel Brent; die Preise für russisches Erdöl liegen allerdings aufgrund der geringeren Qualität deutlich niedriger) dürfte es jedoch bei der expansiven finanzpolitischen Ausrichtung bleiben. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte unter diesen Bedingungen im kommenden Jahr ähnlich stark zunehmen wie in diesem Jahr. Für 2013 erwarten wir aufgrund dann nachlassender Fiskalimpulse eine etwas geringere Zuwachsrate.

<sup>7</sup> Vor der Finanzkrise hatte die Arbeitslosenquote in Brasilien stets über 10 Prozent gelegen.

## Ausblick: Weltwirtschaft auf der Kriechspur

---

Die Weltwirtschaft steht zur Jahreswende 2011 unter dem Eindruck der Staatschuldenkrise im Euroraum, Unsicherheiten über den Zustand des Finanzsektors, Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der finanzpolitischen Diskussion in den Vereinigten Staaten und einer überraschend schwachen Dynamik in den Schwellenländern, welche die weltwirtschaftliche Erholung nach der Großen Rezession maßgeblich getragen haben. In diesem Umfeld haben sich die Aktienmärkte zwar zu einem Teil von dem Kurssturz im Sommer erholt, die Finanzmärkte sind aber allgemein von hoher Nervosität geprägt geblieben. All dies belastet die Stimmung bei Konsumenten und Unternehmen. Während die Schwellenländer im Allgemeinen geld- und finanzpolitischen Spielraum besitzen, der hausgemachten Konjunkturschwäche zu begegnen, sind die wirtschaftspolitischen Optionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften angesichts zum Teil immer noch sehr hoher Budgetdefizite und eines zumeist hohen und rasch steigenden Schuldenstands sowie extrem niedriger Zinsen begrenzt. Fraglich ist insbesondere, wie sich die Krise im Euroraum weiter entwickelt. Für die Prognose nehmen wir an, dass die gegenwärtige Situation hoher Unsicherheit noch geraume Zeit anhält, bevor es der Politik gelingt, eine glaubwürdige Perspektive für die Fortentwicklung des Euroraums zu vermitteln und die Risikoprämien sowie die Volatilität an den Finanzmärkten wieder spürbar sinken. Es besteht allerdings ein beträchtliches Risiko, dass die Situation außer Kontrolle gerät, weitere Länder des Euroraums in die Nähe einer Insolvenz kommen oder das Finanzsystem insgesamt ins Trudeln gerät. In diesem Fall wäre nicht nur mit einer schweren Rezession im Euroraum zu rechnen, infolge von Verflechtungen über die Güter-, nicht zuletzt aber auch die Finanzmärkte, könnte die gesamte Weltwirtschaft in

eine ähnliche Abwärtsdynamik geraten wie im Jahr 2008.<sup>8</sup>

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften kommen Anregungen für die Konjunktur vor allem von der Geldpolitik, welche die Zinsen über den gesamten Prognosezeitraum extrem niedrig – bei 1 Prozent im Euroraum, 0,5 Prozent im Vereinigten Königreich und sogar nahe null in den Vereinigten Staaten und in Japan – belassen wird (Tabelle 7). Zu dem niedrigen Zinsniveau treten weitere nicht-konventionelle Maßnahmen der geldpolitischen Lockerung, etwa der fortgesetzte Ankauf von staatlichen und privaten Wertpapieren. Entlastend wirkt überdies, dass der Ölpreis zuletzt etwas gesunken ist. Bei unserer technischen Annahme eines im Prognosezeitraum konstanten Ölpreises führt dies dazu, dass er im Jahresdurchschnitt leicht zurückgeht, während er im Jahr 2011 kräftig gestiegen ist. Von der Finanzpolitik gehen demgegenüber im Jahr 2012 – und in etwas geringerem Maße auch im Jahr 2013 – kräftige dämpfende Wirkungen aus. Vor allem im Euroraum wird stark, in einigen Ländern sogar drastisch, gespart. Aber auch im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten wird konsolidiert, so dass Budgetdefizite trotz schwacher Konjunktur weiter zurückgeführt werden. Lediglich in Japan ist die Finanzpolitik als Folge der staatlichen Programme zum Wiederaufbau etwa neutral ausgerichtet.

Die Konjunktur wird in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften unter diesen Voraussetzungen im Winterhalbjahr 2011/12 sehr schwach expandieren und danach nur langsam an Fahrt gewinnen. Insgesamt rechnen wir für das Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe nach einer – auch bedingt durch die Naturkatastrophe in Japan – sehr mäßigen Zunahme von 1,5 Prozent in diesem Jahr für 2012 mit einem nochmals schwächeren Ergebnis von 1,2 Prozent (Tabelle 8). Im Jahr 2013 dürfte sich der Produktionsanstieg wieder etwas beschleunigen, aber mit 1,8 Prozent immer noch verhalten

---

<sup>8</sup> Dies ist das Ergebnis einer Modellsimulation der OECD (2011), in der angenommen wird, dass es zu ähnlichen Verspannungen an den Geld- und Kapitalmärkten kommt wie damals.

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

**Tabelle 7:**  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2011–2013

	2011				2012				2013			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Leitzins</b>												
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroraum	1,0	1,2	1,5	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Wechselkurse</b>												
US-Dollar/Euro	1,37	1,44	1,42	1,34	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Yen/US-Dollar	82,0	81,7	77,8	77,5	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0	78,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	105,7	117,5	114,6	109,1	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	118,5	121,7	117,0	101,6	93,5	86,5	87,3	91,7	93,5	95,4	97,3	99,3

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

Quelle: HWWI, Rohstoffpreisindex; IMF, *International Financial Statistics*; Federal Reserve; EZB, *Monatsbericht*; ab 2011 IV: Prognose des IfW.

**Tabelle 8:**  
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise, und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Ländern 2011–2013

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Europäische Union	39,0	1,6	0,1	1,3	3,0	1,9	1,6	9,7	10,2	10,2
Schweiz	0,8	1,8	0,4	1,2	0,5	0,1	0,3	4,0	4,2	4,2
Norwegen	0,7	1,6	1,9	2,0	1,5	2,0	2,3	3,3	3,2	3,1
Südkorea	3,8	3,8	3,3	3,7	4,5	3,5	2,8	3,4	3,6	3,5
Vereinigte Staaten	37,6	1,7	1,9	2,2	3,2	2,7	2,8	9,0	8,6	8,3
Japan	11,1	-0,7	1,8	1,4	-0,3	-0,5	-0,3	4,5	3,9	3,7
Kanada	3,4	2,3	1,8	2,3	3,0	2,3	2,4	7,5	7,3	7,1
Aufgeführte Länder	100,0	1,5	1,2	1,8	2,7	2,0	1,9	8,3	8,3	8,2

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Europäische Union und Norwegen: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2010.

Quelle: Eurostat, *VGR*; OECD, *Main Economic Indicators*; IMF *World Economic Outlook Database*; Statistics Canada, *Canadian Economic Accounts*; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

sein. In den Vereinigten Staaten hemmt die Rückführung der Verschuldung bei den privaten Haushalten und das Überangebot an bestehendem Wohnraum weiterhin die konjunkturelle Expansion, wenngleich die monetären Impulse im Verlauf des Prognosezeitraums nach und nach stärker zur Wirkung kommen dürften. Bremsend wirken zudem das Auslaufen der Konjunkturprogramme sowie darüber hinaus-

gehende Ausgabenkürzungen, mit denen die Rückführung des immer noch sehr hohen Budgetdefizits beschleunigt werden soll. So dürfte das Bruttoinlandsprodukt mit Raten von 1,9 bzw. 2,2 Prozent in diesem und im nächsten Jahr weiter sehr moderat zunehmen. Auch in Japan und im Vereinigten Königreich expandiert die gesamtwirtschaftliche Produktion nur noch in mäßigem Tempo. Im Euroraum wird

## Weltkonjunktur mit geringer Dynamik

die Produktion im Winterhalbjahr 2011/12 sogar merklich zurückgehen. Zum einen sollen in einer Reihe von Ländern die Staatshaushalte unter dem Druck der Finanzmärkte nun sehr rasch konsolidiert werden. Zum anderen werden die Unternehmen infolge der erhöhten Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten und insgesamt verschlechterter Absatzperspektiven erheblich weniger investieren. Sofern sich die Staatsschuldenkrise – wie angenommen – nicht weiter verschärft, sondern sich im Verlauf des Jahres beginnt zu entspannen, dürfte sich die Konjunktur im Euroraum ab dem Frühjahr wieder leicht beleben. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Produktion 2012 dennoch etwas schrumpfen; für das Jahr 2013 erwarten wir einen Anstieg von 1,2 Prozent. Die Arbeitslosigkeit wird in Europa weiter steigen, während sie in den Vereinigten Staaten und in Japan leicht rückläufig ist. Der Preisauftrieb wird sich angesichts einer anhaltend geringen oder sogar rückläufigen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung und leicht niedrigeren Rohstoffpreisen merklich verringern.

Die wirtschaftliche Aktivität in den Schwellenländern wird durch die schwache Auswei-

tung der Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Prognosezeitraum weiter gebremst. Die Wirtschaftspolitik wird aber in den kommenden Monaten zunehmend expansiv ausgerichtet werden, nachdem wichtige Zentralbanken bereits in den vergangenen Wochen begonnen haben, die geldpolitischen Zügel zu lockern und vereinzelt schon erste Konjunkturprogramme aufgelegt wurden. Sofern sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht durch eine erhebliche zusätzliche Dämpfung der Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften oder weltweite Finanzmarkturbulenzen deutlich verschlechtern, dürften die Schwellenländer im Verlauf des kommenden Jahres wieder auf eine Pfad rascherer Expansion einschwenken. So dürften die Zuwachsraten im Jahr 2012 in der Regel kräftig bleiben, und im Jahr 2013 nahezu überall zunehmen. Allerdings rechnen wir damit, dass sich das Wachstumstempo in China vorerst nicht wieder in die Nähe zweistelliger Raten beschleunigt, da die Regierung versucht, die Investitionstätigkeit in ruhigere Bahnen zu lenken, um den Aufbau von massiven Überkapazitäten zu vermeiden.

*Tabelle 9:*

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2011–2013

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
Weltwirtschaft	100	3,8	3,4	4,0	5,7	4,5	4,7
darunter							
Fortgeschrittene Länder	52,4	1,6	1,4	2,0	2,9	2,1	2,0
China	13,6	9,5	8,0	8,5	5,5	4,0	5,0
Lateinamerika	7,7	4,8	4,1	4,8	6,8	6,3	6,7
Ostasiatische Schwellenländer	3,2	4,8	5,0	5,2	4,6	4,3	4,4
Indien	5,4	6,7	7,0	7,5	10,5	8,5	9,5
Russland	3,0	4,0	4,0	3,7	8,5	6,5	7,5
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		6,0	4,5	6,5	.	.	.

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2010 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Fortgeschrittene Länder: Die Werte stimmen nicht mit denen in Tabelle 3 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwandt wird.

Quelle: IMF; *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.



Die Zunahme der Weltproduktion insgesamt dürfte sich im Jahr 2012 auf eine Rate von nur noch 3,4 Prozent verringern, nach voraussichtlich 3,8 Prozent im zu Ende gehenden Jahr (Tabelle 9). Für 2013 erwarten wir eine wieder etwas stärkere Zunahme des globalen Bruttoinlandsprodukts (4,0 Prozent). Der Welthandel wird zunächst weiter nur schwach expandieren,

sich im Verlauf des kommenden Jahres und im Jahr 2013 aber allmählich beleben. Für den Jahresdurchschnitt ergibt sich für 2012 ein Anstieg, der mit 4,5 Prozent deutlich unter dem mittelfristigen Durchschnitt liegt. Für 2013 rechnen wir mit einem Zuwachs von 6,5 Prozent.

## Literatur

---

- Aron, J., J.V. Duca, J. Muellbauer, K. Murata und A. Murphy (2010). Credit, Housing Collateral and Consumption: Evidence from the UK, Japan and the US. *Review of Income and Wealth* (erscheint demnächst).
- Aßmann, C., J. Boysen-Hogrefe und N. Jannsen (2012). Costs of Housing Crises: International Evidence. *Bulletin of Economic Research* (erscheint demnächst).
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2011). Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 488/489. IfW, Kiel.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2011). Weltkonjunktur stockt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Herbst 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 494/495. IfW, Kiel.
- Jannsen, N. (2010). National and International Business Cycle Effects of Housing Crises. *Applied Economics Quarterly* 56 (2): 175–206.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010). Growth Patterns after the Crisis: this Time is not Different. Kiel Policy Brief 22. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- EZB (2010). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- Larch, M., und W. Lechthaler (2011). Protektionismus zahlt sich nicht aus. *Ökonomenstimme* 28. November. Via Internet (16. Dezember 2011) <<http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/11/protektionismus-zahlt-sich-nicht-aus>>
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) (2011). *Economic Outlook* 90. November. Paris.
- Trichet, J.-C. (2009). *The ECB's Enhanced Credit Support. Keynote Address at the University of Munich*. München.

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Nils Jannsen, Stefan Kooths, Björn van Roye und Joachim Scheide

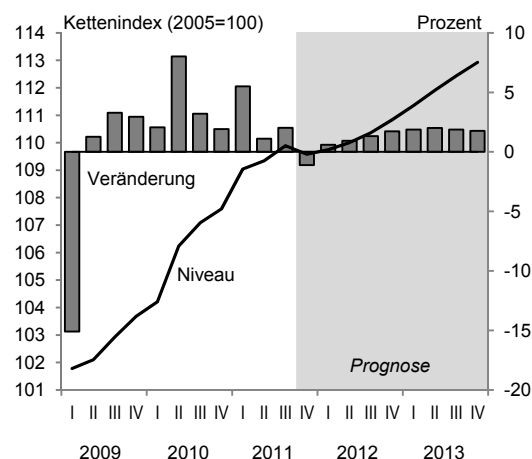
### Zusammenfassung:

Die Konjunktur in Deutschland gerät in eine Schwächephase. Die hohe Unsicherheit, die aus der Staatsschuldenkrise im Euroraum resultiert, wird sich zunehmend auf die Nachfrage der Haushalte und Unternehmen auswirken. Zudem dürften negative Impulse vom Außenhandel kommen, da die Produktion in wichtigen Handelspartnerländern im Euroraum zum Teil spürbar sinken dürfte. Jedoch wird die deutsche Wirtschaft nicht in eine Rezession geraten. Bereits im Sommerhalbjahr des kommenden Jahres dürfte die Konjunktur wieder an Fahrt gewinnen. Dies hängt aber wesentlich davon ab, ob sich – wie von uns in dieser Prognose angenommen – die Lage an den Finanzmärkten beruhigt und sich eine Lösung der Schuldenkrise im Euroraum abzeichnet. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2012 und 2013 um 0,5 bzw. 1,7 Prozent expandieren. Die konjunkturelle Schwäche dürfte keine größeren Bremsspuren am Arbeitsmarkt hinterlassen. Vielmehr wird die Arbeitslosigkeit im Durchschnitt beider Jahre voraussichtlich weiter sinken.

Die Konjunktur in Deutschland gerät in eine Schwächephase. Zwar sind die Stimmungsindikatoren nach dem Einbruch zuletzt nicht weiter gesunken, und die Aktienkurse haben sich annähernd stabilisiert. Doch hat sich die Unsicherheit, die aus der Staatsschuldenkrise resultiert, zunehmend auf die Nachfrage der Haushalte und Unternehmen ausgewirkt. Alles in allem sprechen die Frühindikatoren dafür, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Winterhalbjahr 2011/2012 stagniert. Dabei sind die Risiken nach wie vor beträchtlich, die Konjunktur könnte bei einer Zuspitzung der Krise einen massiven Dämpfer erhalten.

Die konjunkturelle Expansion blieb bis zum Herbst dieses Jahres recht schwungvoll. So nahm das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,0 Prozent zu (Abbildung 1). Vor allem expandierte die inländische Verwendung lebhaft. Die privaten Konsumausgaben machten den Rückgang im Vorquartal mehr als wett, die verfügbaren Einkommen nahmen weiterhin deutlich zu. Der Anstieg bei den Ausrüstungsinvestitionen beschleunigte sich sogar etwas, wenn auch die hohe Dynamik im Vorjahr nicht erreicht wurde. Die Bauinvestitionen gingen wie im Vorquartal leicht zurück; im Jahresdurchschnitt legen sie

Abbildung 1:  
Bruttoinlandsprodukt 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

dennoch deutlich zu. Wie auch in der ersten Jahreshälfte waren die Zuwachsraten bei Exporten und Importen in etwa gleich, der Expansionsbeitrag des Außenhandels war auch im dritten Quartal nur leicht positiv.

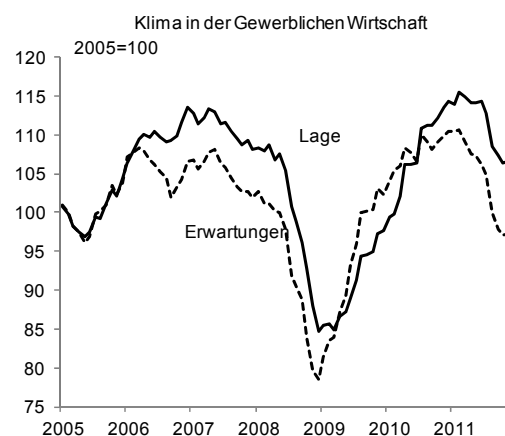
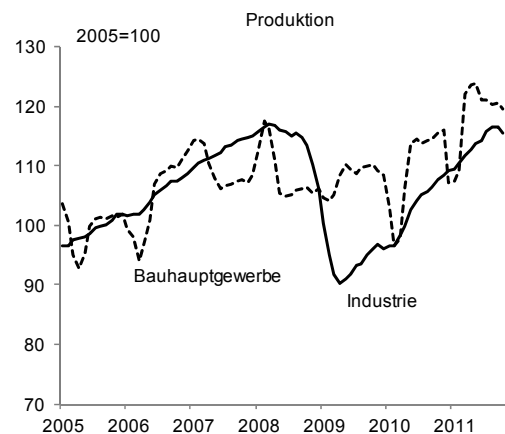
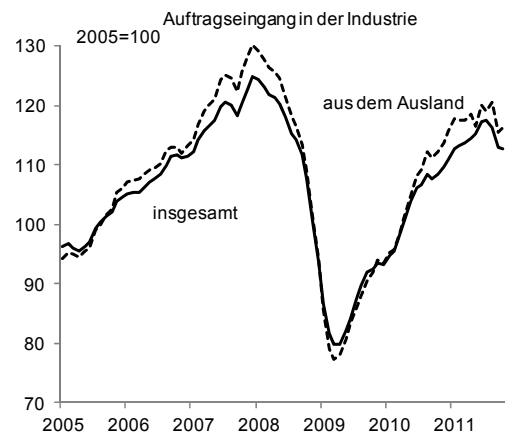
Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage bis zuletzt weiter verbessert. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten stieg auch im Herbst deutlich. Hingegen verringerte sich die Zahl der Arbeitslosen (in der Definition der Bundesagentur für Arbeit) nur noch wenig; im November betrug sie 2,91 Millionen, die Arbeitslosenquote lag bei 6,9 Prozent.

Die Inflationsrate ist immer noch recht hoch, sie betrug im November 2,4 Prozent. Im Verlauf des zweiten Halbjahres hat sich der Preisauftrieb nur wenig verlangsamt, zumal der Druck seitens der Energiepreise groß blieb. Aber auch Nahrungsmittel verteuerten sich kräftig.

Für das vierte Quartal dieses Jahres erwarten wir, dass das Bruttoinlandsprodukt geringfügig zurückgeht. Hierfür sprechen mehrere Frühindikatoren. So sind die Stimmungskennzahlen drastisch gesunken (Abbildung 2). Ferner sind die Auftragseingänge in der Industrie seit der Jahresmitte in der Tendenz rückläufig, und die Industrieproduktion lag im Oktober unter dem Niveau im dritten Quartal.

Alles in allem entspricht der bisherige Konjunkturverlauf unseren Erwartungen, von daher ist die Revision gegenüber der Prognose vom vergangenen September marginal. Wir rechnen nun damit, dass das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 2,9 Prozent und im Jahr 2012 um 0,5 Prozent zunimmt; dabei mindert der Arbeitstageeffekt die Zuwachsraten um 0,2 Prozentpunkte. Die Konjunkturflaute dürfte im Verlauf des kommenden Jahres allmählich überwunden werden. Bei der Prognose ist unterstellt, dass sich die Staatsschuldenkrise nicht weiter zuspitzt und eine Verschärfung der Probleme im Bankensektor vermieden werden kann. Unter diesen Voraussetzungen dürfte sich der Produktionsanstieg im Jahr 2013 auf 1,7 Prozent erhöhen.

Abbildung 2:  
Konjunkturindikatoren 2005–2011



Monatsdaten, saisonbereinigt. Auftragseingang und Produktion als gleitender Dreimonatsdurchschnitt.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*; ifo, *Konjunkturperspektiven*; eigene Berechnungen.

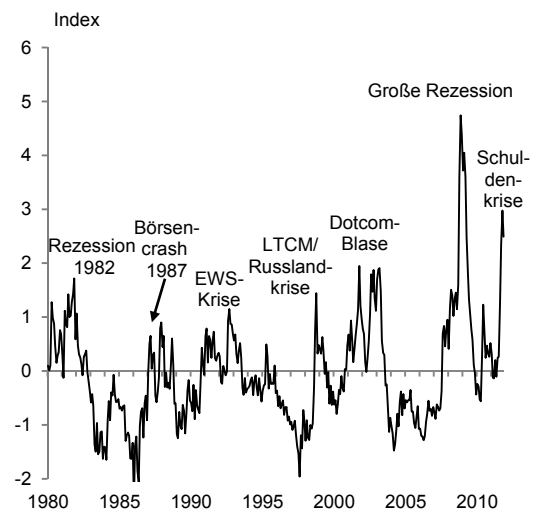
## Finanzierungskosten niedrig – Finanzmarktstress hoch

Die monetären Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten recht unterschiedlich entwickelt. Auf der einen Seite sind die Refinanzierungskosten von Banken vor dem Hintergrund niedriger Zinsen und der reichlichen Liquiditätszufuhr der Europäischen Zentralbank (EZB) noch immer außerordentlich niedrig. Zudem haben sich die Finanzierungskosten für Unternehmen wieder etwas verringert. Insbesondere im Vergleich zum übrigen Euroraum sind die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen sehr vorteilhaft. Auf der anderen Seite haben sich die Verspannungen an den Finanzmärkten merklich erhöht. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator zog im Verlauf der vergangenen drei Monate spürbar an (Abbildung 3).<sup>1</sup> Insbesondere die Finanzmarktvariablen, die Stress im Bankensystem und an den Aktienmärkten abbilden, stiegen deutlich. So erhöhten sich beispielsweise die Preise für Kreditausfallsversicherungen für Geschäftsbanken, die Inanspruchnahme der Einlagefazilität schnellte in die Höhe, und die Volatilität am Aktienmarkt stieg merklich.

Die EZB hat die Zinsen im November und Dezember – nach zwei Erhöhungen im April und Juli – um jeweils 25 Basispunkte gesenkt, der Hauptrefinanzierungssatz beträgt nunmehr 1,0 Prozent (Abbildung 4). Neben den gesunkenen Inflationserwartungen dürften auch die schwache Konjunktur und die erneut aufgetretenen Verspannungen am Interbankenmarkt zur Entscheidung einer Zinssenkung beigetragen haben. Zudem halbierte die EZB zuletzt auch den Mindestreservesatz von 2,0 Prozent auf 1,0 Prozent. Darüber hinaus hat sie die außergewöhnlichen liquiditätspolitischen Maßnahmen wieder ausgeweitet. Sie bot im Oktober aufgrund der Verwerfungen an den Anleihemärk-

<sup>1</sup> Der Finanzmarktstressindikator fasst auf Basis eines Faktormodells eine Vielzahl von Finanzmarktvariablen zusammen, die Stress im Finanzsystem abbilden sollen. Ein Anstieg des Indikators erhöht das Risiko, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion gedämpft wird (van Roye 2011).

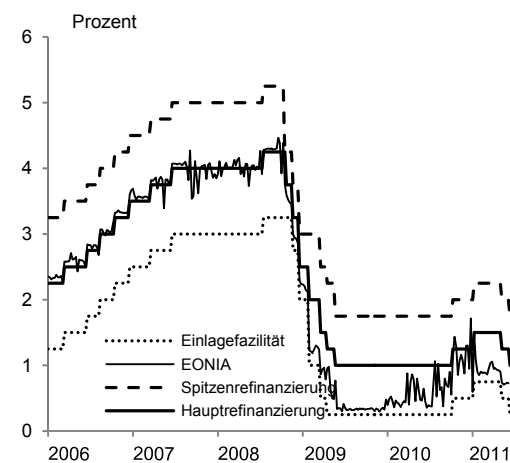
Abbildung 3:  
Finanzmarktstressindikator 1980–2011



Monatsdaten; LTCM: Long-Term Capital Management (Hedgefonds).

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

Abbildung 4:  
Leitzinsen und Tagesgeldsätze im Euroraum 2006–2011



Wochendaten.

Quelle: EZB, Monatsbericht.

ten ein Refinanzierungsgeschäft mit 13-monatiger Laufzeit an, welches mit dem durchschnittlichen Zins über die entsprechende Laufzeit verzinst wird. Erstmals wird die EZB zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu drei Jahren anbieten, die den Banken im Dezember 2011 und März 2012

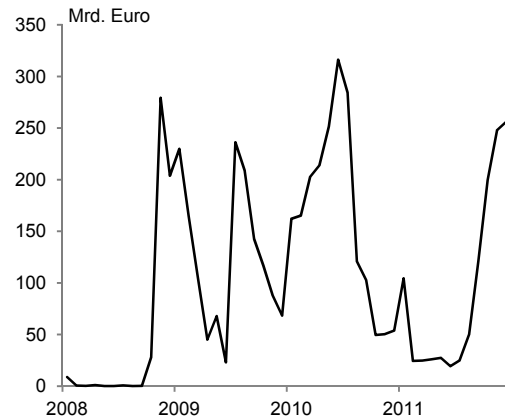
zur Liquiditätsbeschaffung zur Verfügung gestellt werden. Ferner wurden im Rahmen des „Programms für die Wertpapiermärkte“ weiter in erheblichem Umfang Staatsanleihen der peripheren Länder erworben. Insgesamt kaufte die EZB bis zur zweiten Dezemberwoche Schuldtitel in Höhe von rund 208 Mrd. Euro. Zusätzlich hat die EZB im November mit dem Ankauf von Pfandbriefen begonnen, welche sie im Rahmen eines zweiten Pfandbriefprogramms bis Oktober 2012 auf 40 Mrd. belaufen soll. Schließlich koordinierte sie mit anderen großen Zentralbanken ein Abkommen, welches die Refinanzierungsgeschäfte in Fremdwährung für Geschäftsbanken erleichtert.<sup>2</sup>

Die Verspannungen am Interbankenmarkt haben sich in den vergangenen Monaten spürbar erhöht. Die Geschäftsbanken hielten wieder vermehrt Überschussliquidität, die sie über Nacht bei der EZB in der Einlagefazilität hinterlegten. Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität der Geschäftsbanken im Euroraum erreichte im Dezember einen Betrag von 250 Mrd. Euro (Abbildung 5). Der Zinsabstand des Tagesgeldsatzes EONIA zum Hauptrefinanzierungssatz erhöhte sich wieder etwas, was auf ein zunehmendes Misstrauen der Banken untereinander hindeutet. Der längerfristige Geldmarktsatz für unbesichertes Dreimonatsgeld (Euribor) schwankt seit Mitte des Jahres um 1,5 Prozent, wohingegen der Zinssatz für besichertes Dreimonatsgeld (Eurepo) zuletzt deutlich sank (Abbildung 6). Die Zinsdifferenz zwischen diesen beiden Größen, die als Risikobepreisung interpretiert werden kann, hat sich in den vergangenen Wochen somit drastisch erhöht und erreichte ein Niveau, welches zuletzt Ende des Jahres 2008 – kurz nach der Insolvenz von Lehman Brothers – beobachtet wurde.

Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen haben sich in den vergangenen Monaten

<sup>2</sup> Die Notenbanken reagierten mit dieser Maßnahme auf Schwierigkeiten einzelner Banken, sich in US-Dollar zu refinanzieren. So konnten sich diese Finanzinstitute bei amerikanischen Geldmarktfonds und Banken keine Liquidität mehr besorgen. In der koordinierten Intervention haben die Notenbanken den Zinssatz von US-Dollar-Basiswaps um 50 Basispunkte gesenkt. Die Vereinbarung gilt seit dem 5. Dezember 2011 und läuft bis zum 1. Februar 2013.

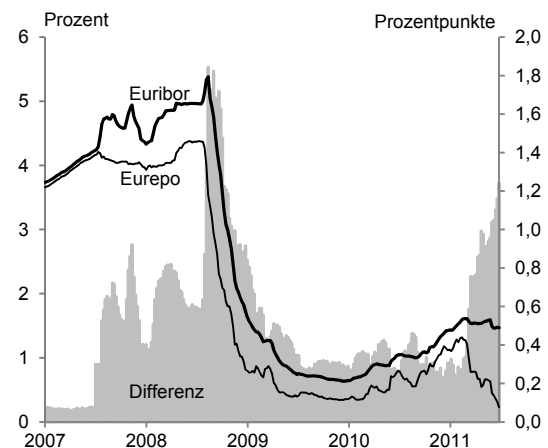
Abbildung 5:  
Inanspruchnahme der Einlagefazilität im Euroraum 2008–2011



Monatsdaten; Bestandswerte.

Quelle: EZB, Monatsbericht.

Abbildung 6:  
Zinssätze für Dreimonatsgeld 2007–2011



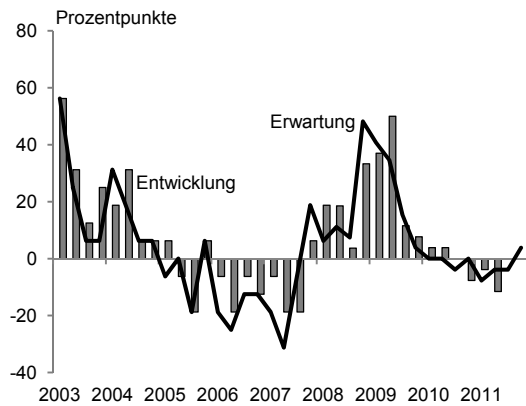
Wochendaten; Euribor: Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld; Eurepo: Zinssatz für besichertes Dreimonatsgeld.

Quelle: EZB, Monatsbericht; eigene Berechnungen.

kaum verändert. Die Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stagnieren seit Juli 2011 bei 4 Prozent. Zudem zeigt die Umfrage des *Bank Lending Survey* der EZB, dass sich die Kreditvergabestandards für Unternehmen seit einem halben Jahr nicht nennenswert verändert haben (Abbildung 7). Ferner deutet die Umfrage zur ifo Kredithürde darauf hin, dass sich der Anteil der Unternehmen,

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Abbildung 7:  
Vergabestandards für Unternehmenskredite 2003–2011



Quartalsdaten; Saldo des Anteils der Banken, welche eine Anhebung der Standards angeben, und Banken, die über eine Lockerung berichten; Entwicklung: in den vergangenen drei Monaten; Erwartung: für die kommenden drei Monate.

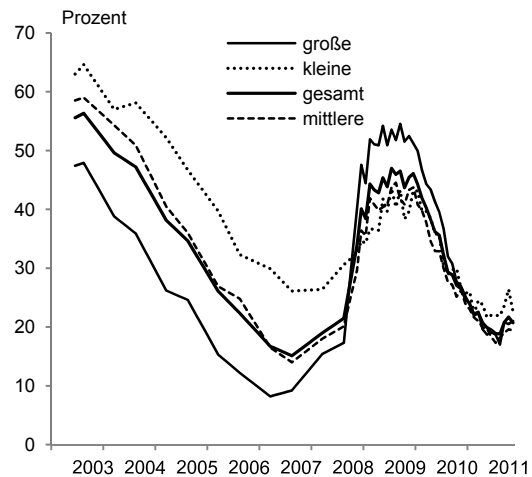
Quelle: Deutsche Bundesbank, *Bank Lending Survey*.

die eine restriktive Kreditvergabe seitens der Banken berichten, nicht signifikant erhöht hat; lediglich bei den kleinen Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes stieg der Anteil leicht (Abbildung 8). Die Renditen von Unternehmensanleihen sanken zuletzt wieder etwas und lagen im November bei 4,4 Prozent; die Aufschläge gegenüber Bundesanleihen weiteten sich infolge der starken Nachfrage nach Anleihen höchster Bonität weiter aus (Abbildung 9). Alles in allem sind die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen nach wie vor günstig; das Zinsniveau ist im historischen Vergleich ausgesprochen niedrig.

Die EZB dürfte den Hauptrefinanzierungssatz vor dem Hintergrund der niedrigen Inflationserwartungen und der nach wie vor stark unterausgelasteten Produktionskapazitäten im Euroraum im gesamten Verlauf des Prognosezeitraums wohl unverändert lassen. Dafür spricht auch die Zinsprojektion mittels einer empirischen Reaktionsfunktion (Abbildung 10). Eine Zinsanhebung ist angesichts der von uns prognostizierten Inflationsrate und Produktionslücke für den Euroraum im gesamten Prognosezeitraum nicht wahrscheinlich. Für Deutschland dürfte der Leitzins – berücksichtigt man die Kapazitätsauslastung und die Inflationsrate – im gesamten Prognosezeitraum

sehr niedrig sein. Die Geldpolitik wird somit in den kommenden zwei Jahren expansiv wirken.

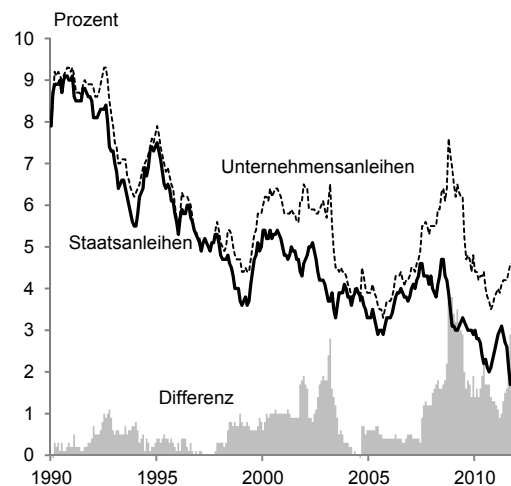
Abbildung 8:  
Kredithürde nach Unternehmensgröße 2003–2011



Monatsdaten ab November 2008; Anteil der Firmen, die über eine restriktive Kreditvergabe seitens der Banken berichten.

Quelle: ifo, *Schnelldienst*.

Abbildung 9:  
Kapitalmarktzinsen 1990–2011



Monatsdaten, Renditen; Unternehmensanleihen mit mittlerer Restlaufzeit von über drei Jahren; Staatsanleihen mit 5-jähriger Laufzeit.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

Für die Prognose unterstellen wir einen konstanten Wechselkurs des Euro gegenüber dem

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

**Tabelle 1:**

Rahmendaten für die Konjunktur 2011–2013

	2011				2012				2013			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins der EZB	1,0	1,2	1,5	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Langfristige Zinsen	3,2	3,1	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,4	2,5	2,6	2,7
US-Dollar/Euro	1,37	1,44	1,42	1,34	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Preisliche Wettbewerbsfähigkeit	87,3	88,3	89,0	88,1	87,9	87,6	87,4	87,4	87,5	87,6	87,7	87,8
Bruttoauslandsprodukt	3,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6
Rohölpreis	105,7	117,5	114,6	109,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0

Leitzins der EZB: Hauptrefinanzierungssatz; Langfristige Zinsen: Rendite 9–10-jähriger Bundesanleihen; Preisliche Wettbewerbsfähigkeit: gegenüber 36 Ländern auf Basis von Deflatoren für den Gesamtabsatz, Index: 1991 I = 100, steigende Werte bedeuten eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit; Bruttoinlandsprodukt im Ausland: in 46 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export, Veränderung gegenüber Vorquartal, Jahresrate. Rohölpreis: US-Dollar je Barrel North Sea Brent.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; IMF, *International Financial Statistics*; eigene Berechnungen. Ab 2011 III (preisliche Wettbewerbsfähigkeit) bzw. 2011 IV: Prognose des IfW.

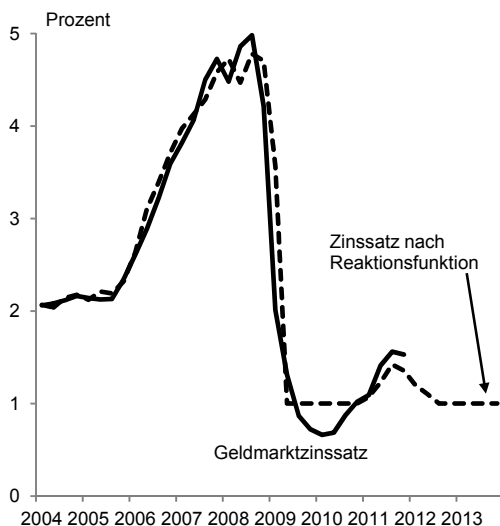
US-Dollar von 1,30 (Tabelle 1). Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen dürfte sich vor diesem Hintergrund im Prognosezeitraum leicht verschlechtern.

## Haushaltskonsolidierung gerät ins Stocken

Nachdem die Finanzpolitik im Jahr 2011, auch wegen des Auslaufens von Konjunkturmaßnahmen, spürbar restriktiv ausgerichtet war, wird in den kommenden beiden Jahren per saldo kaum noch konsolidiert. Dies hängt auch damit zusammen, dass sich mehrere Vorhaben bzw. Planungen im Rahmen des im Jahr 2010 beschlossenen „Zukunftspakets“ als unrealistisch herausstellten oder inzwischen überholt sind und – vermutlich angesichts der guten Kassenlage – keine Kompensation angestrebt wird (Boss 2011a).<sup>3</sup> So wurde für 2012 mit deutlich höheren Einnahmen aus der Kernbrennstoffsteuer und den zusätzlichen Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer, die in absehbarer Zeit wohl nicht eingeführt wird, geplant. Ferner dürften sich die Einsparungen im Verteidigungshaushalt, die ab 2013 unterstellt waren, weiter verzögern. Lediglich der Verzicht auf Energie- und Stromsteuererhöhungen wurde durch einen Anstieg der Tabaksteuersätze ausgeglichen. Ferner entgehen dem Bund durch die Energiewende Einnahmen aus dem Energie- und Klimafonds.

**Abbildung 10:**

Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2013



Quartalsdaten; Prognose ab dem 4. Quartal 2011 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB; Geldmarktzins: Dreimonatseuribor; letzter Wert: Durchschnitt Oktober/November 2011.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

<sup>3</sup> Zu den ursprünglichen Plänen des „Zukunftspakets“ siehe Boss et al. (2010).

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

*Tabelle 2:*  
Budgetwirkungen finanzpolitischer Maßnahmen 2011–2013

	2011	2012	2013
<b>A. „Zukunftspaket“ des Bundes</b>			
Steuern <sup>a</sup>	2,8	3,2	3,4
Sonstige Einnahmen	0,7	0,7	0,7
Personalausgaben und Sachaufwendungen	1,7	2,7	3,0
Sozialleistungen	1,1	2,9	3,0
<b>Zusammen</b>	<b>6,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>
<b>B. Sonstige Maßnahmen</b>			
Schrittweise Abschaffung der Eigenheimzulage	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>
Befristete Einführung der degressiven Abschreibung auf bewegliche Wirtschaftsgüter	0,1	1,8	3,7
Reduktion der Unternehmenssteuern	-2,1	-2,8	-2,3
Erhöhung der absetzbaren Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge	-1,7	0,1	-1,9
Änderung des Beitragssatzes in der Arbeitslosenversicherung	1,8	1,9	2,0
Förderung der Kurzarbeit (Erstattung von Sozialversicherungsbeiträgen)	1,1	1,4	1,4
Änderung des Satzes der Insolvenzgeldumlage	-2,8	-2,1	-2,2
Ausweitung der öffentlichen Investitionen im Rahmen der „Konjunkturpakete“	0,1	6,2	6,4
Eingriffe in die Rentenformel	-1,5	2,1	3,5
Anhebung des Beitragssatzes in der gesetzlichen Krankenversicherung	5,6	5,7	5,8
Kürzung der Ausgaben der gesetzlichen Krankenversicherung	2,5	2,5	2,5
Erhöhung des Regelsatzes des Arbeitslosengeldes II, Ausweitung der Sachleistungen für Kinder (Bildungspaket)	-1,2	-1,4	-1,5
Einführung einer Bankenabgabe	0,5	0,8	0,9
Steuersenkung u.a. im Rahmen der Vereinfachung des Steuerrechts <sup>c</sup>		-0,8	-0,8
Jahressteuergesetz 2010	-0,8	-0,5	-0,3
Kürzung der Ausgaben der Länder und der Gemeinden	1,3	1,8	1,8
Änderung des Beitragssatzes in der Rentenversicherung		-2,9	-3,0
Änderung des Beitragssatzes in der Pflegeversicherung			1,1
Änderung des Leistungskatalogs in der Pflegeversicherung		-0,5	-1,0
„Zuschussrente“			-0,2
Versorgungsstrukturgesetz		-0,2	-0,3
Einkommensteuertarifänderung			-2,0
<b>Zusammen</b>	<b>4,1</b>	<b>15,6</b>	<b>17,2</b>
<b>C. Automatische Reaktionen</b>			
Heimliche Einkommensteuererhöhung	5,2	8,8	12,0
Endogener Rückgang von Steuerquoten	-2,6	-4,3	-6,5
Endogene Reaktion der öffentlichen Investitionen	-0,9	-6,0	-7,0
<b>Zusammen</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
<b>Summe</b>	<b>12,1</b>	<b>23,6</b>	<b>25,8</b>
Insgesamt, im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt	0,7	0,9	1,0
Insgesamt (Saldo), im Vergleich zum Vorjahr	12,1	11,5	2,2
dito, im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt	0,5	0,4	0,1
<i>Nachrichtlich:</i>			
Energie- und Klimafonds		-0,7	
Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)		-4,0	-4,0

Auswirkungen auf den Budgetsaldo des Staates, gemessen an den Verhältnissen im Jahr 2010, in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen; Mrd. Euro. — <sup>a</sup>Einführung einer Luftverkehrsabgabe und einer Kernbrennstoffsteuer, Anhebung der Tabaksteuer, Reduktion der Energiesteuer- und der Stromsteuervergünstigung; ohne Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer. — <sup>b</sup>Ausschließlich der Auswirkungen auf den Regelsatz des Arbeitslosengeldes II und vergleichbarer Sozialleistungen. — <sup>c</sup>Gesetz zur Steuervereinfachung 2011, Ausweitung der Agrardiesel-Steuervergütung.

Quelle: BMF, *Finanzbericht*; eigene Berechnungen und Schätzungen.



Im kommenden Jahr werden verschiedene Abgaben erhöht, so werden die Sätze der Tabaksteuer angehoben und ebenso die einiger kommunaler Steuern und Ländersteuern, z.B. der Grunderwerbsteuer in Schleswig-Holstein. Zudem werden mehrere Abgabenerhöhungen des Jahres 2011 erst im Jahr 2012 ihre volle Wirkung entfalten. Ferner werden im Jahr 2012 der Beitragssatz zur Rentenversicherung um voraussichtlich 0,3 Prozentpunkte und durch das Steuerentlastungsgesetz die Einkommensteuern gesenkt (Tabelle 2). Ausgabeseitig sollen durch eine Reform der aktiven Arbeitsmarktpolitik im Haushalt der Bundesagentur für Arbeit bis zu 1,8 Mrd. Euro eingespart werden. Außerdem will der Bund verfügbare Ausgaben kürzen. Allerdings ist absehbar, dass die Leistungen der Gesetzlichen Pflegeversicherung ausgeweitet werden, u.a. um der steigenden Zahl demenzkranker Pflegebedürftiger Rechnung zu tragen und die Situation pflegender Angehöriger zu verbessern. Zudem werden die Krankenkassen durch das Versorgungsstrukturgesetz mit einigen hundert Millionen Euro zusätzlich belastet.

Im Jahr 2013 wird die Finanzpolitik ihren Restriktionsgrad nochmals verringern. Einnahmeseitig dürften lediglich die geplante Anhebung des Beitragssatzes zur Gesetzlichen Pflegeversicherung und eine abermalige Erhöhung der Tabaksteuersätze als zusätzliche Maßnahmen ins Gewicht fallen. Die Anpassung des Beitragssatzes zur Gesetzlichen Pflegeversicherung wird wohl notwendig, um die geplante dauerhafte Leistungsausweitung im Jahr 2012 zu finanzieren, ohne die Reserven der Pflegeversicherung aufzulösen.<sup>4</sup> Bei der Einkommensbesteuerung ist vom Bundeskabinett für das Jahr 2013 eine Entlastung von 2 Mrd. Euro beschlossen worden. Zwar ist die Zustimmung für das Gesetzesvorhaben, dass für das Jahr 2014 eine zusätzliche Entlastung von 4 Mrd. Euro vorsieht, ungewiss, doch dürfte die Planung für das Jahr 2013 zumindest teilweise umgesetzt werden, da dann das gesetzliche

Existenzminimum und somit auch der Grundfreibetrag angepasst werden müssen.

Ausgabeseitig ist vonseiten des Bundes mit weiteren Kürzungen verfügbarer Ausgaben zu rechnen. Ob die in der ursprünglichen Fassung des „Zukunftspakets“ vorgesehene Größenordnung erreicht wird, ist angesichts der bisherigen Praxis der Umsetzung des Zukunftspakets fraglich. Zudem hat die Bundesrepublik Deutschland sich für die Jahre 2013 bis 2016 verpflichtet, jährlich rund 4 Mrd. Euro an den ESM abzuführen. Der Beginn der Zahlungen dürfte in das Jahr 2012 vorgezogen werden. Allerdings sind sie nicht defizitwirksam. Darüber hinaus hat die Koalition ein Betreuungsgeld und eine Rentensteigerung für Mütter, deren Kinder vor 1992 geboren wurden, in Aussicht gestellt. Beide Maßnahmen würden den gesamtstaatlichen Haushalt wohl mit über 2 Mrd. Euro belasten. Wir rechnen angesichts der Mehrheitsverhältnisse im Bundesrat jedoch nicht mit der Umsetzung dieser Pläne.

Um den Fiskalimpuls zu bestimmen, sind neben den diskretionären Maßnahmen auch automatische Effekte wie „heimliche Steuererhöhungen“ bei der Einkommensbesteuerung oder die endogen sinkende Steuerquote von Mengensteuern zu berücksichtigen. Insgesamt ist für das Jahr 2012 mit Budgetwirkungen von 11,5 Mrd. Euro (0,4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) und für das Jahr 2013 von 2,2 Mrd. Euro (0,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) jeweils im Vergleich zum Vorjahr zu rechnen.

## Exportflaute dämpft Konjunktur

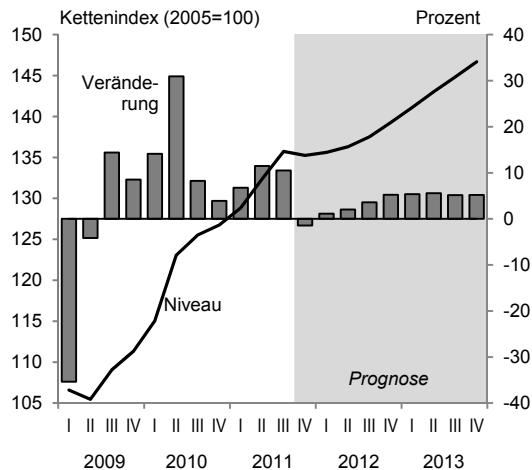
---

Der Außenhandel expandierte im Verlauf des Jahres kräftig und zeigte sich insbesondere im Sommerhalbjahr gegenüber den weltweit belastenden Einflüssen, wie den Auswirkungen der Naturkatastrophe in Japan und des kräftigen Ölpreisanstiegs sowie der Zuspitzung der Schuldenkrise im Euroraum, robust. Im dritten Quartal legten die Exporte mit einer laufenden

<sup>4</sup> Zur Prognose der Finanzen der Gesetzlichen Pflegeversicherung siehe Boss (2011b).

Jahresrate von 10,5 Prozent zu (Abbildung 11). Die Importe wurden um 11,0 Prozent ausgeweitet (Abbildung 12), sodass der Außenbeitrag nahezu neutral für die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts war.

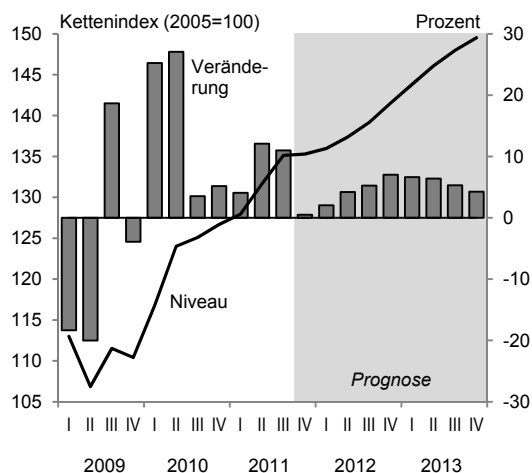
Abbildung 11:  
Exporte 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

Abbildung 12:  
Importe 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

Maßgeblich für den kräftigen Anstieg der Exporte war, dass die Konjunktur in den Abnehmerländern noch günstig blieb und dass die Unternehmen von ihrem hohen Auftragsbestand zehren konnten. Gleichwohl verlangsamte sich die Expansion der Ausfuhren in den Euroraum im dritten Quartal abermals. In Anbetracht der nochmaligen Verschärfung der Schuldenkrise im Euroraum fiel die Abschwächung jedoch moderat aus; die nominalen Warenausfuhren stiegen mit einer laufenden Jahresrate von rund 5 Prozent, nach 7 Prozent im zweiten Quartal. Der Anstieg der Ausfuhren in die übrigen Länder der Europäischen Union beschleunigte sich dagegen spürbar. Auch die Lieferungen nach China wurden deutlich ausgeweitet, nachdem sie im Vorquartal noch zurückgegangen waren. Die Exporte in die OPEC-Länder sind trotz des kräftigen Ölpreisanstiegs bereits seit nunmehr einem Jahr rückläufig. Auch wenn man berücksichtigt, dass dies zu einem Gutteil auf die politischen Ereignisse in Libyen zurückzuführen ist, so ließ sich das in früheren Phasen starker Ölpreisanstiege häufig zu beobachtende Muster spürbar zunehmender Ausfuhren in die erdölexportierenden Länder für die OPEC-Staaten bisher nicht beobachten. Die Ausfuhren nach Russland, das ebenfalls vom hohen Ölpreis profitiert, waren zwar ebenfalls rückläufig, sie nahmen jedoch im Verlauf des ersten Halbjahrs kräftig zu. Nach Sektoren betrachtet verlangsamten sich die Lieferungen von Investitionsgütern deutlich, vor allem weil die Nachfrage nach Maschinen in den Abnehmerländern langsamer zunahm als noch im Vorquartal. Zu einem ausgeprägten Einbruch der Investitionsgüternachfrage, wie er in der Vergangenheit nach starken Anstiegen der Unsicherheit häufig beobachtet werden konnte und aufgrund der Zuspitzung der Schuldenkrise im Euroraum drohte, kam es im dritten Quartal jedoch nicht.<sup>5</sup> Die Ausweitung der Ausfuhren von Kraftfahrzeugen und Kraftfahrzeugteilen beschleunigte sich sogar spürbar.

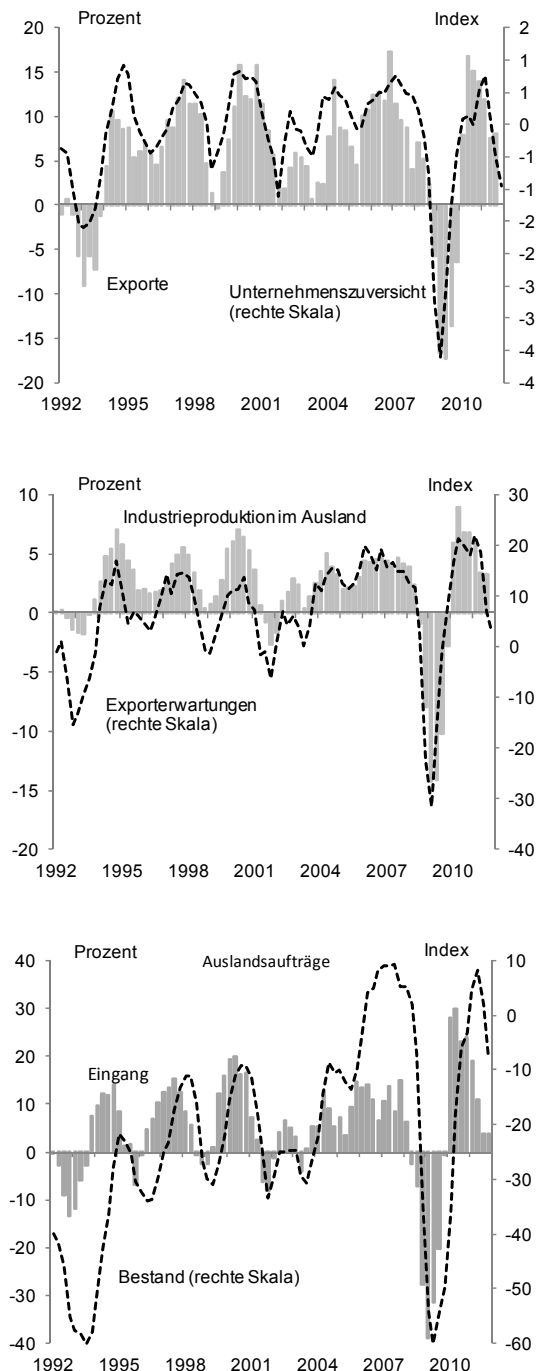
<sup>5</sup> Für die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines Anstiegs der Unsicherheit in den Vereinigten Staaten vgl. Gern et al. (2011: Kasten 3). Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines Anstiegs des Finanzmarktstresses im Euroraum vgl. van Roye (2011).

Auch die Lieferungen von Vorleistungsgütern zogen wieder an, nachdem sie im Vorquartal stagniert hatten.

Im Winterhalbjahr werden die Exporte wohl vor allem durch die Rezession im übrigen Euro-raum ausgebremst werden. Sie dürften allenfalls stagnieren. Darauf deuten auch die Frühindikatoren hin. So sind die Exporterwartungen trotz eines Anstiegs im Oktober in der Tendenz weiter rückläufig (Abbildung 13). Auch die Unternehmenszuversicht in den Abnehmerländern, gewichtet nach Anteilen an den deutschen Exporten, ging weiter zurück. Ferner deuten die für den Oktober vorliegenden nominalen Warenausfuhren auf einen spürbaren Rückgang der Exporte im vierten Quartal hin. Zwar schätzen die Unternehmen ihren Bestand an Auslandsaufträgen nach wie vor recht günstig ein, wodurch die Auswirkungen der schwachen Auslandsnachfrage wohl vorübergehend abgemildert werden, allerdings haben sie einen Teil des Auftragsbestandpolsters bereits in den vergangenen Monaten aufgezehrt. Zudem hat die vergangene Rezession – zu deren Beginn sich der Auftragsbestand auf einem ähnlichen Niveau wie im November befand – gezeigt, dass ein hoher Auftragsbestand nicht zwangsläufig einen deutlichen Rückgang der Exporte verhindert. Im Verlauf des kommenden Jahres werden die Ausfuhren mit der Belebung der Konjunktur in den Handelspartnerländern wohl wieder anziehen. Eine große Dynamik werden sie jedoch nicht entfalten, vor allem weil die Erholung im übrigen Euroraum zunächst verhalten ausfallen dürfte. Die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die sich durch die jüngst zu beobachtende Abwertung des Euro ergibt, dürfte die Erholung der Ausfuhren stützen. Alles in allem werden die Ausfuhren im Jahr 2012 wohl um 2,5 Prozent zulegen, nach 8,4 Prozent im laufenden Jahr. Für das Jahr 2013 rechnen wir mit einer Belebung der Weltkonjunktur. Die deutschen Exporte dürften davon profitieren und um 4,8 Prozent steigen.

Mit der lebhaften Ausweitung des privaten Konsums im dritten Quartal zogen die nominalen Einfuhren von Konsumgütern deutlich schneller an als im Vorquartal. Auch die Importe

Abbildung 13:  
Exportindikatoren 1992–2011



Quartalsdaten; Exporte, Industrieproduktion, Auftragsingang: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Auftragsbestand: preisbereinigt; Unternehmenszuversicht, Industrieproduktion: in 41 Ländern, gewichtet mit Anteilen am deutschen Export.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*; Thomson Financial Datastream; ifo, *Konjunkturperspektiven*; eigene Berechnungen.

von Kraftwagen und Kraftwagenteilen wurden spürbar ausgeweitet, nachdem sie im Vorquartal noch zurückgegangen waren. Die Einfuhren von Investitionsgütern stagnierten dagegen, da die Lieferungen von Maschinen deutlich zurückgingen. Trotz des kräftigen Anstiegs der Importe insgesamt gingen die nominalen Wareneinfuhren aus dem Euroraum im dritten Quartal zurück, nachdem sie im ersten Halbjahr noch spürbar gestiegen waren. Die Lieferungen aus den anderen Ländern der Europäischen Union nahmen dagegen deutlich zu.

Die Expansion der Importe wird sich im Winterhalbjahr wohl spürbar verlangsamen. Neben dem durch die Schwäche bei den Exporten geringeren Bedarf an Vorleistungsgütern dürfte sich das – aufgrund der großen Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Schuldenkrise – ungünstige Investitionsklima bei der Nachfrage nach ausländischen Investitionsgütern bemerkbar machen. Mit dem Anziehen der Binnenkonjunktur und der Belebung bei den Exporten dürften die Einfuhren im Verlauf des kommenden Jahres wieder mit höherem Tempo ausgeweitet werden. Insgesamt werden sie im Jahr 2012 um 4,1 Prozent zulegen, nach 7,5 Prozent im laufenden Jahr. Für das Jahr 2013 rechnen wir mit einem Anstieg um 6,0 Prozent.

Vor diesem Hintergrund wird der Außenbeitrag den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr um 0,6 Prozentpunkte verringern, nachdem er im Jahr 2011 noch einen mit 0,8 Prozentpunkten deutlich positiven Beitrag leistet. Im Jahr 2013 wird er die Expansion des Bruttoinlandsprodukts wohl leicht dämpfen.

Nachdem sich der Preisauftrieb bei den Einfuhren bereits im zweiten Quartal beruhigt hatte, gingen die Importpreise im dritten Quartal leicht zurück. Maßgeblich hierfür war, dass die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs zu Beginn des Jahres langsam auslaufen. Hinzu kommt, dass der in der ersten Jahreshälfte zu beobachtende Anstieg des Außenwertes des Euro die Einfuhren verbilligt hat. Im Prognosezeitraum dürften die Einfuhrpreise in der Tendenz weiter abwärtsgerichtet sein, vor allem weil die schwache Konjunktur den Preissetzungsspielraum der Lieferanten einengt. Einem stärkeren Rückgang entgegenwirken wird die

jüngst zu beobachtende Abwertung des Euro sowie die nach wie vor recht hohen Preissteigerungsraten in den Schwellenländern. Alles in allem werden die Importpreise im Jahr 2012 wohl um 0,7 Prozent und im Jahr 2013 um 0,6 Prozent zurückgehen, nach einem Anstieg von 5,1 Prozent in diesem Jahr.

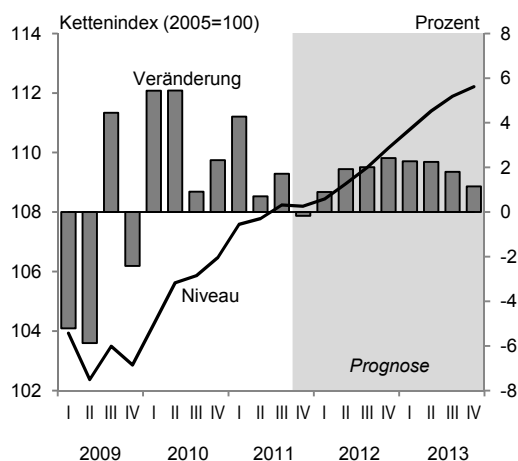
Auch der Preisauftrieb bei den Exporten beruhigte sich im Verlauf des Jahres merklich. Sie stiegen jedoch im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 1,5 Prozent wieder etwas schneller als im Vorquartal. Im Prognosezeitraum dürften die Exporteure aufgrund der zunächst schwachen Konjunktur in vielen Abnehmerländern mit Preisanhebungen vorsichtig sein. Allerdings werden sie wohl nicht mit spürbaren Preisabschlägen auf die Schwäche der Auslandskonjunktur reagieren, da die Lohnstückkosten im gesamten Prognosezeitraum wohl kräftig anziehen werden und viele deutsche Exporteure über einen vergleichsweise hohen Preissetzungsspielraum verfügen. Mit dem Anziehen der Konjunktur im Verlauf des kommenden Jahres werden die Exporteure die höheren Kosten wohl vermehrt an die Abnehmer im Ausland weiterreichen. Alles in allem werden die Exportpreise im kommenden Jahr wohl etwas zurückgehen, nach einem Anstieg um 2,6 Prozent im laufenden Jahr. Für das Jahr 2013 rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Exportpreise.

Da die deutschen Exporteure aufgrund ihres hohen Spezialisierungsgrads in der Tendenz über mehr Marktmacht verfügen als ausländische Lieferanten und sie sich aufgrund der im internationalen Vergleich recht günstigen Lage am Arbeitsmarkt wohl höheren Kostensteigerungen gegenübersehen werden, werden sie ihre Preise im Prognosezeitraum wohl höher ansetzen als die Importeure. Vor diesem Hintergrund wird der Anstieg bei den Exportpreisen – von Wechselkursschwankungen und starken Bewegungen bei den Preisen für Energierohstoffe abgesehen – wohl durchweg höher ausfallen als die der Importpreise. Folglich werden sich die Terms of Trade im kommenden Jahr wohl um 0,5 Prozent und im Jahr 2013 um 0,8 Prozent verbessern, nach einer Verschlechterung um 2,4 Prozent im laufenden Jahr.

## Binnennachfrage wirkt stabilisierend

Mit einem Zuwachs um 1,7 Prozent (laufende Jahresrate) war die heimische Verwendung im dritten Quartal die maßgebliche Bestimmungsgröße der gesamtwirtschaftlichen Endnachfrage. Im Inland wurden vier Fünftel des Produktionsanstiegs von 0,5 Prozent absorbiert. Gegenüber dem Durchschnitt des ersten Halbjahres, in dem die Binnennachfrage um 2,8 Prozent expandierte, hat sich der binnenwirtschaftliche Nachfragesog jedoch deutlich abgeschwächt (Abbildung 14). Anders als im ersten Halbjahr speiste sich der Anstieg zum überwiegenden Teil aus zusätzlichen privaten Konsumausgaben. Bei den Investitionen zogen zwar die Ausgaben für Ausrüstungen mit einer Jahresrate von gut 12 Prozent kräftig an; dem standen jedoch eine Stagnation der Bautätigkeit und ein deutlicher Lagerabbau gegenüber.

Abbildung 14:  
Inlandsnachfrage 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

Die Binnennachfrage wird im Schlussquartal wohl nahezu stagnieren. Hierin spiegelt sich insbesondere ein Investitionsattentismus wider, der durch die Verunsicherung über die weitere Entwicklung im Euroraum hervorgerufen wird.

Im gesamten Jahr ergibt sich gleichwohl ein sehr kräftiger Zuwachs von 2,2 Prozent, der knapp an den Vorjahreswert heranreicht. Für das kommende Jahr erwarten wir, dass der derzeit unterbrochene Investitionsaufschwung bei einer allmählichen Entspannung der europäischen Staatsschuldenkrise etwa zur Jahresmitte wieder Tritt fasst. Auch von der privaten Konsumnachfrage kommen dann im Zuge höherer Realeinkommen wieder kräftigere Impulse. Diese Entwicklung dürfte die Binnennachfrage auch im übernächsten Jahr noch prägen. Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2012 mit einem Anstieg um 1,2 Prozent. Im Jahr 2013 dürften es gut 2 Prozent sein. Während die Konsumausgaben im nächsten Jahr stärker und im übernächsten Jahr schwächer zulegen dürften als die gesamtwirtschaftliche Leistung, entwickeln sich die Anlageinvestitionen in beiden Jahren deutlich dynamischer als die Gesamtwirtschaft, wobei von der staatlichen Investitionstätigkeit nur sehr schwache Impulse ausgehen (Tabelle 3).

Tabelle 3:  
Anlageinvestitionen 2010–2013

	2010	2011	2012	2013
Anlageinvestitionen	5,5	6,6	1,6	4,9
Unternehmensinvestitionen	7,3	7,1	2,3	6,1
Ausrüstungen	10,5	8,4	3,2	8,4
Wirtschaftsbau	1,7	5,5	-0,6	2,5
Sonstige Anlagen	4,7	4,4	4,7	6,2
Wohnungsbau	3,5	5,9	0,4	2,2
Öffentlicher Bau	-1,7	3,4	-0,4	1,1
<i>Nachrichtlich:</i>				
Bauinvestitionen	2,2	5,4	0,0	2,1

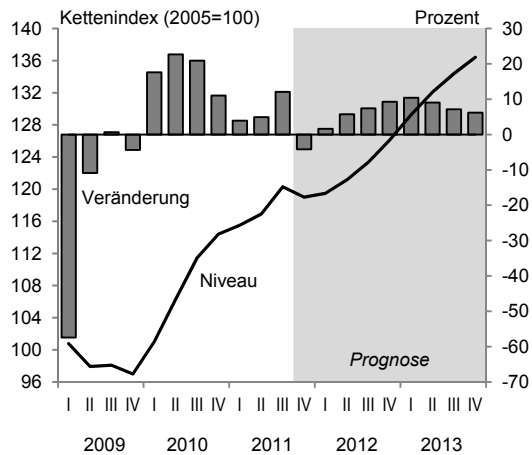
Preisbereinigt. Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

Die Investitionen in Ausrüstungen dürften nach dem kräftigen Zuwachs in den Sommermonaten zum Jahresausklang wohl einen Dämpfer erhalten (Abbildung 15). Hierauf deutet der zuletzt in der Tendenz abwärts gerichtete inländische Bestelleingang bei den Investitionsgüterherstellern hin. Auch die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe war zuletzt – wenngleich auf weiterhin über-

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Abbildung 15:  
Ausrüstungsinvestitionen 2009–2013

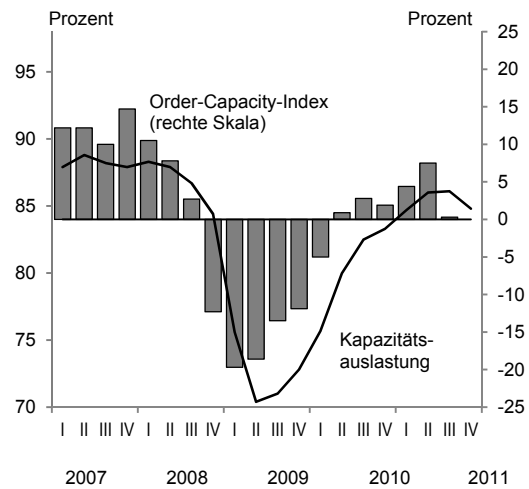


Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

durchschnittlichem Niveau – erstmals seit fast zwei Jahren wieder rückläufig (Abbildung 16). Auch der von der Deutschen Bundesbank berechnete Order-Capacity-Index zeigt an, dass der Auftragseingang bei den Unternehmen zuletzt mit den bestehenden Kapazitäten bewältigt werden konnte. Für das vierte Quartal rechnen wir mit einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen um gut 4 Prozent. Für das Gesamtjahr ergibt sich ein Anstieg um 8,4 Prozent, wovon jedoch 5 Prozentpunkte als statistischer Überhang aus dem Vorjahr zu Buche schlagen. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern wieder anziehen. So dürfte ab der Jahresmitte die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung zunehmen – die Gesamtwirtschaft expandiert dann schneller als die Produktionsmöglichkeiten wachsen. Diese Entwicklung dürfte sich im Folgejahr fortsetzen und das Kapazitätserweiterungsmotiv stärken (Abbildung 17). Unterstützend wirkt zudem, dass die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen in Deutschland weiterhin günstig bleiben dürften. Alles in allem rechnen wir für das kommende Jahr mit einem Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen um 3,2 Prozent, gefolgt von einem weiteren Zuwachs um 8,4 Prozent im Jahr 2013.

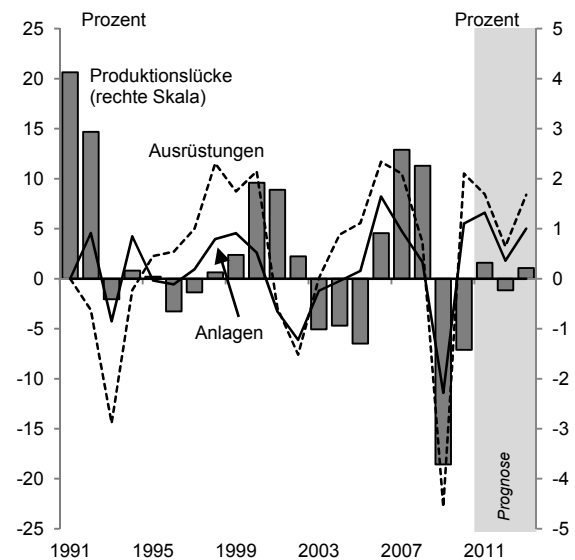
Abbildung 16:  
Kapazitätsauslastung 2007–2011



Quartalsdaten, saisonbereinigt; Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe (Achse schneidet bei Normalauslastung).

Quelle: ifo, *Konjunkturperspektiven*; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*.

Abbildung 17:  
Investitionszyklen 1991–2013



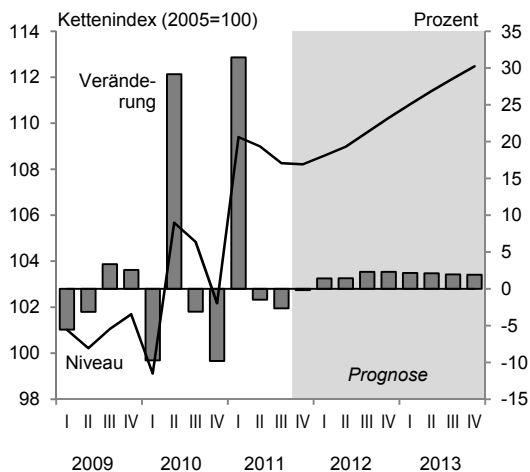
Jahresdaten; Anlagen, Ausrüstungen: preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr; Produktionslücke: in Prozent des Produktionspotentials.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; gemeinsame Berechnungen und Projektionen von IfW und ZEW.

Die *Bauinvestitionen* dürften im laufenden Jahr mit einer Zuwachsrate von 5,6 Prozent so

stark ausgeweitet werden wie seit dem Jahr 1994 nicht mehr. Diese kräftige Expansion ist nahezu ausschließlich dem furiosen Jahresauftakt geschuldet (Abbildung 18). Für das Schlussquartal zeichnet sich eine Stagnation ab. Im weiteren Verlauf dürfte die Bautätigkeit wieder anziehen, wobei die stärksten Impulse weiterhin vom Wohnungsbau zu erwarten sind. Die öffentlichen Investitionen treten demgegenüber nahezu auf der Stelle. Insgesamt erwarten wir für das Jahr 2012 ein gegenüber dem Vorjahr unverändertes Investitionsniveau. Die aufwärtsgerichtete Entwicklung schlägt sich aufgrund eines statistischen Unterhangs von 0,9 Prozentpunkten und einem Arbeitstageeffekt von 0,4 Prozentpunkten nicht in der Jahresexpansionsrate nieder; die Verlaufsrate beträgt hingegen 1,7 Prozent. Für das Jahr 2013 erwarten wir einen Anstieg der Bauinvestitionen um 2,1 Prozent.

Abbildung 18:  
Bauinvestitionen 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

Das zum Jahresauftakt sprunghaft um fast 8 Prozent erhöhte Niveau der Wohnungsbauinvestitionen konnte im dritten Quartal nicht mehr ganz gehalten werden (Rückgang um 0,3 Prozent nach einer Stagnation im Vorquartal). Auch die Auftragseingänge waren zuletzt rück-

läufig. Dem steht allerdings ein seit fast drei Jahren aufwärtsgerichteter Trend der Baugenehmigungen gegenüber, so dass für das Schlussquartal mit einem geringfügigen Anstieg der Wohnungsbautätigkeit gerechnet werden kann. Das Gesamtjahr dürfte mit einem Plus von 5,9 Prozent abschließen. Aufgrund der stabilen Beschäftigungslage und der voraussichtlich weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen dürften die Investitionen in Wohnbauten im kommenden Jahr aufwärtsgerichtet bleiben. In der von uns prognostizierten Zuwachsrate von 0,4 Prozent macht sich die geringere Anzahl an Arbeitstagen stark bemerkbar. Arbeitstäglich bereinigt ergibt sich ein Anstieg um 1 Prozent. Im Jahr 2013 dürften es 2,1 Prozent sein.

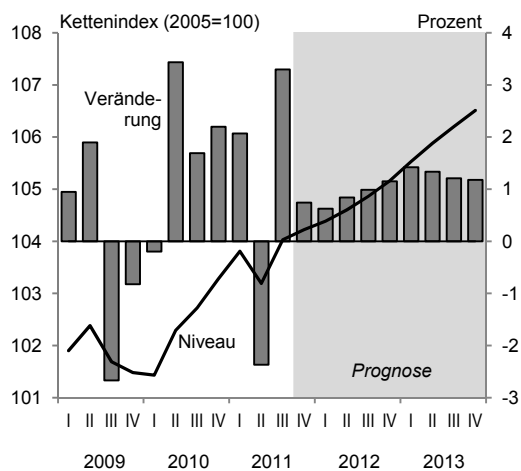
Die Auftragseingänge für den gewerblichen Bau haben nach dem kräftigen Jahresauftakt in sechs der sieben vergangenen Monate nachgegeben. Es ist daher damit zu rechnen, dass dem recht kräftigen Rückgang um 6,9 Prozent in den Sommermonaten ein weiteres Quartal mit schrumpfender Wirtschaftsbautätigkeit folgt. Gleichwohl dürfte das Gesamtjahr mit der höchsten Zuwachsrate (5,6 Prozent) seit dem Jahr 1992 abschließen. Von der für das kommende Jahr erwarteten Belebung bei den Ausrüstungsinvestitionen dürfte auch der Wirtschaftsbau profitieren. Im Verlauf dürfte er recht kräftig mit 1,6 Prozent anziehen. Aufgrund von Arbeitstage- und Unterhangeffekten ergibt sich für die jahresdurchschnittliche Expansionsrate allerdings ein Rückgang um 0,6 Prozent. Für das Jahr 2013 erwarten wir einen Zuwachs um 2,5 Prozent.

Die öffentlichen Bauinvestitionen sind im dritten Quartal spürbar gesunken. Das Auslaufen der Investitionsprogramme im Rahmen des Konjunkturpakets II ist hier maßgeblich. Auch in den kommenden Quartalen dürften die öffentlichen Bauinvestitionen zunächst nur sehr mäßig ausgeweitet werden, auch weil viele Bauprojekte der Kommunen vorgezogen worden waren, um in den Genuss der Investitionsprogramme des Bundes zu kommen. Insgesamt dürften die öffentlichen Bauinvestitionen im Jahr 2012 leicht zurückgehen. Im Verlauf des Jahres setzt dann eine Normalisierung ein. Für

das Jahr 2013 rechnen wir mit einem Anstieg von gut 1 Prozent.

Die *privaten Konsumausgaben* haben den Frühjahrseinbruch um 2,4 Prozent erwartungsgemäß in den Sommermonaten mit einem Anstieg um 3,3 Prozent mehr als wettgemacht (Abbildung 19). Der recht kräftige Zuwachs der Einzelhandelsumsätze im Oktober lässt auch für das Schlussquartal einen steigenden privaten Verbrauch erwarten. Der von uns prognostizierte Anstieg um 0,8 Prozent ergibt für das Gesamtjahr eine Expansion um 1,4 Prozent, die – trotz einer um drei Zehntel verringerten Sparneigung – nur knapp halb so groß ausfällt wie der Anstieg der Wirtschaftsleistung. Hierin spiegelt sich der geringe reale Kaufkraftzuwachs der privaten Haushalte von lediglich 1 Prozent wider.

Abbildung 19:  
Private Konsumausgaben 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

Im kommenden Jahr dürften die privaten Konsumausgaben nach einem verhaltenen Auftakt infolge der Einkommensentwicklung der privaten Haushalte etwas kräftiger expandieren. Bei einer um 11 Prozent nahezu konstanten Sparquote rechnen wir mit einem Zuwachs um 0,9 Prozent, der somit fast doppelt so stark ausfällt wie der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg. Hierin spiegeln sich zum

einen höhere Nettolöhne wider (Zuwachs um 2,1 Prozent), die zum größeren Teil auf angeho-bene Pro-Kopf-Verdienste und zum geringeren Teil auf einen weiteren Beschäftigungsaufbau zurückzuführen sind. Die monetären Sozialleistungen werden – vor allem aufgrund der zur Jahresmitte vorgenommenen Rentenanpassung – real stagnieren (in diesem Jahr schrumpfen sie noch um 3 Prozent). Die Unternehmens- und Vermögenseinkommen dürften zwar mit 3,3 Prozent nur noch halb so kräftig zulegen wie im Jahr 2011, sie bleiben aber die am stärksten expandierende Einkommenskomponente.

Im Jahr 2013 dürfte die Entwicklung der Nettolöhne mit der der Gewinneinkommen gleichziehen – beide Einkommensquellen steigen dann um 3 Prozent. Auch die Bezieher monetärer Sozialleistungen können mit einem recht kräftigen Einkommenszuwachs um 2,5 Prozent rechnen. Bei kaum verändertem Sparverhalten resultiert daraus ein Anstieg der privaten Konsumausgaben um 1,1 Prozent.

## Verbraucherpreisanstieg lässt leicht nach

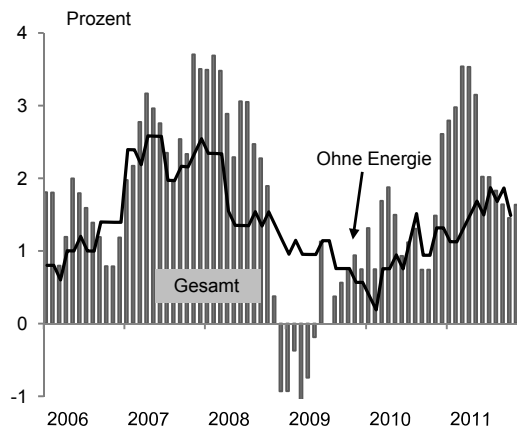
In den vergangenen Monaten hat sich der Verbraucherpreisanstieg leicht verlangsamt. In den Monaten von Mai bis November 2011 erhöhten sich die Preise saisonbereinigt um lediglich 1,6 Prozent (laufende Jahresrate), nachdem sie von November bis April infolge des starken Preisanstiegs von Rohstoffen und Nahrungsmitteln noch um mehr als 3 Prozent zugelegt hatten (Abbildung 20). Die Inflationsrate ging in den vergangenen Monaten sukzessive zurück und betrug im November 2,4 Prozent.

Der Preisauftrieb nimmt vor allem seitens der Energiepreise weiter ab und ist vermehrt auf die im Kernindex enthaltenen Komponenten des Verbraucherpreisindex zurückzuführen. Seit Beginn des Jahres 2010 beschleunigt sich die Kerninflation spürbar; in den vergangenen drei Monaten erhöhten sich die Preise ohne Energieträger durchschnittlich um rund 1,7



Prozent, nachdem sie im ersten Quartal des Jahres nur um rund 1 Prozent gestiegen waren. Vor allem Bekleidung und Schuhe verteuerten sich in den vergangenen Monaten spürbar. Zudem legten die Preise für Wohnung, Strom, Wasser und Gas sowie für Nahrungsmittel und alkoholische Getränke beschleunigt zu.

Abbildung 20:  
Verbraucherpreise 2006–2011



Monatsdaten, saisonbereinigt; Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; Jahresrate.

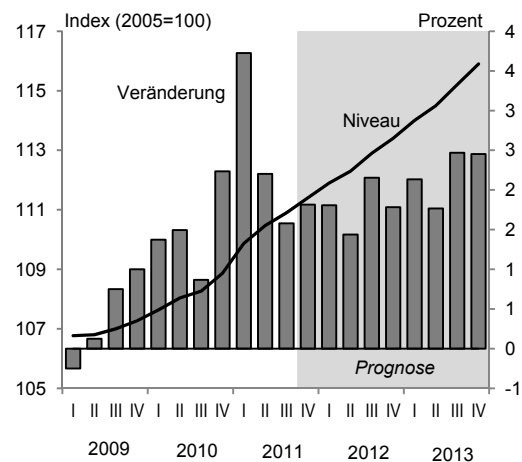
Quelle: Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*; eigene Berechnungen.

Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich die Inflationsrate zunächst weiter abschwächen. Maßgeblich hierfür dürfte der Rückgang der Importpreise sein. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich der Preisauftrieb von binnenwirtschaftlicher Seite etwas verstärken. Die Lohnstückkosten werden aufgrund höherer Tarifabschlüsse wohl beschleunigen, und die Unternehmen dürften die anziehenden Kosten mehr und mehr durch höhere Preise an die Verbraucher weitergeben. In der Folge dürfte die Kernrate merklich steigen und die Inflation dürfte fast ausschließlich auf den inländischen Preisauftrieb zurückzuführen sein.

Insgesamt dürfte die Inflationsrate im Prognosezeitraum moderat steigen. Im Jahr 2011 wird sich der Verbraucherpreisanstieg wohl auf 2,3 Prozent belaufen, wobei ein Großteil der Teuerung auf den Energiepreisanstieg im Verlauf des ersten Halbjahres zurückzuführen ist

(Abbildung 21). Im Jahr 2012 werden die Verbraucherpreise vor dem Hintergrund der schwachen konjunkturellen Dynamik wohl durchschnittlich um 1,8 Prozent höher sein als im Jahr zuvor. Im Jahr 2013 dürfte die Inflationsrate bei leicht anziehender Konjunktur im Jahresdurchschnitt bei 2,0 Prozent liegen.

Abbildung 21:  
Verbraucherpreise 2009–2013



Quartalsdaten, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; Prognose des IfW.

## Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter

Die Dynamik des seit fast zwei Jahren andauernden Beschäftigungsaufschwungs hat zuletzt ein wenig nachgelassen. Während im ersten Halbjahr dieses Jahres die Erwerbstätigkeit saisonbereinigt um rund 50 000 Personen je Monat zugenommen hatte, kamen im laufenden Halbjahr nur noch 23 000 je Monat hinzu. Zuletzt waren 41,2 Millionen Personen erwerbstätig und 28,6 Millionen Personen sozialversicherungspflichtig beschäftigt. Die Arbeitslosigkeit ist weiter gesunken. Im November waren saisonbereinigt 2,91 Millionen Personen arbeitslos gemeldet (Quote: 6,9 Prozent). Kurzarbeit spielt kaum eine Rolle.

Auffällig ist, dass die Arbeitslosigkeit bisher in geringerem Maße gesunken als die Beschäftigung gestiegen ist, obwohl sich das Erwerbspotential tendenziell verringert haben dürfte. Ein Teil der zusätzlichen Beschäftigung kam somit aus der Stillen Reserve. So ist die Unterbeschäftigung, die neben den registrierten Arbeitslosen auch Personen in arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen umfasst, stets stärker gesunken als die Zahl der Arbeitslosen. Des Weiteren kam es aufgrund des Wegfalls der Freizügigkeitsbeschränkung für Arbeitnehmer aus acht der neuen EU-Mitgliedstaaten zwischen April und September dieses Jahres zu einem spürbar stärkeren Anstieg der Beschäftigung in dieser Personengruppe als in den vergangenen Jahren. Die Tatsache, dass die Zuwanderung aus diesen Ländern im gleichen Zeitraum nur halb so stark gestiegen ist, deutet daraufhin, dass die Mehrheit der Personen bereits in Deutschland gelebt hatte, und sie entweder selbständig oder nicht als erwerbstätig erfasst worden waren.<sup>6</sup>

Die im Verlauf dieses Jahres getätigten Tarifabschlüsse und die aktuellen Tariflohnforderungen sowie die positive Lohndrift, die sich im Zuge der konjunkturellen Erholung eingestellt hat, deuten auf eine beschleunigte Zunahme der Löhne hin. Die Lohnkosten (Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmerstunde) dürften in diesem Jahr allerdings weit weniger stark steigen (2,1 Prozent) als noch im Herbst von uns prognostiziert (3,8 Prozent), da die Zuwächse für das erste und zweite Quartal dieses Jahres deutlich nach unten revidiert wurden. Gegeben einen Produktivitätsanstieg um 1,2 Prozent ergibt sich somit für die Lohnstückkosten ebenfalls eine merklich geringere Zuwachsrate (0,9 Prozent, Herbstprognose: 2,3 Prozent). In den kommenden zwei Jahren dürften die Löhne indes stärker anziehen als dieses Jahr; wir erwarten Zuwächse von 2,6 bzw. 2,8 Prozent. Da die Stundenproduktivität mit 0,4 bzw. 1,3 Prozent zulegen dürfte, werden die Lohnstückkosten um 2,2 bzw. 1,5 Prozent steigen. Nach Berücksichtigung des Deflators des Bruttoinlandsprodukts

ergeben sich real Veränderungen von 0,7 bzw. -0,3 Prozent. Im Großen und Ganzen bleiben von der Lohnkostenseite die Vorzeichen für den Arbeitsmarkt eher günstig.

Auch die Frühindikatoren deuten momentan darauf hin, dass sich die Situation am Arbeitsmarkt in den nächsten Monaten weiter verbessert. Während das ifo Beschäftigungsbarometer seinen starken Rückgang seit Mai nicht fortgesetzt und sich auf immer noch hohem Niveau stabilisiert hat, ist die Zahl der offenen Stellen in den vergangenen Monaten sogar wieder schneller gestiegen.

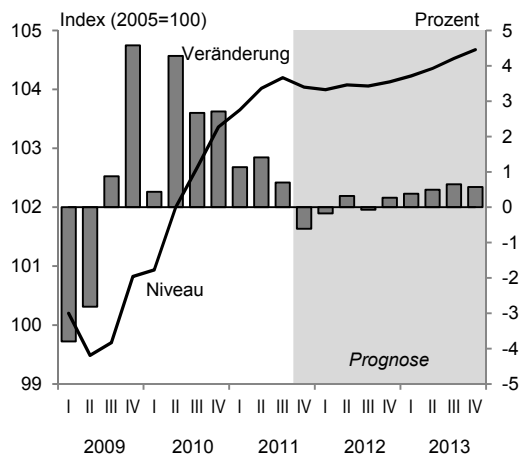
Die Beschäftigung dürfte im Prognosezeitraum weiter zunehmen. Zwar wird die schwächere Konjunktur negativ auf den Arbeitsmarkt wirken. Allerdings gehen trotz der zu erwartenden höheren Lohnsteigerungen immer noch positive Impulse von den Arbeitskosten aus, da deren Verhältnis zur Produktivität (reale Lohnstückkosten), welches durch die Lohnmoderation in den Jahren vor der Krise kräftig gesunken war und einer der Hauptursachen für die günstige Arbeitsmarktentwicklung ist (Boysen-Hogrefe und Groll 2010), günstig bleiben wird.

Das Arbeitsvolumen wird zunächst im Winterhalbjahr aufgrund der konjunkturellen Schwäche allerdings leicht zurückgehen (Abbildung 22). In dieser Phase dürften die Unternehmen – insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe – voraussichtlich wieder auf flexible Instrumente wie Arbeitszeitkonten zurückgreifen, die eine schnelle Anpassung der Arbeitszeit ohne größere Entlassungen ermöglichen. Da zugleich der positive Beschäftigungstrend in den Dienstleistungsbereichen anhalten dürfte, wird die Zahl der Erwerbstätigen insgesamt weiter zunehmen, jedoch mit spürbar geringerem Tempo als zuvor (Abbildung 23). Im Jahr 2012 werden jahresdurchschnittlich knapp 41,3 Millionen Personen erwerbstätig sein (Tabelle 4). Im Jahr 2013 werden das Arbeitsvolumen und die Zahl der Erwerbstätigen im Zuge des beschleunigten Produktionsanstiegs wieder etwas schneller zunehmen; wir rechnen mit 41,5 Millionen Erwerbstätigen im Jahresdurchschnitt. In der Folge schwenkt die geleistete Arbeitszeit je Erwerbstätigen auf ihren langjährigen, abwärtsgerichteten Trend ein.

<sup>6</sup> Vgl. Bundesagentur für Arbeit (2011) und IAB (2011).

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Abbildung 22:  
Arbeitsvolumen 2009–2013



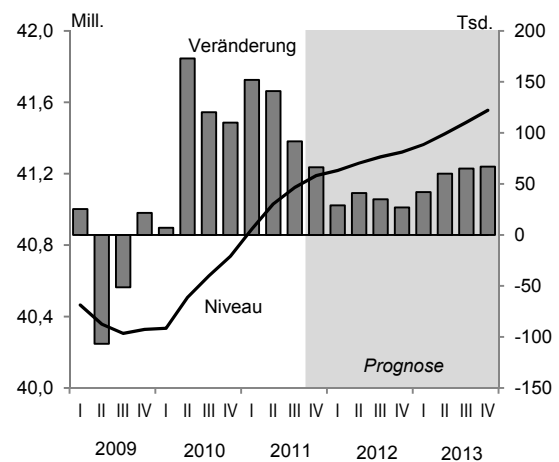
Quartalsdaten, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Prognose des IfW.

Inwiefern sich die Ausweitung der Erwerbstätigkeit in einem Rückgang der Arbeitslosigkeit niederschlägt, hängt von der Entwicklung des Erwerbspersonenpotentials ab. Dieses unterliegt im Prognosezeitraum Sondereinflüssen (Boss et al. 2011: Kasten 5). Im Mai dieses Jahres endete die Beschränkung der Freizügigkeit für Arbeitnehmer aus acht EU-Beitrittsländern in Mittel- und Osteuropa. Außerdem wurde die Aussetzung der Wehrpflicht beschlossen. Schließ-

lich kommt es in den nächsten Jahren in weiteren Bundesländern zu doppelten Abiturjahrgängen als Folge der Verkürzung der gymnasialen Schulzeit von neun auf acht Jahre. Unter Berücksichtigung dieser Effekte rechnen wir mit einem Rückgang der Zahl der Arbeitslosen auf knapp 2,9 Millionen (Quote: 6,8 Prozent) im nächsten und auf 2,7 Millionen (Quote: 6,4 Prozent) im darauffolgenden Jahr (Abbildung 24).

Abbildung 23:  
Erwerbstätige 2009–2013



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

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3* (lfd. Jgg.); Prognose des IfW.

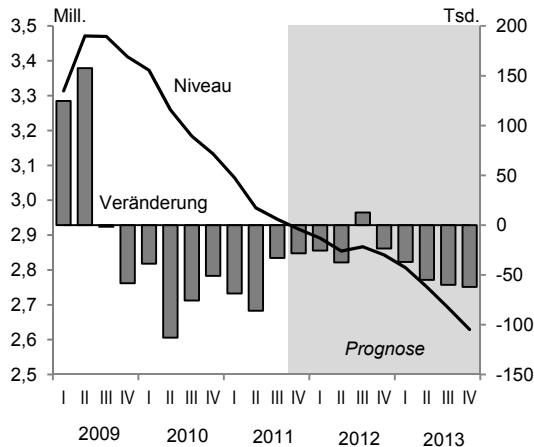
Tabelle 4:  
Arbeitsmarkt 2009–2013 (1 000 Personen)

	2009	2010	2011	2012	2013
Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen (Inland, Mill. Std.)	55 810	57 087	58 075	58 125	58 339
Erwerbstätige (Inland)	40 362	40 553	41 058	41 273	41 457
Selbständige	4 468	4 488	4 535	4 594	4 654
Arbeitnehmer (Inland)	35 896	36 064	36 524	36 679	36 803
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	27 488	27 779	28 434	28 630	28 762
Ausschließlich geringfügig Beschäftigte	4 906	4 881	4 873	4 874	4 876
Pendlersaldo	51	47	49	53	53
Erwerbstätige (Inländer)	40 311	40 506	41 009	41 220	41 404
Arbeitnehmer (Inländer)	35 843	36 018	36 475	36 625	36 750
Registrierte Arbeitslose	3 415	3 238	2 976	2 863	2 719
Arbeitslosenquote (Prozent)	8,1	7,7	7,1	6,8	6,4
Erwerbslosenquote (Prozent)	7,4	6,8	5,8	5,5	5,1

Selbständige: einschließlich mithelfender Familienangehöriger; Arbeitslosenquote: Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit; Erwerbslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; Bundesagentur für Arbeit, *Monatsbericht*; Bundesagentur für Arbeit, *Beschäftigungsstatistik*; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

Abbildung 24:  
Arbeitslose 2009–2013



Quartalsdaten, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala).

Quelle: Bundesagentur für Arbeit, *Monatsbericht*; Prognose des IfW.

## Budgetdefizit bleibt konstant

Im Jahr 2012 werden die Steuereinnahmen um rund 20 Mrd. Euro zunehmen und somit in einem deutlich geringeren Tempo als im Jahr 2011. Insbesondere die Lohnsteuer dürfte zu diesem Anstieg beitragen. Die weiterhin günstige Arbeitsmarktlage führt dazu, dass auch die Beitragseinnahmen der Sozialversicherungen weiter zulegen, obwohl der Beitragssatz zur Gesetzlichen Rentenversicherung merklich reduziert wird. Insgesamt dürften sich die Einnahmen des Staates auf 1169 Mrd. Euro belaufen (Tabelle 5). Im Jahr 2013 dürften die Steuereinnahmen ähnlich zulegen wie im Jahr zuvor. Die Anhebung des Beitragssatzes zur Gesetzlichen Pflegeversicherung wird wohl dazu führen, dass hingegen die Beitragseinnahmen im Vergleich zum Jahr 2012 etwas stärker zunehmen. Insgesamt dürften die Einnahmen des Staates 2013 bei 1 207 Mrd. Euro liegen.

Die Ausgaben dürften in beiden Jahren ähnlich dynamisch zunehmen wie die Einnahmen. Die Rentenanpassung zur Mitte des Jahres und die vorgezogene Einrichtung des ESM führen

2012 zu deutlichen Mehrausgaben. Zudem dürfte der freiwillige Forderungsverzicht der zum Staatskonto gezählten Finanzinstitute bezüglich griechischer Staatsanleihen zu steigenden Vermögenstransfers führen. Die Ausgaben der Bundesagentur für Arbeit dürften durch die weiterhin solide Arbeitsmarktlage und die beschlossenen Kürzungen bei der aktiven Arbeitsmarktpolitik merklich gedämpft werden. Insgesamt rechnen wir mit Ausgaben des Staates von 1198 Mrd. Euro im Jahr 2012. Die Staatsquote steigt leicht auf 45,7 Prozent (Tabelle 6). Im Jahr 2013 werden die Ausgaben wohl erneut moderat zulegen und die Staatsquote dürfte etwas sinken.

Das gesamtstaatliche Defizit ist im Jahr 2011 so kräftig gesunken wie seit den 1990er Jahren nicht mehr. Neben der günstigen Konjunktur-entwicklung und verschiedener Konsolidierungsmaßnahmen haben mehrere Sonderfaktoren dazu beigetragen. So ist das Budgetdefizit 2010 durch einen Einmaleffekt, der durch die Einrichtung der „Bad Banks“, FMS-Wertmanagement und Erste Abwicklungsanstalt entstanden ist, überzeichnet worden, zudem sind im Jahr 2011 mehrere Konjunkturmaßnahmen ausgelaufen. Das gesamtstaatliche Budgetdefizit wird in den Jahren 2012 und 2013 nahezu unverändert etwa 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen, wobei allerdings eine Verschiebung innerhalb des Staatssektors stattfinden dürfte. In beiden Jahren werden die Überschüsse der Sozialversicherungen und die Defizite der Gebietskörperschaften sinken. Hinsichtlich des Bundeshaushalts ist damit zu rechnen, dass der im Rahmen der Schuldenbremse vorgegebene Abbaupfad für das Defizit eingehalten wird.

Im Jahr 2010 hat der Bruttoschuldenstand mit 83,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt seinen höchsten Stand seit Bestehen der Bundesrepublik erreicht. Dieser sehr hohe Schuldenstand geht zu einem Teil auf Maßnahmen im Zusammenhang mit der Bankenrettung zurück. So bestanden von den rund 2 Bill. Euro Schulden am Ende des Jahres 2010 rund 216 Mrd. aus Schulden der FMS-Wertmanagement und knapp 29 Mrd. Euro aus denen des SoFFin. Hinzu kamen noch Belas-

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

**Tabelle 5:**

Einnahmen und Ausgaben des Staates 2010–2013 (Mrd. Euro)

	2010	2011	2012	2013
Steuern	548,9	588,0	606,8	627,5
Sozialbeiträge	418,7	433,8	441,4	453,7
Sonstige Einnahmen	112,2	120,1	120,3	125,4
<b>Einnahmen</b>	<b>1 079,8</b>	<b>1 141,9</b>	<b>1 168,5</b>	<b>1 206,6</b>
Arbeitnehmerentgelt	194,5	198,4	202,7	207,2
Vorleistungen	120,0	124,4	128,6	133,0
Soziale Sachleistungen	203,0	207,9	216,1	224,1
Bruttoinvestitionen	40,8	42,4	43,5	45,0
Geleistete Vermögenseinkommen	61,9	67,7	66,8	67,8
Monetäre Sozialleistungen	429,3	424,2	431,4	439,6
Subventionen	27,2	26,6	26,9	26,9
Sonstige laufende Übertragungen	54,0	54,0	55,2	65,8
Vermögensübertragungen	60,8	26,6	28,2	24,9
Sonstige Ausgaben	-5,7	-1,7	-1,6	-1,7
<b>Ausgaben</b>	<b>1 185,8</b>	<b>1 170,5</b>	<b>1 197,8</b>	<b>1 232,7</b>
<b>Finanzierungssaldo</b>	<b>-106,0</b>	<b>-28,5</b>	<b>-29,4</b>	<b>-26,1</b>
Einnahmen der Gebietskörperschaften ohne Transfers von der Sozialversicherung	683,2	730,5	749,6	775,7
Transfers der Sozialversicherung an die Gebietskörperschaften	6,6	6,6	6,6	6,6
<b>Einnahmen der Gebietskörperschaften</b>	<b>689,8</b>	<b>737,0</b>	<b>756,2</b>	<b>782,2</b>
Ausgaben der Gebietskörperschaften ohne Transfers an die Sozialversicherung	679,5	663,4	677,1	694,8
Transfers an die Sozialversicherung	118,5	114,0	113,4	113,8
<b>Ausgaben der Gebietskörperschaften</b>	<b>798,1</b>	<b>777,4</b>	<b>790,5</b>	<b>808,5</b>
<b>Finanzierungssaldo der Gebietskörperschaften</b>	<b>-108,3</b>	<b>-40,4</b>	<b>-34,3</b>	<b>-26,3</b>
Einnahmen der Sozialversicherung ohne Transfers von den Gebietskörperschaften	396,6	411,5	418,9	431,0
<b>Einnahmen der Sozialversicherung</b>	<b>515,2</b>	<b>525,5</b>	<b>532,2</b>	<b>544,7</b>
Ausgaben der Sozialversicherung ohne Transfers an die Gebietskörperschaften	506,3	506,9	520,7	537,9
<b>Ausgaben der Sozialversicherung</b>	<b>512,9</b>	<b>513,4</b>	<b>527,2</b>	<b>544,5</b>
<b>Finanzierungssaldo der Sozialversicherung</b>	<b>2,3</b>	<b>12,0</b>	<b>5,0</b>	<b>0,2</b>

Abweichungen der Summen rundungsbedingt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *interne Arbeitsunterlage*; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

**Tabelle 6:**

Ausgaben, Einnahmen und Budgetsaldo des Staates 2003–2013

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ausgaben	48,5	47,1	46,9	45,3	43,5	44,0	48,1	47,9 <sup>a</sup>	45,6	45,7	45,5
Einnahmen	44,3	43,3	43,6	43,7	43,7	44,0	44,9	43,6	44,4	44,6	44,5
Steuern	21,7	21,3	21,6	22,3	23,2	23,3	23,2	22,3	23,1	23,3	23,3
Sozialbeiträge	18,5	18,1	17,9	17,3	16,5	16,5	17,3	16,9	16,9	16,8	16,7
Sonstige Einnahmen	3,7	3,6	3,9	3,7	3,7	3,8	4,2	4,1	4,5	4,4	4,5
<i>Nachrichtlich:</i> EU-Mittel	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2
<b>Budgetsaldo</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>

Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Steuern einschließlich der Erbschaftsteuer, EU-Mittel: der Europäischen Union zustehende Steuern. Abweichungen der Summen rundungsbedingt. —

<sup>a</sup>Die Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunkfrequenzen (4,4 Mrd. Euro) sind als negative Ausgaben berücksichtigt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.4*; Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.5*; Statistisches Bundesamt, *interne Arbeitsunterlage*; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

*Kasten 1:*

Wie hoch sind die direkten Belastungen der öffentlichen Haushalte durch die europäische Schuldenkrise?

Am Ende des Jahres 2011 betragen die Belastungen für den Bruttoschuldenstand aus den Rettungsmaßnahmen rund 25 Mrd. Euro. Mit 16,2 Mrd. Euro schlägt das erste Rettungspaket für Griechenland zu Buche. Die Mittel für Portugal und Irland, die über Bürgschaften für den EFSF in den Bruttoschuldenstand eingehen, summieren sich auf rund 8 Mrd. Euro. Defizitwirksam ist bislang noch keine der Rettungsmaßnahmen geworden. Allerdings mussten die „Bad Banks“ und andere zum öffentlichen Sektor zählende Finanzinstitute bereits Abschreibungen wegen der im Sommer vereinbarten Umschuldungen hinnehmen. Die FMS-Wertmanagement, die insgesamt noch Forderungen von über 8 Mrd. Euro an den griechischen Staat hat, weist darauf hin, dass ohne diese Abschreibungen anstatt eines operativen Verlusts von gut 100 Mill. Euro ein Gewinn von knapp 700 Mill. Euro zu verzeichnen gewesen wäre. Diese Abschreibungen haben das Defizit erhöht und führen dazu, dass der Bruttoschuldenstand in den kommenden Jahren –wenn die abzuschreibenden Anlagen fällig werden – weniger stark sinkt.

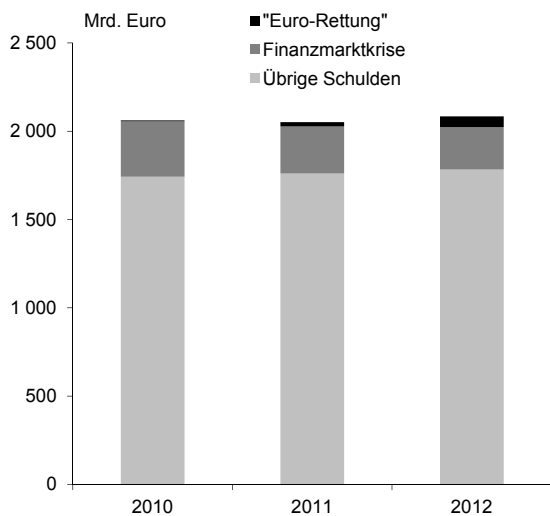
Sofern es nicht zu einem Abbruch der Auszahlungen im Rahmen des ersten Griechenlandpakets kommt, dürfte Ende 2012 der Bruttoschuldenstand durch dieses um insgesamt 21,3 Mrd. Euro und durch die Maßnahmen für Portugal und Irland um ca. 12,5 Mrd. Euro erhöht sein. Durch den im Zuge der Beschlüsse vom Herbst 2011 anstehenden Forderungsverzicht der privaten Gläubiger ist damit zu rechnen, dass die Finanzinstitute, u.a. die „Bad Banks“, die zum öffentlichen Sektor gezählt werden, erneut Abschreibungen auf ihre Forderungen an den griechischen Staat vornehmen müssen. Die daraus resultierende Belastung dürfte im einstelligen Milliardenbereich liegen und wiederum wird vor allem das Defizit erhöht. Der Bruttoschuldenstand 2012 ist nur in dem Maße tangiert, wie der Forderungsverzicht Forderungen betrifft, die in diesem Jahr fällig werden. Durch den Forderungsverzicht dürften zudem Mindereinnahmen bei Gewinnsteuern entstehen, die sowohl das Defizit erhöhen als auch den Bruttoschuldenstand gleichermaßen. Ferner ist damit zu rechnen, dass im Rahmen des EFSF ein zweites Griechenlandpaket inklusive einer Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors auf den Weg gebracht wird und eventuell weitere Länder den Rettungsschirm in Anspruch nehmen, z.B. um Mittel für eine nationale Bankenrekapitalisierung zu heben. Wir gehen nicht davon aus, dass weitere Schuldenschnitte erfolgen werden.

Nach einem Schuldenschnitt für Griechenland ist es zudem sehr wahrscheinlich, dass weitere Mittel der EFSF von verschiedenen Mitgliedsländern in Anspruch genommen werden, um die jeweiligen Banken zu rekapitalisieren. Außerdem ist damit zu rechnen, dass im Verlauf des Jahres 2012 Mittel aus dem zweiten Rettungspaket für Griechenland, das vorwiegend über die EFSF abgewickelt werden dürfte, den Schuldenstand belasten werden. Bezüglich des zweiten Griechenlandpakets kann angenommen werden, dass es trotz eines Schuldenschnitts in Anspruch genommen wird; schließlich wird Griechenland wohl auf absehbare Zeit nicht an die Kapitalmärkte zurückkehren. Da die Forderungen der Altschuldner merklich reduziert sein werden, wird es eventuell aber nicht in der vollen Höhe genutzt werden müssen. Ende des Jahres 2012 dürften die bereits beschlossenen Maßnahmen den deutschen Bruttoschuldenstand in einer Größenordnung zwischen 30 und 60 Mrd. Euro erhöhen und in den dann folgenden Jahren wird dieser Beitrag weiter ansteigen, zum einen, weil die bisherigen Bürgschaften Kredite mit relativ langen Laufzeiten absichern, also nicht zügig abschmelzen, und zum anderen, weil 2013 und 2014 vermutlich weitere Auszahlungen aus dem zweiten Griechenlandpaket anstehen. Zudem werden ab 2012 bis 2015 die Einlagen für den ESM fällig (rund 4 Mrd. Euro pro Jahr). Es bleibt zu erwähnen, dass in diesen Zahlen ausschließlich Bürgschaften über die EFSF und das erste Rettungspaket für Griechenland eine Rolle spielen. Die Risiken, die internationale Organisationen, wie die EU, eingegangen sind und für die Deutschland letztlich haften muss, sind nicht schuldenstandswirksam.

tungen aus der Ersten Abwicklungsanstalt und Rekapitalisierungen anderer Banken (Abbildung 25). Ohne diese Sondereinflüsse hätte die Schuldenstandsquote nur etwas über 70 Prozent gelegen.

Die niedrige Defizitquote im Jahr 2011 hat angesichts des zu erwartenden nominalen Bruttoinlandsprodukts einen senkenden Effekt auf den Bruttoschuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Zudem geht die Bundes-

Abbildung 25:  
Bruttoschuldenstand 2010–2012



„Euro-Rettung“: Verbindlichkeiten, die durch das erste Griechenlandpaket und die über die ESFS abgewickelten Bürgschaften für Portugal und Irland entstehen. Finanzmarktkrise: Verbindlichkeiten, die den Gebietskörperschaften durch die Bankenrettung entstehen (FMS-Wertmanagement, SoFFin, Erste Abwicklungsanstalt, IKB etc.).

Quelle: BMF (2011); Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen und Prognosen.

regierung davon aus, dass in dem Maße, wie die „Bad Banks“ ihre Portfolios abschmelzen und die betroffenen Banken die Eigenkapitalhilfen an den SoFFin zurückzahlen, der Schuldenstand zusätzlich gesunken sein dürfte. Im Jahr 2011 dürfte der Bruttoschuldenstand allein durch diese Effekte um über 40 Mrd. Euro gemindert worden sein. Schuldenstand erhöhend wirken hingegen die Rettungsmaßnahmen für die Staaten Griechenland, Portugal und Irland (siehe Kasten 1). In der Summe dürfte der Bruttoschuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 2011 mit 80,1 Prozent deutlich unter dem Wert des Vorjahres liegen.

In den Jahren 2012 und 2013 wird der Bruttoschuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt trotz der zusätzlichen Belastungen aus der Schuldenkrise weiter leicht abnehmen auf 79,7 Prozent bzw. 78,1 Prozent. Dabei werden die laufenden Budgetdefizite wegen entsprechend höherer Zuwachsraten des nominalen Bruttoinlandsprodukts senkend auf die Bruttoschuldenstandsquote wirken. Ferner wer-

den die Bruttoschuldenstände, die im Zuge der bisher durchgeführten Bankenrettungen entstanden sind, in dem Maße, wie Wertpapiere im Besitz der geretteten Institute ihren Auszahlungstermin erreichen und sich als werthaltig erweisen, in beiden Jahren sinken, dies allerdings in einem deutlich langsameren Tempo als im Jahr 2011, da hier Sondereffekte der FMS-Wertmanagement den Schuldenabbaupfad überzeichnet haben.

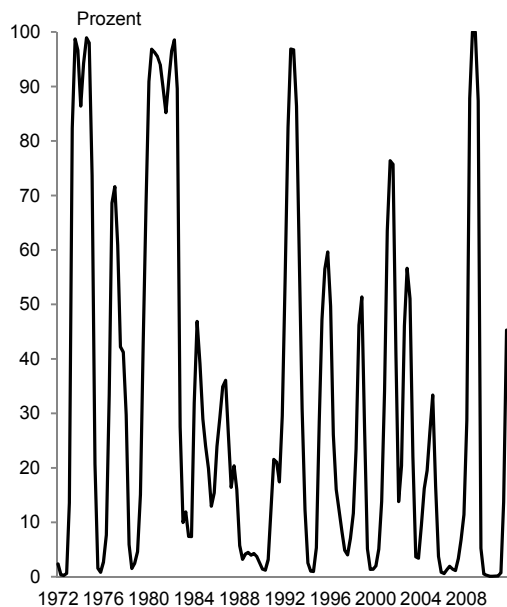
### Ausblick: Vorübergehende Konjunkturflaute – Risiken bleiben groß

Nach dem kräftigen Aufschwung, der rund zwei Jahre andauerte, schwächt sich die Konjunktur in Deutschland nun deutlich ab. Ausschlaggebend sind die dämpfenden Effekte, die von der Staatsschuldenkrise in Europa ausgehen. Sie hat die Unsicherheit bei inländischen Investoren und Konsumenten erhöht. Bedeutender für die Konjunkturschwäche ist jedoch die Rezession im übrigen Euroraum, die als Folge großer Unsicherheit, hoher Zinsen und teilweise sehr restriktiver Finanzpolitik zu erwarten ist. Dadurch werden die deutschen Exporte gedämpft. Außerdem verlangsamt sich der Produktionsanstieg in den Entwicklungs- und Schwellenländern.

Anders als in einer Reihe von Ländern im Euroraum kann eine Rezession hierzulande voraussichtlich knapp vermieden werden. Nach den vorliegenden Daten ist die Rezessionswahrscheinlichkeit zwar leicht erhöht (Abbildung 26), jedoch ist nicht zu erwarten, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion nachhaltig sinkt. So rechnen wir lediglich für das vierte Quartal dieses Jahres mit einem leichten Rückgang; darauf deuten auch die Frühindikatoren hin. Im ersten Quartal 2012 dürfte das Bruttoinlandsprodukt geringfügig steigen, und im weiteren Verlauf des Jahres wird die Konjunktur wohl allmählich wieder etwas Fahrt aufnehmen.

## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Abbildung 26:  
Rezessionswahrscheinlichkeit 1972–2011



Quelle: Eigene Berechnungen; 2011 IV: Prognose.

Die Prognose, dass die Konjunkturflaute nur kurz und nicht sehr ausgeprägt sein wird, ist je-

doch unsicher und hängt wesentlich vom Fortgang der Staatsschuldenkrise in Europa ab. Sie hat sich, gemessen an der Entwicklung an den Finanzmärkten, bislang nicht entspannt. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator ist im Zuge der Turbulenzen auf ein Niveau hochgeschnellt, das in der Vergangenheit nur einmal, nämlich nach der Lehman-Pleite, überschritten wurde (Abbildung 3). Eine Zuspitzung der Krise ist keineswegs ausgeschlossen. In der Folge würde das Bankensystem noch stärker unter Druck geraten, und die Konjunktur dürfte durch eine restriktive Kreditvergabe gebremst werden. Auch würde die Unsicherheit erheblich zunehmen, so dass Investoren und Konsumenten ihre Anschaffungen merklich verringern würden. In dem Fall wäre ein ähnlich schwerer Einbruch wie im Winterhalbjahr 2008/2009 möglich. Für die Prognose unterstellen wir, dass eine solche Zuspitzung ausbleibt und sich die Lage allmählich entspannt, vor allem weil die Konsolidierung der Staatsfinanzen in wichtigen Ländern vorankommt.

Tabelle 7:  
Quartalsdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2011–2013

	2011				2012				2013			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Bruttoinlandsprodukt	5,5	1,1	2,0	-1,1	0,6	0,9	1,3	1,7	1,9	2,0	1,9	1,8
Private Konsumausgaben	2,1	-2,4	3,3	0,7	0,6	0,8	1,0	1,1	1,4	1,3	1,2	1,2
Konsumausgaben des Staates	0,8	2,4	2,2	-0,8	0,8	0,9	2,0	2,1	1,6	1,2	1,2	1,2
Ausrüstungsinvestitionen	3,9	4,9	12,1	-4,2	1,6	5,7	7,4	9,3	10,4	9,1	7,1	6,2
Bauinvestitionen	31,5	-1,5	-2,7	-0,2	1,4	1,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9
Sonstige Anlagen	-1,3	5,1	7,8	1,7	3,6	5,3	6,1	6,8	6,8	6,1	5,4	5,4
Vorratsveränderungen	-0,4	1,3	-1,4	-0,1	0,1	0,6	0,1	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,5
Inländische Verwendung	4,3	0,7	1,7	-0,2	0,9	1,9	2,0	2,4	2,3	2,2	1,8	1,2
Ausfuhr	6,8	11,5	10,5	-1,4	1,1	2,0	3,6	5,2	5,4	5,6	5,2	5,2
Einfuhr	4,1	12,1	11,0	0,5	2,0	4,2	5,3	7,0	6,6	6,4	5,3	4,2
Außenbeitrag	1,4	0,4	0,4	-1,0	-0,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	0,2	0,7
Erwerbstätige, Inland	40 890	41 031	41 123	41 189	41 218	41 259	41 294	41 321	41 363	41 423	41 488	41 555
Arbeitslose	3 064	2 978	2 945	2 917	2 892	2 854	2 867	2 843	2 806	2 751	2 691	2 629

Preis-, kalender- und saisonbereinigt. Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent, Jahresrate; Vorratsveränderungen, Außenbeitrag: Lundberg-Komponente; Erwerbstätige, Arbeitslose: 1 000 Personen; Arbeitslose: Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.3*; Bundesagentur für Arbeit, *Monatsbericht*; ab 2011 IV: Prognose des IfW.



## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Tabelle 8:  
Jahresdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 2010–2013

	2011	2010	2011	2012	2013
	Mrd. Euro	Vorjahresveränderung in Prozent			
<b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in Vorjahrespreisen</b>					
Bruttoinlandsprodukt		3,7	2,9	0,5	1,7
Private Konsumausgaben		0,6	1,4	0,9	1,1
Konsumausgaben des Staates		1,7	1,2	1,0	1,5
Anlageinvestitionen		5,5	6,6	1,6	4,9
Ausrüstungsinvestitionen		10,5	8,4	3,2	8,4
Bauinvestitionen		2,2	5,4	0,0	2,1
Sonstige Anlagen		4,7	4,4	4,7	6,2
Vorratsveränderung		0,6	-0,1	0,1	0,1
Inländische Verwendung		2,4	2,2	1,2	2,1
Ausfuhr		13,7	8,4	2,5	4,8
Einfuhr		11,7	7,5	4,1	5,9
Außenbeitrag		1,4	0,8	-0,6	-0,3
<b>Verwendung des Bruttoinlandsprodukts in jeweiligen Preisen</b>					
Bruttoinlandsprodukt	2 569,2	4,3	3,7	2,0	3,4
Private Konsumausgaben	1 472,5	2,6	3,5	2,5	3,0
Konsumausgaben des Staates	500,9	2,7	2,5	2,6	3,0
Anlageinvestitionen	467,9	5,9	7,9	2,2	5,7
Ausrüstungsinvestitionen	184,9	10,1	8,2	2,8	8,0
Bauinvestitionen	254,7	3,5	8,4	1,7	4,2
Sonstige Anlagen	28,4	2,7	2,4	2,4	4,5
Vorratsveränderung (Mrd. Euro)		-4,0	-4,6	-3,3	-3,2
Inländische Verwendung	2 436,8	3,8	4,1	2,5	3,5
Ausfuhr	1 289,7	16,5	11,2	2,3	5,0
Einfuhr	1 157,3	16,7	13,0	3,4	5,3
Außenbeitrag (Mrd. Euro)		135,5	132,4	122,5	124,9
Bruttonationaleinkommen	2 612,5	4,0	3,6	2,0	3,4
<b>Deflatoren</b>					
Bruttoinlandsprodukt		0,6	0,8	1,5	1,8
Private Konsumausgaben		2,0	2,0	1,6	1,8
Konsumausgaben des Staates		1,0	1,3	1,6	1,4
Ausrüstungsinvestitionen		-0,3	-0,2	-0,5	-0,4
Bauinvestitionen		1,3	2,8	1,7	2,1
Sonstige Anlagen		-1,9	-2,0	-2,2	-1,7
Ausfuhr		2,4	2,6	-0,2	0,2
Einfuhr		4,5	5,1	-0,7	-0,6
<i>Nachrichtlich: Verbraucherpreise</i>		1,1	2,3	1,8	2,0
<b>Einkommensverteilung</b>					
Volkseinkommen	1 966,8	5,1	3,6	2,0	3,9
Arbeitnehmerentgelt	1 312,6	2,5	3,9	2,6	3,1
in Prozent des Volkseinkommens (Lohnquote)		66,5	66,7	67,1	66,6
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	654,2	10,5	3,0	0,9	5,4
Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte	1 624,5	2,9	3,1	2,6	3,1
Sparquote (Prozent)		11,3	11,0	11,1	11,2
Effektivlohn, Stundenbasis		0,0	2,4	2,9	2,9
Lohnstückkosten, Stundenbasis		-1,5	0,9	2,2	1,5
Produktivität, Stundenbasis		1,4	1,2	0,4	1,3
Arbeitslose (1 000)		3 238	2 976	2 863	2 719
Arbeitslosenquote (Prozent)		7,7	7,1	6,8	6,4
Erwerbstätige, Inlandskonzept (1 000)		40 553	41 058	41 273	41 457
<b>Finanzierungssaldo des Staates</b>					
in Mrd. Euro		-106,0	-28,5	-29,3	-26,1
in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Prozent)		-4,3	-1,1	-1,1	-1,0
Öffentliche Schulden (Prozent)		83,2	80,1	79,6	77,9

Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Lundberg-Komponente; Arbeitslose, Arbeitslosenquote: Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit; Öffentliche Schulden: in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

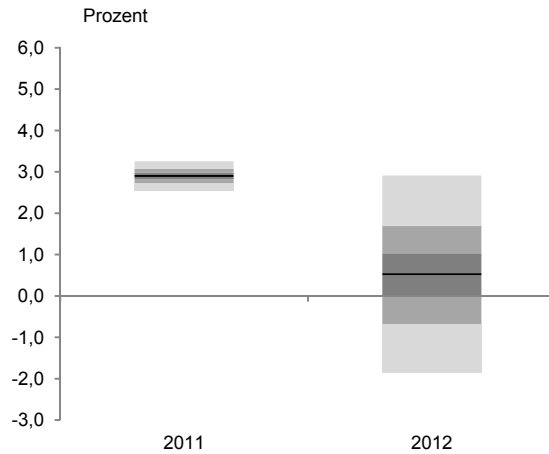
## Deutsche Wirtschaft: Risiko einer Rezession bleibt hoch

Der Konjunkturverlauf wird im Prognosezeitraum von der Exportdynamik geprägt, während die Expansion der inländischen Verwendung nur wenig an Schwung verliert und wesentlicher Treiber des Produktionsanstiegs sein wird (Tabelle 7). Insbesondere stützen dabei die niedrigen Zinsen. Stabilisierend wirkt auch, dass der Arbeitsmarkt robust bleibt und von daher nicht mit Einbußen bei den privaten Konsumausgaben zu rechnen ist. Im späteren Verlauf des Jahres 2012 dürfte das Bruttoinlandsprodukt sogar wieder etwas rascher steigen als das Produktionspotential. Im Jahresdurchschnitt bleibt der Zuwachs mit 0,5 Prozent allerdings gering (Tabelle 8). Die Zahl der Arbeitslosen bildet sich gegenüber dem Jahr 2011 um rund 110 000 auf 2,86 Millionen zurück. Die Inflationsrate dürfte mit 1,8 Prozent im Vergleich zu anderen Euroländern hoch bleiben.

Bei der Prognose besteht eine Unsicherheit, die wir anhand von Konfidenzintervallen dargestellt haben. Die Spanne, in der die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2012 mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit liegt, reicht von -1,9 bis +2,9 Prozent (Abbildung 27).

Im Jahr 2013 wird sich die Konjunktur voraussichtlich weiter festigen. Allerdings wird das Expansionstempo nicht an die hohen Raten in den Jahren 2010 und 2011 herankommen. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung dürfte dann ihr Normalniveau schon leicht überschritten haben, so dass zunehmend endogene Kräfte wirksam werden, die den Aufschwung allmählich bremsen. Insbesondere verstärkt sich der Lohn- und Preisauftrieb. Im Jahresdurchschnitt wird das Bruttoinlandsprodukt wohl um 1,7 Prozent höher sein als im Vorjahr. Dabei steigt die inländische Verwendung abermals stärker, während der Außenbeitrag die Expansion rein rechnerisch dämpft (Abbildung 28). Der Rückgang der Arbeitslosigkeit dürfte sich fortsetzen, die Zahl sinkt um rund 140 000 Personen. Der Preisauftrieb nimmt leicht auf 2,0 Prozent zu.

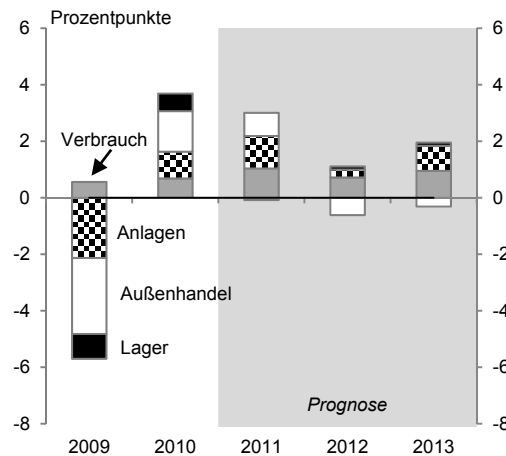
Abbildung 27:  
Prognoseintervalle für die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts 2011 und 2012



Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; prognostizierter Anstieg (Linie) und Prognoseintervall (grau hinterlegte Flächen) bei Irrtumswahrscheinlichkeiten von 66, 33 und 5 Prozent (basierend auf Prognosefehlern des Instituts für Weltwirtschaft jeweils im vierten Quartal der Jahre 1994–2009).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Abbildung 28:  
Verwendungsseitige Expansionsbeiträge 2009–2013



Jahresdaten, preisbereinigt (Lundberg-Komponenten).

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; eigene Berechnungen; 2011 bis 2013: Prognose des IfW.

## Literatur

---

- Boss, A. (2011a). Zukunftspaket: Nachbesserung nötig. Via Internet (12. Dezember 2011) <<http://www.insm-oekonomenblog.de/category/autoren/alfred-boss/>>.
- Boss, A. (2011b). Finanzlage der Sozialversicherung: Beitragssatzsenkung möglich und nötig. Kiel Policy Brief 35. Via Internet (12. Dezember 2011) <[http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kiel\\_policy\\_brief\\_35.pdf](http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kiel_policy_brief_35.pdf)>.
- Boss, A., J. Boysen-Hogrefe, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2010). Deutschland: Aufschwung verlangsamt sich – Schuldenkrise bleibt ein Risiko. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 486/487. IfW, Kiel.
- Boss, A., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2011). Deutschland: Produktion überschreitet die Normalauslastung – Expansion setzt sich verlangsamt fort. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 490/491. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., und D. Groll (2010). The German Labour Market Miracle. *National Institute Economic Review* 214 (Oct.): R38–R50.
- Bundesagentur für Arbeit (2011). Auswirkungen der uneingeschränkten Arbeitnehmerfreizügigkeit ab dem 1. Mai auf den Arbeitsmarkt (Stand: September 2011). Hintergrundinformationen. November. Nürnberg.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2011). Weltkonjunktur stockt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Herbst 2011. Kieler Diskussionsbeiträge 494/495. IfW, Kiel.
- IAB (Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung) (2011). Neue Potenziale werden bisher kaum genutzt. *IAB-Kurzbericht* 24/2011. Dezember. Nürnberg.
- van Roye, B. (2011). Financial Stress and Economic Activity in Germany and the Euro Area. Kieler Arbeitspapiere 1743. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.



- Nr. 94 *Gernot Klepper, Sonja Peterson und Sebastian Petrick: Sollten und können wir auf Atomkraft verzichten?* 23. März 2011.
- Nr. 95 *Nils Jannsen und Joachim Scheide: US-Geldpolitik: Höchste Zeit für Kurskorrektur.* 23. Mai 2011.
- Nr. 96 *Rolf J. Langhammer: Die USA können ein „gutes Risiko“ bleiben.* 30. Mai 2011.
- Nr. 97 *Johanna Reichenbach und Till Requate: Einspeisevergütungen für erneuerbare Energien wenig effizient!* 6. Juni 2011.
- Nr. 98 *Nils Jannsen: Sind die Zweifel an der Bonität der USA berechtigt?* 14. Juni 2011.
- Nr. 99 *Rolf J. Langhammer: Japan: Wege aus dem Teufelskreis.* 21. Juni 2011.
- Nr. 100 *Alfred Boss: Steuerpolitik für Deutschland: Ein Reformvorschlag und Schritte zu seiner Verwirklichung.* 30. Juni 2011.
- Nr. 101 *Rolf J. Langhammer: Infrastruktur in Deutschland made by China? Kein Horrortitel.* 7. Juli 2011.
- Nr. 102 *Jens Boysen-Hogrefe: Was kostet der Eurobond?* 1. August 2011.
- Nr. 103 *Rolf J. Langhammer: Globale Regeln für die Wirtschaftspolitik: Quo Vadis?* 7. September 2011.
- Nr. 104 *Dirk Christian Dohse: Wie soll der Westen auf den globalen Expansionsdrang chinesischer Unternehmen reagieren?* 12. September 2011.
- Nr. 105 *Dennis J. Snower: Ratingagenturen: Mehr Transparenz durch Wettbewerb.* 7. Oktober 2011.
- Nr. 106 *Joachim Scheide: Haushaltskonsolidierung: Die Regierungen der EU-Staaten haben versagt.* 19. Oktober 2011.
- Nr. 107 *Rolf J. Langhammer: Umschuldung nur für den Sonderfall Griechenland.* 7. November 2011.
- Nr. 108 *Rolf J. Langhammer: Wolken am Konjunkturhimmel: Nachwehen der großen Finanzkrise.* 17. November 2011.
- Nr. 109 *Jens Boysen-Hogrefe: Noch ein Vorschlag zur Eurorettung... Eine verbindliche Versicherung von Staatsanleihen der Euroländer.* 29. November 2011.
- Nr. 110 *Joachim Scheide: Von „Bazookas“ und anderen Wunderwaffen zur Eurorettung.* 12. Dezember 2011.
- Nr. 111 *Marcus Böhme, Toman Omar Mahmoud und Rainer Thiele: Migration: Entwicklungsmotor statt Entwicklungsbremse.* 19. Dezember 2011.





- 483./484. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2010  
Kiel, September 2010. 80 S. 18 Euro.
485. Tiger oder Bettvorleger? Die baltischen Staaten nach der Krise  
*Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser*  
Kiel, November 2010. 30 S. 9 Euro.
- 486./487. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2010  
Kiel, Dezember 2010. 62 S. 18 Euro.
- 488./489. Weltkonjunktur im Frühjahr 2011  
Kiel, März 2011. 53 S. 18 Euro.
- 490./491. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2011  
Kiel, März 2011. 44 S. 18 Euro.
- 492./493. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2011  
Kiel, Juni 2011. 46 S. 18 Euro.
- 494./495. Weltkonjunktur im Herbst 2011  
Kiel, Oktober 2011. 54 S. 18 Euro.
- 496./497. Deutsche Konjunktur im Herbst 2011  
Kiel, Oktober 2011. 35 S. 18 Euro.
- 498./499. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2011  
Kiel, Dezember 2011. 57 S. 18 Euro.