

Gern, Klaus-Jürgen et al.

**Working Paper**

## Weltkonjunktur im Frühjahr 2012

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 502/503

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Gern, Klaus-Jürgen et al. (2012) : Weltkonjunktur im Frühjahr 2012, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 502/503, ISBN 3-89456-330-3, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/57271>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# *Kieler* **Diskussionsbeiträge**



## Weltkonjunktur im Frühjahr 2012

Nr. 502/503 | März 2012

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** 3-89456-330-3

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2012.

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 zieht wieder etwas an | 3 |
|--------------------------------------|---|

*Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt, Björn van Roye und Joachim Scheide*

|                                                                                                                                            |   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| Kasten 1: Zur Preisdifferenz zwischen Rohöl der Sorten Brent und WTI und ihren Folgen für Konjunktur und Preise in den Vereinigten Staaten | 9 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|

|                           |    |
|---------------------------|----|
| Euroraum in der Rezession | 35 |
|---------------------------|----|

*Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Björn van Roye, Joachim Scheide und Tim Schwarzmüller*

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| Kasten 1: Zur Konsumschwäche in den Niederlanden | 37 |
| Kasten 2: Konsolidierungsepisoden im Euroraum    | 44 |



# Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

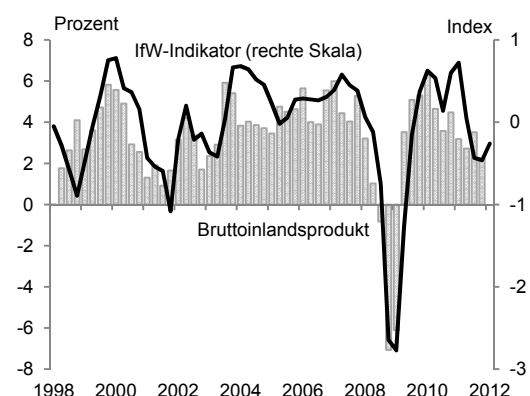
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt, Björn van Roye und Joachim Scheide

## Zusammenfassung:

Zum Jahresende 2011 hat die Weltkonjunktur deutlich an Fahrt verloren. erinnerte das Tempo des Rückgangs der Indikatoren für die weltwirtschaftliche Aktivität zunächst an den dramatischen Einbruch der Aktivitätsindikatoren in der Finanzkrise 2008, so zeichnet sich inzwischen aber eine Trendwende ab. Die Wahrscheinlichkeit einer massiven Abschwächung der Weltwirtschaft ist in den vergangenen Monaten daher deutlich gesunken. Gleichzeitig ist mit dem erneuten Anstieg der Ölpreise allerdings ein Belastungsfaktor hinzugekommen. Daher haben wir unsere Erwartung für die Zunahme der Weltproduktion insgesamt seit dem vergangenen Dezember nicht nennenswert revidiert. Wir rechnen für das Jahr 2012 unverändert mit einem Anstieg um 3,4 Prozent. Für 2013 erwarten wir eine wieder etwas stärkere Zunahme der globalen Produktion von 3,9 Prozent (Dezemberprognose: 4,0 Prozent). Allerdings schätzen wir nun die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Konjunktur spürbar besser entwickelt als erwartet, ähnlich groß ein, wie die einer wesentlich ungünstigeren Entwicklung, während bei unserer Prognose im vergangenen Dezember die Abwärtsrisiken deutlich überwogen.

Zum Jahresende 2011 hat die Weltkonjunktur deutlich an Fahrt verloren. Die globale Produktion stieg im vierten Quartal nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent, nachdem der Zuwachs im Quartal zuvor noch 3,5 Prozent betragen hatte (Abbildung 1). Nach einem sehr kräftigen Zuwachs von 5,1 Prozent im Jahr 2010 ist die Weltproduktion im Jahr 2011 nur noch um 3,8 Prozent gestiegen. Nach der Jahresmitte trübte sich das weltwirtschaftliche Klima stark ein. So ging der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 43 Ländern berechnet wird, scharf zurück, wenngleich ausgehend von einem sehr hohen Niveau. erinnerte das Tempo des Rückgangs zunächst an den dramatischen Einbruch der Aktivitätsindikatoren in der Finanzkrise 2008 (Gern et al. 2011: 4–6), so zeichnet sich inzwischen eine Trendwende ab.

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 1998–2012



Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 43 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; 1. Quartal 2012 teilweise geschätzt.

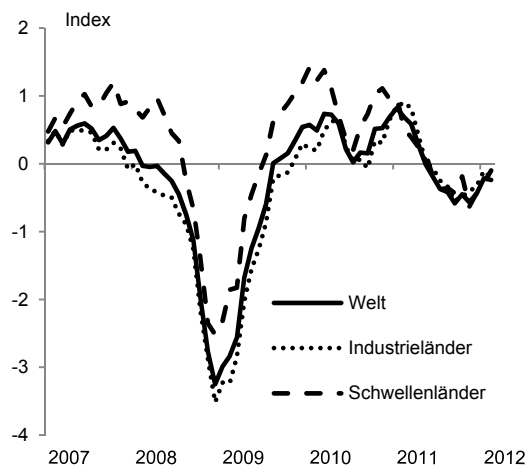
Quelle: OECD; Main Economic Indicators; nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Berechnet man den IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität getrennt für die Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften und für die Gruppe der Schwellenländer, so zeigt sich, dass die Wende zum Besseren bislang in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ähnlich stark ausgeprägt ist wie in den Schwellenländern, wo sich das wirtschaftliche Klima

## Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

weiterhin auf vergleichsweise niedrigem Niveau befindet (Abbildung 2). Dies ist insofern überraschend, als andere Indikatoren der weltwirtschaftlichen Aktivität auf eine relativ günstigere Entwicklung in der Gruppe der Schwellenländer hindeuten. So hat sich der Welthandel vor allem

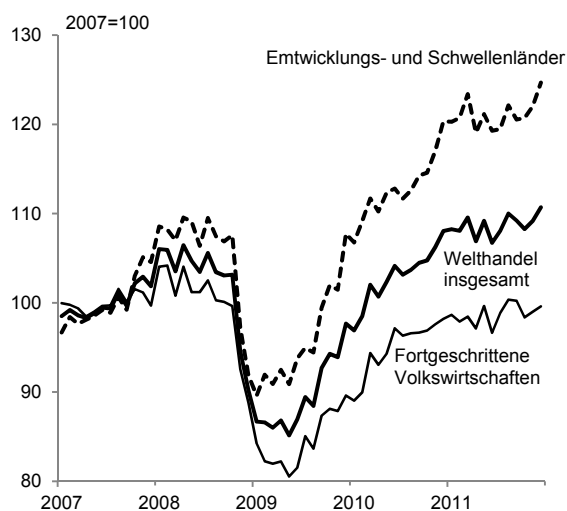
Abbildung 2:  
Weltwirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2012



Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 43 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 9 Schwellenländer).

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

Abbildung 3:  
Welthandel 2007–2011

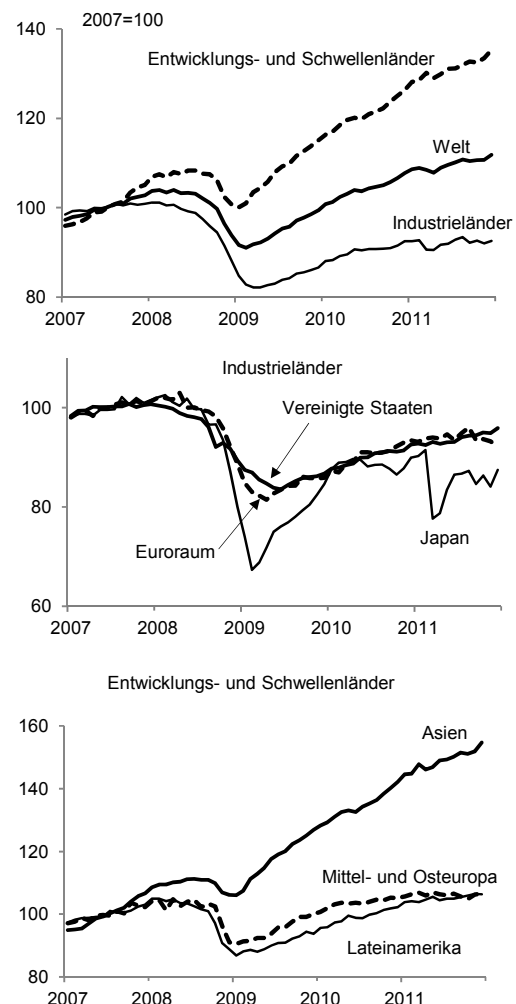


Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

wegen einer kräftigen Erholung des Außenhandels dieser Länder in den vergangenen Monaten wieder belebt, während der Handel der fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter mehr oder weniger stagnierte (Abbildung 3). Auch die regionale Entwicklung der Industrieproduktion legt den Schluss nahe, dass sich die Konjunktur am aktuellen Rand vor allem in den Schwellenländern, insbesondere im asiatischen Raum, und nicht so sehr in den Industrieländern belebt hat (Abbildung 4). Während also

Abbildung 4:  
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2007–2011



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

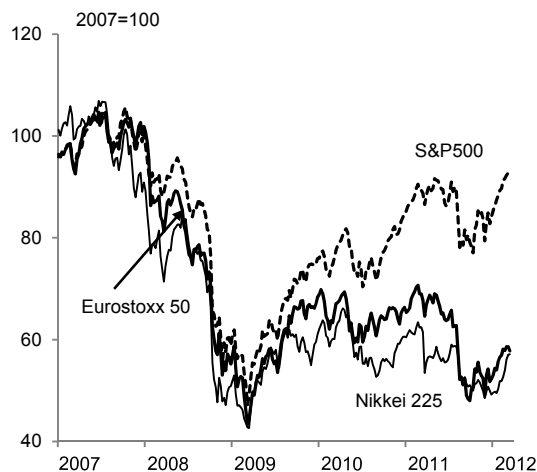
in den Schwellenländern die Stimmungsindikatoren die Belebung der wirtschaftlichen Aktivität bislang noch nicht vollständig reflektieren, scheint die konjunkturelle Lage die in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Verbesserung der Stimmung derzeit noch nicht in vollem Umfang zu rechtfertigen. Möglicherweise wirkt sich hier aus, dass die Risiken im Zusammenhang mit der Schuldenkrise im Euroraum und den damit verbundenen Finanzmarkturbulenzen, die insbesondere für die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bestehen, zuletzt geringer geworden sind.

Ein ähnliches Bild wie die Stimmungsindikatoren zeigen die Kursverläufe an den Aktien-

märkten (Abbildung 5). In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich die Aktienkurse von dem Einbruch im Sommer weitgehend erholt, während dies in den Schwellenländern nicht durchgehend der Fall war. Insbesondere in China – das Land, das aufgrund seiner wirtschaftlichen Größe die Entwicklung des Index für die Schwellenländer dominiert – sind die Preise für Unternehmensanteile nach wie vor gedrückt. Anscheinend hat sich in den Schwellenländern, und hier insbesondere in Asien, im vergangenen Jahr eine Korrektur der zuvor sehr hohen Wachstumserwartungen vollzogen.

Abbildung 5:

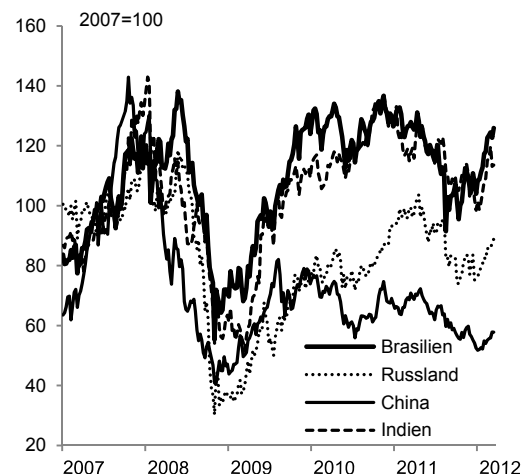
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2011



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2012



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

## Nachlassende Risiken durch die Staatsschuldenkrise im Euroraum, aber Belastungen durch den Ölpreisanstieg

Im Sommer des vergangenen Jahres gingen Sorgen um eine Ausweitung der Staatsschuldenkrise im Euroraum mit weltweiten Finanz-

markturbulenzen und einem starken Rückgang der Stimmungsindikatoren einher. Die Wahrscheinlichkeit einer massiven Abschwächung der Weltwirtschaft ist in den vergangenen Monaten aber deutlich gesunken. Hierfür spricht, dass sich Stimmungsindikatoren und Aktienmärkte wieder gefangen haben. Während im Euroraum die Aktienkurse ihr Niveau von vor dem Einbruch im Sommer zuletzt nur noch um 10 Prozent unterschritten und die Kurserholung



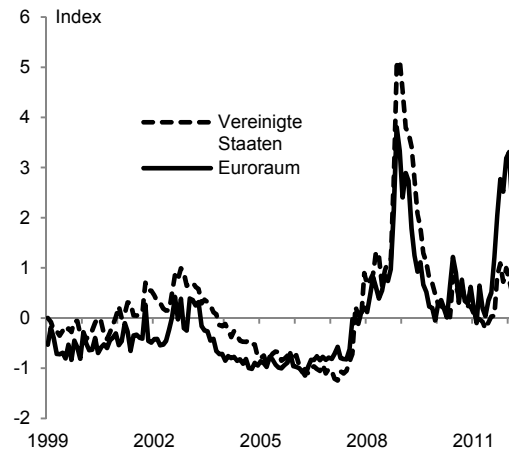
auch in Japan nahezu vollständig ist, lagen die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten Anfang März sogar wieder höher als Anfang Juli 2011.

Die europäische Schuldenkrise belastet die Weltwirtschaft zum einen durch die direkten Effekte, die über den Handel von der Einschränkung der Importe im Zuge der Rezession in den Hauptkrisenländern ausgehen. Angesichts eines Anteils der Länder Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien an den Weltimporten von 6,6 Prozent sind die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft insgesamt aber moderat. Betrachtet man den Euroraum insgesamt, so rutschte die Wirtschaft zwar – wie von uns erwartet – in die Rezession. Diese ist offenbar aber nicht dramatisch angesichts der Tatsache, dass der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 1,3 Prozent nicht sehr stark ausfiel und sich die Stimmungsindikatoren zuletzt auch im Euroraum insgesamt wieder leicht verbessert haben.

Zum anderen wird die Konjunktur außerhalb der Krisenländer indirekt durch Ansteckungseffekte über die Finanzmärkte beeinträchtigt. Diese scheinen offenbar ebenfalls nicht so stark zu sein, dass die Weltwirtschaft insgesamt durch die europäische Staatsschuldenkrise stark belastet würde. Neben der Erholung an den Aktienmärkten außerhalb des Euroraums spricht hierfür nicht zuletzt, dass eine ausgeprägte Erhöhung des Finanzmarktstress lediglich im Euroraum zu verzeichnen war. So ist die Anspannung an den Finanzmärkten im Euroraum ausweislich des vom IfW berechneten Indikators im Sommer 2011 massiv gestiegen, und sie liegt immer noch auf einem ähnlichen Niveau wie auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 (Abbildung 6). Dagegen nahm der Finanzmarktstress in den Vereinigten Staaten im vergangenen Sommer sehr viel weniger stark zu und ist derzeit nach historischen Maßstäben nur moderat erhöht.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Berechnet werden die Indikatoren für den Stress an den Finanzmärkten mithilfe von Faktormodellen aus einer großen Zahl von Einzelindikatoren (wie Zinsniveau, Zinsspreads, Kursvolatilitäten etc.). Das IfW berechnet Indizes für den Finanzmarktstress in

Abbildung 6:  
Finanzmarktstress in den Vereinigten Staaten und im Euroraum 1999–2012



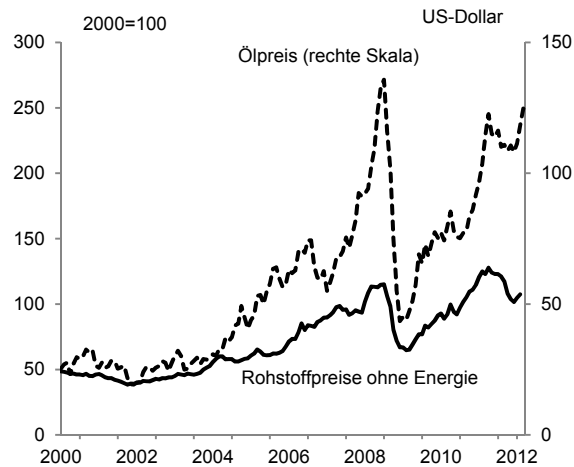
Der Finanzmarktstress wird mithilfe eines Faktormodells aus einer Vielzahl von Einzelindikatoren berechnet. Vereinigte Staaten: Finanzmarktstressindikator der Fed St. Louis; Euroraum: IfW-Finanzmarktstressindikator.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; eigene Berechnungen.

Während sich die Risiken für die Weltkonjunktur vonseiten der europäischen Staatsschuldenkrise in den vergangenen Monaten verringert haben, ist mit dem erneuten Anstieg der Ölpreise ein Belastungsfaktor hinzugekommen. Hatte sich im Verlauf des Jahres 2011 der Preis für Öl der Sorte Brent infolge der Abschwächung der Weltkonjunktur und einer allmählichen Normalisierung der Produktion in Libyen von 123 US-Dollar je Barrel im April auf 108 US-Dollar im Dezember verringert, zog er in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres wieder deutlich an und notierte Anfang März bei knapp 125 US-Dollar (Abbildung 7). Die konjunkturelle Verlangsamung im Jahr 2011 kann auch auf den starken Anstieg der Rohstoffpreise zurückgeführt werden, zu dem es im Zuge der Erholung von der Großen Rezession gekommen war. Besonders problematisch war, dass ein Teil des Preisanstiegs damals nicht nachfrageinduziert war, sondern das Resultat der politischen Ereignisse im arabischen Raum, die zu einer Verknappung des Angebots und zunehmenden Risikoprämien geführt hatte

Deutschland und im Euroraum, vgl. hierzu van Roye (2011).

Abbildung 7:  
Rohstoffpreise 2000–2012



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

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

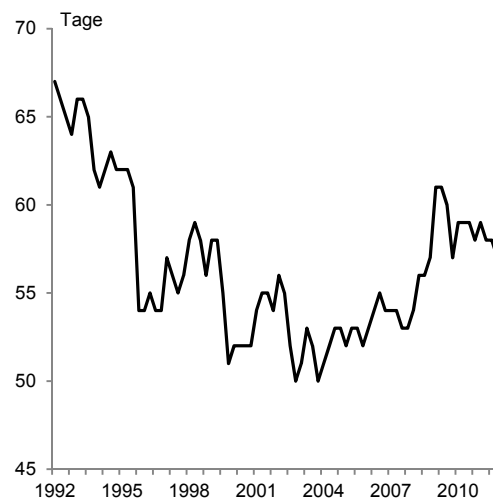
(Boysen-Hogrefe et al. 2011: 5–8).<sup>2</sup> Auch gegenwärtig ist der Preisanstieg nicht in erster Linie auf eine kräftige Nachfrageexpansion zurückzuführen. Ein Indiz dafür ist, dass die üblicherweise sehr konjunktur reagiblen Preise für Industrierohstoffe, die im Verlauf des Jahres 2011 ebenfalls deutlich gesunken waren, sich nur wenig erholt haben.

Ein Grund für den Ölpreisanstieg in den letzten Wochen ist wohl die Verschärfung des politischen Konflikts der westlichen Industrieländer mit dem Iran, der die im Ölpreis enthaltene Risikoprämie wieder erhöht haben dürfte. Wichtig ist darüber hinaus, dass die Ölproduktion in der Grundtendenz seit Jahren nur wenig steigt und deshalb auch bei moderater Nachfrageexpansion hinter dem Verbrauch zurückbleibt, so dass die Lagerbestände seit Mitte 2010 deutlich rückläufig sind (Abbildung 8). An dieser Tendenz wird sich nach den Projektionen der Internationalen Energieagentur (IEA) auch im Prognosezeitraum wenig ändern. Dabei resultiert der Zuwachs der Nachfrage ausschließlich aus den Entwicklungs- und Schwellenlän-

<sup>2</sup> Für eine Schätzung der Effekte eines Ölangebotschocks auf die Konjunktur in den G7-Ländern vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011: Kasten 1.2).

dern, während der Verbrauch in den OECD-Ländern sogar leicht zurückgeht (Tabelle 1). Schließlich könnte die massive Zuführung von Liquidität durch die EZB in jüngster Zeit auch zu dem Preisanstieg an den Rohstoffmärkten beigetragen haben.

Abbildung 8:  
OECD-Lagerbestände an Ölprodukten (Industrie) 1992–2012



Quartalsdaten. Reichweite in Tagen des Verbrauchs.

Quelle: International Energy Agency, Oil Market Report.

Zwar ist das Ausmaß des Preisanstiegs geringer als in der Phase bis zum Frühjahr 2011. Bei von nun an unveränderten Notierungen würde sich dennoch für 2012 ein um knapp 15 US-Dollar höheres Preisniveau ergeben; gegenüber unserer Ölpreisannahme vom Dezember vergangenen Jahres beträgt der Unterschied sogar 20 US-Dollar. Dies dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, aber auch in vielen Schwellenländern, spürbar dämpfen. Gemäß Simulationen mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM fällt die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowohl in diesem Jahr als auch im nächsten Jahr um einen halben Prozentpunkt niedriger aus; das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird insgesamt um 1 Prozent gedrückt (Tabelle 2). Die Inflation steigt gegenüber dem Basis-

## Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

**Tabelle 1:**

Angebot und Nachfrage am Weltölmarkt 2008–2012 (Mill. Barrel pro Tag)

|                    | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Nachfrage          | 86,6 | 85,6 | 88,3 | 89,1 | 89,9 |
| OECD               | 47,6 | 45,6 | 46,2 | 45,6 | 45,3 |
| Nicht-OECD         | 38,9 | 39,9 | 42,2 | 43,4 | 44,6 |
| Angebot            | 86,7 | 85,6 | 87,4 | 88,5 | 89,9 |
| OPEC               | 36,1 | 34,1 | 34,8 | 35,8 | 36,3 |
| Nicht-OPEC         | 50,6 | 51,1 | 52,6 | 52,7 | 53,6 |
| Lagerveränderungen | 0,2  | 0,0  | –0,9 | –0,6 | 0,0  |

Quelle: International Energy Agency (2012); eigene Berechnungen und Schätzungen für das OPEC-Angebot im Jahr 2012.

**Tabelle 2:**

Auswirkungen eines dauerhaften Ölpreisanstieges um 20 US-Dollar 2012 und 2013

|                                    | Bruttoinlandsprodukt |      | Inflation |      |
|------------------------------------|----------------------|------|-----------|------|
|                                    | 2012                 | 2013 | 2012      | 2013 |
| Welt                               | –0,2                 | –0,6 | 1,2       | 0,9  |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften | –0,5                 | –1,0 | 1,0       | 0,7  |
| Vereinigte Staaten                 | –0,6                 | –1,3 | 1,4       | 0,9  |
| Euroraum                           | –0,3                 | –0,6 | 0,8       | 0,4  |
| Japan                              | –0,7                 | –1,1 | 0,5       | 0,4  |
| Schwellenländer                    |                      |      |           |      |
| Brasilien                          | –0,1                 | –0,3 | 2,1       | 1,0  |
| Russland                           | 1,0                  | 1,6  | –0,5      | 0,0  |
| Indien                             | –0,5                 | –1,4 | 2,8       | 0,6  |
| China                              | 0,0                  | –0,3 | 0,3       | 1,0  |

Bruttoinlandsprodukt: Abweichung vom Basisszenario in Prozent; Inflation: Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten.

Quelle: NiGEM Datenbank; eigene Berechnungen mit NiGEM.

szenario in beiden Jahren kräftig. Besonders stark sind die Effekte in den Vereinigten Staaten; im Euroraum sind sie nur etwa halb so hoch, vor allem weil der Steueranteil am Produktpreis im Euroraum erheblich höher ist als in den Vereinigten Staaten und der Anstieg des Rohölpreises deshalb einen geringeren prozentualen Anstieg der Preise für Ölprodukte auf der Verbraucherebene zur Folge hat. Deutlich dämpfend wirkt der höhere Ölpreis auch in vielen Schwellenländern, besonders stark in Indien. Positive Effekte auf die Produktion ergeben sich hingegen für die Ölexporteure wie Russland. Insgesamt wird die Weltproduktion durch einen Ölpreisanstieg gleichwohl reduziert.

Nach wie vor ist der Ölmarkt durch eine ungewöhnlich große Differenz zwischen der euro-

päischen Referenzsorte Brent und der US-Referenzsorte West Texas Intermediate (WTI) gekennzeichnet. Maßgeblich dafür ist wohl ein hoher Angebotsdruck auf dem Ölmarkt im mittleren Westen der Vereinigten Staaten, dem Erfüllungsort für den WTI-Future. Für den Prognosezeitraum ist zu erwarten, dass sich die Transportengpässe, die eine Preisarbitrage erschweren, vermindern und der WTI-Preis sich dem Preis für Brentöl zunehmend annähert. Die zusätzliche Belastung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten durch diese Preiskonvergenz dürfte allerdings gering sein, da die Sonderentwicklung bei den Notierungen für WTI die Preise für Ölprodukte offenbar nur wenig beeinflusst (Kasten 1).

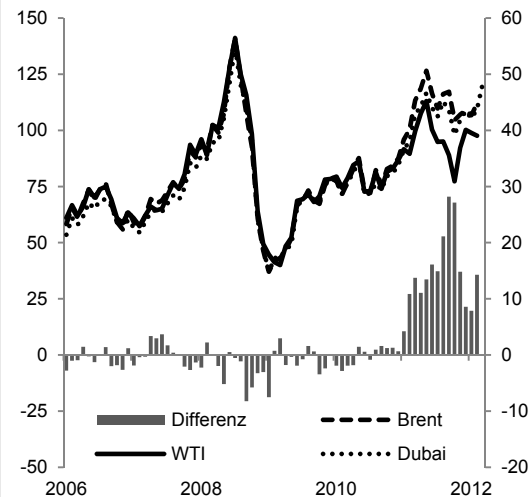
**Kasten 1:**

Zur Preisdifferenz zwischen Rohöl der Sorten Brent und WTI und ihren Folgen für Konjunktur und Preise in den Vereinigten Staaten

Rohöl ist kein homogenes Gut. Öl aus verschiedenen Quellen unterscheidet sich nach Qualität – insbesondere Schwefelgehalt und Viskosität, welche die Kosten der Raffinierung beeinflussen – und regionaler Herkunft, was die Knappheit und auf diese Weise den Preis beeinflusst. Allerdings haben sich einige Sorten als Referenz für die Preisbildung an den Märkten etabliert. In Europa ist dies Nordseeöl der Sorte Brent, in den USA dominiert West Texas Intermediate (WTI). Sowohl Brent als auch WTI sind qualitativ hochwertige Öle, doch ist Brent geringfügig schwefelhaltiger und etwas weniger flüssig, weshalb es in der Vergangenheit regelmäßig etwas billiger war als WTI. Seit etwa eineinhalb Jahren ist dagegen der Preis von Brent deutlich höher als der von WTI. Belief sich die Differenz im zweiten Halbjahr 2010 noch auf wenige US-Dollar, stieg sie zu Beginn des Jahres 2011 auf etwa 15 US-Dollar und erhöhte sich im Verlauf des vergangenen Jahres weiter, auf in der Spitze fast 30 US-Dollar im September und Oktober (Abbildung K1-1).

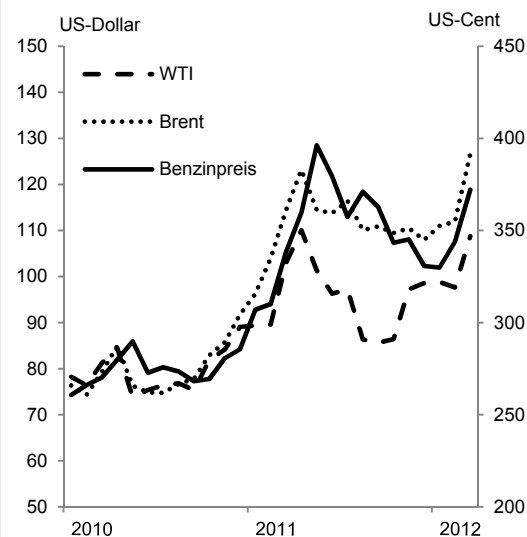
Diese historisch einmalige Entwicklung kann nur zu einem kleinen Teil durch Sonderentwicklungen beim Brent erklärt werden. Ein Vergleich mit anderen Referenzpreisen – etwa des Preises für die arabische Referenzsorte Dubai oder anderen vergleichbaren US-Sorten wie Louisiana Sweet – zeigt, dass deren Preise recht eng der Entwicklung des Brent-Preises folgten. Der wesentliche Grund für die hohe Preisdifferenz zwischen Brent und WTI liegt vielmehr darin, dass Rohöl am Ort der Preisbildung für WTI (Cushing/Oklahoma) derzeit im Überfluss vorhanden ist, da die Pipeline-Kapazitäten nicht ausreichen, um die gestiegene Produktion aus den Fördergebieten im mittleren Westen und die zunehmenden Lieferungen aus Alberta zu den Raffinerien an der Golfküste zu transportieren. Einen Hinweis auf die Bedeutung dieses Faktors lieferte die Preisentwicklung in den vergangenen Monaten: Gegen Jahresende verringerte sich der Abstand der Preise von Brent und WTI erheblich auf nur noch 8 US-Dollar, nachdem angekündigt wurde die Fließrichtung der Seaway-Pipeline, mit der bislang Öl von der Golfküste nach Cushing transportiert wurde, umzudrehen. Als Ende Januar

**Abbildung K1-1:**  
Ausgewählte Rohölnotierungen 2006–2012



Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

**Abbildung K1-2:**  
Rohölnotierungen und Benzinpreis in den Vereinigten Staaten 2010–2012



Monatsdaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

entschieden wurde, die Umsetzung der Maßnahme von April auf Juni zu verschieben, hatte dies einen erneuten Anstieg des Preisabschlags auf WTI-Öl zur Folge.

Sollten die zusätzlichen Pipeline-Kapazitäten im Sommer zur Verfügung stehen, dürften sich die Preise für WTI dem Preis für Brent stark annähern. Bei unserer Annahme eines im Prognosezeitraum konstanten Brent-Preises von 125 US-Dollar je Barrel bedeutete dies einen nochmaligen kräftigen Anstieg des WTI-Preises, der sich bei vollständiger Angleichung auf rund 15 US-Dollar belaufen würde.

Es fragt sich, wie die Auswirkungen einer solchen Entwicklung auf Konjunktur und Preise in den Vereinigten Staaten einzuschätzen sind. Zentral dafür ist, wie stark der Einfluss der WTI-Notierungen auf die Preise der Ölprodukte ist. Um dies zu erkennen untersuchen wir, ob die Benzinpreise in den Vereinigten Staaten maßgeblich vom Preis für WTI oder von den Weltmarktpreisen (repräsentiert durch die Brent-Notierung) bestimmt werden. Vergleicht man die Preisverläufe in der Vergangenheit, so ist offenbar ein stärkerer Zusammenhang mit Brent als mit WTI gegeben (Abbildung K1-2).

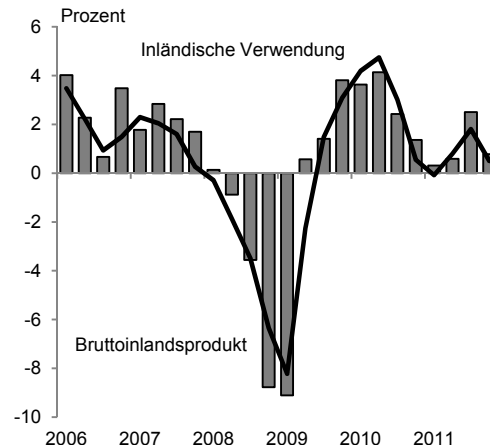
Die Benzinpreise in den Vereinigten Staaten folgen anscheinend stärker dem Preis für Brent. Sie dürften somit in der nächsten Zeit als Reflex des zuletzt kräftig gestiegenen Brent-Preises stark zulegen. Ein spürbarer zusätzlicher Anstieg infolge der sich abzeichnenden Angleichung der Preise für Brent und WTI ist dagegen nicht zu erwarten, da der niedrigere Preis für WTI im vergangenen Jahr offenbar kaum an die Verbraucher weitergegeben worden ist. Da die Benzinpreise durch diesen Faktor voraussichtlich nicht erheblich erhöht werden, ist auch nicht mit nennenswerten Effekten auf Konjunktur und Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten zu rechnen.

## Gedämpfter Produktionsanstieg in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erwies sich die Konjunkturbelebung, die im dritten Quartal verzeichnet worden war, als vorübergehend. Im Schlussquartal des Jahres 2011 verringerte sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2,4 Prozent auf 0,8 Prozent (laufende Jahresrate) (Abbildung 9). In Japan und in der Europäischen Union war die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar rückläufig, wobei dies in Japan auch auf temporäre Sondereinflüsse zurückzuführen war. Hingegen beschleunigte sich in den Vereinigten Staaten die wirtschaftliche Expansion.

In den *Vereinigten Staaten* legte das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 3,0 Prozent zu, nach einem Anstieg von 1,8 Prozent im dritten Quartal (Abbildung 10). Maßgeblich für das höhere Expansionstempo war, dass die Unternehmen ihre Vorräte spürbar aufstockten, nachdem sie diese im dritten Quartal nahezu unverändert ließen. Die konjunkturelle Grundtendenz hat sich im vierten Quartal kaum ver-

Abbildung 9:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern  
2006–2011

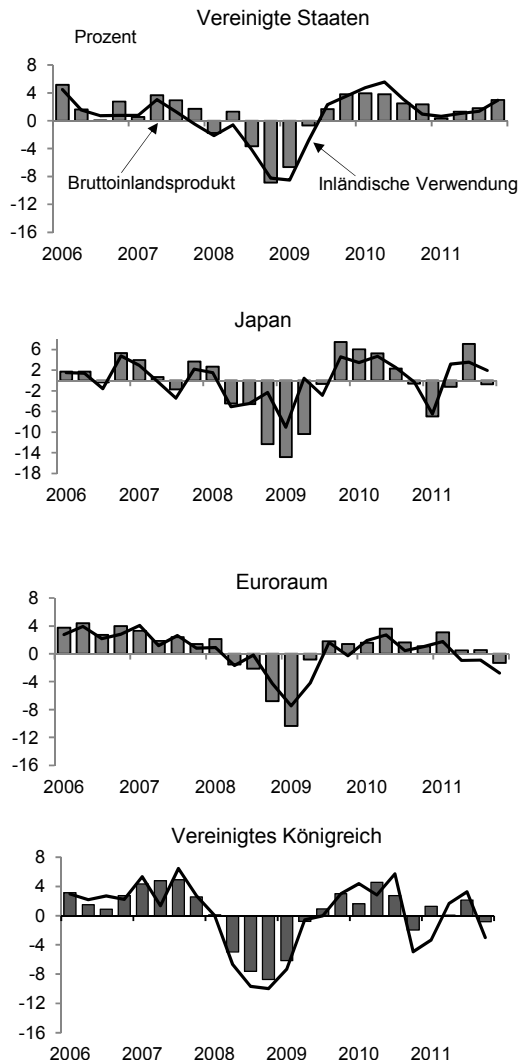


Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich; 4. Quartal 2011 teilweise geschätzt.

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

bessert. Die privaten Konsumausgaben stiegen im vierten Quartal um 2,1 Prozent. Die privaten Haushalte haben ihre zusätzlichen Ausgaben wieder vermehrt aus dem Anstieg des real verfügbaren Einkommens decken können, das in den beiden Vorquartalen durch den Kaufkraft-

Abbildung 10:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen  
fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2011



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

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office for National Statistics, *Economy*.

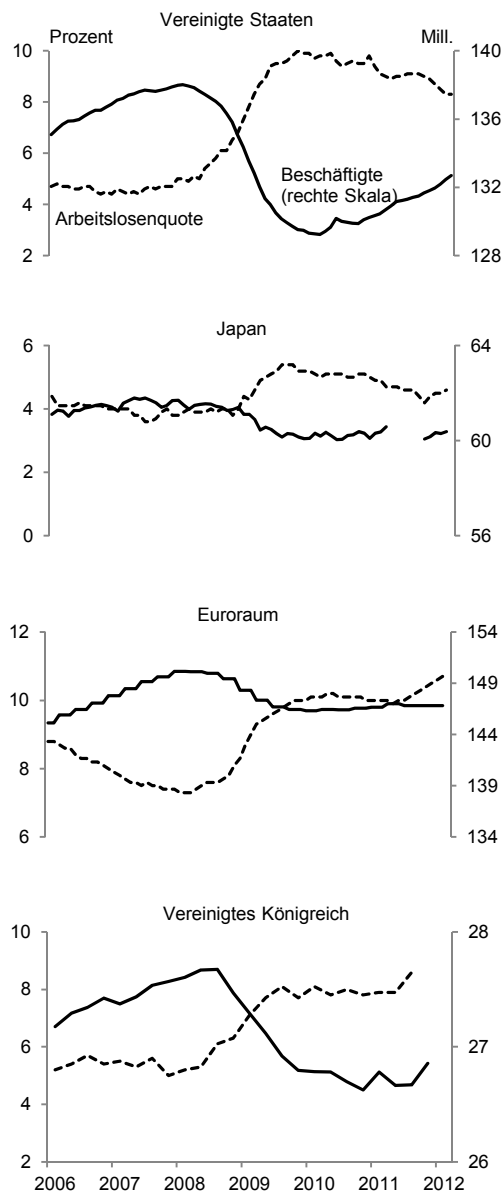
verlust infolge des Energiepreisanstiegs kaum gestiegen war. Die Anlageinvestitionen wurden im Vergleich zum Vorquartal in einem deutlich geringeren Tempo ausgeweitet. Die Investitionen in Ausrüstungen und Software legten um 4,8 Prozent zu, nach mehr als 16 Prozent im dritten Quartal; die Investitionen in den Wirtschaftsbau gingen sogar zurück, nachdem sie zuvor kräftig expandiert hatten. Die privaten

Wohnungsbauinvestitionen nahmen dagegen deutlich rascher zu als im Vorquartal. Die Ausgaben des Staates waren bereits das fünfte Quartal in Folge rückläufig. Neben den geringeren Ausgaben bei den Bundesstaaten und auf kommunaler Ebene, die aufgrund von Einnahmeausfällen und der Verpflichtung, einen ausgeglichenen Haushalt vorzulegen, nach wie vor unter erheblichen Budgetproblemen leiden, gingen im vierten Quartal vor allem die Ausgaben für Verteidigung spürbar zurück. Nachdem sich der Außenbeitrag im dritten Quartal etwas erhöht hatte, blieb er im vierten Quartal nahezu unverändert, vor allem weil die Importe in beschleunigtem Tempo zulegten.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich zuletzt etwas verbessert. Zwar wird der Rückgang der Arbeitslosenquote – zuletzt betrug sie 8,3 Prozent – nach wie vor durch die rückläufige Partizipationsrate maßgeblich gestützt, allerdings ist er zunehmend auch auf einen Anstieg der Beschäftigung zurückzuführen (Abbildung 11).<sup>3</sup> So legte die Beschäftigung zwischen November und Februar im Durchschnitt um mehr als 200 000 zu, ein Anstieg, der auch unter Berücksichtigung des Bevölkerungswachstums ausreichend ist, um die Arbeitslosigkeit abzubauen. Im Jahr 2011 wurden netto rund 1,8 Mill. Stellen geschaffen, so dass seit dem Beginn der Erholung im Jahr 2010 etwa rund 3,4 Mill. Stellen entstanden sind, nachdem im Verlauf der Rezession knapp 9 Mill. Stellen verloren gegangen waren. Bisher hat sich der Stellenaufbau vor allem auf den Dienstleistungssektor konzentriert, der bereits mehr als die Hälfte der verloren gegangenen Stellen wieder wettmachen konnte. In den anderen Sektoren fiel der Beschäftigungsaufbau dagegen verhalten aus. Im Finanzsektor, in dem während der Rezession rund 500 000 Stellen abgebaut worden waren, und im Bausektor, in dem rund 2 Millionen Stellen weggefallen, erhöhte sich die Beschäftigung nicht. Dies ist ein Indiz dafür, dass ein Teil der höheren Arbeitslosigkeit auf strukturelle Anpassungen zurückzuführen ist.

<sup>3</sup> Zum Rückgang der Partizipationsrate und der Beschäftigungsquote in den Vereinigten Staaten vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2011: 10–11).

Abbildung 11:  
Arbeitsmarkt in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2012



Monatsdaten; saisonbereinigt; Vereinigtes Königreich und Beschäftigung im Euroraum: Quartalsdaten; Vereinigte Staaten: abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: EZB, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; US Department of Labor, *Employment Situation*; OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office of National Statistics, *Economy*.

In *Japan* hat sich die Erholung von den Produktionsausfällen, zu denen es im Gefolge des Erdbebens vom 11. März 2011 und der anschließenden Nuklearkatastrophe gekommen war,

gegen Jahresende nicht weiter fortgesetzt. Vielmehr nahm das Bruttoinlandsprodukt nach dem kräftigen Anstieg im dritten Quartal im Schlussquartal wieder ab. Maßgeblich für den erneuten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion war, dass die Exporte mit einer laufenden Jahresrate von 12,5 Prozent deutlich nachgaben. Gedämpft wurden die Exporte durch die Schwäche der Weltkonjunktur und die hohe Bewertung des Yen, unter der die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Produzenten leidet. Darüber hinaus haben offenbar die gravierenden Produktionsausfälle in Thailand, zu denen es im Oktober und November als Folge von Überschwemmungen gekommen war, Produktion und Export in Japan vorübergehend erheblich beeinträchtigt. Die Inlandsnachfrage zeigte sich hingegen robust, auch wenn die umfangreichen im Haushalt zur Überwindung der Folgen der Katastrophe bereitgestellten Mittel bislang noch nicht zu einer deutlichen Zunahme etwa der öffentlichen Investitionen geführt haben. Zuletzt zogen vor allem die Unternehmensinvestitionen nach einer mehr als einjährigen Phase ununterbrochener Rückgänge kräftig an. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich gegen Jahresende 2011 wieder etwas verschlechtert; der Beschäftigungsaufbau kam nahezu zum Stillstand, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 4,6 Prozent im Dezember.

Im *Euroraum* wurde die Konjunktur seit dem Frühjahr 2011 durch die Zuspitzung der Staatsschuldenkrise stark belastet.<sup>4</sup> Zum einen wurden Verbrauchervertrauen und Investitionsklima durch die drohende Ausweitung der Krise auf weitere Länder und zunehmende Anspannungen an den Finanzmärkten belastet; zum anderen wurde die Nachfrage durch eine zunehmend restriktive Finanzpolitik gedämpft. Hinzu kamen retardierende Effekte der geringeren konjunkturellen Dynamik in der übrigen Welt. Insgesamt schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 1,3 Prozent, nachdem es im Vorquartal noch leicht – um 0,8 Prozent – zugelegt

<sup>4</sup> Zur Konjunktur im Euroraum siehe auch Boysen-Hogrefe et al. (2012).

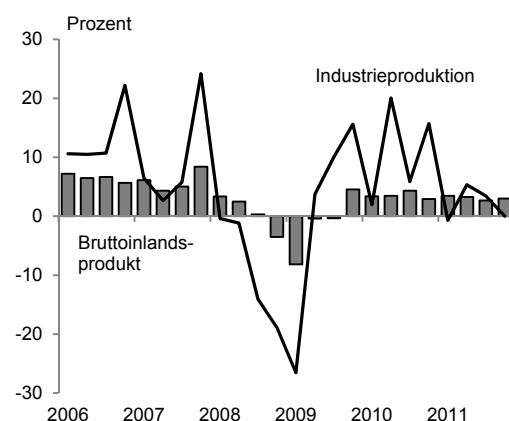
hatte. Die Schwäche war breit angelegt. Sowohl die privaten Haushalte als auch die öffentliche Hand schränkten ihren Konsum ein, die Anlageinvestitionen gingen deutlich zurück, der Lageraufbau verlangsamte sich. Sowohl Exporte als auch Importe gingen zurück, erstere jedoch in geringerem Maße, so dass sich der Außenbeitrag merklich verbesserte. Der Rückgang der Produktion im vierten Quartal blieb zwar nicht auf die von der Staatsschuldenkrise unmittelbar betroffenen Länder beschränkt – neben Griechenland, Portugal, Spanien oder Italien sank das Bruttoinlandsprodukt auch in einer Reihe von anderen Ländern des Euroraums wie Deutschland, Belgien und die Niederlande –, doch sind die Differenzen in der konjunkturellen Grundtendenz zwischen den Ländern weiterhin sehr ausgeprägt. Dies zeigt sich nicht zuletzt an der Entwicklung am Arbeitsmarkt, wo sich die bereits sehr düstere Lage in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern weiter zum Teil deutlich verschlechterte. Insgesamt steigt die Arbeitslosenquote im Euroraum seit dem Frühjahr 2011 kontinuierlich; sie belief sich im Januar 2012 auf 10,7 Prozent.

Im *Vereinigten Königreich* weist die konjunkturelle Entwicklung nach wie vor eine schwache Grundtendenz auf. Im vierten Quartal setzte sich die im Vorquartal verzeichnete Erholung nicht fort, vielmehr sank das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 0,9 Prozent. Dämpfend wirkte zum einen die nachlassende Nachfrage aus dem Ausland, insbesondere waren die Exporte in den Euroraum rückläufig. Aber auch die Inlandsnachfrage entwickelte wenig Schwung, vor allem weil die Investitionen kräftig sanken. Der private Konsum belebte sich hingegen sogar etwas. Die Industrieproduktion ging in den letzten Monaten des Jahres kräftig zurück, und die vorlaufenden Indikatoren signalisierten bis zuletzt eine weitere Abschwächung der Aktivität in diesem Sektor. In dem für die britische Wirtschaft besonders wichtigen Dienstleistungssektor stagnierte die Produktion zuletzt, und auch hier deutet sich noch keine spürbare Belebung an. In diesem gesamtwirtschaftlichen Umfeld verschlechterte sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter; die Arbeitslosenquote stieg

zuletzt auf 8,4 Prozent, den höchsten Wert seit 1994.

In den *übrigen Ländern der Europäischen Union* blieb die Konjunktur vergleichsweise robust. Zwar wurde in Schweden ein kräftiger Rückgang des Bruttoinlandsprodukts verzeichnet, doch folgte dieser einem sehr starken Anstieg in den Quartalen zuvor und dürfte die konjunkturelle Grundtendenz unterzeichnen. Weiter aufwärts gerichtet war hingegen die Produktion in den Beitrittsländern der EU (Abbildung 12). Vor allem in Polen ist die kräftige wirtschaftliche Expansion offenbar ungebrochen. Eine deutliche Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität wurde außerdem in Lettland und Litauen sowie in Bulgarien verzeichnet. Auch in Ungarn stieg das Bruttoinlandsprodukt trotz der Tatsache, dass sich die Schuldenproblematik in den vergangenen Monaten deutlich verschärft hat, weiter merklich. Das Tempo der wirtschaftlichen Expansion reicht allerdings nach wie vor nicht aus, um die Arbeitslosigkeit in den Beitrittsländern zu senken. Sie stieg zuletzt sogar leicht an und belief sich im Januar 2012 für die Ländergruppe auf 10,4 Prozent. Damit war sie etwas höher als die Arbeitslosenquote für die EU insgesamt, die Anfang dieses Jahres bei 10,1 Prozent lag.

Abbildung 12:  
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.

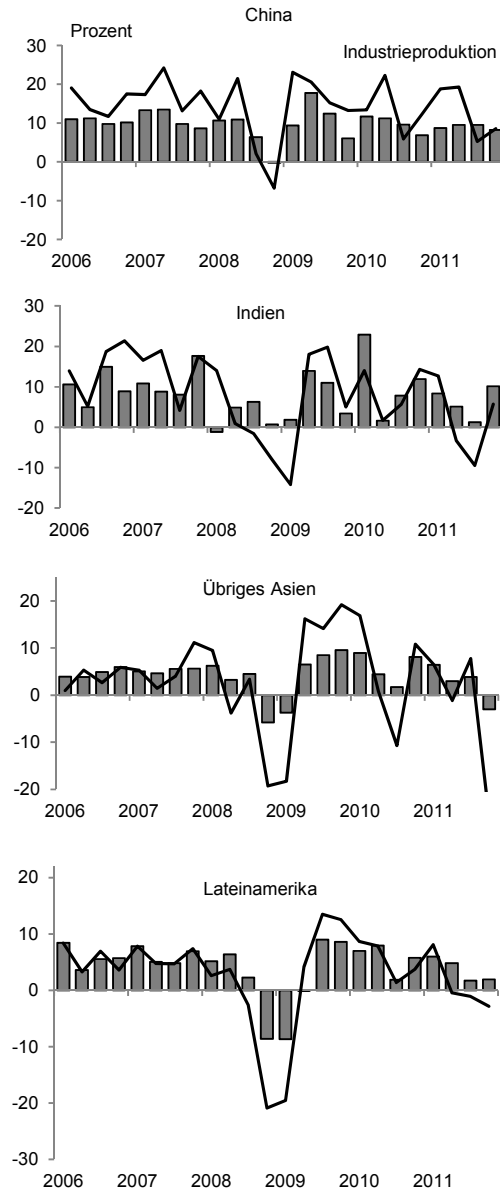


## Moderate Expansion in den Schwellenländern

Nach einer äußerst kräftigen Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 2010 hat sich die Konjunktur in den Schwellenländern im Verlauf des Jahres 2011 merklich abgekühlt. Hierzu trug zum einen die schwächere konjunkturelle Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bei. So nahmen die Ausfuhren der Schwellenländer im Jahr 2011 deutlich weniger stark zu als im Jahr 2010. Zum anderen war die Wirtschaftspolitik bis zur Mitte des Jahres bemüht, dem kräftigen Preisauftrieb entgegenzusteuern. Vielerorts hatten die Zentralbanken ihre Zinsen oder die Mindestreservesätze erhöht sowie unkonventionelle Maßnahmen eingesetzt, um den starken Zufluss von Kapital zu bremsen (Gern et al. 2011: Kasten 2). Außerdem war die Finanzpolitik deutlich weniger expansiv ausgerichtet als im Jahr 2010, als die Regierungen die Konjunktur mit großen Ausgabenprogrammen gestützt hatten. In den Schwellenländern insgesamt blieb die Konjunktur bis zuletzt gedämpft. Dabei schwächte sich die wirtschaftliche Expansion im asiatischen Raum im vierten Quartal weiter ab, während sich in Lateinamerika der Produktionsanstieg etwas belebte (Abbildung 13).

In *China* wurde für das Gesamtjahr 2011 ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 9,2 Prozent verzeichnet. Dabei schwächte sich die Konjunktur gegen Ende des vergangenen Jahres leicht ab; im vierten Quartal verlangsamte sich die wirtschaftliche Expansion auf eine laufende Jahresrate von 8,2 Prozent. Im Verlauf des Jahres verloren insbesondere die Investitionen in den Wohnungsbau an Fahrt, nicht zuletzt als Folge einer gezielten Verknappung von Krediten durch die Notenbank. Auch die Exporte nahmen zeitweise deutlich verlangsamt zu. Die Inlandsnachfrage insgesamt blieb hingegen über das gesamte Jahr hinweg kräftig, wobei der private Konsum gestützt durch die stärkeren Zuwächse der Realeinkommen sogar an Schwung gewann. Am aktuellen Rand zeich-

Abbildung 13:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Schwellenländern 2006–2011



Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; Daten für China basierend auf Abeyasinghe (2008); fortgeschrieben mit Vorjahresvergleich der amtlichen chinesischen Statistik; übriges Asien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; 4.Quartal 2011 teilweise geschätzt.

Quelle: Abeyasinghe (2008); IMF, *International Financial Statistics*; nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

nen die Frühindikatoren ein uneinheitliches Bild: Während der Indikator der OECD am aktuellen Rand auf eine Verlangsamung der

wirtschaftlichen Aktivität hindeutet – er verzeichnete im Dezember und im Januar den geringsten monatlichen Anstieg in den letzten drei Jahren –, legte der Einkaufsmanagerindex zuletzt wieder deutlich zu und signalisiert eine beschleunigte Expansion.

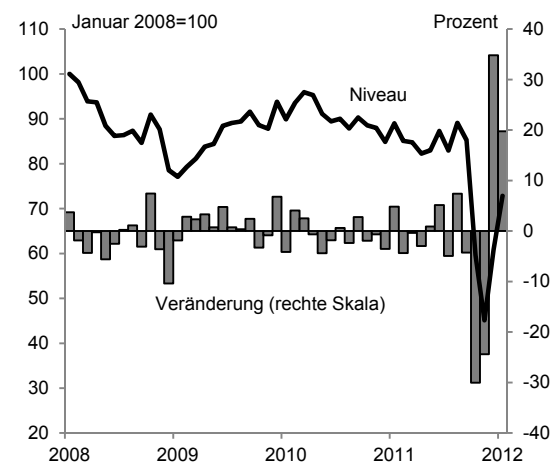
In *Indien* nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2011 um 7,1 Prozent zu, und damit deutlich langsamer als im Jahr zuvor (10,3 Prozent). Nach einer sehr schwachen Entwicklung im dritten Quartal beschleunigte sich die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal aber wieder deutlich auf eine laufende Jahresrate von 10,1 Prozent. Auf der Verwendungsseite dürfte dies vor allem auf eine Erholung bei den Investitionen zurückzuführen sein. Entstehungsseitig war eine Zunahme der Industrieproduktion ausschlaggebend, die gegen Ende des Jahres den zuvor verzeichneten starken Rückgang wieder wettmachte. Die Inflationsrate ist im Dezember und Januar deutlich gesunken, vor allem bedingt durch geringere Preise für Nahrungsmittel. So nahm der Großhandelspreisindex, dessen Veränderungsrate in Indien oft als Inflationsindikator herangezogen wird, im Januar mit nur 6,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr zu, während bis November 2011 noch Preissteigerungen von über 9 Prozent zu verzeichnen waren.

In der Gruppe der *südostasiatischen Schwellenländer*<sup>5</sup> hat die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr um 4,4 Prozent zugenommen. Allerdings war die Produktionsentwicklung in den einzelnen Ländern im vierten Quartal 2011 sehr unterschiedlich. In Indonesien und Malaysia expandierte die Wirtschaft mit Raten von 10,7 bzw. 7,6 Prozent, wofür vor allem kräftig zunehmende Investitionen und Staatsausgaben verantwortlich waren. Demgegenüber brach die Wirtschaft in Thailand dramatisch ein. Bedingt durch die Folgen der Überschwemmungskatastrophe sank das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 36 Prozent. Insbesondere Investitionen und Exporte gingen massiv zurück. Für das Gesamtjahr 2011 ergab sich im Ergebnis ledig-

lich ein Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 0,1 Prozent. Inzwischen ist die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Thailand allerdings wieder deutlich gestiegen, und sie dürfte in den nächsten Monaten ihr Niveau von vor der Flut wieder erreichen (Abbildung 14).

Abbildung 14:

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Thailand 2008–2012



Monatsdaten; saison- und preisbereinigt.

Quelle: Office of Industrial Economics, Thailand; IMF, *International Financial Statistics*; eigene Berechnungen.

Die konjunkturelle Dynamik in *Lateinamerika* hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres etwas verlangsamt. Vielerorts war die schwache Auslandsnachfrage hierfür ausschlaggebend. Zudem trugen Sonderfaktoren wie Ernteausfälle infolge der starken Trockenheit in Teilen Argentiniens und Brasiliens – ausgelöst durch das Wetterereignis *la niña* – zur Abschwächung der wirtschaftlichen Expansion bei. Schließlich war die Wirtschaftspolitik vielerorts bemüht, dem gestiegenen Preisauftrieb entgegenzuwirken. Insbesondere in Brasilien hat sich die wirtschaftliche Expansion im zweiten Halbjahr des Jahres 2011 merklich verlangsamt; die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg mit einer laufenden Jahresrate von lediglich 0,7 Prozent, nachdem sie im Halbjahr zuvor noch mit 4,0 Prozent zugenommen hatte. Hier hatte die Zentralbank die Zinsen bis zum Sommer 2011 erhöht und Maßnahmen gegen den kräftigen

<sup>5</sup> Die hier betrachtete Ländergruppe umfasst Indonesien, Thailand, Malaysia und die Philippinen.

Zufluss von Kapital aus dem Ausland ergriffen. Außerdem war der Fiskalimpuls durch das Auslaufen von Teilen eines Konjunkturprogramms negativ. In Mexiko war die Konjunktur hingegen, nicht zuletzt gefördert durch den in der zweiten Jahreshälfte wieder stärkeren Produktionsanstieg in den Vereinigten Staaten, aufwärtsgerichtet.

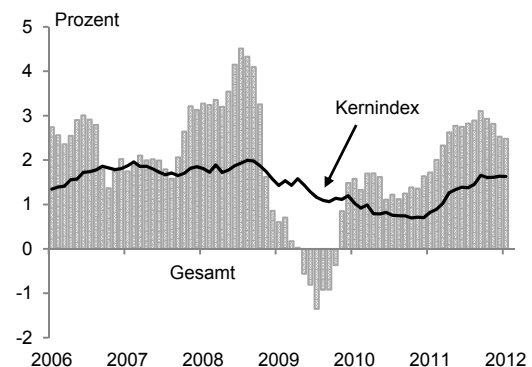
In *Russland* hat sich die Konjunktur nach einer verhaltenen Entwicklung im Sommerhalbjahr gegen Jahresende deutlich beschleunigt. Insgesamt wird für das Jahr 2011 ein gegenüber dem Vorjahr unveränderter Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 4,3 Prozent ausgewiesen. Gestützt wurde die wirtschaftliche Aktivität durch den hohen Ölpreis, der hohe Gewinne im Öl- und Gassektor sowie einen Überschuss im Staatshaushalt bescherte, und durch staatliche Impulse im Vorfeld der Parlamentswahlen. Hinzu kam, dass die Inflationsrate spürbar – von mehr als 9 Prozent zur Jahresmitte auf 6,1 Prozent im Dezember – sank, was vor allem auf die dank reichlicher Ernten gesunkenen Nahrungsmittelpreise zurückzuführen ist. Dadurch wurden die Realeinkommen zusätzlich gestützt, die infolge kräftig steigender Löhne und Gewinne, aber auch dank einer merklich zunehmenden Beschäftigung ohnehin seit einiger Zeit stark steigen. In der Folge nahm insbesondere der private Konsum zum Jahresende hin sehr kräftig zu. Impulse gingen darüber hinaus insbesondere von den Investitionen in den Wohnungsbau aus – ein weiteres Zeichen, dass die Kreditvergabe wieder kräftig expandiert und die Folgen der Finanzkrise inzwischen weitgehend überwunden sind.

## Langsame Abschwächung des Verbraucherpreisanstiegs

Die Inflationsraten lagen weltweit zuletzt merklich unter den Hochständen der jüngeren Vergangenheit, die sie zumeist im Verlauf des Jahres 2011 erreicht hatten. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist der geringere Inflati-

onsdruck vor allem darauf zurückzuführen, dass nun der in der zweiten Jahreshälfte 2010 und zu Beginn des Jahres 2011 verzeichnete Anstieg der Energiepreise aus dem Vorjahresvergleich herausfällt (Basiseffekt). Die Kernrate der Inflation blieb hingegen in der jüngsten Zeit insgesamt unverändert (Abbildung 15), worin wohl auch zum Ausdruck kommt, dass die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen konjunkturbedingt gering waren.

Abbildung 15:  
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2012

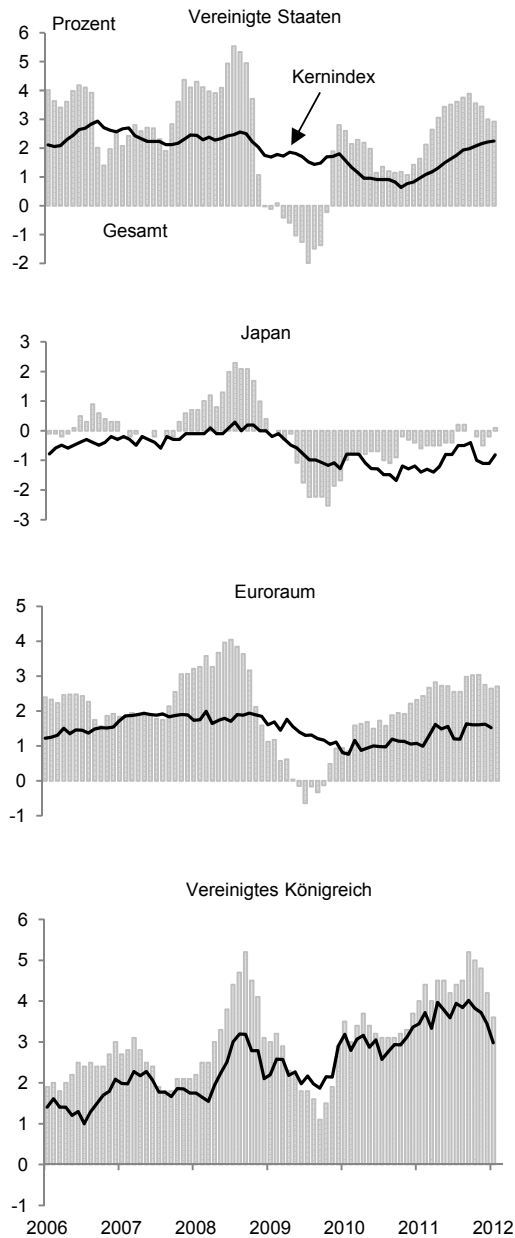


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2009; Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

In den Vereinigten Staaten tendierte die Kernrate allerdings bis zuletzt aufwärts, während die Gesamtinflation zwischen September 2011 und Januar 2012 von 3,9 Prozent auf 2,9 Prozent sank (Abbildung 16). Zwar sind die Inflationserwartungen nach wie vor auf einem für die Fed akzeptablen Niveau verankert. Vor dem Hintergrund der aufwärtsgerichteten Kapazitätsauslastung und der extrem expansiv ausgerichteten Geldpolitik haben sich die Inflationsrisiken alles in allem zuletzt jedoch etwas erhöht. Im Euroraum verharrte die Kernrate – bei leicht rückläufiger Gesamtinflation – bis zuletzt auf einem Niveau von 1,5 Prozent, wofür auch fortgesetzte Anhebungen von Verbrauchsteuern und staatlichen Gebühren verantwort-

Abbildung 16:  
Verbraucherpreise in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2012



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

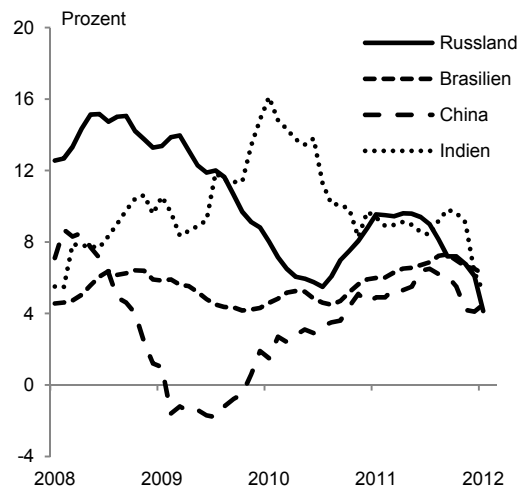
Quelle: US Department of Labor, *Consumer Price Index*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office for National Statistics, *Economy*; Statistics Bureau of Japan, *Consumer Price Index*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*.

lich sind. Sehr deutlich gesunken ist zuletzt die Inflation im Vereinigten Königreich, von 5,2 Prozent im September auf 3,6 Prozent im Ja-

nuar. Zu dem Basiseffekt der Energiepreisver-  
teuerung kommt hier der Basiseffekt der Mehr-  
wertsteuer hinzu, die zum Jahresbeginn 2010  
und 2011 um jeweils 2,5 Prozentpunkte erhöht  
worden war.<sup>6</sup> Dieser führt dazu, dass auch die  
Kerninflationsrate um die Jahreswende 2011/  
2012 stark zurückgegangen ist. Auch die Tat-  
sache, dass sich der Deflationsdruck in Japan in  
der zweiten Jahreshälfte 2011 wieder verstärkt  
hat, liegt zu einem Teil daran, dass die infla-  
tionssteigernde Wirkung einer Tabaksteuer-  
erhöhung zum 1. Oktober 2010 entfiel. Hinzu  
kamen die neuerliche konjunkturelle Abschwä-  
chung und auch Wechselkursbedingt deutlich  
rückläufige Importpreise, so dass das Ver-  
braucherpreisniveau seit Oktober insgesamt  
wieder zurückgeht und der Kernindex sein  
Vorjahresniveau wieder um mehr als 1 Prozent  
unterschreitet.

In den Schwellenländern gingen die zuvor  
stark gestiegenen Inflationsraten im zweiten  
Halbjahr 2011 kräftig zurück (Abbildung 17).  
Maßgeblich war hier zum einen eine Normali-  
sierung bei den Preisen für Nahrungsmittel, die

Abbildung 17:  
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2012



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Federal State Statistics Service, Russland; IBGE, Brasilien;  
National Bureau of Statistics, China; Labour Bureau, Indien.

<sup>6</sup> Zuvor war sie zur Stützung der Konjunktur in der Finanzkrise befristet für 13 Monate von 17,5 Prozent auf 15 Prozent gesenkt worden.

## Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

zuvor aufgrund von Angebotsengpässen zum Teil stark gestiegen waren. Zum anderen wurde der Preisauftrieb in einer Reihe von Ländern durch die spürbare Abkühlung der Konjunktur gedämpft. Das Niveau der Inflation liegt allerdings in einer Reihe von Ländern noch über dem jeweiligen Notenbankziel.

Im zweiten Halbjahr 2011 haben eine deutlich gebremste Weltkonjunktur und Sorgen über einen möglichen Rückfall in eine globale Rezession die Preise für Industrierohstoffe und Rohöl gedämpft. Seit Beginn dieses Jahres sind die Notierungen aber wieder aufwärts gerichtet. Für die Prognose treffen wir die übliche Annahme, dass der Ölpreis auf dem zuletzt erreichten Niveau von rund 125 US-Dollar je Barrel verharret (Tabelle 3). Dies gilt jedenfalls für die von uns als Referenz benutzte Sorte Brent. Für die Entwicklung des vor allem in den Vereinigten Staaten als Referenz üblichen Preises der Sorte WTI erscheint es hingegen vernünftig, eine andere Setzung zu machen. Denn es ist wahrscheinlich, dass sich die ungewöhnliche hohe Preisdifferenz zwischen Brent und WTI in den kommenden Monaten stark verringern oder sogar verschwinden wird. Dies dürfte für die Verbraucher in den Vereinigten Staaten

aber wohl nicht zu starken zusätzlichen Belastungen führen, denn auch die im Vergleich zum Brent günstigere Entwicklung bei WTI wurde im vergangenen Jahr im Wesentlichen nicht in den Produktpreisen weitergegeben. Die Preise für Industrierohstoffe dürften im Einklang mit der allmählich anziehenden Weltkonjunktur in moderatem Tempo steigen.

Bei diesen Annahmen wird sich die laufende Inflationsrate in den kommenden Monaten zusehends der Kernrate (Inflationsrate gemessen ohne Preise für Energie und Nahrungsmittel) annähern. Im zweiten Halbjahr 2012 wird sich dann zwar nochmals ein deutlicher Beitrag der Energiepreise zur Inflation ergeben; dies liegt aber an einer aufgrund des Ölpreisrückgangs im zweiten Halbjahr 2011 niedrigeren Vergleichsbasis. Ab Frühjahr 2013, wenn das gegenwärtige hohe Niveau der Rohölpreise in die Vergleichsbasis eingeht, gehen dann aber kaum noch Inflationsimpulse von den Rohstoffpreisen aus. Die Kerninflation dürfte sich bei der von uns erwarteten sehr moderaten konjunkturellen Belebung und einer in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften hartnäckig hohen Unterbeschäftigung im Prognosezeitraum nicht erheblich beschleunigen.

**Tabelle 3:**  
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  | 1,41  | 1,35  | 1,31  | 1,30  | 1,30  | 1,30  | 1,30  | 1,30  | 1,30  | 1,30  |
| Yen/US-Dollar                     | 82,0  | 81,7  | 78,0  | 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 | 113,2 | 110,0 | 119,1 | 125,0 | 125,0 | 125,0 | 125,0 | 125,0 | 125,0 | 125,0 |
| HWWI-Index für Industrierohstoffe | 118,5 | 121,7 | 117,0 | 100,3 | 102,4 | 103,4 | 104,4 | 105,5 | 106,5 | 107,6 | 108,6 | 109,7 |

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*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

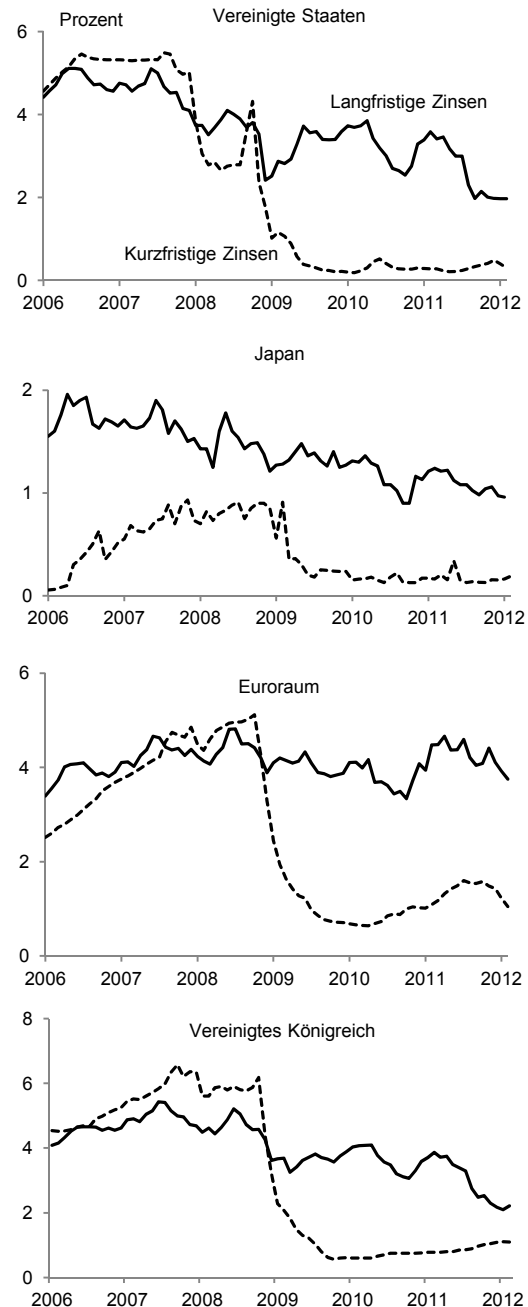
## Kein Ende der expansiven Geldpolitik in Sicht

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nach wie vor stark expansiv ausgerichtet. Die Geldmarktzinsen verharren auf extrem niedrigem Niveau (Abbildung 18). Weiterhin wird den Banken unlimitiert Liquidität bereitgestellt; unter dem Eindruck einer neuerlichen Konjunkturschwäche und der Staatsschuldenkrise im Euroraum sind die expansiven nicht-konventionellen Maßnahmen der Notenbanken zum Teil sogar nochmals ausgeweitet worden. Nachdem sich inzwischen die Anzeichen mehren, dass sich die wirtschaftliche Aktivität weltweit wieder belebt und ein neuerlicher Absturz der Konjunktur wie im Herbst 2008 nicht zu erwarten ist, erscheint für den Prognosezeitraum eine eher abwartende Politik der Notenbanken wahrscheinlich. In den Schwellenländern besteht dagegen für die Geldpolitik erheblicher Spielraum für Zinssenkungen. Dieser dürfte in den meisten Ländern im Prognosezeitraum allerdings nur vorsichtig genutzt werden, da die Inflationsdynamik meist noch unerwünscht hoch ist.

In den *Vereinigten Staaten* hat die Fed zuletzt versucht, den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik nochmals zu erhöhen. Sie hat angekündigt, den maßgeblichen Zins mindestens bis Ende 2014 in der Bandbreite von 0 und 0,25 Prozent zu belassen (bisher sollten die Zinsen mindestens bis Mitte 2013 in dieser Bandbreite bleiben). Zudem investiert sie frei werdende Mittel aus fällig werdenden Staatsanleihen und hypotheckenbesicherten Wertpapieren weiter verstärkt in Titel mit längeren Laufzeiten. Beide Maßnahmen haben das Ziel, die Zinsen am langen Ende weiter zu drücken. Sie dürften jedoch keine nennenswerten Effekte für die Zinsen haben, da sie keine wesentliche Änderung zum bisherigen Kurs der Geldpolitik darstellen.

Des Weiteren versucht die Fed, ihre Transparenz zu erhöhen. So werden die Zinsprojektionen der Mitglieder des Offenmarktausschusses nun veröffentlicht. Zudem hat sich die Fed explizit auf ein Inflationsziel von 2 Prozent, gemessen am Preisindex für private Konsumaus-

Abbildung 18:  
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2012



Monatsdaten.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*.

gaben, festgelegt, das sie neben dem nach wie vor bestehenden Ziel eines möglichst hohen Beschäftigungsgrads verfolgt. Bei diesen Maßnahmen handelt es sich in erster Linie um

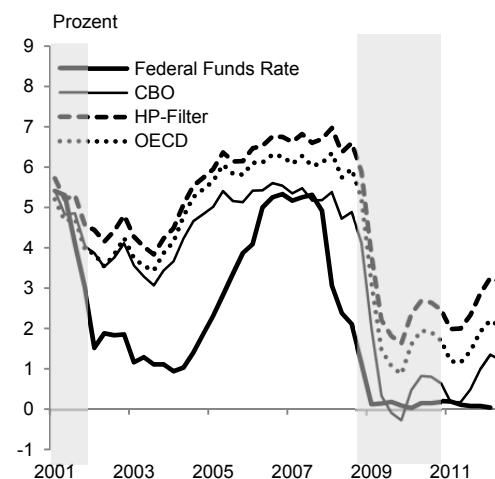
strukturelle Änderungen der Geldpolitik, die insbesondere das Ziel haben, die Inflationserwartungen fester zu verankern und kurzfristig keinen direkten Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung haben dürften. Allerdings könnte es der Fed gelingen, dadurch kurzfristig ihren Spielraum zu erhöhen, ihre extrem expansive Geldpolitik für einen längeren Zeitraum fortzuführen oder sogar noch auszuweiten, ohne dass die Inflationserwartungen spürbar zunehmen.

Alles in allem hat die Festlegung der Fed auf ein Inflationsziel von 2 Prozent die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer erneuten quantitativen Lockerung kommt, eher gesenkt. So lag der Preisanstieg für private Konsumausgaben zuletzt bei 2,4 Prozent, der Kernindex, der die zugrundeliegende Preisdynamik besser widerspiegelt, betrug 1,8 Prozent. Zudem hat sich die Konjunktur seit Mitte des vergangenen Jahres wieder etwas belebt, und die Lage am Arbeitsmarkt hat sich sukzessive verbessert. Von dieser Seite her besteht somit keine unmittelbare Veranlassung für die Fed, die Geldpolitik weiter zu lockern.

Sollte die Fed dennoch eine weitere Runde der quantitativen Lockerung einläuten, gehen wir nicht davon aus, dass dies kurzfristig nennenswerte Effekte auf die Konjunktur hätte. So befinden sich die langfristigen Zinsen bereits auf einem sehr niedrigen Niveau und sie dürften durch eine weitere Runde der quantitativen Lockerung nur noch im begrenzten Umfang sinken. Hinzu kommt, dass einem stärkeren Aufschwung in den Vereinigten Staaten vielmehr strukturelle Probleme entgegenstehen, die sich durch eine expansive Geldpolitik nicht lösen lassen. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik könnte sogar mit erheblichen Risiken für die Konjunktur einhergehen, da sie Fehlallokationen begünstigen könnte. Kurzfristig könnte sie den Preisanstieg für Rohstoffe befeuern und so die Konjunktur bremsen. Mittelfristig könnte sie zur Bildung von Vermögenspreisblasen beitragen und die Inflationsrisiken erhöhen, zumal die Geldpolitik gängigen Maßstäben zufolge bereits derzeit deutlich zu expansiv ausgerichtet ist. Selbst wenn man unterstellt, dass die Produktionslücke noch sehr groß ist, so wie es die

Schätzungen des Congressional Budget Office nahelegen, müsste der Leitzins gemäß der Taylor-Regel bereits wieder angehoben werden (Abbildung 19).<sup>7</sup> Folgt man anderen Schätzungen, denen zufolge die Produktionslücke bereits deutlich geringer ist und die sich besser mit den Ergebnissen der Literatur über die langfristigen Auswirkungen von Finanz- und Immobilienkrisen in Einklang bringen lassen, müsste der Zins sogar deutlich angehoben werden.<sup>8</sup>

Abbildung 19:  
Taylor-Zins gemäß alternativen Schätzungen der Produktionslücke und tatsächlicher Zins



Quartalsdaten. Rezessionen grau hinterlegt. Taylor-Zins berechnet gemäß der Formel

$$i_t = 2,5 + \text{Inf}_{t-1} + 0,5(\text{Inf}_{t-1} - 2) + 0,5 \cdot PL_{t-1}.$$

Für die Inflation ( $\text{Inf}_t$ ) wird die Kernrate des Preisindex für private Konsumausgaben verwendet.

Quelle: Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; eigene Berechnungen.

In Japan hat die Notenbank angesichts der neuerlichen konjunkturellen Stockung ihre expansive Ausrichtung nochmals akzentuiert. Zum einen hat sie Anfang Februar ihr Inflationsziel präzisiert; es liegt nun offiziell bei 1 Prozent. Gegenüber der zuvor benutzten Formulie-

<sup>7</sup> Zur Ausrichtung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten vgl. Jannsen und Scheide (2011).

<sup>8</sup> Vgl. dazu Jannsen und Scheide (2010) und die darin aufgeführte Literatur.

rung, dass die Notenbank eine Inflation von ungefähr 1 Prozent anstrebt, ist dies freilich eine nur geringfügige Veränderung. Darüber hinaus hat sie angekündigt, zusätzlich Staatsanleihen im Wert von 10 Bill. Yen (2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) zu kaufen, um die Finanzierungskosten angesichts des erhöhten Finanzbedarfs des Staates niedrig zu halten. Zuvor hatte sie ihr im November 2010 beschlossenes Programm zum Aufkauf von Risikovermögenstiteln wie börsengehandelten Fondsanteilen und Bankanleihen ausgeweitet. Weitere ähnliche Interventionen an den Kapitalmärkten dürften im Prognosezeitraum zwar erfolgen. Nicht zuletzt ist die japanische Regierung offenbar im Herbst vergangenen Jahres dazu übergegangen, verdeckt am Devisenmarkt zu intervenieren, um der Aufwertung der japanischen Währung zu begegnen.<sup>9</sup> Gleichwohl ist nicht zu erwarten, dass es damit gelingt, den Deflationstrend nachhaltig zu brechen und das Inflationsziel im Prognosezeitraum zu erreichen.

Im *Euroraum* stand die Geldpolitik in den vergangenen Monaten im Zeichen von außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen der EZB.<sup>10</sup> Dies waren insbesondere Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit, mit denen den Geschäftsbanken im Dezember 2011 und im Februar 2012 insgesamt Liquidität in Höhe von 1,1 Bill. Euro zur Verfügung gestellt wurde. Zudem hat die EZB die Anforderungen für notenbankfähige Sicherheiten weiter gelockert, um die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen zu stimulieren und zu verhindern, dass es zu einer Kreditklemme kommt. Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine Beibehaltung der expansiven Geldpolitik. Die EZB dürfte den Hauptrefinanzierungssatz im gesamten Prognosezeitraum bei 1 Prozent belassen und mit ihrer Politik weiter versuchen, das Ziel einer Stabilisierung der Finanzmärkte und des Bankensystems zu unterstützen.

<sup>9</sup> Interventionen am Devisenmarkt erfolgen auf Anweisung des Finanzministeriums.

<sup>10</sup> Siehe auch den Abschnitt *Massive Ausweitung der Liquidität* in Boysen-Hogrefe et al. (2012).

Im *Vereinigten Königreich* blieb die Geldpolitik ebenfalls expansiv ausgerichtet. Die Bank of England hat in ihrer Sitzung am 9. Februar den Leitzins bei historisch niedrigen 0,5 Prozent belassen und gleichzeitig ihr Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen um weitere 50 Mrd. Pfund auf nun 325 Mrd. Pfund aufgestockt. Damit schließt sie unmittelbar an eine im Oktober 2011 beschlossene Ausweitung der Käufe von Staatsanleihen in Höhe von 75 Mrd. Pfund an. Seit dem Start dieser Politik der quantitativen Lockerung Anfang 2009 hat die Notenbank Staatsanleihen im Wert von rund der Hälfte der in dieser Zeit begebenen Neuemissionen erworben. Der Geldpolitik ist es mit ihren Maßnahmen gelungen, die langfristigen Zinsen zu drücken. Zwar ist der positive Effekt auf die private Nachfrage angesichts des ohnehin niedrigen Zinsniveaus und einer aus strukturellen Gründen geringen Kreditnachfrage – Haushalte und Unternehmen sind bemüht, ihren vor der Finanzkrise stark gestiegenen Bruttoverschuldungsgrad zu reduzieren – vermutlich gering. Allerdings bedeutet die Politik der Notenbank eine spürbare Erleichterung für den Staat bei der Finanzierung der immer noch sehr hohen Budgetdefizite.

In den *Schwellenländern* war die Geldpolitik bis zum Herbst vor allem bemüht, die gestiegene Inflation zu bekämpfen. Hierzu waren in nahezu allen aufstrebenden Volkswirtschaften die geldpolitischen Zügel gestrafft worden. Inzwischen wurden diese aber in einer Reihe von Ländern wieder gelockert. So hat die chinesische Zentralbank im November 2011 und erneut im Februar dieses Jahres den Mindestreservesatz für die Geschäftsbanken um einen halben Prozentpunkt gesenkt. Die Mindestreserveanforderung liegt aber nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau, und für die kommenden Monate ist eine weitere Herabsetzung zu erwarten. Eine deutliche Zinssenkung um mehr als 25 bis 50 Basispunkte ist hingegen angesichts der immer noch unerwünscht hohen Inflation vorerst wenig wahrscheinlich. Auch in Indien haben sinkende Inflationsraten und schwächere konjunkturelle Aussichten die Zentralbank veranlasst, ihre restriktive Politik zu überdenken. Zwar liegt der Repo-Zinssatz un-



verändert bei 8,5 Prozent, die Zentralbank senkte jedoch den Mindestreservesatz im Januar um 50 Basispunkte auf 5,5 Prozent, um den Kreditinstituten zusätzliche Liquidität zuzuführen. Nach der starken Abwertung im vergangenen Jahr hat die indische Rupie zu Beginn des Jahres wieder an Wert gewonnen, wodurch sich die Einfuhrkosten etwas reduzieren und sich der geldpolitische Lockerungsspielraum erweitern dürfte.

In *Lateinamerika* dürfte die Geldpolitik zunehmend expansiv ausgerichtet werden. Zwar ist die Inflationsrate vielerorts über dem Inflationsziel der jeweiligen Notenbank; der Preisauftrieb hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres aber etwas abgeschwächt. Vor diesem Hintergrund senkten die Notenbanken von Brasilien und Chile die Leitzinsen seit Mitte 2011 bereits mehrfach.

In *Russland* hat sich die Inflationsrate stark verringert. Im Januar 2012 sank sie auf 4,2 Prozent, dies ist die niedrigste Inflationsrate seit dem Systemwechsel zu einer Marktwirtschaft Anfang der 1990er Jahre. Sie liegt damit sogar unterhalb des Zielkorridors für die Inflation von 5 bis 6 Prozent. Es sprechen jedoch vor allem zwei Gründe gegen eine baldige merkliche Lockerung der Geldpolitik. Zum einen ist die Grundtendenz der Preisentwicklung stärker als es scheint, da die Inflation derzeit durch die Normalisierung der Nahrungsmittelpreise vorübergehend gedrückt ist. Zum anderen befindet sich die Wirtschaft derzeit in einer Phase starker konjunktureller Expansion und steigender Beschäftigung, die durch Zinssenkungen zum jetzigen Zeitpunkt übermäßig angeheizt werden könnte.

## Finanzpolitik bleibt restriktiv

---

In den fortgeschritten Volkswirtschaften ist die Notwendigkeit zu einer Konsolidierung der Staatshaushalte eine Aufgabe, die bis weit über den Prognosehorizont hinaus die finanzpolitischen Spielräume begrenzt. Das Budgetdefizit

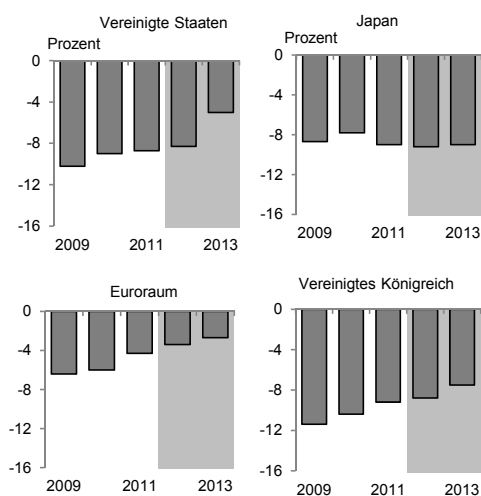
in der Ländergruppe insgesamt, das sich im Zuge der Finanzkrise auf fast 9 Prozent erhöht hatte, war mit knapp 7 Prozent im Jahr 2011 immer noch extrem hoch. Konjunkturbedingte Einnahmeausfälle, Programme zur Anregung der wirtschaftlichen Aktivität, die Kosten der Rettungspakete für den Finanzsektor kamen zu den strukturellen Defiziten im Staatshaushalt hinzu und wurden durch Neuverschuldung finanziert. Dadurch ist der Bruttoschuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von knapp 80 Prozent im Jahr 2008 auf mehr als 100 Prozent im vergangenen Jahr angeschwollen. In einzelnen Ländern – vor allem im Euroraum – haben die Finanzmärkte bereits das Vertrauen in die längerfristige Tragbarkeit der Schuldenlast verloren oder das Vertrauen hat stark abgenommen. Deshalb waren hier ohne Rücksicht auf die konjunkturelle Entwicklung drastische Maßnahmen zur Reduzierung des strukturellen Defizits erforderlich. In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die Zinsen auf Staatsanleihen zwar nach wie vor niedrig, zum Teil allerdings dank erheblicher Anleihekäufe seitens der Zentralbanken. Während im Vereinigten Königreich ein Konzept zur Herstellung einer nachhaltigen fiskalischen Situation auf die mittlere Sicht vorliegt, mit dessen Umsetzung auch bereits begonnen wurde, steht dies für die Vereinigten Staaten und für Japan nach wie vor aus. Über kurz oder lang werden aber auch diese Länder nicht um eine Korrektur ihres finanzpolitischen Kurses herumkommen.

In den *Vereinigten Staaten* ist die Konsolidierung des Haushalts weiter verschoben worden. Die Parteien verständigten sich darauf, die Absenkung der Sozialversicherungsbeiträge um 2 Prozentpunkte und die Verlängerung des ausgedehnten Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung für das laufende Jahr beizubehalten. Beide Maßnahmen waren ursprünglich auf das vergangene Jahr befristet. Alles in allem werden damit die dämpfenden Effekte durch das Auslaufen des Konjunkturprogramms aus dem Jahr 2009 für das laufende Jahr nahezu kompensiert. Das Budgetdefizit wird im laufenden Haushaltsjahr wohl nur leicht zurückgehen (Abbildung 20). Dafür fällt der Konsolidie-

rungsbedarf in den kommenden Jahren nun deutlich höher aus. Neben den für das laufende Jahr verlängerten temporären Maßnahmen, laufen Ende des Jahres auch die in den Jahren 2001 und 2003 eingeführten und im Jahr 2010 für 2 Jahre verlängerten Steuersenkungen aus. Ob und in welchem Umfang die auslaufenden Maßnahmen abermals verlängert werden, hängt entscheidend davon ab, welche politische Konstellation sich nach den Präsidentschaftswahlen im November ergibt. Für unsere Prognose unterstellen wir, dass die in den Jahren 2001 und 2003 eingeführten Steuersenkungen lediglich für die Bezieher geringer und mittlerer Einkommen verlängert werden und alle anderen temporären Maßnahmen auslaufen. Das Budgetdefizit dürfte dann von mehr als 8 Prozent im laufenden Jahr auf rund 5 Prozent im kommenden Haushaltsjahr zurückgehen.

Abbildung 20:

Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2009–2013



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

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

In *Japan* hat die Regierung im Jahr 2011 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. Inzwischen wurden vier Nachtragshaushalte verabschiedet,

deren Volumen sich auf insgesamt 20,5 Bill. Yen (reichlich 4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) beläuft. Einzelheiten der Finanzierung sowie die zeitliche Struktur der Ausgaben – teilweise sind die Programme auf fünf Jahre ausgelegt – sind allerdings häufig unklar, so dass sich die Auswirkung auf das Budget in diesem und im nächsten Jahr nur schwer abschätzen lässt. Die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Entwicklung der öffentlichen Investitionen legen jedenfalls nahe, dass die Umsetzung des Wiederaufbaus allenfalls langsam vorankommt.<sup>11</sup> Ein Großteil der Ausgaben soll offenbar 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 Körperschaftsteuer – 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.

Im *Euroraum* bleibt die Finanzpolitik im laufenden Jahr auf einem ausgeprägten Restriktionskurs, nachdem das strukturelle Defizit im Staatshaushalt bereits 2011 aufgrund des Auslaufens von Konjunkturprogrammen und infolge von zum Teil drastischen Sparpaketen kräftig gesunken war. Zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen wurden unter dem Eindruck des Anstiegs der Renditen auf italienische und spanische Staatsanleihen zuletzt insbesondere in Italien und Spanien sowie Belgien und in geringerem Umfang auch in Frankreich beschlossen. Die Krisenländer Griechenland, Portugal und Irland kommen mit ihren Bemühungen um eine Reduzierung der Haushaltsdefizite nur langsam voran und müssen im kommenden Jahr eine weitere deutliche fiskalische Restriktion implementieren. Das zusammengefasste

<sup>11</sup> Diesen Eindruck vermitteln auch Berichte über die Situation in den Notstandsgebieten in den Medien.

Budgetdefizit im Euroraum dürfte sich 2011 auf 4,3 Prozent belaufen haben und trotz der schwachen Konjunktur 2012 auf 3,4 Prozent sinken.

Im *Vereinigten Königreich* beabsichtigt die Regierung ungeachtet der unerwartet schwachen Konjunktur an ihrer im Jahr 2010 eingeleiteten stark restriktiven Finanzpolitik festzuhalten. Nachdem im ersten Jahr die Rückführung des strukturellen Defizits überwiegend durch Steuer- und Abgabenerhöhungen, nicht zuletzt durch eine Anhebung der Mehrwertsteuer um 2,5 Prozentpunkte, erreicht wurde, sollen nun vor allem Kürzungen auf der Ausgabe Seite das Budgetdefizit reduzieren. Gemäß den Planungen sollen die öffentlichen Investitionen bis 2015 verglichen mit dem Stand im Jahr 2010 um nahezu die Hälfte reduziert werden. Das Konzept sah ursprünglich vor, den Haushalt im Fiskaljahr 2015/16 strukturell auszugleichen. Angesichts der unerwartet schwachen wirtschaftlichen Erholung und entsprechend geringer Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung bislang – im Jahr 2011 dürfte sich das Defizit immer noch auf 9,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belaufen haben – wurde das Zieljahr auf 2016/17 hinausgeschoben. Zudem führen die derzeit schwache Konjunktur und die steigende Arbeitslosigkeit zu sinkender Akzeptanz des Konsolidierungskurses in der Bevölkerung, so dass fraglich ist, ob die für das kommende Jahr vorgesehenen Ausgabenkürzungen in Gänze umgesetzt werden. Gleichwohl rechnen wir für das kommende Jahr mit einem weiteren Rückgang der Defizitquote auf 7,5 Prozent.

Die Lage der öffentlichen Haushalte *in den Schwellenländern* unterscheidet sich insgesamt stark von der in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Zwar sind Haushaltsdefizite und Staatsverschuldung in einzelnen Ländern, etwa in Indien, ebenfalls bedenklich hoch. In den Schwellenländern insgesamt ist der fiskalische Spielraum jedoch beträchtlich angesichts moderater Haushaltsdefizite und einer moderaten Staatsverschuldung, die in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurückgeht. In dieser Situation bestehen Möglichkeiten, die Konjunktur im Falle einer unerwünscht schwachen Nachfrageentwicklung durch zusätzliche staatliche Aus-

gaben anzuregen. Expansive Maßnahmen sind beispielsweise in Brasilien und in China unter dem Eindruck der konjunkturellen Abschwächung im vergangenen Jahr bereits ergriffen worden.

---

## Ausblick: Weltwirtschaft expandiert wieder etwas stärker

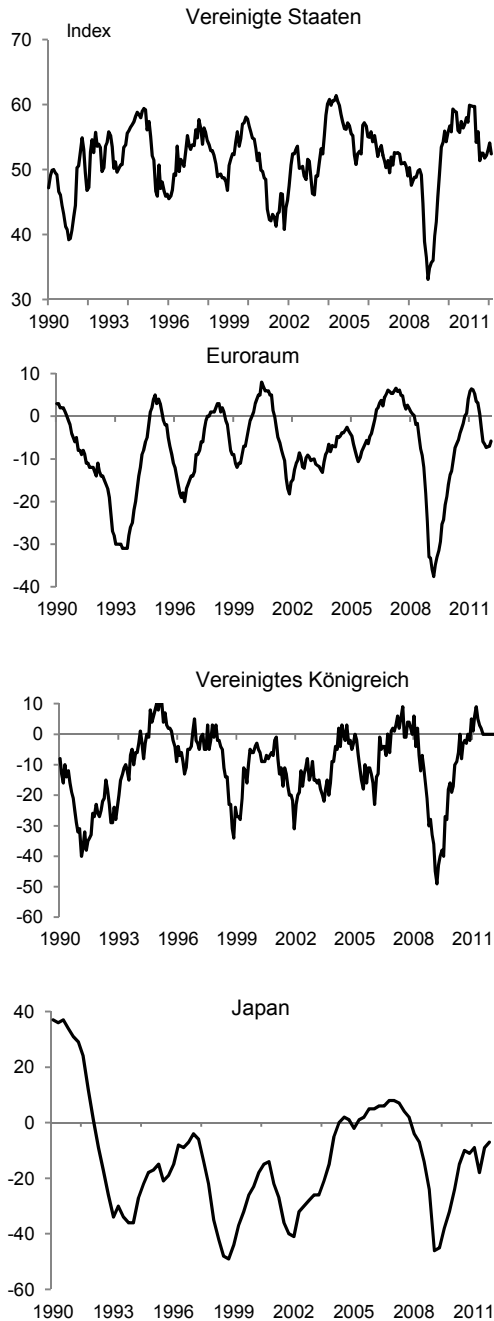
---

Zur Jahreswende 2011/12 hatten sich die Aussichten für die Weltkonjunktur noch 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 stark eingetrübt. Die Stimmungsindikatoren waren nahezu überall seit dem Sommer kräftig gefallen. Ein Boden für die Entwicklung war nicht erkennbar, so dass eine ähnlich starke Abwärtsspirale möglich schien, wie sie sich im Herbst 2008 nach dem Lehman-Schock entwickelt hatte. Inzwischen haben sich die Vertrauensindikatoren sowohl bei Unternehmen als auch bei Konsumenten auf breiter Front gefangen (Abbildung 21, Abbildung 22), und in wichtigen Regionen der Weltwirtschaft hat sich die wirtschaftliche Expansion wieder verstärkt. Dennoch revidieren wir unsere Prognose für den Anstieg der Weltproduktion nicht nennenswert nach oben, zu stark sind nach unserer Einschätzung noch die Faktoren, die einem kräftigen Aufschwung der Weltwirtschaft entgegenstehen. Zur dämpfenden Wirkung der Konsolidierung in den Staatshaushalten vieler Länder, aber auch des fortgesetzten Schuldenabbaus im privaten Sektor wichtiger fortgeschrittener Volkswirtschaften, treten zusätzliche Belastungen durch den erneuten Anstieg der Ölpreise hinzu. Allerdings schätzen wir nun die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Konjunktur spürbar besser entwickelt als erwartet, ähnlich groß ein, wie die einer wesentlich ungünstigeren Entwicklung, während bei unserer Prognose im vergangenen Dezember die Abwärtsrisiken deutlich überwogen.

## Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

Abbildung 21:

Geschäftsklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2012

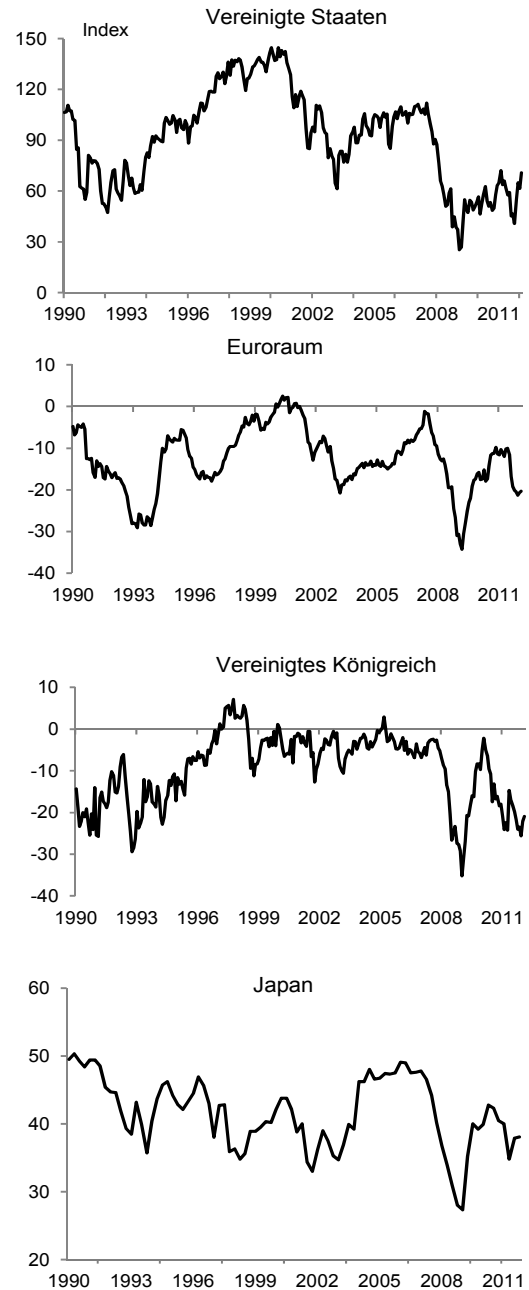


Monatsdaten (Japan: Quartalsdaten).

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*.

Abbildung 22:

Konsumklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2012



Monatsdaten (Japan: Quartalsdaten).

Quelle: Conference Board, *Consumer Confidence Index*; OECD, *Main Economic Indicators*; Cabinet Office, Japan, *Quarterly Estimates of GDP*.

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. Die Wirksamkeit des traditionellen Zinskanals ist zwar weiterhin in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften eingeschränkt, weil Unternehmen und Haushalte nach wie vor bemüht sind, ihre Schulden zu verringern. Nach und nach dürfte dieser Faktor aber an Bedeutung verlieren, vor allem dort, wo sich die Lage am Arbeitsmarkt sichtbar aufhellt und die Einkommensperspektiven sich von dieser Seite her zunehmend verbessern. Zu dem niedrigen Zinsniveau kommen nicht-konventionelle Maßnahmen der geldpolitischen Lockerung, etwa der Ankauf von staatlichen und privaten Wertpapieren, hinzu, wodurch das Niveau der langfristigen Zinsen gesenkt und Zinsrisiken reduziert werden. Belastend wirkt hingegen, dass der Ölpreis zuletzt wieder gestiegen ist. Unter der technischen Annahme eines im Prognosezeitraum konstanten Ölpreises liegt dieser im laufenden Jahr um knapp 15 US-Dollar höher als 2011, was gemäß Modellrechnungen den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in

diesem und im nächsten Jahr um jeweils einen halben Prozentpunkt dämpfen dürfte. Hinzu kommen die Wirkungen der Finanzpolitik, die sowohl im Jahr 2012 als auch im Jahr 2013 insgesamt erheblich restriktiv ausgerichtet ist. Vor allem im Euroraum werden die strukturellen Budgetdefizite stark reduziert. Aber auch im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten wird im Prognosezeitraum konsolidiert, so dass die Budgetdefizite trotz mäßiger Konjunktur weiter zurückgeführt werden.

Die Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wird unter diesen Voraussetzungen in der ersten Jahreshälfte 2012 nur verhalten expandieren und auch danach nur langsam an Fahrt gewinnen. Insgesamt rechnen wir für das Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe mit einer sehr mäßigen Zunahme von 1,2 Prozent in diesem Jahr, nach 1,6 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 4). Im Jahr 2013 dürfte sich der Produktionsanstieg etwas beschleunigen, aber mit 1,8 Prozent gemessen an historischen Standards immer noch verhalten sein. Er dürfte kaum ausreichen, um die Arbeitslosigkeit zu verringern.

Tabelle 4:

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  | 1,5  | 0,3               | –0,2 | 0,4  | 4,0               | 4,2  | 4,2  |
| Norwegen           | 0,7     | 1,6                  | 1,9  | 2,0  | 1,2               | 0,6  | 1,7  | 3,3               | 3,3  | 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                  | 2,0  | 2,1  | 3,2               | 2,5  | 2,6  | 9,0               | 8,6  | 7,2  |
| Japan              | 11,1    | –0,7                 | 2,1  | 1,5  | –0,3              | –0,3 | –0,1 | 4,5               | 4,2  | 4,1  |
| Kanada             | 3,4     | 2,3                  | 1,9  | 2,4  | 2,9               | 2,2  | 2,4  | 7,5               | 7,3  | 7,1  |
| Aufgeführte Länder | 100,0   | 1,5                  | 1,2  | 1,8  | 2,7               | 1,9  | 1,9  | 8,3               | 8,4  | 7,9  |

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 Account*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Die wirtschaftliche Aktivität in den Schwellenländern wird durch die schwache konjunkturelle Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Prognosezeitraum zwar weiter gehemmt. Die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte dürften aber in den kommenden Monaten wieder stärker zum Tragen kommen, gestützt durch eine expansivere Wirtschaftspolitik und die nachlassenden Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. So dürften die Zuwachsraten beim Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 in der Regel hoch bleiben, und im Jahr 2013 nahezu überall zunehmen. Die Zunahme der Weltproduktion insgesamt dürfte sich im Jahr 2012 auf eine Rate von nur noch 3,4 Prozent verringern, nach 3,8 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 5). Für 2013 erwarten wir eine wieder etwas stärkere Zunahme der globalen Produktion (3,9 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 von 5 Prozent, der deutlich unter dem mittelfristigen Durch-

schnitt liegt. Für 2013 rechnen wir mit einem Zuwachs von 6,5 Prozent.

### Die Prognose im Einzelnen

In den *Vereinigten Staaten* dürfte sich die das Expansionstempo der Produktion im laufenden Jahr kaum beschleunigen. Zwar hat sich die Zuversicht von Unternehmen und privaten Haushalten zuletzt etwas aufgehellt und der für den Prognosezeitraum zu erwartende moderate Beschäftigungsaufbau dürfte die verfügbaren Einkommen stützen. Hinzu kommt, dass die privaten Haushalte ihre Verschuldung weiter verringert haben. Zuletzt lagen ihre Verbindlichkeiten bei rund 120 Prozent in Relation zum verfügbaren Einkommen und damit um rund 15 Prozentpunkte niedriger als zu Beginn der Rezession im Dezember 2007. Da die privaten Haushalte mit hohem Verschuldungsgrad zudem zunehmend vom niedrigen Zinsniveau profitieren, sind die Belastungen durch Zins- und Tilgungszahlungen zuletzt sukzessive zurückgegangen (Abbildung 23). Schließlich ist

**Tabelle 5:**  
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2011–2013

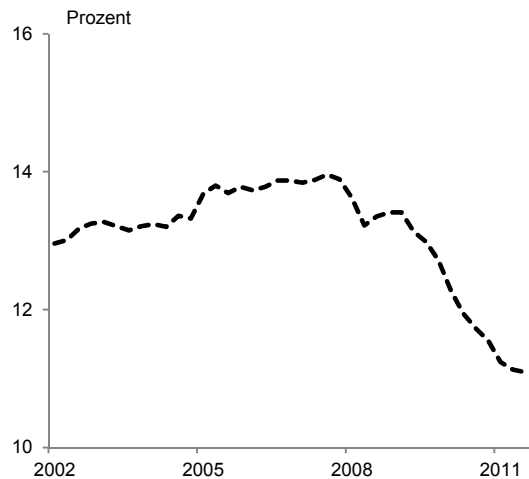
|                               | Gewicht | Bruttoinlandsprodukt |      |      | Verbraucherpreise |      |      |
|-------------------------------|---------|----------------------|------|------|-------------------|------|------|
|                               |         | 2011                 | 2012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

Abbildung 23:

Zins- und Tilgungszahlungen in Relation zum verfügbaren Einkommen in den Vereinigten Staaten 2002–2011



Quartalsdaten.

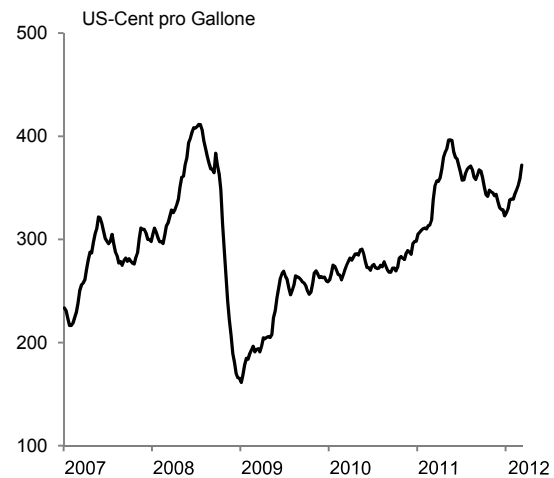
Quelle: Federal Reserve Bank.

auch die Konsolidierung am Immobilienmarkt vorangekommen, so dass von dieser Seite nicht mehr mit erheblichen Belastungen für die Konjunktur zu rechnen ist. Gleichwohl dürfte die Konjunktur nur wenig Dynamik entfalten. In den ersten Monaten des laufenden Jahres dämpft der erneute Anstieg der Preise für Energieträger die Kaufkraft der privaten Haushalte.<sup>12</sup> Nachdem sich der Preisauftrieb in der zweiten Hälfte beruhigt hatte, sind die Benzinpreise seit Jahresbeginn wieder spürbar angezogen (Abbildung 24). Einer stärkeren Dynamik steht zudem entgegen, dass die privaten Haushalte wohl versuchen werden, ihre Verschuldung weiter abzubauen und dass auch am Immo-

<sup>12</sup> Bei der Einschätzung bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des jüngsten Ölpreisanstiegs ist zu berücksichtigen, dass diese nicht-linear sein können. Für die Vereinigten Staaten deutet beispielsweise einiges darauf hin, dass die dämpfende Wirkung besonders groß ist, sofern der Ölpreis den Höchstpreis in den drei vorangegangenen Jahren überschreitet (Gern et al. 2011: Kasten 1). Derzeit befindet sich der Ölpreis etwa auf dem Niveau seines 3-Jahres-Hochs vom Frühjahr des vergangenen Jahres. Der Preisanstieg für Öl dürfte demnach vergleichsweise moderate Auswirkungen haben. Ein weiterer Anstieg des Ölpreises stellt jedoch ein beträchtliches Risiko für die Konjunktur in den Vereinigten Staaten dar, da die dämpfenden Effekte in diesem Fall ungleich stärker ausfallen dürften.

Abbildung 24:

Benzinpreis in den Vereinigten Staaten 2007–2012



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

bilienmarkt strukturelle Probleme eine kräftige Belebung der Bautätigkeit verhindern. Somit kann die extrem expansiv ausgerichtete Geldpolitik nach wie vor nicht ihre volle Wirkung entfalten. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr voraussichtlich um 2,0 Prozent zulegen (Tabelle 6).

Im kommenden Jahr dürfte sich die Konjunktur etwas beleben. Mit dem Voranschreiten des Schuldenabbaus der privaten Haushalte und der weiteren Besserung am Immobilienmarkt wird die Geldpolitik zunehmend wirksamer. Allerdings droht jedoch ein erheblicher Dämpfer von Seiten der Finanzpolitik. Da die notwendige Konsolidierung des Haushalts immer weiter verschoben wurde, ist der Bedarf in den kommenden Jahren nun deutlich größer. Sollte sich unsere Annahme als zutreffend erweisen, dass ein Großteil der temporären Steuer- und Abgabensenkungen nicht verlängert wird, dürfte die Konjunktur vor allem zu Beginn des Jahres 2013 erheblich gedämpft werden. Vor diesem Hintergrund wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 wohl um 2,1 Prozent expandieren. Die Arbeitslosenquote dürfte im Prognosezeitraum weiter zurückgehen und im Jahr 2013 im Durchschnitt wohl bei 7,2 Prozent liegen, nach 8,1 Prozent im laufenden Jahr. Die Inflation wird im laufenden Jahr

2,5 Prozent betragen und sich im Jahr 2013 etwas beschleunigen.

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2010–2013

|                           | 2010  | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------|-------|------|------|------|
| Bruttoinlandsprodukt      | 3,0   | 1,7  | 2,0  | 2,1  |
| Inlandsnachfrage          | 3,4   | 1,6  | 1,8  | 1,9  |
| Privater Verbrauch        | 2,0   | 2,2  | 1,8  | 1,6  |
| Staatsnachfrage           | 0,7   | -2,1 | -1,3 | 0,1  |
| Anlageinvestitionen       | 2,6   | 6,7  | 6,8  | 6,7  |
| Ausrüstungen und Software | 14,6  | 10,2 | 7,6  | 7,2  |
| Gewerbliche Bauten        | -15,8 | 4,4  | 5,8  | 5,9  |
| Wohnungsbau               | -4,3  | -1,3 | 5,4  | 5,6  |
| Vorratsveränderungen      | 1,7   | -0,2 | 0,0  | 0,0  |
| Außenbeitrag              | -0,5  | 0,1  | 0,2  | 0,1  |
| Exporte                   | 11,3  | 6,8  | 5,5  | 7,4  |
| Importe                   | 12,5  | 4,9  | 3,6  | 5,4  |
| Verbraucherpreise         | 1,6   | 3,2  | 2,5  | 2,6  |
| Arbeitslosenquote         | 9,6   | 8,9  | 8,1  | 7,2  |
| Leistungsbilanzsaldo      | -3,2  | -3,1 | -3,0 | -2,8 |
| Budgetsaldo (Bund)        | -9,0  | -8,7 | -8,3 | -5,0 |

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; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Da der Rückschlag im vierten Quartal 2010 für die Konjunktur in Japan zu einem erheblichen Teil temporären Faktoren zuzuschreiben ist, dürfte die Produktion zu Jahresbeginn recht kräftig zunehmen. Dieser markiert allerdings dann auch nicht den Beginn eines kräftigen Aufschwungs, sondern ist lediglich Ausdruck einer Normalisierung des Produktionsniveaus. Die Impulse vom Außenhandel werden im weiteren Verlauf des Jahres gering sein; angesichts der nur mäßigen Zunahme der Nachfrage im Ausland und der höhere 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. Impulse vonseiten der Staatsausgaben im Zusammenhang mit dem Wiederaufbau nach dem Erdbeben bleiben voraussichtlich gering,

zumal in zunehmendem Umfang Beiträge zur Finanzierung erhoben werden sollen. Schließlich dürfte die Zunahme des privaten Konsums angesichts einer nur noch schwach steigenden Beschäftigung verhalten sein. Zudem werden die Lohnerhöhungen infolge der Bemühungen der Unternehmen, ihre Kosten zu reduzieren, allenfalls gering ausfallen. Alles in allem ist für das Jahr 2012 mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,1 Prozent zu rechnen (Tabelle 7). Im Jahr 2013 dürfte die Zunahme trotz einer Belebung im Verlauf, die vor allem von der wieder anziehenden Auslandsnachfrage getragen wird, mit 1,5 Prozent etwas niedriger sein. Die Deflationstendenzen dürften im laufenden Jahr unvermindert anhalten; ein Ende der Phase sinkender Verbraucherpreise ist angesichts der verhaltenen Konjunkturentwicklung auch für 2013 nicht in Sicht.

Tabelle 7:

Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2010–2013

|                                      | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|
| Bruttoinlandsprodukt                 | 4,5  | -0,7 | 2,1  | 1,5  |
| Inlandsnachfrage                     | 2,5  | 0,0  | 2,1  | 1,3  |
| Privater Verbrauch                   | 2,6  | 0,0  | 1,5  | 1,6  |
| Staatskonsum                         | 2,1  | 2,1  | 1,5  | 1,1  |
| Anlageinvestitionen                  | -0,1 | 0,6  | 4,8  | 0,9  |
| Unternehmensinvestitionen            | 0,8  | 1,0  | 5,3  | 3,4  |
| Wohnungsbau                          | -4,6 | 5,1  | 3,7  | -0,5 |
| Öffentliche Investitionen            | -0,2 | -3,2 | 4,1  | -6,5 |
| Lagerinvestitionen                   | 0,7  | -0,4 | -0,1 | 0,0  |
| Außenbeitrag                         | 2,4  | -1,0 | -0,1 | 0,1  |
| Exporte                              | 24,4 | 0,0  | 4,0  | 4,6  |
| Importe                              | 11,1 | 5,8  | 4,4  | 3,9  |
| Verbraucherpreise                    | -0,7 | -0,3 | -0,3 | -0,1 |
| Arbeitslosenquote                    | 5,1  | 4,5  | 4,2  | 4,1  |
| Leistungsbilanzsaldo                 | 3,6  | 2,2  | 2,0  | 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 Erwerbspersonen. — Finanzierungssaldo: in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

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

Im Euroraum dürfte die Produktion zu Beginn des Jahres 2012 weiter rückläufig sein, die Konjunktur dürfte sich aber bereits im Frühjahr wieder fangen. Dabei ist freilich unterstellt, dass sich die Staatsschuldenkrise nicht wieder



verschärft, sondern das Vertrauen an den Finanzmärkten in die Stabilität des Systems allmählich wieder zunimmt. Produktion und Nachfrage werden sich im weiteren Prognosezeitraum nur langsam erholen. Dämpfend wirkt der ausgeprägte Sparkurs in den öffentlichen Haushalten. Der private Konsum wird durch Steuer- und Abgabenerhöhungen, einen schwachen Anstieg der Einkommen und hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit belastet. Lediglich von den Exporten dürfte ein nennenswerter, wenngleich angesichts der mäßigen Expansion der Weltkonjunktur nicht besonders starker, positiver Impuls ausgehen. Die Investitionen werden infolge der ungünstigen Absatzperspektiven, sinkender Unternehmensgewinne und einer Verschlechterung der Kreditvergabekonditionen im laufenden Jahr sinken, im kommenden Jahr infolge eines wieder günstigeren finanziellen Umfeldes und verringerter Unsicherheiten aber wieder merklich zunehmen. Im Durchschnitt des Jahres 2012 wird das Bruttoinlandsprodukt um 0,2 Prozent schrumpfen; für 2013 erwarten wir einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 1,1 Prozent (Tabelle 8). Die Arbeitslosigkeit steigt im Prognosezeitraum weiter und wird 2013 im Jahresdurchschnitt bei 11,2 Prozent liegen. Die

Tabelle 8:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2010–2013

|                      | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------|------|------|------|------|
| Bruttoinlandsprodukt | 1,9  | 1,4  | -0,2 | 1,1  |
| Inlandsnachfrage     | 1,1  | 0,4  | -0,9 | 1,1  |
| Privater Verbrauch   | 0,9  | 0,2  | -0,7 | 0,7  |
| Staatsverbrauch      | 0,5  | 0,1  | -0,7 | 0,3  |
| Anlageinvestitionen  | -0,5 | 1,4  | -0,8 | 3,2  |
| Vorratsveränderungen | 0,6  | 0,0  | -0,2 | 0,0  |
| Außenbeitrag         | 0,8  | 1,0  | 0,7  | 0,1  |
| Exporte              | 11,3 | 6,1  | 1,5  | 3,9  |
| Importe              | 9,6  | 3,9  | -0,1 | 4,0  |
| Verbraucherpreise    | 1,6  | 2,7  | 2,2  | 1,8  |
| Arbeitslosenquote    | 10,1 | 10,2 | 10,9 | 11,2 |
| Leistungsbilanzsaldo | -0,5 | -0,3 | 0,0  | 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; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Inflation wird sich im laufenden Jahr auf 2,2 Prozent verringern und 2013 noch etwas darunter liegen.

Für das *Vereinigte Königreich* erwarten wir nur sehr schwache wirtschaftliche Expansion im laufenden Jahr. Wesentliche dämpfende Faktoren wie Ausgabenkürzungen der öffentlichen Hand, weiter rückläufige Realeinkommen der privaten Haushalte, zunehmende Arbeitslosigkeit nicht zuletzt als Resultat von Entlassungen im öffentlichen Dienst, und ein ungünstiges außenwirtschaftliches Umfeld infolge der Schuldenkrise im Euroraum. Das Bruttoinlandsprodukt wird 2012 voraussichtlich nur um 0,4 Prozent zunehmen. Die Inlandsnachfrage dürfte dabei kaum mehr als stagnieren (Tabelle 9). Im Jahr 2013 wird sich die britische Wirtschaft angesichts wieder leicht zunehmender Realeinkommen und eines verbesserten weltwirtschaftlichen Umfeldes mit einer Rate von 1,3 Prozent spürbar beleben.

Tabelle 9:

Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2010–2013

|                      | 2010  | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------|-------|------|------|------|
| Bruttoinlandsprodukt | 1,8   | 0,8  | 0,4  | 1,3  |
| Inlandsnachfrage     | 2,7   | -0,5 | -0,1 | 1,2  |
| Privater Verbrauch   | 1,1   | -0,7 | 0,3  | 1,4  |
| Staatsverbrauch      | 1,0   | 1,0  | -1,0 | -1,2 |
| Anlageinvestitionen  | 2,6   | -2,6 | -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   | 4,6  | 3,0  | 5,5  |
| Importe              | 8,8   | 0,9  | 1,3  | 5,0  |
| Verbraucherpreise    | 3,3   | 4,5  | 2,8  | 1,6  |
| Arbeitslosenquote    | 7,8   | 8,1  | 8,7  | 8,8  |
| 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: teilweise geschätzt; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

In den *übrigen Mitgliedsländern der EU* sind die Folgen der Staatsschuldenkrise im Euroraum ebenfalls spürbar. Negative Wirkungen

gehen zum einen über den Handelskanal; eine schwache Produktionsentwicklung im Euro-raum wirkt vor allem in den Ländern Mitteleuropas (insbesondere Tschechien, die Slowakei und Ungarn) wegen der sehr ausgeprägten Einbindung in die Produktionsketten der europäischen Industrie rasch auf die heimische Volkswirtschaft durch. Ansteckung kann aber auch über finanzielle Transmissionskanäle erfolgen. Hier liegen Risiken zum einen darin, dass die staatlichen Budgetdefizite in den meisten mittel- und osteuropäischen Ländern beträchtlich sind (Ausnahmen sind insbesondere Estland und Bulgarien) und zur Finanzierung Kapitalzuflüsse aus dem Ausland erforderlich sind. Problematisch ist auch, dass der Bankensektor weitgehend von ausländischen Banken dominiert wird. Sollte sich deren Kreditvergabebereitschaft infolge einer unzureichenden Ausstattung mit Eigenkapital stark verringern, könnte die Konjunktur in den Beitrittsländern empfindlich gedämpft werden. Für die Prognose unterstellen wir allerdings, dass es ähnlich wie in der Finanzkrise 2008 nicht zu einem abrupten Entzug von Kredit kommt. Alles in allem rechnen wir damit, dass die Produktion in den Beitrittsländern insgesamt auch im kommenden Jahr weiter deutlich rascher zunimmt als die in der übrigen EU. Wir erwarten für das Bruttoinlandsprodukt der Ländergruppe in diesem und im nächsten Jahr einen Anstieg von 1,9 Prozent bzw. 3,1 Prozent (Tabelle 10). 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.

In den Schwellenländern dürfte die Konjunktur im laufenden Jahr allmählich wieder an Fahrt gewinnen. Die Phase der konjunkturellen Abschwächung scheint bereits vorüber zu sein, in einigen Ländern hat sich der Produktionsanstieg bereits gegen Ende des vergangenen Jahres wieder beschleunigt. Zunehmende wirtschaftspolitische Impulse und ein Umfeld zu-

meist solider makroökonomischen Fundamentaldaten, wie hohe Währungsreserven, finanzpolitische Solidität mit der Möglichkeit, bei einem Nachfrageeinbruch diskretionär zu intervenieren, sowie eine geringen Auslandsverschuldung lassen in den meisten Schwellenländern eine robuste Konjunktur erwarten. Einige Schwellenländer, etwa die Türkei oder Indien, zeichnen sich allerdings auch durch weniger günstige Rahmenbedingungen wie chronische hohe Leistungsbilanzdefizite oder hohe Staatsverschuldung aus, so dass zum Teil auch beträchtliche Risiken für eine „harte Landung“ bestehen.

In *China* dürfte die Konjunktur im Prognosezeitraum zunehmend von der Inlandsnachfrage getragen werden. Während die Ausfuhren voraussichtlich gegenüber 2011 etwas verlangsamt zunehmen, dürfte der private Konsum aufgrund höherer verfügbarer Einkommen auch 2012 kräftig expandieren. Wir erwarten zudem für dieses und das nächste Jahr eine etwas expansivere Finanzpolitik. Darüber hinaus dürfte die chinesische Zentralbank die Geldpolitik etwas lockern. Alles in allem rechnen wir für den Verlauf von 2012 nicht mit einer weiteren Abschwächung der Konjunktur. Im Jahresdurchschnitt dürfte der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr jedoch 2012 und 2013 mit 8 Prozent niedriger ausfallen als 2011. Die Inflationsrate wird wohl im laufenden Jahr rund 4 Prozent und im Jahr 2013 voraussichtlich 4,5 Prozent betragen.

Für *Indien* rechnen wir mit einer Fortsetzung der kräftigen wirtschaftlichen Expansion. Darauf deuten der Frühindikator der OECD und auch die Entwicklung des Einkaufsmanagerindex hin. Der private Konsum dürfte im Jahr 2012 mit rund 7 Prozent etwas stärker zulegen als im Jahr 2011. Indes lässt das anhaltend hohe Zinsniveau eine abgeschwächte Zunahme der Investitionstätigkeit erwarten. Hohe Inflationsraten stellen für Indien im Prognosezeitraum weiterhin ein zentrales Problem dar, welches sich durch steigende Ölpreise oder als Folge fehlender Nachhaltigkeit der Finanzpolitik auch wieder verschärfen könnte. Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von rund 7 Prozent in diesem

## Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

**Tabelle 10:**

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    | 3,0                  | 0,7  | 1,9  | 2,3               | 2,5  | 2,3  | 5,9               | 5,1  | 4,3  |
| Frankreich                | 15,8    | 1,7                  | 0,3  | 1,1  | 2,3               | 2,0  | 1,5  | 9,7               | 10,3 | 10,4 |
| Italien                   | 12,7    | 0,4                  | −1,4 | 0,4  | 2,9               | 2,5  | 1,7  | 8,4               | 9,5  | 9,9  |
| Spanien                   | 8,7     | 0,7                  | −0,8 | 0,5  | 3,1               | 1,6  | 1,5  | 21,6              | 24,3 | 25,7 |
| Niederlande               | 4,8     | 1,2                  | −0,6 | 1,1  | 2,5               | 2,1  | 1,9  | 4,4               | 5,3  | 5,4  |
| Belgien                   | 2,9     | 1,9                  | −0,2 | 1,1  | 3,5               | 2,4  | 1,8  | 7,2               | 7,5  | 7,8  |
| Österreich                | 2,3     | 3,1                  | 0,8  | 1,5  | 3,6               | 2,3  | 1,9  | 4,1               | 4,2  | 4,1  |
| Griechenland              | 1,9     | −6,8                 | −4,9 | 0,4  | 3,1               | −0,3 | 1,3  | 17,5              | 22,2 | 25,6 |
| Finnland                  | 1,5     | 2,9                  | 0,6  | 1,4  | 3,3               | 2,6  | 2,0  | 7,8               | 7,4  | 7,4  |
| Portugal                  | 1,4     | −1,6                 | −3,0 | 0,5  | 3,6               | 3,1  | 1,8  | 12,9              | 15,2 | 16,5 |
| Irland                    | 1,3     | 0,9                  | 0,5  | 2,0  | 1,2               | 1,0  | 1,1  | 14,4              | 15,2 | 15,1 |
| Slowakei                  | 0,5     | 3,3                  | 1,6  | 2,3  | 4,1               | 1,7  | 1,9  | 13,4              | 13,5 | 13,6 |
| Luxemburg                 | 0,3     | 1,1                  | 0,7  | 1,6  | 3,7               | 1,8  | 2,0  | 4,8               | 5,2  | 5,2  |
| Slowenien                 | 0,1     | −0,2                 | −0,3 | 1,1  | 2,1               | 1,4  | 1,6  | 8,1               | 8,5  | 8,7  |
| Estland                   | 0,1     | 7,6                  | 1,4  | 3,3  | 5,1               | 3,3  | 2,3  | 12,5              | 12,0 | 12,3 |
| Zypern                    | 0,1     | 0,5                  | −0,7 | 1,4  | 3,5               | 2,3  | 1,5  | 7,8               | 11,9 | 12,5 |
| Malta                     | 0,0     | 1,8                  | 1,1  | 2,0  | 2,4               | 1,9  | 1,7  | 6,4               | 6,5  | 6,5  |
| Vereinigtes Königreich    | 13,9    | 0,8                  | 0,4  | 1,3  | 4,5               | 2,8  | 1,6  | 8,1               | 8,7  | 8,8  |
| Polen                     | 2,9     | 4,0                  | 3,3  | 3,6  | 3,9               | 3,7  | 3,0  | 9,7               | 10   | 8,7  |
| Schweden                  | 2,8     | 4,2                  | 1,2  | 2,5  | 1,4               | 1,0  | 1,2  | 7,5               | 7,4  | 7,3  |
| Dänemark                  | 1,9     | 1,0                  | 0,3  | 1,3  | 2,7               | 2,5  | 2,0  | 7,6               | 8,1  | 7,9  |
| Tschechien                | 1,2     | 1,8                  | 0,5  | 1,8  | 2,1               | 3,5  | 2,4  | 6,8               | 7,2  | 7,2  |
| Rumänien                  | 1,0     | 2,6                  | 1,8  | 3,5  | 5,8               | 3,0  | 2,4  | 7,4               | 7,5  | 7,2  |
| Ungarn                    | 0,8     | 1,7                  | −0,5 | 0,5  | 3,9               | 5,2  | 2,7  | 10,9              | 11,0 | 11,2 |
| Bulgarien                 | 0,3     | 1,9                  | 1,0  | 2,4  | 3,4               | 2,0  | 1,6  | 11,1              | 12,3 | 12,2 |
| Litauen                   | 0,2     | 5,9                  | 3,1  | 3,5  | 4,1               | 3,1  | 2,9  | 15,4              | 13,7 | 12,7 |
| Lettland                  | 0,1     | 6,0                  | 2,5  | 3,9  | 4,1               | 3,0  | 2,6  | 15,3              | 14,5 | 13,3 |
| Europäische Union         | 100,0   | 1,5                  | 0,1  | 1,3  | 3,0               | 2,3  | 1,8  | 9,8               | 10,4 | 10,4 |
| <i>Nachrichtlich:</i>     |         |                      |      |      |                   |      |      |                   |      |      |
| Europäische Union 15      | 92,6    | 1,4                  | −0,1 | 1,2  | 2,9               | 2,2  | 1,8  | 9,7               | 10,4 | 10,6 |
| Beitrittsländer           | 7,4     | 3,1                  | 1,9  | 2,8  | 3,9               | 3,4  | 2,6  | 10,2              | 10,3 | 9,8  |
| Euroraum                  | 74,8    | 1,4                  | −0,2 | 1,1  | 2,7               | 2,2  | 1,8  | 10,2              | 10,9 | 11,2 |
| Euroraum ohne Deutschland | 54,4    | 0,9                  | −0,6 | 0,9  | 2,8               | 2,0  | 1,6  | 11,7              | 13,0 | 13,7 |

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, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; 2011: teilweise geschätzt; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

und 8 Prozent im nächsten Jahr. Die Inflation wird sich voraussichtlich im Jahr 2012 auf 7,5 Prozent und im Jahr 2013 auf 8 Prozent belaufen.

In den *südostasiatischen Schwellenländern* dürfte das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr mit rund 5 Prozent etwas stärker steigen als 2011 (Tabelle 11). Maßgeblich hierfür ist, dass das thailändische Bruttoinlandsprodukt nach der Stagnation im vergangenen Jahr infolge der Normalisierung der Produktion nach

dem überschwemmungsbedingten Einbruch im Jahr 2012 recht kräftig – voraussichtlich um rund 5 Prozent – zulegen wird. Darüber hinaus rechnen wir mit einer weiterhin dynamischen konjunkturellen Entwicklung in Indonesien (plus 6 Prozent im laufenden Jahr), während sich die Konjunktur in Malaysia und den Philippinen leicht abschwächen wird. Im Jahr 2013 dürfte die Produktion in dieser Ländergruppe mit 5,2 Prozent leicht beschleunigt zunehmen. Der Preisauftrieb bleibt alles in allem moderat.

## Weltkonjunktur zieht wieder etwas an

**Tabelle 11:**

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2010–2013

|                         | Gewicht | Bruttoinlandsprodukt |      |      |      | Verbraucherpreise |      |      |      |
|-------------------------|---------|----------------------|------|------|------|-------------------|------|------|------|
|                         |         | 2010                 | 2011 | 2012 | 2013 | 2010              | 2011 | 2012 | 2013 |
| Indonesien              | 4,1     | 6,1                  | 6,7  | 6,0  | 6,0  | 5,1               | 5,4  | 5,0  | 5,5  |
| Thailand                | 2,3     | 7,8                  | 0,1  | 5,0  | 4,5  | 3,3               | 3,8  | 3,0  | 3,5  |
| Philippinen             | 1,4     | 7,3                  | 3,7  | 3,5  | 4,5  | 3,8               | 4,8  | 4,0  | 4,5  |
| Malaysia                | 1,6     | 7,2                  | 5,4  | 4,0  | 5,0  | 1,6               | 3,2  | 2,5  | 3,0  |
| Insgesamt               | 9,4     | 6,9                  | 4,4  | 5,0  | 5,2  | 3,9               | 4,5  | 3,9  | 4,4  |
| China                   | 39,8    | 10,3                 | 9,2  | 8,0  | 8,0  | 4,0               | 5,4  | 4,0  | 4,5  |
| Indien                  | 15,8    | 10,4                 | 7,1  | 7,0  | 8,0  | 12,0              | 8,9  | 7,5  | 8,0  |
| Asien insgesamt         | 65,0    | 9,8                  | 8,0  | 7,3  | 7,6  | 5,9               | 6,1  | 4,8  | 5,3  |
| Brasilien               | 8,6     | 7,6                  | 2,7  | 4,0  | 5,5  | 5,0               | 6,6  | 4,5  | 5,0  |
| Mexiko                  | 6,1     | 5,5                  | 4,0  | 4,0  | 4,0  | 4,2               | 3,4  | 4,5  | 4,5  |
| Argentinien             | 2,5     | 9,2                  | 9,4  | 6,5  | 5,0  | 10,5              | 9,8  | 7,0  | 8,0  |
| Kolumbien               | 1,7     | 4,3                  | 5,2  | 4,5  | 5,5  | 2,3               | 3,4  | 3,0  | 3,5  |
| Chile                   | 1,0     | 5,1                  | 6,1  | 4,5  | 5,5  | 1,4               | 3,3  | 2,0  | 2,5  |
| Peru                    | 1,1     | 8,8                  | 6,9  | 6,5  | 6,5  | 1,5               | 3,4  | 2,5  | 3,0  |
| Venezuela               | 1,4     | –1,5                 | 4,2  | 2,0  | 1,0  | 29,1              | 27,2 | 30,0 | 30,0 |
| Lateinamerika insgesamt | 22,4    | 6,3                  | 4,4  | 4,3  | 4,8  | 6,3               | 6,8  | 6,0  | 6,4  |
| Russland                | 8,8     | 3,5                  | 4,3  | 4,0  | 3,5  | 6,9               | 8,4  | 5,9  | 5,5  |
| Türkei                  | 3,8     | 8,9                  | 7,9  | 2,5  | 4,0  | 8,6               | 6,5  | 9,5  | 7,0  |
| Insgesamt               | 100,0   | 8,1                  | 6,5  | 6,1  | 6,3  | 5,9               | 6,2  | 5,0  | 5,4  |

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; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Die Inflationsrate wird 2012 voraussichtlich 3,9 Prozent betragen, mit Indonesien (5 Prozent) am oberen Ende und Thailand (3 Prozent) und Malaysia (2,5 Prozent) am unteren Ende der Ländergruppe.

Die Konjunktur in *Lateinamerika* dürfte im Prognosezeitraum wieder an Fahrt aufnehmen. Zum einen wird die Wirtschaftspolitik zunehmend expansiv ausgerichtet. Die Notenbanken werden ihren geldpolitischen Spielraum infolge der nachlassenden Preisdynamik wohl nutzen und die Zinsen weiter senken. Die brasilianische Zentralbank etwa hat bereits angedeutet, dass sie den Leitzins weiter senken wird. Die Finanzpolitik wird in den meisten Ländern der Region ebenfalls anregend wirken. So dürfte sich in Brasilien im Prognosezeitraum die öffentliche Investitionstätigkeit im Zusammenhang mit der Fußballweltmeisterschaft im Jahr 2014 spürbar erhöhen, und in Peru dürfte das Programm der neugewählten Regierung zum Ausbau der öffentlichen Infrastruktur im Jahr

2012 einen beträchtlichen fiskalischen Impuls geben. Darüber hinaus dürfte die Region von den wieder gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren. Für das Jahr 2012 rechnen wir mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion um reichlich 4 Prozent. Im Jahr 2013 dürfte der Anstieg vor dem Hintergrund der anziehenden Weltkonjunktur etwas kräftiger ausfallen.

In *Russland* dürfte das Bruttoinlandsprodukt zunächst weiter recht kräftig zunehmen. Gestützt durch kräftige Lohnanhebungen und Wahlgeschenke im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen wird der private Konsum weiter stark zulegen. Auch die Investitionen steigen derzeit dank hoher Gewinne und gestiegener Kreditvergabebereitschaft seitens der Banken recht kräftig. Ein Risiko für die Konjunktur in Russland 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 Brutto-

inlandsprodukt. Ein ausgeprägter Rückgang der Ölpreise würde den derzeit noch in etwa ausgeglichenen Staatshaushalt stark ins Defizit bringen. Bei dem für die Prognose unterstellten Ölpreisniveau (125 US-Dollar je Barrel Brent; die Preise für russisches Erdöl liegen allerdings aufgrund der niedrigeren Qualität etwas niedriger) fließen jedoch die Einnahmen des Staates

weiter reichlich, und es dürfte bei der expansiven finanzpolitischen Ausrichtung bleiben. Das Bruttoinlandsprodukt wird unter diesen Bedingungen in diesem Jahr mit 4 Prozent ähnlich stark zunehmen wie im vergangenen. Für 2013 erwarten wir aufgrund dann nachlassender Fiskalimpulse eine etwas geringere Zuwachsrate.

## Literatur

---

- Abeyasinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (13. März 2012) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabe/gdpdata.xls>>.
- 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.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2012). Euroraum: In der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2012. Kieler Diskussionsbeiträge 502/503. 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., und J. Scheide (2010). Growth Patterns after the Crisis: This Time is not Different. Kiel Policy Brief 22. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2011). Ist die Geldpolitik in den USA zu expansiv ausgerichtet? Kiel Policy Brief 26. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011). Aufschwung setzt sich fort – Europäische Schuldenkrise noch ungelöst. Gutachten vom Frühjahr 2011. München.
- van Roye, B. (2011). Financial Stress and Economic Activity in Germany and the Euro Area. Kiel Working Paper 1743. The Kiel Institute for the World Economy, Kiel.

# Euroraum in der Rezession

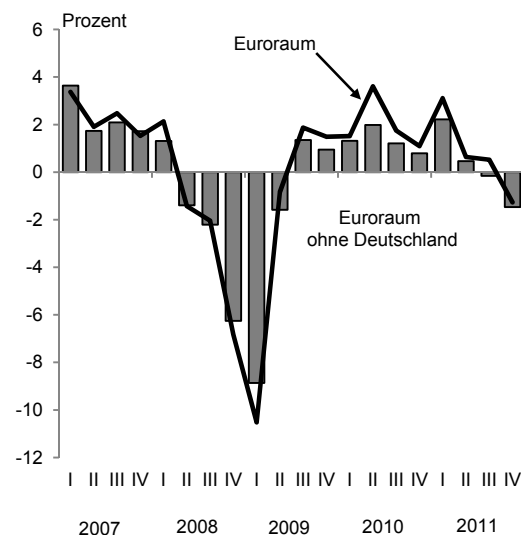
Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll,  
Björn van Roye, Joachim Scheide und  
Tim Schwarzmüller

## Zusammenfassung:

*Der Euroraum befindet sich in der Rezession. Die Stimmungsindikatoren deuten aber darauf hin, dass die Rezession einen milden Verlauf nehmen wird und zur Jahresmitte überwunden sein dürfte. Gleichwohl wird das Tempo der konjunkturellen Erholung voraussichtlich moderat bleiben; zu sehr belasten die fortschreitende Konsolidierung der Staatsfinanzen, und das ungünstige binnenwirtschaftliche Klima. Für das Jahr 2012 erwarten wir im Euroraum insgesamt einen leichten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 0,2 Prozent; im kommenden Jahr rechnen wir mit einem Anstieg um 1,1 Prozent. Die Inflationsrate dürfte in den kommenden Monaten auf ihrem jetzigen Niveau verharren und sich in der zweiten Jahreshälfte wieder in Richtung der 2-Prozent-Marke bewegen. Die Arbeitslosigkeit wird vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr steigen.*

Die Konjunktur im Euroraum wurde im vergangenen Jahr maßgeblich von der europäischen Staatsschuldenkrise beeinflusst. Seit dem Herbst befindet sich der Euroraum in der Rezession. Im vierten Quartal verringerte sich das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum insgesamt um annualisiert 1,3 Prozent (Abbildung 1). Erneut wurde die Binnenkonjunktur aufgrund der hohen Unsicherheit über den Fortgang der Staatsschuldenkrise und einer restriktiv ausgerichteten Finanzpolitik stark gebremst. Neben den Investitionen, die deutlich mit einer laufenden Jahresrate von 2,6 Prozent zurückgingen, sank der private Konsum spürbar; er ist seit nunmehr drei Quartalen rückläufig. Die Ausfuhren entfalteten auch wegen der schwachen Weltkonjunktur nur eine geringe Dynamik. Weil gleichzeitig aber die Importe um 4,6 Prozent abnahmen blieb der Expansionsbeitrag des Außenhandels nahezu konstant. In Italien und in den Niederlanden verringerte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im vierten Quartal deutlich mit einer laufenden Jahresrate von 2,9 bzw. 2,8 Prozent, während der Rückgang in Spanien und Deutschland mit 1,2 bzw.

Abbildung 1:  
Bruttoinlandsprodukt 2007–2011



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

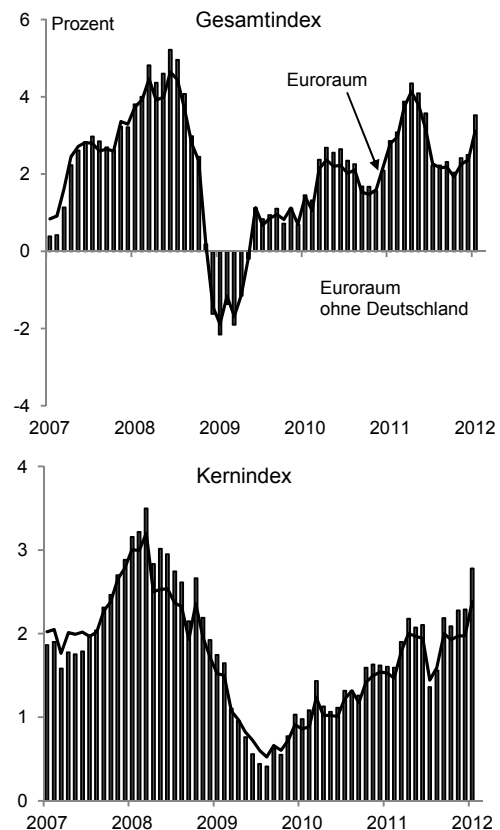
0,7 Prozent weniger stark ausgeprägt war. In Frankreich legte das Bruttoinlandsprodukt entgegen der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum insgesamt leicht, um 0,9 Prozent, zu.

In der Grundtendenz weisen die einzelnen Länder des Euroraums eine recht unterschiedliche Dynamik auf. Die Krisenländer Griechenland und Portugal befinden sich seit dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise in einer tiefen Rezession. Neben den drastischen Maßnahmen zur Konsolidierung der Staatsfinanzen, sind die strukturellen Anpassungsprozesse zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit in der Privatwirtschaft noch in vollem Gange und belasten die Konjunktur. Irland ist hingegen auf diesem Weg weiter fortgeschritten; hier hat sich im Jahr 2011 die gesamtwirtschaftliche Produktion dank großer Reformanstrengungen nach dem Platzen der Immobilienblase erstmals seit der Großen Rezession wieder erhöht. Eine große Exportabhängigkeit und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte stehen einer stärkeren konjunkturellen Belebung bislang aber entgegen. In Italien und Spanien hatte sich die Wirtschaft nach der Großen Rezession ohnehin kaum erholt, so dass der starke negative Impuls der Finanzpolitik diese Länder nun erneut in die Rezession rutschen lässt. In Ländern wie Deutschland, Österreich, den Niederlanden oder Belgien ist es wiederum gelungen, die Produktionseinbußen der Großen Rezession nahezu auszugleichen. Überraschend ist, dass sich die Konjunktur auch in den Niederlanden stark abgekühlt hat, obwohl das Land bisher nicht unmittelbar von der Staatsschuldenkrise betroffen ist. Hier scheint vor allem die Verschuldung der privaten Haushalte die Konjunktur zu belasten (Kasten 1).

Der Preisauftrieb hat sich in den vergangenen Monaten beschleunigt; die Verbraucherpreise stiegen in den Monaten von Juli 2011 bis Januar 2012 saisonbereinigt mit einer laufenden Jahresrate von 3,0 Prozent (Abbildung 2). Die jährliche Inflationsrate lag im Februar bei 2,7 Prozent. Diese Entwicklung war im Wesentlichen auf höhere Energiepreise zurückzuführen. Daneben haben gestiegene Verbrauchs- und Umsatzsteuern weiterhin einen merklichen

Einfluss auf den Anstieg der Verbraucherpreise. So lag die Inflationsrate, bei der Abgabenänderungen herausgerechnet werden im Dezember 2011 um 0,2 Prozentpunkte unter der Inflation des Gesamtindex.

Abbildung 2:  
Verbraucherpreise 2007–2012



Monatsdaten, saisonbereinigt; Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; Jahresrate. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie.

Quelle: EZB, Monatsbericht; Deutsche Bundesbank, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen; eigene Berechnungen.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich mit dem Beginn der Rezession noch einmal verschärft; die Arbeitslosenquote stieg auf 10,7 Prozent (Abbildung 3). Neben der weiterhin zunehmenden Arbeitslosigkeit in den Krisenländern ist auch der Arbeitsmarkt in Italien unter Druck geraten; seit Oktober 2011 hat sich die Quote dort um 0,7 Prozentpunkte auf nunmehr 9,2 Prozent erhöht.

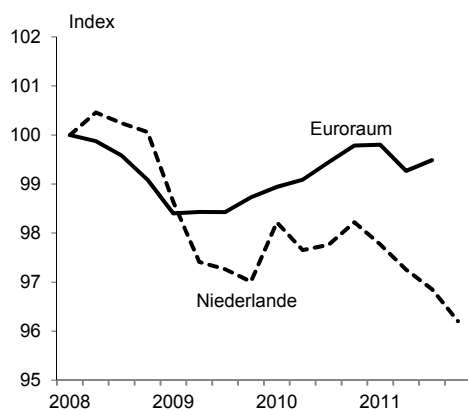
## Kasten 1:

### Zur Konsumschwäche in den Niederlanden

Die Finanzkrise 2008/2009 und die darauf folgende Schuldenkrise haben in vielen Ländern der Peripherie zu einer dauerhaften Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Entwicklung geführt. Aber auch die niederländische Wirtschaft, die wegen ihrer relativ soliden Staatsfinanzen und geringer Arbeitslosenzahlen nicht im Fokus der Krisendebatte steht, ist mit andauernden Folgen der Finanzkrise konfrontiert. Der private Konsum ist seit mehreren Quartalen in der Tendenz rückläufig und liegt nun rund 4 Prozent unter dem Vorkrisenniveau. Er hat sich deutlich schwächer entwickelt als im Euroraum insgesamt (Abbildung K1-1). Die Krise in den Niederlanden dürfte nicht zuletzt auf die Verschuldung der privaten Haushalte und die Lage der Banken zurückzuführen zu sein. So haben die Banken auf dem Höhepunkt der Krise ihre Kreditvergabestandards durchgängig verschärft (Abbildung K1-2). Allerdings hat die niederländische Regierung umfangreiche Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors unternommen, so dass dieser sein Kreditgeschäft nur vorübergehend einschränkte. Für Konsumzwecke ist die Kreditvergabe in jüngster Zeit hingegen weiter rückläufig. Die auch im Vergleich zu den Krisenländern der Peripherie extrem hohe Schuldenlast der privaten Haushalte, dürfte gleichermaßen Kreditangebot und -nachfrage dämpfen (Abbildung K1-3). Bemerkenswert ist, dass die Niederlande ein solches Ausmaß an Haushaltsverschuldung aufgebaut haben und gleichzeitig vorwiegend Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen. Zeitgleich zum Schuldenaufbau der privaten Haushalte haben die Unternehmen ihre Ersparnisbildung verstärkt und somit die Effekte aus dem Haushaltssektor überkompensiert (Abbildung K1-4).

Die Krise schlug sich bisher auch wegen der extremen Offenheit der Niederlande kaum in der gesamtwirtschaftlichen Produktion nieder. Stattdessen dürfte eine Folge der starken Konsumzurückhaltung der jüngste Anstieg der Leistungsbilanzüberschüsse des Landes sein, da wohl insbesondere die Importe beeinträchtigt wurden und die privaten Haushalte ihre Sparneigung erhöht haben. Die Konsumflaute in den Niederlanden dürfte angesichts des immensen Ausmaßes der Haushaltsverschuldung noch einige Zeit andauern. Somit ist es unwahrscheinlich, dass die Niederlande in kurzer Zeit ihren Leistungsbilanzüberschuss deutlich reduzieren werden.

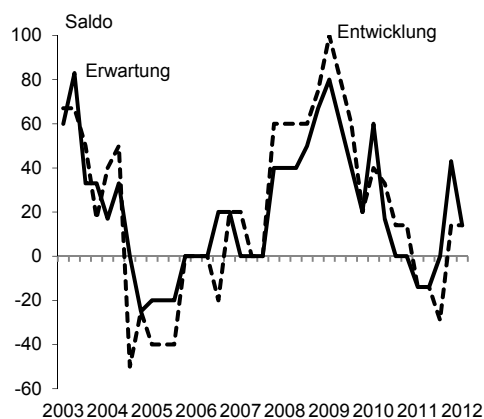
Abbildung K1-1:  
Privater Konsum 2008–2011



Saison- und preisbereinigt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

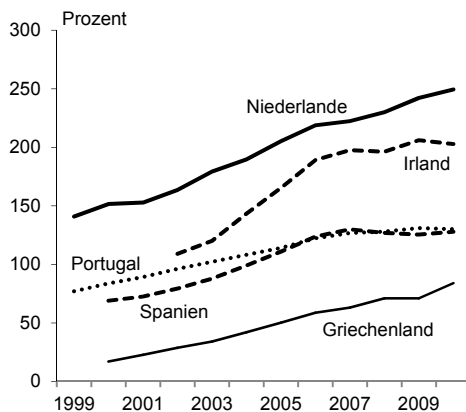
Abbildung K1-2:  
Kreditvergabekonditionen 2003–2012



Quelle: De Nederlandsche Bank, Bank Lending Survey.



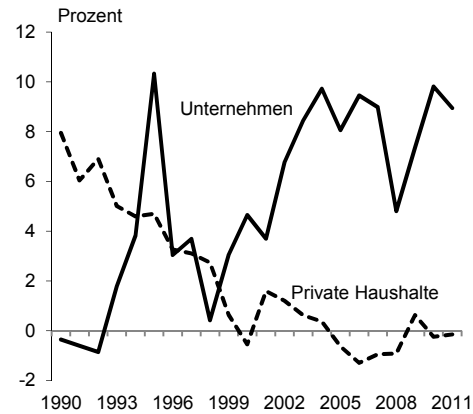
Abbildung K1-3:  
Schulden der privaten Haushalte in Ländern des  
Euroraums 1999–2010



In Relation zum verfügbaren Einkommen.

Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse.

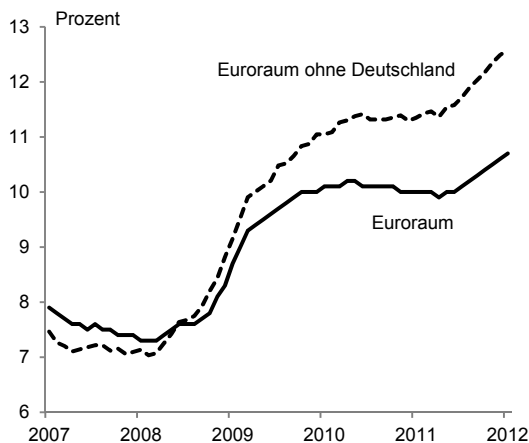
Abbildung K1-4:  
Finanzierungssaldo der Sektoren 1990–2011



In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Europäische Kommission, AMECO-Datenbank.

Abbildung 3:  
Arbeitslosenquote 2007–2012



Monatsdaten; Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik; eigene Berechnungen.

## Massive Ausweitung der Liquidität

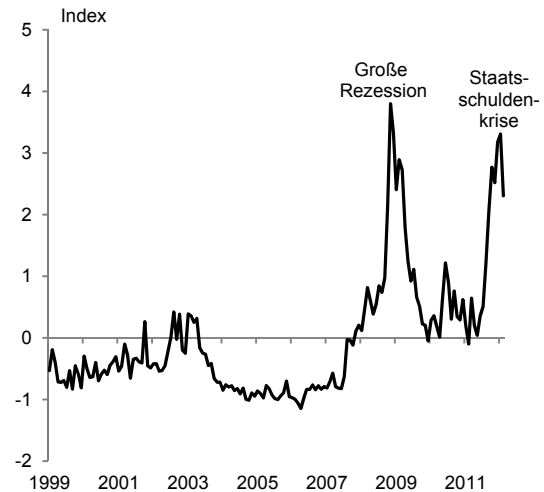
Das monetäre und finanzielle Umfeld im Euroraum stand in den vergangenen Monaten ganz im Zeichen von umfangreichen außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB). So hat die EZB im Dezember 2011 und im Februar 2012 längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit durchgeführt. Sie hat den Geschäftsbanken im Euroraum mit diesen Tendersgeschäften Zentralbankgeld in Höhe von insgesamt 1,1 Bill. Euro zur Verfügung gestellt. Bei den Dreijahresgeschäften beteiligten sich spürbar mehr monetäre Finanzinstitute als bei den gewöhnlichen wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften. Im Dezember fragten insgesamt 523 Banken 489 Mrd. Euro nach; im Februar waren es 800 Banken mit einer Nachfrage von 530 Mrd. Euro. Die dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte werden mit dem durchschnittlichen Leitzins über die entsprechende Laufzeit verzinst. Dabei haben die Geschäftsbanken die Möglichkeit, den Zentralbankkredit

nach einem Jahr frühzeitig zu tilgen. Zudem hat die EZB die Anforderungen für notenbankfähige Sicherheiten gelockert. Es wird einigen nationalen Notenbanken in Zukunft erlaubt, eigene Entscheidungen über die Akzeptanz der Sicherheiten zu treffen.<sup>1</sup> So gelten bei einigen Notenbanken ab sofort auch Kreditforderungen gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen als Sicherheit, ohne dass diese über ein offiziell ausgewiesenes Rating verfügen. Die EZB bezweckt mit dieser Aufweichung der Anforderungen, dass die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen stimuliert wird und eine Kreditklemme verhindert wird (Draghi 2011). In wie fern sich die Maßnahmen tatsächlich expansiv auf die Kreditvergabe auswirken und die monetären Impulse sich in der Realwirtschaft niederschlagen, lässt sich derzeit schwer beurteilen. Es dürfte viel davon abhängen in welchem Ausmaß die Geschäftsbanken ihre Gewinne zur Stärkung der Eigenkapitalbasis thesaurieren werden. Das Bilanzrisiko der EZB hat sich insbesondere aufgrund der Lockerung der Anforderungen für notenbankfähige Sicherheiten merklich erhöht.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten haben sich nicht zuletzt durch die reichliche Liquiditätsversorgung der Banken zu Beginn des Jahres etwas verringert. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator, der auf einer Reihe von Finanzmarktvariablen basiert, ist in den beiden ersten Monaten des Jahres leicht gesunken (Abbildung 4). Der Indikator wird von uns seit einiger Zeit zur Bewertung von Verwerfungen an den Finanzmärkten herangezogen (Boysen-Hogrefe et al. 2010: Kasten 1). Maßgeblich für den Rückgang waren die gesunkenen Zinsaufschläge für Anleihen der Peripherieländer, die gesunkene Volatilität am Aktienmarkt sowie eine geringere Risikobepreisung am Geldmarkt. Bedeutsam war vor allem der merkliche Rückgang der Zinsaufschläge spanischer und italienischer Anleihen (Abbildung 5). Dabei dürften die langfristigen Refi-

nanzierungsgeschäfte der EZB eine bedeutende Rolle gespielt haben.

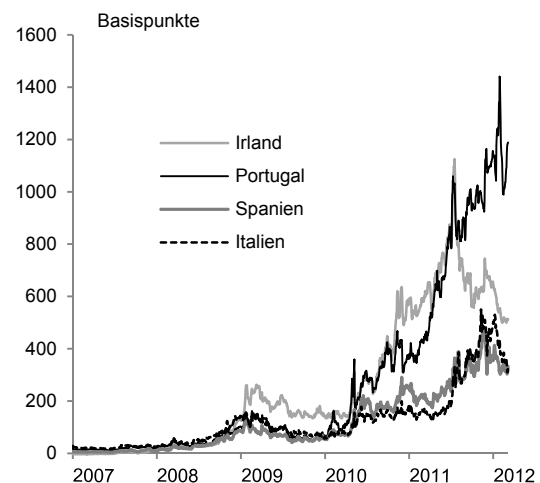
Abbildung 4:  
Finanzmarktstressindikator 1999–2012



Monatsdaten.

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

Abbildung 5:  
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2012



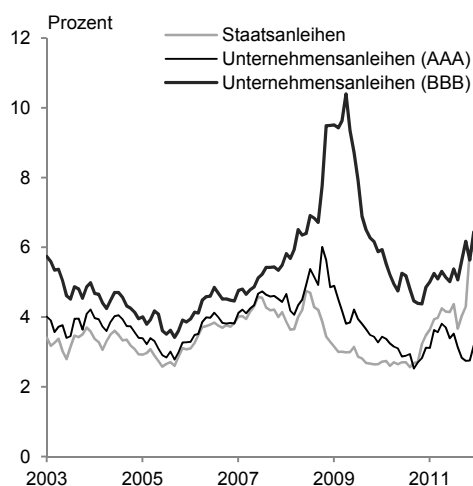
Tagesdaten; Differenzen zu Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

<sup>1</sup> Die nationalen Notenbanken, die diese Möglichkeit nutzen, sind die Central Bank of Ireland, die Banco de España, die Banque de France, die Banca d'Italia, die Central Bank of Cyprus, die Oesterreichische Nationalbank und die Banco de Portugal.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich in den vergangenen Monaten kaum verändert. Unternehmen höchster Bonität profitierten verstärkt vom Misstrauen der Finanzmärkte gegenüber den Staatsfinanzen im Euroraum. Die Rendite für Unternehmensanleihen mit 5–7-jähriger Restlaufzeit höchster Bonität (AAA) sank im Februar kräftig auf nur noch 2,2 Prozent und liegt inzwischen deutlich unter der Rendite von Staatsanleihen des Euroraums mit einer Laufzeit von fünf Jahren (Abbildung 6). Europäische Unternehmen höchster Bonität nehmen somit zunehmend die Rolle eines „sicheren Hafens“ ein, wohingegen sich Staatsanleihen einiger europäischer Länder zu Anlagen höheren Risikos entwickelt haben. Die Zinsdifferenz zwischen Unternehmensanleihen mittlerer (BBB) und höchster (AAA) Güte nahm weiter zu. Die durchschnittlichen Zinsen für bestehende Unternehmenskredite sind im Verlauf des zweiten Halbjahres 2011 leicht gestiegen; im Dezember 2012 lagen sie für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gegenüber Juni um 12 Basispunkte höher bei nunmehr 3,8 Prozent. Die Zinsen für Neukredite erhöhten sich ebenfalls nur geringfügig.

Abbildung 6:  
Kapitalmarkttrenditen 2003–2012



Monatsdaten; Staatsanleihen: Laufzeit 5 Jahre (gewichteter Durchschnitt); Unternehmensanleihen: Laufzeit 5–7 Jahre.

Quelle: Thomson Financial Datastream; Merrill Lynch.

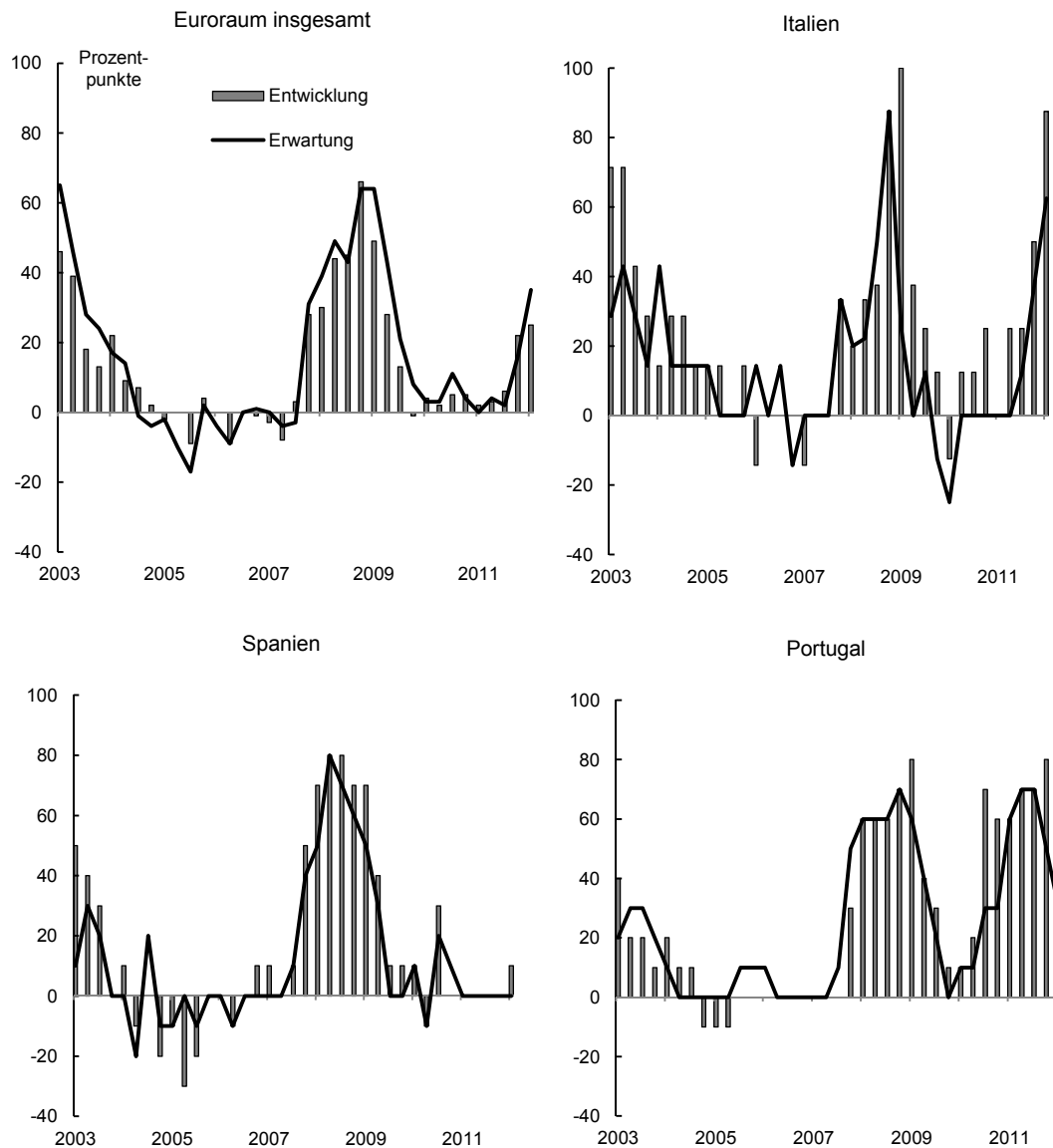
Die Vergabe von Buchkrediten an den privaten Sektor entwickelte sich zuletzt sehr schwach. Insbesondere die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sank im vierten Quartal des Jahres 2011 mit einer laufenden Jahresrate von 3 Prozent recht kräftig. Hier gingen vor allem kurzlaufende Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr merklich zurück. Dabei entwickelt sich die Kreditvergabe der Banken im Euroraum je nach Mitgliedsland sehr unterschiedlich, da die Lage der Banken in Teilen des Euroraums weiterhin äußerst angespannt ist. Zwar zeichnet sich keine weit reichende Kreditklemme ab (Europäische Kommission 2012). Die Kreditvergabekonditionen der Banken deuten jedoch auf deutliche Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern hin (Abbildung 7). Während diese im Euroraum laut *Bank Lending Survey* der EZB nur moderat verschärft worden sind, haben Banken in Italien und Portugal ihre Kondition per saldo deutlich angezogen. Bemerkenswert ist, dass die Banken in Spanien, die durch die anhaltende Immobilienkrise stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, ihre Kreditvergabekonditionen nicht weiter straffen. Obwohl das Kreditvolumen in Spanien deutlich rückläufig ist, scheint dort keine merkliche Angebotsbeschränkung durch die Banken die Wirtschaft zu beeinträchtigen.

Der Außenwert des Euro gegenüber dem US-Dollar hat sich im Verlauf des zweiten Halbjahres 2011 verringert. Real effektiv wertete der Euro etwas schwächer ab. Insgesamt hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen in den vergangenen Monaten leicht verbessert.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine Beibehaltung der expansiven Maßnahmen seitens der Geldpolitik. Die EZB dürfte den Hauptrefinanzierungssatz im gesamten Prognosezeitraum vor dem Hintergrund der stark unterausgelasteten Produktionskapazitäten im Euroraum und den moderaten langfristigen Inflationserwartungen bei 1 Prozent belassen. Ihr Augenmerk dürfte vorerst bei der Stabilisierung der Finanzmärkte und des Bankensystems liegen. Wir gehen davon aus, dass sie den Leitzins

## Euroraum in der Rezession

Abbildung 7:  
Kreditvergabekonditionen 2003–2012



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.

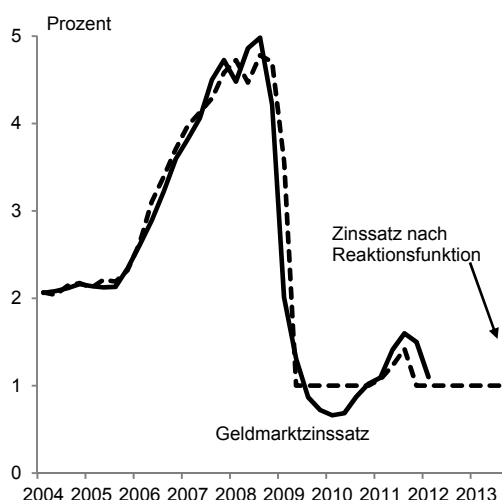
Quelle: *Bank Lending Surveys* der EZB, der Banca d'Italia, der Banco de España und der Banco de Portugal.

im Prognosezeitraum nicht unter 1 Prozent senken wird. Unsere empirische Zinsreaktionsfunktion der EZB deutet auch darauf hin, dass sie den Leitzins im Prognosezeitraum nicht erhöhen wird (Abbildung 8).<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Die Reaktionsfunktion ist eine geschätzte Taylorregel, bei der als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt

wurde. Als erklärende Variable geht neben der Produktionslücke und den Inflationserwartungen auch eine Verzögerte mit in die Schätzung ein, um eine Zinsglättung abzubilden.

Abbildung 8:  
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2013



Quartalsdaten; Prognose ab dem 1. Quartal 2012 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB; Geldmarktzins: Dreimonatseuribor; letzter Wert: Durchschnitt Januar/Februar 2012.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

## Lohnanstieg verlangsamt sich wieder

Die Löhne nahmen im Verlauf des vergangenen Jahres verstärkt zu. Die Veränderungsrate der Tarifverdienste gegenüber dem Vorjahr stieg von 1,5 Prozent im dritten Quartal 2010 (dem Tiefpunkt der Dynamik) auf 2,1 Prozent im dritten Quartal 2011 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) und die der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer von 1,5 auf 2,4 Prozent. Stärker legte die Zunahme der Arbeitskosten pro Stunde zu (von 1,1 auf 2,7 Prozent). Insgesamt spielte nach wie vor der Anstieg der Lohnnebenkosten eine bedeutendere Rolle als der der Löhne und Gehälter (EZB 2012: 64). In sektoraler Betrachtung ist auffällig, dass die Zuwächse des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in der Industrie – im Gegensatz zu denen im Baugewerbe und im Dienstleistungsbereich – bereits wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht haben.

Während im Euroraum die Löhne zwischen dem dritten Quartal 2008 und dem dritten Quartal 2011 durchschnittlich um kumuliert 4,7 Prozent gestiegen sind, haben sie in Portugal lediglich um 1,9 Prozent zugelegt. In Irland und insbesondere in Griechenland sind sie sogar gesunken (–1,6 bzw. –4,1 Prozent). In Spanien hingegen lag der Lohnzuwachs mit 5,0 Prozent über dem Durchschnitt des Euroraums.

Tabelle 1:  
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2010–2013

|                           | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------|------|------|------|------|
| Deutschland               | 2,0  | 3,0  | 3,0  | 3,0  |
| Frankreich                | 2,1  | 2,8  | 2,3  | 2,1  |
| Italien                   | 1,8  | 1,1  | 0,0  | 0,8  |
| Spanien                   | –0,1 | 0,8  | –0,7 | 0,1  |
| Niederlande               | 1,1  | 1,4  | 0,4  | 0,9  |
| Portugal                  | 1,4  | –1,1 | –2,0 | –1,1 |
| Österreich                | 1,4  | 2,9  | 1,7  | 2,1  |
| Belgien                   | 1,4  | 3,3  | 1,8  | 1,9  |
| Griechenland              | –3,3 | –4,1 | –5,0 | –2,1 |
| Slowakei                  | 4,4  | 0,9  | 1,9  | 3,2  |
| Finnland                  | 3,5  | 2,7  | 3,5  | 2,8  |
| Irland                    | –3,2 | 2,5  | 1,9  | 2,6  |
| Luxemburg                 | 2,6  | 1,6  | 1,4  | 1,5  |
| Slowenien                 | 4,3  | 2,1  | 1,5  | 1,7  |
| Zypern                    | 2,5  | 2,6  | 1,8  | 1,5  |
| Malta                     | –0,3 | 1,1  | 1,1  | 1,5  |
| Estland                   | 1,4  | 0,6  | 0,5  | 1,5  |
| Euroraum                  | 1,4  | 1,8  | 1,1  | 1,5  |
| Euroraum ohne Deutschland | 1,2  | 1,4  | 0,5  | 1,0  |

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: EZB, *Statistical Data Warehouse*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Im Prognosezeitraum wird sich der Lohnanstieg vor dem Hintergrund der hohen und steigenden Arbeitslosigkeit verlangsamen (Tabelle 1). In Griechenland und Portugal dürften die Löhne nach einem Rückgang im vergangenen Jahr weiter sinken, aber auch in Spanien hat sich eine Abwärtstendenz im Schlussquartal des vergangenen Jahres abgezeichnet. In Irland sind die Löhne wieder aufwärtsgerichtet, nachdem sie bereits in den Jahren 2009 und 2010 gesunken waren. Die Lohndynamik in Deutschland wird höher ausfallen als in den meisten anderen Ländern des Euroraums. Die Arbeitsproduktivität dürfte im Prognosezeitraum nur sehr verhalten steigen (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund legen die Lohnstückkosten in die-

sem und im nächsten Jahr nur gering, um 0,9 bzw. 0,1 Prozent, zu. Im Euroraum ohne Deutschland dürften sie in beiden Jahren zurückgehen.

*Tabelle 2:*  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2010–2013

|                                     | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer |      |      |      |      |
| Euroraum                            | 1,4  | 1,8  | 1,1  | 1,5  |
| Euroraum ohne Deutschland           | 1,2  | 1,4  | 0,5  | 1,0  |
| Arbeitsproduktivität                |      |      |      |      |
| Euroraum                            | 2,5  | 1,2  | 0,3  | 1,4  |
| Euroraum ohne Deutschland           | 2,2  | 1,1  | 0,6  | 1,7  |
| Lohnstückkosten                     |      |      |      |      |
| Euroraum                            | –1,0 | 0,6  | 0,9  | 0,1  |
| Euroraum ohne Deutschland           | –1,0 | 0,3  | –0,1 | –0,7 |

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

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

## Stark restriktive Finanzpolitik

Die Lage an den Märkten für europäische Staatsanleihen hat sich in den vergangenen Wochen beruhigt. Zwar müssen Italien und Spanien immer noch stattliche Aufschläge im Vergleich zu Deutschland zahlen, aber relativ zu den Aufschlägen im Dezember 2011 sind diese merklich gesunken. Lediglich für griechische und portugiesische Staatsanleihen sind die Risikoaufschläge weiter gestiegen. In jüngster Zeit scheint sich die Kursentwicklung der Anleihen dieser Länder von denen anderer Länder der Peripherie losgelöst zu haben. Die günstige Entwicklung der Anleihekurse Spaniens und Italiens geht wohl zum einen auf die reichliche Liquiditätsbereitstellung der EZB und zum anderen auf die jüngsten finanzpolitischen Entscheidungen dieser Länder zurück. Im Dezember hat die italienische Regierung zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen beschlossen und im Januar folgte die spanische Regierung mit einem Konsolidierungspaket im Umfang von 14 Mrd. Euro (1,4 Prozent in Relation zum Brut-

toinlandsprodukt).<sup>3</sup> Beiden Ländern wird vermutlich auch zugutegehalten, dass – anders als im Falle Griechenlands – die Finanzpolitik vor der Krise deutlich stärker stabilitätsorientiert war. Beide Länder haben vor der Finanzkrise ihre Schuldenstände relativ zum Bruttoinlandsprodukt verringern können – im Falle Italiens sogar in einem Umfeld geringen Wirtschaftswachstums (Boysen-Hogrefe und Gern 2012).

Neben Spanien und Italien sowie den Ländern Griechenland, Irland und Portugal, die konditionale Hilfen der Rettungsschirme erhalten, hat auch Belgien ein umfangreiches Konsolidierungspaket auf den Weg gebracht, das Einsparungen von rund 11 Mrd. Euro (rund 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) über drei Jahre vorsieht. Maßnahmen geringeren Umfangs werden unter anderem in Frankreich und den Niederlanden durchgeführt. Insgesamt wird die Finanzpolitik in den Jahren 2012 und 2013 wie schon im Jahr 2011 deutlich restriktiv ausgerichtet sein.

Angesichts der starken negativen Impulse stellt sich die Frage, ob die Finanzpolitik eine konjunkturelle Erholung im Prognosezeitraum verhindert. Bei dieser Frage sollte zum einen berücksichtigt werden, dass angesichts einer Vertrauenskrise in die öffentlichen Finanzen kaum eine Alternative zur Konsolidierung besteht und die konjunkturellen Effekte der Konsolidierung geringer sein dürften als in Zeiten ohne Vertrauenskrisen (Corsetti und Müller 2012). So dürften Risikoaufschläge durch eine glaubwürdige Konsolidierung sinken und die gesamte Ökonomie an Attraktivität für Investoren gewinnen. Zum anderen, dass vorangegangene Konsolidierungsepisoden in den Ländern des Euroraums ebenfalls keine dauerhafte Rezession ausgelöst haben. Dies zeigt ein Vergleich mit den neunziger Jahren, in denen Konsolidierungsbemühungen dazu unternommen wurden, die Maastricht-Kriterien zu erfüllen. Damals erreichten sie ein ähnliches Ausmaß wie

<sup>3</sup> Die zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen in Spanien können auch als Reaktion auf die Revision des Finanzierungssaldos des Jahres 2011 gewertet werden. Nachdem für das Jahr 2011 im Dezember noch ein Defizit rund 6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erwartet wurde, ist nun mit etwa 8,5 Prozent zu rechnen.

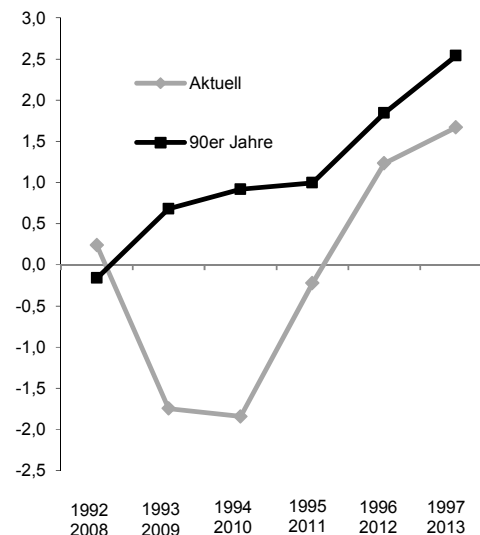
## Kasten 2:

### Konsolidierungsepisoden im Euroraum

Im Folgenden soll das derzeitige Ausmaß der Konsolidierungsbemühungen im Euroraum mit dem der neunziger Jahre verglichen werden. Damals haben eine Vielzahl europäischer Länder restriktive Maßnahmen ergriffen, um erstmals die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakt einzuhalten. Als Maß für die Konsolidierung ziehen wir den zyklisch bereinigten Primärsaldo heran. Als Datenquelle dient die AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, die Prognosen bis ins Jahr 2013 umfasst. Die Analyse wird für den Euroraum 12 durchgeführt und die Salden werden anhand der relativen Bruttoinlandsproduktgewichte aggregiert. Da die Prognosen der Europäischen Kommission aus dem November 2011 datieren, sind mehrere jüngst beschlossene Maßnahmen nicht in den Zahlen der AMECO-Datenbank berücksichtigt. Daher werden die Zahlen für die Jahre 2012 und 2013 wie folgt angepasst. Für die Länder Belgien, Spanien und Italien werden die zusätzlichen Maßnahmen zu den vorliegenden Primärsalden hinzuaddiert in der Annahme, dass die Konsolidierungsmaßnahmen den zyklisch bereinigten Primärsaldo eins zu eins erhöhen. Wir vergleichen die Periode der Jahre von 1992 bis 1997 mit der den Jahren zwischen 2008 bis 2013 (Abbildung K2-1). Vergleicht man Beginn und Ende der jeweiligen Periode, ist der Swing des zyklisch bereinigten Primärsaldos nahezu identisch. In den neunziger Jahren war das Ausgangsniveau etwas niedriger. Einen wesentlichen Unterschied machen die direkt folgenden Jahre. Während in den Jahren 1994 und 1995 kaum ein fiskalischer Impuls stattfand, war er in den Jahren 2009 und 2010 merklich expansiv, was insbesondere auf die Konjunkturprogramme zurückzuführen ist. Die Entwicklung in den Jahren 1996 und 1997 ähnelt wiederum sehr stark dem, was in den Jahren 2012 bis 2013 durchgeführt bzw. geplant ist.

Der Vergleich zeigt, dass die Länder des Euroraums bereits vor einigen Jahren in der Situation waren, dass gleichzeitig in vielen Ländern zum Teil sehr merklich konsolidiert wurde. In diesem Sinne ist die aktuelle Situation nicht einzigartig, und der damals günstige Konjunkturverlauf weist daraufhin, dass die Konsolidierung aktuell nicht zwangsläufig die Rezession spürbar verlängern muss.

Abbildung K2-1:  
Konsolidierungsepisoden im Euroraum



Zyklisch bereinigte Primärsalden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Euroraum 12).

Quelle: Europäische Kommission, AMECO-Datenbank; eigene Berechnungen.

die derzeit durchgeführten und geplanten Maßnahmen (Kasten 2). Zeitgleich zur fiskalischen Kontraktion setzte der Aufschwung nach der Rezession des Jahres 1992 ein. Allerdings muss bemerkt werden, dass ebenfalls zeitgleich das Restriktionsniveau der Geldpolitik stark nachließ, also erhebliche Impulse von dieser Seite die Konjunktur stimulierten. Diese Beobachtung stützt die These, dass eine starke fiskalische Kontraktion nicht zu starken Produkti-

onseinbußen führen muss, solange die Geldpolitik entgegenwirkt (Boysen-Hogrefe et al. 2010). Die extrem expansive Geldpolitik der EZB wirkt derzeit dem kontraktivem Impuls der Finanzpolitik entgegen und unterstützt somit die Konsolidierung.

Wir gehen davon aus, dass die Konsolidierungsmaßnahmen das Budgetdefizit im Euroraum im Jahr 2012 deutlich auf 3,4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt senken

werden (Tabelle 3). Im Euroraum ohne Deutschland wird es weiterhin deutlich höher, bei 4,4 Prozent liegen. Im Jahr 2013 dürfte es nochmals auf 2,7 Prozent und im Euroraum ohne Deutschland auf 3,5 Prozent abnehmen.

Tabelle 3:  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2010–2013

|                           | 2010  | 2011  | 2012 | 2013 |
|---------------------------|-------|-------|------|------|
| Deutschland               | -4,3  | -1,0  | -0,7 | -0,6 |
| Frankreich                | -7,1  | -5,3  | -4,8 | -4,3 |
| Italien                   | -4,6  | -3,9  | -2,8 | -1,3 |
| Spanien                   | -9,3  | -8,5  | -6,1 | -5,2 |
| Niederlande               | -5,1  | -4,8  | -4,4 | -3,5 |
| Belgien                   | -4,1  | -4,0  | -3,3 | -2,1 |
| Österreich                | -4,4  | -3,5  | -3,0 | -2,3 |
| Griechenland              | -10,6 | -8,9  | -7,9 | -6,6 |
| Irland                    | -31,3 | -10,1 | -8,7 | -7,7 |
| Finnland                  | -2,5  | -1,0  | -1,0 | -0,8 |
| Portugal                  | -9,8  | -5,9  | -4,7 | -3,4 |
| Slowakei                  | -7,7  | -5,8  | -5,0 | -4,0 |
| Luxemburg                 | -1,1  | -0,6  | -1,1 | -0,9 |
| Slowenien                 | -5,8  | -5,7  | -5,0 | -4,6 |
| Estland                   | 0,2   | 0,8   | -2,1 | -1,0 |
| Malta                     | -3,6  | -3,0  | -2,9 | -2,4 |
| Zypern                    | -5,3  | -6,7  | -4,9 | -4,7 |
| Euroraum                  | -6,2  | -4,2  | -3,4 | -2,7 |
| Euroraum ohne Deutschland | -6,9  | -5,4  | -4,4 | -3,5 |

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

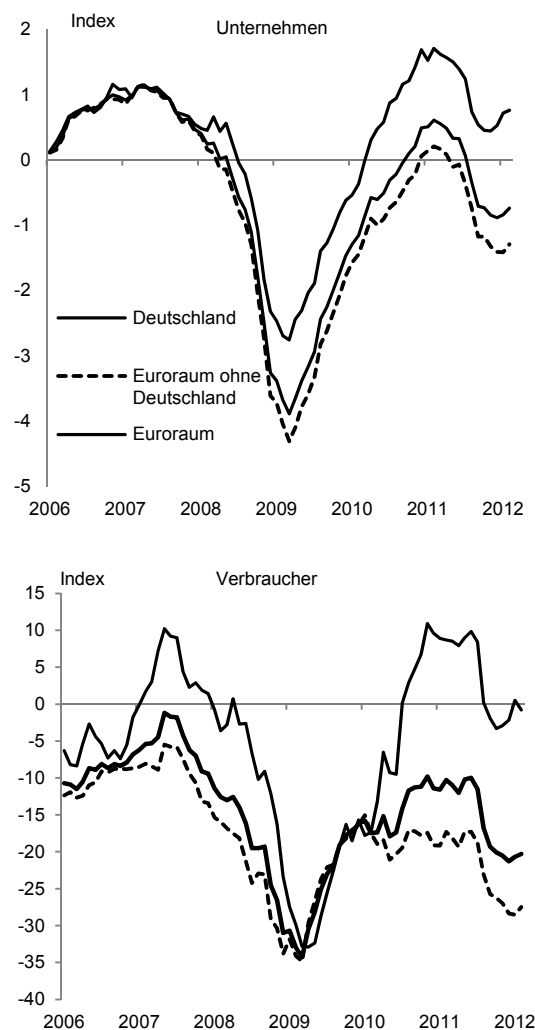
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

## Ausblick: Rezession wird allmählich überwunden

Die Konjunktur im Euroraum ist zu Beginn des Jahres 2012 abwärtsgerichtet. Die Stimmungsindikatoren befinden sich immer noch auf einem niedrigen Niveau. Allerdings erwarten wir, dass die Rezession einen milden Verlauf nehmen wird. So ist das Unternehmensvertrauen in Deutschland bereits seit Dezember des vergangenen Jahres aufwärtsgerichtet, und auch im Euroraum ohne Deutschland scheint die Talsohle durchschritten; bei den Konsumenten verbesserte sich die Stimmung zuletzt ebenfalls (Abbildung 9). Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator lässt zudem

auf eine leichte Entspannung der Lage am Finanzmarkt schließen, und auch der EUROFRAME-Indikator deutet auf eine baldige Erholung hin (Abbildung 10).

Abbildung 9:  
Stimmungsindikatoren 2006–2012



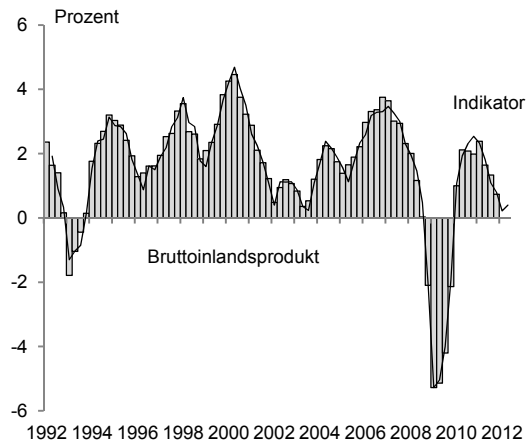
Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Europäische Kommission, *Business and Consumer Survey*; eigene Berechnungen.

Für die Prognose treffen wir die Annahme, dass sich die Staatsschuldenkrise im Verlauf dieses Jahres allmählich entspannt. In Anbetracht der aufwärtsgerichteten Stimmungsindikatoren dürfte die Rezession wohl im Verlauf des Sommerhalbjahres überwunden werden (Abbildung 11). Wir rechnen jedoch damit, dass



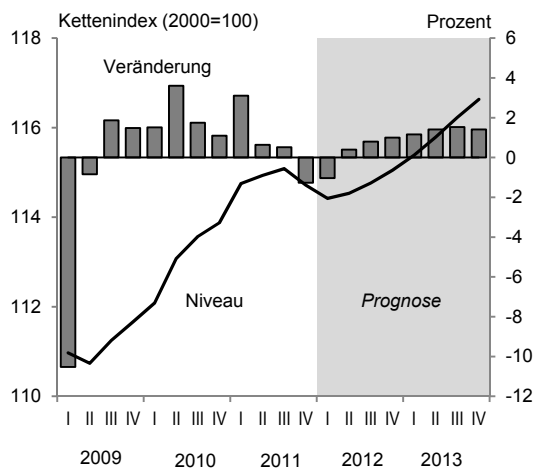
**Abbildung 10:**  
EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im  
Euroraum 1992–2012



Quartalsdaten; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EUROFRAME, *Indikator*.

**Abbildung 11:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2009–2013



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

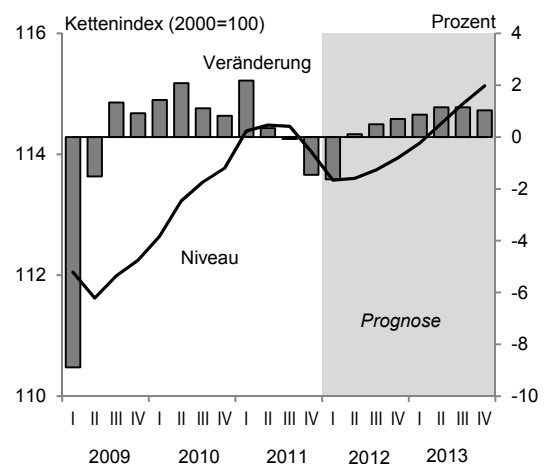
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

die konjunkturelle Belebung nur wenig an Fahrt aufnehmen wird. Vom privaten Konsum dürften aufgrund der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit und der in einigen Ländern beträchtlichen

Verschuldung der privaten Haushalte kaum positive Impulse ausgehen. Zudem wird der fortgesetzte, scharfe Konsolidierungskurs bei den Staatsfinanzen die Konjunktur in diesem Jahr dämpfen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Investitionstätigkeit der Unternehmen auch weiterhin durch die schlechten Absatzperspektiven im Euroraum gebremst werden, zumal die Auslandsnachfrage ebenfalls nur eine geringe Dynamik entfaltet. Daneben werden sowohl die jüngst zu beobachtenden Verschlechterungen der Kreditvergabekonditionen als auch die rückläufigen Unternehmensgewinne bremsend wirken.

Für das laufende erwarten wir Jahr im Euroraum insgesamt einen leichten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 0,2 Prozent und für das nächste Jahr einen moderaten Anstieg von 1,1 Prozent (Tabelle 4). Für den Euroraum ohne Deutschland rechnen wir mit einem stärkeren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu Beginn des Jahres (Abbildung 12); das Bruttoinlandsprodukt wird dort in diesem Jahr voraussichtlich um 0,6 Prozent schrumpfen (Tabelle 5).

**Abbildung 12:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2009–2013



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

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

## Euroraum in der Rezession

**Tabelle 4:**

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2011–2013

|                      | 2011 |      |      |      | 2012 |      |     |     | 2013 |      |      |      | Jahresdurchschnitt |      |      |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|------|------|------|------|--------------------|------|------|
|                      | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III | IV  | I    | II   | III  | IV   | 2011               | 2012 | 2013 |
| Bruttoinlandsprodukt | 3,1  | 0,5  | 0,6  | -1,3 | -1,0 | 0,4  | 0,8 | 1,0 | 1,2  | 1,4  | 1,5  | 1,4  | 1,4                | -0,2 | 1,1  |
| Inlandsnachfrage     | 1,9  | -0,8 | -0,8 | -2,6 | -1,7 | 0,1  | 0,7 | 1,1 | 1,3  | 1,3  | 1,4  | 1,0  | 0,4                | -0,9 | 1,1  |
| Privater Verbrauch   | 0,2  | -1,8 | 1,0  | -1,7 | -1,7 | 0,0  | 0,3 | 0,6 | 0,8  | 1,0  | 1,2  | 1,1  | 0,2                | -0,7 | 0,7  |
| Staatsverbrauch      | 0,3  | 0,3  | -0,7 | -1,0 | -1,4 | -0,5 | 0,0 | 0,5 | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,1                | -0,7 | 0,3  |
| Anlageinvestitionen  | 6,8  | -0,4 | -1,1 | -2,6 | -2,3 | -0,3 | 2,0 | 3,0 | 4,0  | 3,7  | 3,9  | 3,9  | 1,4                | -0,8 | 3,2  |
| Vorratsänderungen    | 0,4  | 0,2  | -1,0 | -0,8 | 0,0  | 0,3  | 0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,5 | 0,0                | -0,2 | -0,0 |
| Außenbeitrag         | 1,2  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 0,6  | 0,3  | 0,1 | 0,0 | 0,0  | 0,1  | 0,2  | 0,4  | 1,0                | 0,7  | 0,1  |
| Exporte              | 5,4  | 4,9  | 5,7  | -1,4 | -0,4 | 1,7  | 2,5 | 3,7 | 4,1  | 4,7  | 4,4  | 4,7  | 6,1                | 1,5  | 3,9  |
| Importe              | 2,6  | 1,8  | 2,8  | -4,6 | -1,8 | 1,0  | 2,5 | 4,1 | 4,6  | 4,8  | 4,4  | 4,1  | 3,9                | -0,1 | 4,0  |

Bruttoinlandsprodukt: preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Tabelle 5:**

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2011–2013

|                      | 2011 |      |      |      | 2012 |      |      |     | 2013 |     |      |      | Jahresdurchschnitt |      |      |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|-----|------|------|--------------------|------|------|
|                      | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III  | IV  | I    | II  | III  | IV   | 2011               | 2012 | 2013 |
| Bruttoinlandsprodukt | 2,2  | 0,3  | -0,1 | -1,5 | -1,6 | 0,1  | 0,5  | 0,7 | 0,9  | 1,1 | 1,3  | 1,0  | 0,9                | -0,6 | 0,9  |
| Inlandsnachfrage     | 1,1  | -1,4 | -1,7 | -3,6 | -2,6 | -0,7 | 0,2  | 0,5 | 0,6  | 1,0 | 1,1  | 0,8  | -0,2               | -1,7 | 0,6  |
| Privater Verbrauch   | -0,4 | -1,4 | -0,3 | -2,1 | -2,5 | -0,4 | 0,0  | 0,3 | 0,5  | 0,8 | 1,0  | 0,9  | -0,2               | -1,2 | 0,5  |
| Staatsverbrauch      | 0,2  | -0,6 | -1,6 | -1,4 | -2,0 | -1,0 | -0,7 | 0,0 | 0,0  | 0,2 | 0,3  | 0,3  | -0,3               | -1,3 | -0,1 |
| Anlageinvestitionen  | 3,3  | -0,5 | -2,0 | -5,2 | -4,8 | -2,0 | 0,8  | 1,8 | 2,5  | 2,5 | 2,7  | 2,7  | -0,4               | -2,7 | 1,9  |
| Vorratsänderungen    | 0,7  | -0,3 | -0,8 | -1,1 | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,0 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,3 | 0,1                | -0,2 | 0,0  |
| Außenbeitrag         | 1,0  | 1,7  | 1,6  | 2,1  | 0,9  | 0,8  | 0,3  | 0,2 | 0,3  | 0,2 | 0,2  | 0,3  | 1,1                | 1,1  | 0,3  |
| Exporte              | 4,7  | 2,0  | 3,3  | -0,6 | -0,6 | 1,5  | 2,0  | 3,0 | 4,0  | 4,3 | 4,1  | 4,5  | 5,1                | 1,0  | 3,5  |
| Importe              | 2,0  | -2,4 | -0,8 | -6,1 | -3,0 | -0,5 | 1,3  | 2,8 | 3,5  | 4,1 | 3,9  | 4,1  | 2,4                | -2,0 | 3,0  |

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten in etwa auf ihrem jetzigen Niveau verharren. Dem jüngst deutlich gestiegenen Preis für Öl stehen Basiseffekte gegenüber, die aus dem starken Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise in den ersten Monaten des vergangenen Jahres resultieren, welche die Inflation drücken werden.<sup>4</sup> Im Wesentlichen wird die schwache Konjunktur im weiteren Verlauf des Jahres dazu führen, dass sich der Preisauftrieb verlangsamt. Unter der Annahme eines konstanten Ölpreises von 125 US-Dollar erwarten wir für dieses Jahr eine durchschnittliche Infla-

tionsrate von 2,2 Prozent (Tabelle 6). Im Jahr 2013 wird sie voraussichtlich 1,8 Prozent betragen.

Vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur wird die Arbeitslosigkeit im Euroraum wohl erneut spürbar steigen. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer durchschnittlichen Arbeitslosenquote von 10,9 Prozent; neben den bisherigen Krisenländern dürfte der Arbeitsmarkt in Italien besonders stark von der Rezession betroffen sein. Im Euroraum ohne Deutschland wird die Arbeitslosigkeit in diesem Jahr voraussichtlich bei 13 Prozent liegen und sich im nächsten Jahr auf 13,7 Prozent erhöhen.

<sup>4</sup> Zum Einfluss von Basiseffekten auf die Inflation im Euroraum siehe EZB (2012: Kasten 6).

## Euroraum in der Rezession

**Tabelle 6:**

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2011–2013

|                           | Gewicht | Bruttoinlandsprodukt |      |      | Verbraucherpreise |      |      | Arbeitslosenquote |      |      |
|---------------------------|---------|----------------------|------|------|-------------------|------|------|-------------------|------|------|
|                           |         | 2011                 | 2012 | 2013 | 2011              | 2012 | 2013 | 2011              | 2012 | 2013 |
| Deutschland               | 27,3    | 3,0                  | 0,7  | 1,9  | 2,3               | 2,5  | 2,3  | 5,9               | 5,1  | 4,3  |
| Frankreich                | 21,1    | 1,7                  | 0,3  | 1,1  | 2,3               | 2,0  | 1,5  | 9,7               | 10,3 | 10,4 |
| Italien                   | 16,9    | 0,4                  | −1,4 | 0,4  | 2,9               | 2,5  | 2,0  | 8,4               | 9,5  | 9,9  |
| Spanien                   | 11,6    | 0,7                  | −0,8 | 0,5  | 3,1               | 1,6  | 1,5  | 21,6              | 24,3 | 25,7 |
| Niederlande               | 6,5     | 1,2                  | −0,6 | 1,1  | 2,5               | 2,1  | 1,9  | 4,4               | 5,3  | 5,4  |
| Belgien                   | 3,9     | 1,9                  | −0,2 | 1,1  | 3,5               | 2,4  | 1,8  | 7,2               | 7,5  | 7,8  |
| Österreich                | 3,1     | 3,1                  | 0,8  | 1,5  | 3,6               | 2,3  | 1,9  | 4,1               | 4,2  | 4,1  |
| Griechenland              | 2,5     | −6,8                 | −4,9 | 0,4  | 3,1               | −0,3 | 1,3  | 17,5              | 22,2 | 25,6 |
| Finnland                  | 2,0     | 2,9                  | 0,6  | 1,4  | 3,3               | 2,6  | 2,0  | 7,8               | 7,4  | 7,4  |
| Portugal                  | 1,9     | −1,6                 | −3,0 | 0,5  | 3,6               | 3,1  | 1,8  | 12,9              | 15,2 | 16,5 |
| Irland                    | 1,7     | 0,9                  | 0,5  | 2,0  | 1,2               | 1,0  | 1,1  | 14,4              | 15,2 | 15,1 |
| Slowakei                  | 0,7     | 3,3                  | 1,6  | 2,3  | 4,1               | 1,7  | 1,9  | 13,4              | 13,5 | 13,6 |
| Luxemburg                 | 0,5     | 1,1                  | 0,7  | 1,6  | 3,7               | 1,8  | 2,0  | 4,8               | 5,2  | 5,2  |
| Slowenien                 | 0,2     | −0,2                 | −0,3 | 1,1  | 2,1               | 1,4  | 1,6  | 8,1               | 8,5  | 8,7  |
| Estland                   | 0,2     | 7,6                  | 1,4  | 3,3  | 5,1               | 3,3  | 2,3  | 12,5              | 12,0 | 12,3 |
| Zypern                    | 0,1     | 0,5                  | −0,7 | 1,4  | 3,5               | 2,3  | 1,5  | 7,8               | 11,9 | 12,5 |
| Malta                     | 0,0     | 1,8                  | 1,1  | 2,0  | 2,4               | 1,9  | 1,7  | 6,4               | 6,5  | 6,5  |
| Euroraum                  | 100,0   | 1,4                  | −0,2 | 1,1  | 2,7               | 2,2  | 1,8  | 10,2              | 10,9 | 11,2 |
| Euroraum ohne Deutschland | 72,7    | 0,9                  | −0,6 | 0,9  | 2,8               | 2,0  | 1,6  | 11,7              | 13,0 | 13,7 |

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

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

## Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010). Weltkonjunktur kommt nach kräftiger Erholung in schwierigeres Fahrwasser. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 481/482. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., und K.-J. Gern (2012). Der italienische Schuldenberg – Ursachen und Schlussfolgerungen. Kiel Policy Brief 45. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Corsetti, G., und G. Müller (2012). Has Austerity Gone too Far? VoxEU. Via Internet (12. März 2012) <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7642>>.
- Europäische Kommission (2012). Alert Mechanism Report. Via Internet (29. Februar 2012) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/alert\\_mechanism\\_report\\_2012\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2012_en.pdf)>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2012). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Draghi, M. (2012). The Euro, Monetary Policy and the Design of Fiscal Compact. Rede bei der Ludwig-Erhardt-Vorlesung in Berlin am 15. Dezember 2011. Via Internet (1. März 2012) <<http://www.bis.org/review/r111221a.pdf>>.



- 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.
- 500./501. Die Krise in Südeuropa oder die Angst vor dem Dominoeffekt.  
Griechenland, Portugal und Spanien im Krisentest  
*Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser*  
Kiel, Januar 2012. 72 S. 18 Euro.
- 502./503. Weltkonjunktur im Frühjahr 2012  
Kiel, März 2012. 48 S. 18 Euro.