

Düsseldorf, IMK; Paris, OFCE; Wien, WIFO

**Research Report**

## Fiskalpakt belastet Euroraum: Gemeinsame Diagnose des Makro-Konsortiums

IMK Report, No. 71

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Düsseldorf, IMK; Paris, OFCE; Wien, WIFO (2012) : Fiskalpakt belastet Euroraum: Gemeinsame Diagnose des Makro-Konsortiums, IMK Report, No. 71, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-201204054430>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/106088>

**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.*

# Report

## Auf einen Blick

- Die Expansion der Weltwirtschaft schwächte sich in der zweiten Jahreshälfte 2011 merklich ab. Die Dämpfung der weltweiten Konjunktur resultierte vor allem aus der ungünstigen Entwicklung im Euroraum. Für 2012 erwarten die Institute dort einen Rückgang des BIP um 0,8 % und für 2013 um 0,5 %.
- Die Aussichten für die deutsche Wirtschaft sind nicht besonders günstig. Die Institute rechnen mit einer Zunahme des BIP von lediglich 0,3 % (2012) und 0,7 % (2013).
- Simulationen der mittelfristigen Entwicklung im Euroraum zeigen, dass synchrone Anpassungsprogramme, die primär auf der Angebotsseite ansetzen, die Kluft innerhalb des Euroraums zwischen den Mitgliedsländern in Südeuropa und Deutschland vertieft. Die Hauptursache der Krise wird so nicht überwunden, sondern verschärft. Um einen Ausweg aus der Krise zu finden, muss auch eine expansive Nachfragepolitik wieder Teil der wirtschaftspolitischen Agenda in Europa werden.

## Fiskalpakt belastet Euroraum

Gemeinsame Diagnose des Makro-Konsortiums

IMK (Düsseldorf)<sup>1</sup>, OFCE (Paris) und WIFO (Wien)

### Inhaltsverzeichnis

|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| Weltkonjunktur im Zeichen der Eurokrise.....                  | 1  |
| Krise der Währungsunion treibt Euroraum in die Rezession..... | 3  |
| Die konjunkturelle Lage in Deutschland.....                   | 7  |
| Mittelfristige Projektion bis 2016.....                       | 16 |
| Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik.....             | 27 |

### Weltkonjunktur im Zeichen der Eurokrise

Die Expansion der Weltwirtschaft schwächte sich in der zweiten Jahreshälfte 2011 merklich ab. Die Dämpfung der weltweiten Konjunktur resultierte in erster Linie aus der ungünstigen Entwicklung im Euroraum. Die Verunsicherung der privaten Haushalte und Unternehmen hinsichtlich der Zukunft des Euro sowie die Verschärfung der Sparanstrengungen in vielen EWU-Ländern belasteten die Nachfrage. Hingegen verzeichneten die asiatischen Schwellenländer sowie China 2011 erneut ein lebhaftes Wirtschaftswachstum und auch in den USA gewann die Konjunktur im Laufe des vergangenen Jahres wieder an Schwung. Die schwierige Situation im Euroraum wird im Prognosezeitraum die globale Entwicklung belasten. Der vorliegenden Prognose liegt die Annahme zu Grunde, dass die Budgetkonsolidierung im Euroraum entsprechend des erweiterten Stabilitäts- und Wachstumspakts fortgesetzt wird. Dieser impliziert drastische Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen, insbesondere in den Krisenländern. Dies führt dazu, dass die Wirtschaft im Euroraum insgesamt in diesem Jahr in eine Rezession abrutscht und 2013 darin verbleibt. Auf Grund dessen wird die Weltwirtschaft verhaltener expandieren. Darüber hinaus bestehen beträchtliche Risiken für die Weltkonjunktur darin, dass die Rohstoff- und Energiepreise erneut anziehen und die Krise in der europäischen Währungsunion nicht gelöst wird.

Die Weltwirtschaft wuchs 2011 im Jahresdurchschnitt kräftig (Tabelle 1). Allerdings verlangsamte sich das Wachstumstempo im Verlauf des Jahres deutlich. Dies spiegelt sich auch in der geringeren Dynamik des Welthandels wider. Nachdem dieser im ersten Quartal 2011 noch kräftig expandiert hatte, weitete

<sup>1</sup> In Zusammenarbeit mit dem WSI (Düsseldorf)

er sich im weiteren Verlauf des vergangenen Jahres kaum mehr aus. Gegenüber dem Vorjahr nahm der Welthandel 2011 mit 5,6 % merklich schwächer zu als im Jahr zuvor (14,9 %). Die Abschwächung betraf sowohl Industrie- als auch Schwellenländer. Während die realen Warenimporte der asiatischen Schwellenländer und der USA nach wie vor geringfügig zunahmen, gingen sie in den lateinamerikanischen Ländern und im Euroraum empfindlich zurück. Nach einem Wachstum der Weltwirtschaft von 3,9 % (zu Kaufkraftparitäten) im Jahr 2011 erwarten die Institute in diesem Jahr nur noch eine Zunahme um 3,1 % und um 3,5 % im Jahr 2013.

Nach der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 waren die asiatischen Schwellenländer ein wichtiger Motor für die weltweite Konjunkturerholung. Aber auch dort ist mittlerweile eine leichte Abschwächung der Konjunktur zu beobachten. Die Krise im Euroraum und die anhaltende Unsicherheit belasten die weltwirtschaftliche Entwicklung in zunehmendem Maße. So haben insbesondere die Ausfuhren der stark exportorientierten asiatischen Schwellenländer spürbar an Fahrt verloren. In China expandierte die Wirtschaft im vierten Quartal mit 2 % gegenüber dem Vorquartal etwas schwächer als in den sechs Monaten zuvor. Im Jahresdurchschnitt 2011 betrug das Wirtschaftswachstum 9,2 % gegenüber 10,4 % im Jahre 2010. Im Prognosezeitraum wird sich das Wirtschaftswachstum in China etwas verlangsamen. Das Abflauen der Inflation eröffnet Spielräume für eine expansivere Geldpolitik. Im November 2011 und Februar 2012 wurden die Mindestreservesätze für Banken gesenkt. Für die Jahre 2012 und 2013 erwarten die Institute ein Wirtschaftswachstum in China von 8,3 % und 8,2 %. Auch in Indien und in den ostasiatischen Schwellenländern wird die Dynamik der Konjunktur hoch bleiben.

Viele lateinamerikanische Schwellenländer, aber auch Russland profitierten in ihrer Eigenschaft als Rohstoffproduzenten vom Anstieg der Notierungen am Weltmarkt in den vergangenen Jahren. Im zweiten Halbjahr 2011 gaben die Rohstoff- und Energiepreise nach; dies dämpfte die Konjunktur in jenen Ländern. Ein neuerliches Anziehen der Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise würde dort der Konjunktur wieder neuen Auftrieb geben. Zudem verfügen diese Länder noch über deutlich größere Spielräume bei der Geld- und Finanzpolitik, um einem Konjunktüreinbruch gegensteuern zu können.

In Japan schrumpfte die Wirtschaft zum Jahresende 2011 unerwartet deutlich. Die schwache weltweite Nachfrage, aber auch die Aufwertung des Yen dürften hierzu maßgeblich beigetragen haben. Konsum und Investitionen entwickelten sich aller-

| TABELLE 1                                                    |                           |       |       |       |       |
|--------------------------------------------------------------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Internationale Konjunktur                                    |                           |       |       |       |       |
| Veränderung Bruttoinlandsprodukt, real gegenüber dem Vorjahr |                           |       |       |       |       |
|                                                              | Gewicht in % <sup>1</sup> | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
| <b>Welt</b>                                                  | 100,0                     | +5,2  | +3,9  | +3,1  | +3,5  |
| <b>Industrieländer</b>                                       | 57,5                      | +3,4  | +1,9  | +1,2  | +1,7  |
| EU 27                                                        | 20,4                      | +2,0  | +1,6  | - 0,4 | +0,0  |
| Euroraum                                                     | 14,6                      | +1,9  | +1,5  | - 0,8 | - 0,5 |
| USA                                                          | 19,5                      | +3,0  | +1,7  | +2,1  | +2,0  |
| Japan                                                        | 5,8                       | +4,4  | - 0,9 | +1,2  | +2,2  |
| <b>Schwellenländer</b>                                       | 28,6                      | +8,9  | +7,1  | +6,5  | +7,0  |
| China                                                        | 13,6                      | +10,3 | +9,2  | +8,3  | +8,2  |
| Indien                                                       | 5,5                       | +10,1 | +7,1  | +6,4  | +8,5  |
| Russland                                                     | 3,0                       | +4,0  | +4,3  | +3,5  | +2,8  |
| Brasilien                                                    | 2,9                       | +7,5  | +2,8  | +3,1  | +4,8  |
| ASEAN 5                                                      | 3,6                       | +6,9  | +4,7  | +5,2  | +5,8  |

<sup>1</sup> Anteile am BIP zu Kaufkraftparitäten in US-Dollar von 2010 laut IMF.  
ASEAN 5: Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.

Quellen: Eurostat, IMF; Berechnungen der Institute; ab 2012 Prognose der Institute.

dings zuletzt positiv. Im Prognosezeitraum dürfte die Wirtschaft vom Wiederaufbau nach der Erdbebenkatastrophe profitieren. Die Institute erwarten eine Expansion des BIP um 1,2 % im Jahr 2012 und 2,2 % für 2013.

Auch in den USA expandierte die Wirtschaft 2011 mit 1,7 % gegenüber dem Vorjahr deutlich schwächer als 2010 (3 %). Maßgeblich für die geringe Jahresdurchschnittsrate war ein schwaches erstes Halbjahr. In der zweiten Jahreshälfte gewann die Konjunktur in den Vereinigten Staaten dann merklich an Schwung. Den überwiegenden Beitrag zur Ausweitung des BIP 2011 lieferten die Konsumausgaben der privaten Haushalte sowie die Bruttoanlageinvestitionen. Im vierten Quartal stiegen jedoch auch die Lagerveränderungen kräftig.

Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte in den USA wird von der beginnenden Entspannung am Arbeitsmarkt unterstützt. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich im Januar saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 243 000 Personen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote sank im Januar auf 8,3 % der Erwerbspersonen und verringerte sich damit seit August des Vorjahres um 0,8 Prozentpunkte, nachdem sie zuvor über einen längeren Zeitraum hinweg nahezu stagniert hatte. Verglichen mit dem Höchststand (Oktober 2009) ging sie um 1,7 Prozentpunkte zurück, lag aber noch um fast vier Prozentpunkte höher als vor der Rezession. Nach wie vor wird die US-amerikanische Wirtschaft von der Geld- und Fiskalpolitik unterstützt. Die Zinsen werden im Prognosezeitraum voraussichtlich niedrig bleiben. Die Präsidentenwahl im

TABELLE 2

## Rahmendaten der Prognose

| Jahreswerte                                                                                     | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|
| Dreimonats-Euribor (%)                                                                          | 1,4  | 0,9  | 0,8  |
| Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (Euroraum) (%) <sup>1</sup>                                 | 4,4  | 4,5  | 4,3  |
| Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (USA) (%)                                                   | 2,8  | 2,3  | 2,2  |
| Wechselkurs (USD/EUR)                                                                           | 1,39 | 1,27 | 1,25 |
| Realer effektiver Wechselkurs des Euro (gegenüber 40 Ländern) <sup>2</sup>                      | 97,7 | 92,8 | 92,2 |
| Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (gegenüber 56 Ländern) <sup>2</sup> | 91,7 | 88,8 | 88,3 |
| Tarifindex (Bundesbank, je Stunde) (% , Vj.)                                                    | 1,8  | 2,5  | 2,4  |
| Ölpreis (Brent, USD)                                                                            | 111  | 115  | 110  |

<sup>1</sup> EURO12.<sup>2</sup> Sinkende Werte des jeweiligen Indikators bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank; EZB; EIA; Federal Reserve; ab 2012 Prognose der Institute.



Herbst 2012 dürfte ebenfalls dazu beitragen, dass die Staatsausgaben kaum eingeschränkt werden. Die Institute rechnen mit einem Wirtschaftswachstum von 2,1 % im Jahr 2012 und 2 % im Jahr 2013.

Die Risiken für die Weltwirtschaft sind nach wie vor erheblich. Die vorliegende Prognose unterstellt, dass sich die Krise in der europäischen Währungsunion nicht weiter verschärft. Ein weiterer Anstieg der Zinsen auf Staatsanleihen von Ländern wie Italien oder Spanien oder Zahlungsschwierigkeiten eines EWU-Landes würden das Finanzsystem und die Realwirtschaft erheblich belasten. Ein weiteres Risiko stellt die Entwicklung des Rohölpreises dar. In der Prognose wird unterstellt, dass der Preis für die Sorte Brent bei etwa 110 US-Dollar liegt (Tabelle 2). Sollte sich der jüngste Ölpreisanstieg allerdings fortsetzen, wird dies die weltwirtschaftliche Entwicklung zusätzlich dämpfen.

## Krise der Währungsunion treibt Euroraum in die Rezession

In der Folge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 ist im Euroraum das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen einiger Länder dramatisch geschwunden. Staatliche Unterstützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur und niedrigere Einnahmen aus Steuern und Abgaben führten dazu, dass sich die Budgetdefizite insbesondere in Irland und in einigen Ländern Südeuropas dramatisch ausweiteten und die öffentlichen Schulden stiegen. In einigen Fällen – wie etwa in Griechenland und Italien – war der Schuldenstand bereits vor der Krise relativ hoch und übertraf im Zuge der Krise die Marke von 100 % des BIP weit. Ende 2009, nachdem bekannt

geworden war, dass die Staatsschulden in Griechenland höher waren als bislang angenommen, begannen die Renditen für griechische Staatsanleihen stark zu steigen. Im Mai 2010 beschlossen die Regierungen der EU-Länder ein Hilfspaket für Griechenland in Höhe von 110 Mrd. Euro und installierten einen „Rettungsschirm“, der im November 2010 von Irland und im Mai 2011 von Portugal in Anspruch genommen wurde, nachdem auch die Renditen für ihre Staatsanleihen markant gestiegen waren. Im zweiten Halbjahr 2011 weitete sich die Krise aus. Im Sommer drohte sie erstmals auf größere Länder wie Italien und Spanien überzugreifen. Im Herbst wurde deutlich, dass die Wachstums Erwartungen für Griechenland überzogen waren und das Budgetdefizit höher ausfallen würde als geplant. Die Regierungen der EU-Länder reagierten auf diese Entwicklungen mit einem neuerlichen Hilfspaket für Griechenland inklusive einer Beteiligung privater Gläubiger und mit verschärften Regeln für die Fiskalpolitik, durch die die meisten Länder des Euroraums zu rigiden Sparprogrammen in den kommenden Jahren gezwungen werden. Alle bisherigen Maßnahmen führten jedoch nicht dazu, dass die Renditen auf Staatsanleihen im Euroraum deutlich zurückgegangen wären. Für griechische, portugiesische und irische Staatsanleihen lagen sie im März 2012 weiterhin über jenem Niveau, das eine Stabilisierung der Staatsschuld möglich machen würde, jene von italienischen und spanischen Anleihen lagen bei über 5 %.

Die anhaltende Verunsicherung der Verbraucher und der Unternehmen aufgrund der Krise und die gleichzeitigen, zunehmenden Sparanstrengungen in den meisten Ländern des Euroraums schwächten die Nachfrage und dämpften das Wirtschaftswachstum. Im Verlauf des Jahres 2011 verlangsamte sich

die Konjunktur kontinuierlich. Im vierten Quartal schrumpfte die Wirtschaft im Euroraum gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % (zweites Quartal +0,2 %, drittes Quartal +0,1 %). Das Fehlen einer umfassenden, glaubwürdigen Lösung für die Krise, die anhaltende Unsicherheit und immer neue Sparmaßnahmen in den Krisenländern dürften dazu führen, dass diese Länder des Euroraums tiefer in die Rezession rutschen.

Die vorliegende Prognose unterstellt, dass die Budgetkonsolidierung entsprechend den Regeln des im Herbst 2011 erweiterten Stabilitäts- und Wachstumspakts („Six-Pack“) fortgesetzt wird. Dies impliziert eine Reduktion des strukturellen Defizits auf 0,5 % des BIP bis 2016. Darüber hinaus ist jeder Mitgliedsstaat verpflichtet, jährlich 1/20 der Differenz zwischen dem aktuellen Schuldenstand (in % des BIP) und dem Maastricht-Zielwert von 60 % abzubauen. Insbesondere in jenen Ländern, in denen die Schuldenquote relativ hoch ist, erfordert dies drastische Einsparungen. Die Prognose geht von der Annahme aus, dass die Budgetkonsolidierung zu 70 % ausgabenseitig und zu 30 % einnahmenseitig erfolgt.

Vor dem Hintergrund der jüngsten weit reichenden liquiditätspolitischen Maßnahmen der EZB wird angenommen, dass es zu keiner weiteren Senkung des geldpolitischen Leitzinses kommt, sondern dass er auch mit Rücksicht auf die Vertreter der Bundesbank bei 1 % verharret. Die Renditen deutscher Anleihen werden auch im Prognosezeitraum von einem Safe-Haven-Bonus profitieren, wenngleich dieser Vorteil etwas kleiner werden wird. Die Renditen anderer Euroländer, insbesondere der Krisenländer, werden hingegen weiterhin hohe Risikoprämien aufweisen, die allerdings unter dem Niveau von Ende November bzw. Anfang Dezember vergangenen Jahres liegen dürften. Der Euro wird im Zuge der Rezession im Euroraum etwas abwerten, wobei mit einem Wechselkurs von durchschnittlich 1,25 US-Dollar zu rechnen ist (Tabelle 2).

Unter diesen Annahmen erwarten die Institute für den Euroraum insgesamt im Jahr 2012 einen Rückgang des BIP um 0,8 %; 2013 dürfte die Wirtschaft um 0,5 % schrumpfen. Allerdings gestaltet sich die Entwicklung regional sehr unterschiedlich (Tabelle 3).

In den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern wird sich die wirtschaftliche Lage weiter deutlich verschlechtern. Dort war in der Vergangenheit das Wachstum maßgeblich von einer stark expandierenden Binnennachfrage getragen. Die rigiden Sparpakete verschärfen nun den Nachfrageausfall. Die Institute rechnen im Prognosezeitraum

TABELLE 3

## Wirtschaftswachstum in der EU

BIP, real, Veränderung in %

|              | Gewicht<br>in % <sup>1</sup> | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|--------------|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>EU 27</b> | 100,0                        | +2,0  | +1,5  | - 0,4 | ±0,0  |
| UK           | 14,4                         | +2,1  | +1,0  | +0,1  | +1,4  |
| Euroraum     | 71,4                         | +1,9  | +1,4  | - 0,8 | - 0,5 |
| Deutschland  | 19,4                         | +3,7  | +3,0  | +0,3  | +0,7  |
| Frankreich   | 14,0                         | +1,5  | +1,7  | +0,2  | +0,7  |
| Italien      | 11,7                         | +1,5  | +0,2  | - 2,6 | - 2,9 |
| Spanien      | 9,0                          | - 0,1 | +0,7  | - 1,5 | - 1,7 |
| Griechenland | 2,1                          | - 3,5 | - 6,9 | - 6,7 | - 6,2 |
| Portugal     | 1,6                          | +1,4  | - 1,6 | - 4,3 | - 3,0 |
| Irland       | 1,2                          | - 0,4 | +2,6  | - 1,3 | - 1,3 |

<sup>1</sup> Anteile am BIP zu Kaufkraftparitäten in US-Dollar von 2010 laut IMF.

Quellen: Eurostat, Berechnungen der Institute;  
ab 2012 Prognose der Institute.



mit einem drastischen Rückgang der Wirtschaftsleistung in Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Dagegen profitierten exportorientierte Länder wie Deutschland, die Niederlande, Österreich, die skandinavischen Länder, die Slowakei und Tschechien von der weltweiten Konjunkturerholung nach der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09. Im Jahr 2010 und im ersten Halbjahr 2011 wuchs dort die Wirtschaft kräftig. Mittlerweile hinterlässt die Euro-Krise aber auch in diesen Ländern deutliche Spuren. Geringere Exporte in den Euroraum sowie das sich leicht abkühlende Wirtschaftswachstum in den asiatischen Schwellenländern dämpfen nun die Konjunktur. In Deutschland, den Niederlanden, Österreich und in Tschechien schrumpfte das BIP im vierten Quartal 2011. Die Expansion der Weltwirtschaft dürfte allerdings dazu führen, dass die wirtschaftliche Abschwächung in diesen Ländern moderat ausfällt.

Seit Einführung der europäischen Währung hatten sich deutliche Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den Mitgliedsländern des Euroraums aufgebaut. Die Vertrauenskrise im Euroraum und die drastischen Maßnahmenpakete in Irland und in den südeuropäischen Ländern führten bislang zu einem teilweisen Abbau dieser Ungleichgewichte. In Deutschland wurde der Leistungsbilanzüberschuss von 2007 bis 2010 um zwei Prozentpunkte des BIP reduziert. In Griechenland und Spanien ging das Defizit in der Leistungsbilanz zwar deutlich zurück, blieb jedoch auch 2010 noch hoch. In Portugal veränderte sich das sehr hohe Leistungsbilanzdefizit kaum, in Italien und Frankreich weitete es sich von 2007 bis 2010 sogar noch aus.

## Frankreich: Wirtschaft wächst nur schwach

In Frankreich entwickelte sich die Wirtschaft im Jahr 2011 etwas besser als im Euroraum insgesamt. Im Gegensatz zu vielen anderen Mitgliedsländern der Währungsunion, in denen das BIP im vierten Quartal schrumpfte, nahm es in Frankreich weiter zu (0,2 %). Dazu trugen insbesondere die Bruttoanlageinvestitionen bei. Der Konsum der privaten Haushalte blieb hingegen verhalten. Der Außenbeitrag stieg in den letzten drei Monaten des Jahres 2011 etwas, leistete aber im Jahresdurchschnitt keinen Beitrag zur Expansion der Wirtschaft.

Die französische Wirtschaft wuchs im vergangenen Jahr nicht kräftig genug, um einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Es wäre mindestens ein Wirtschaftswachstum von zwei Prozent notwendig, um die Arbeitslosenquote zu stabilisieren. So steigt die saisonbereinigte Arbeitslosenquote in Frankreich seit Mitte 2011 wieder leicht an; im Januar 2012 lag sie bei 10 % der Erwerbspersonen. Infolge der Zunahme der Erwerbstätigkeit von Frauen und der Reform des Pensionssystems, die Ältere dazu veranlasst, länger im Erwerbsleben zu verbleiben, steigt das Arbeitskräfteangebot in Frankreich um 0,6 % pro Jahr. Die ungünstige Situation auf dem Arbeitsmarkt dämpft auch die Preisentwicklung. Die Inflation war im Januar 2012 mit 2,6 % gegenüber dem Vorjahr zwar etwas höher als im Jahr davor, sie wurde jedoch hauptsächlich durch den Anstieg der Energie- und Lebensmittelpreise verursacht. Die Kerninflationsrate betrug hingegen infolge der schwachen Lohnsteigerungen nur 1,5 %.

Im Prognosezeitraum wird die französische Wirtschaft nur mäßig expandieren. Die Ausfuhren werden wegen der schwächeren Nachfrage der Handelspartner im Euroraum nur verhalten zunehmen. Die Binnennachfrage wird durch die geplante Budgetkonsolidierung gedämpft. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte dürften aufgrund der schwachen Reallohnentwicklung und der Steuererhöhungen weitgehend stagnieren. Die französische Regierung verpflichtete sich, das Defizit in den Jahren 2012 und 2013 um je zwei Prozentpunkte des BIP zu reduzieren. Die angekündigten Maßnahmen bestehen jeweils zur Hälfte aus Ausgabenkürzungen und

Steuererhöhungen. Die ausgabenseitigen Maßnahmen enthalten insbesondere die Senkung der Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst, die Abkoppelung öffentlicher Gehälter und sozialer Transfers von der Inflation sowie eine Renten- und Krankenhausreform. Auf der Einnahmenseite wurden eine Erhöhung des ermäßigten Mehrwertsteuersatzes von 5,5 % auf 7 %, eine Erhöhung der Körperschaftssteuer für große Kapitalgesellschaften, das Einfrieren der Tarife für die Einkommensteuer und die Vermögensteuer, eine Erhöhung der Besteuerung von Kapitaleinkommen sowie die Einführung einer Finanztransaktionssteuer beschlossen. Diese Maßnahmen und die geringen Impulse aus dem Ausland dürften dazu führen, dass die französische Wirtschaft 2012 um 0,2 % und 2013 um 0,7 % wächst.

Ein Risiko für die französische Konjunktur stellen die Probleme im Bankensektor dar. Die französischen Banken könnten die Kreditvergabebedingungen angesichts eines Preisverfalls von Staatsanleihen im Euroraum und des Inkrafttretens der Basel III-Regeln weiter verschärfen. Bislang gibt es jedoch (noch) keinen Hinweis auf eine Kreditklemme. Ein Rückgang der Neukredite scheint in erster Linie auf einem Rückgang der Kreditnachfrage seitens der Haushalte und der Unternehmen zu beruhen.

Die zentrale Herausforderung für die französische Wirtschaft besteht jedoch in dem Abbau ihres Leistungsbilanzdefizits. Die relative Wettbewerbsposition verschlechterte sich seit Bestehen der Währungsunion gegenüber Ländern des Euroraums wie Deutschland, die eine sehr niedrige Lohnentwicklung hatten. Zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, insbesondere der der Industrie, ist ein ganzes Bündel von Maßnahmen geplant. Neben Förderungen für Innovation, Forschung und Entwicklung sowie für die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen verfolgt Frankreich die Strategie, seine Wettbewerbsfähigkeit über geringere Lohnzuwächse und die Senkung von Lohnnebenkosten zu steigern. Diese durch die Lohnentwicklung in Deutschland inspirierte Strategie birgt die Gefahr, die Binnennachfrage zu belasten. Die Senkung der Arbeitgeberbeiträge wurde durch die Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes sowie des Steuersatzes auf Kapitaleinkommen finanziert. Dies stärkt die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen, belastet aber die privaten Haushalte.

Lediglich in Irland konnte die Leistungsbilanz bis 2010 ausgeglichen werden. Auch die Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum wurden bislang kaum verringert. Die Lohnstückkosten nahmen während der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09 in Deutschland zwar markant zu, Grund dafür war jedoch in erster Linie der temporäre Produktivitätsverlust durch das betriebliche Halten von Arbeit und der Einsatz von Arbeitszeitkonten und Kurzarbeit, der die Arbeitskosten auf Stundenbasis zeitweilig erhöhte. 2010 gingen die Lohnstückkosten wieder leicht zurück. Irland und Spanien ist es seit 2007 gelungen, ihren Wettbewerbsnachteil gegenüber Deutschland teilweise zu korrigieren. In Griechenland und Portugal gab es erstmals 2010 eine leichte Verbesserung der Wettbewerbsposition gegenüber Deutschland (Abbildung 1).

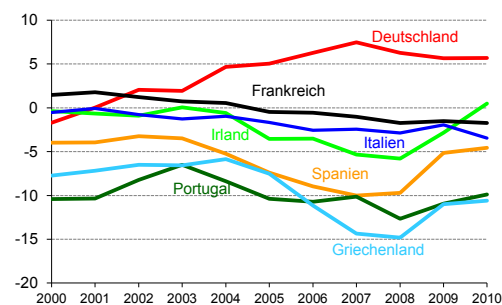
Im Zuge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise stiegen die Finanzierungsdefizite der öffentlichen Haushalte in vielen Ländern dramatisch an. Staatliche Unterstützungen für das Finanz- und Bankensystem, Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur sowie Einnahmehausfälle aufgrund niedrigerer Steueraufkommen erhöhten die Budgetdefizite. Aufgrund des anhaltenden Vertrauensverlusts in ihre öffentlichen Finanzen sahen sich viele Länder gezwungen, Sparmaßnahmen zu implementieren. Insbesondere in Irland und Südeuropa sind diese Maßnahmen äußerst ambitioniert. Ausgehend von dem Niveau im Jahr 2009 sind bis 2013 Verbesserungen des Primärsaldos in Höhe von zwölf Prozentpunkten des BIP in Griechenland, zehn Prozentpunkten in Irland und Portugal sowie sieben Prozentpunkten in Spanien geplant. Dass diese Ziele erreicht werden, darf angesichts der drohenden anhaltenden Rezession bezweifelt werden. Bereits im vergangenen Jahr zeichnete sich ab, dass Griechenland und Portugal das ihnen verordnete Sparziel für 2011 deutlich verfehlen würden. Auch in Spanien wurde das angestrebte Budgetdefizit deutlich überschritten. Der Einbruch der Wirtschaftsleistung im Prognosezeitraum wird sich auch in den Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte niederschlagen. Aufgrund der drastischen Sparbemühungen rechnen die Institute dennoch mit einer leichten Verbesserung der Budgetdefizite bis 2013.

Die Probleme auf dem Arbeitsmarkt im Euroraum sind beträchtlich. Die Arbeitslosenquote verharrte saisonbereinigt im Dezember 2011 auf 10,4 % der Erwerbspersonen. Sie stieg damit gegenüber Juni um 0,4 Prozentpunkte. Insbesondere in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern ist die Situation dramatisch: In Spanien betrug die Arbeitslosenquote im Dezember 22,9 %,

ABBILDUNG 1

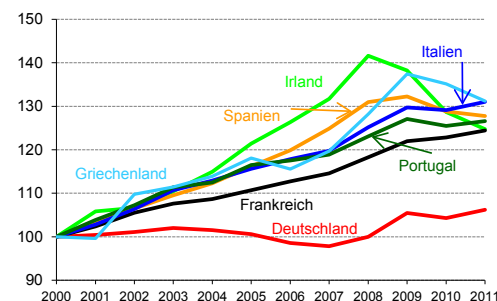
## Leistungsbilanz

in % des BIP



## Lohnstückkosten<sup>1</sup>

nominal, in Euro (2000=100)



<sup>1</sup> 2011: Prognose der Europäischen Kommission (Herbst 2011).

Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank); IMF; OECD; OeNB (Österreichische Nationalbank).



in Irland 14,5 % und in Portugal 13,6 %. In Griechenland lag sie bereits im Oktober bei 19,2 % der Erwerbspersonen. Die Rezession im Euroraum dürfte dazu führen, dass die Arbeitslosigkeit insgesamt im Prognosezeitraum weiter ansteigt mit deutlichen Unterschieden in den einzelnen Ländern (Tabelle 4).

Der Anstieg der Verbraucherpreise wurde im Laufe des Jahres 2011 vor allem durch den Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise gedämpft. Nach einem deutlichen Rückgang in der zweiten Jahreshälfte 2011 notierte Rohöl (Brent) allerdings im März 2012 wieder bei 120 US-Dollar je Barrel. Hingegen war der HWWI-Index der Rohstoffpreise ohne Energie (auf Dollarbasis) im Januar 2012 um etwa 13 % niedriger als im Vorjahr. Im Dezember verlangsamte sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Euroraum auf 2,7 % gegenüber dem Vorjahr. Die stärker konjunkturell bestimmte Kerninflationsrate (HVPI ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel) blieb hingegen stabil bei 2 %. Die schwache Konjunktur dürfte dazu beitragen, dass insgesamt nur geringe Preiserhöhungsspielräume im Euroraum bestehen. Die Energie- und Rohstoff-

TABELLE 4

### Erwerbslosenquote

in % der Erwerbspersonen<sup>1</sup>

|                          | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|------|------|------|------|
| Deutschland <sup>2</sup> | 6,8  | 5,8  | 5,4  | 5,4  |
| Frankreich <sup>3</sup>  | 9,4  | 9,3  | 9,8  | 10,5 |
| Italien                  | 8,4  | 8,4  | 9,7  | 11,3 |
| Spanien                  | 20,1 | 21,6 | 24,9 | 25,2 |
| Griechenland             | 12,6 | 17,3 | 20,1 | 23,0 |
| Portugal                 | 12,0 | 12,7 | 14,1 | 15,2 |
| Irland                   | 13,7 | 14,3 | 14,1 | 14,0 |
| Vereinigtes Königreich   | 7,8  | 8,0  | 8,3  | 8,5  |

<sup>1</sup> Eurostat (Labour Force Survey, standardisiert).

<sup>2</sup> in der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO); in % aller zivilen Erwerbspersonen nach DESTATIS; nicht standardisiert

<sup>3</sup> in der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO); nach INSEE; nicht standardisiert

Quellen: Eurostat (Labour Force Survey); ab 2012 Prognose der Institute.



### Konjunkturaussichten durchwachsen

Die deutsche Wirtschaft ist im Jahr 2011 weiter kräftig gewachsen; das Bruttoinlandsprodukt stieg um 3 %. Im Jahresverlauf wurde das Vorkrisenniveau überschritten. Die Expansion fand im Wesentlichen in der ersten Jahreshälfte statt und wurde sowohl von der Binnen- als auch von der Auslandsnachfrage getrieben. Zum Jahresende kam es infolge einer nachlassenden Auslandsnachfrage und auch eines schwächeren Konsums zu einem leichten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Maßgeblich für den Rückgang der Exporte war die ungünstige Entwicklung im Euroraum.

Die Aussichten für das Jahr 2012 sind nicht besonders günstig. Zwar dürfte es in Deutschland – im Unterschied zu mehreren anderen Ländern des Euroraums – zu keiner Rezession kommen. Jedoch belastet die rückläufige Nachfrage aus dem Euroraum zunehmend die deutschen Exporte und infolge auch die Investitionen. Die Ausfuhren in die Schwellenländer dürften dagegen weiterhin aufwärts gerichtet sein, wenngleich sie die Dynamik der vergangenen beiden Jahre nicht erreichen werden. Abermals dürfte der private Verbrauch in diesem Jahr maßgeblich zum Wachstum beitragen. Dies liegt an den stabilen Einkommenszuwächsen, die durch die höheren Tariflohnsteigerungen und eine weiterhin günstige Beschäftigungsentwicklung zustande kommen. Dennoch ist die konjunkturelle Grundtendenz insgesamt verhalten, da von den anderen Komponenten der Binnennachfrage keine nennenswerten Impulse ausgehen. Die Institute rechnen für 2012 mit einer Zunahme des BIP im Jahresdurchschnitt von nur 0,3 % (Tabelle 6).

Für das kommende Jahr sind die Perspektiven gemischt. So dürften die deutschen Exporteure ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Ländern außerhalb des Euroraums verbessern und damit ihre Exporte in diese Region steigern. Demgegenüber wird die anhaltende Austeritätspolitik im Euroraum die Nachfrage weiter belasten mit deutlich negativen Konsequenzen für die deutschen Ausfuhren in diese Region. Insgesamt dürfte jedoch der Außenbeitrag wieder einen leicht positiven Wachstumsbeitrag leisten. Durch eine dann wieder etwas stärkere Exportnachfrage vor allem der Drittländer wird auch die Binnennachfrage, insbesondere die Investitionen in Ausrüstungen, angeregt. Auch die privaten Konsumausgaben dürften wieder in ähnlicher Größenordnung wie in diesem Jahr zulegen. Alles in allem gehen die Institute für das Jahr 2013 von einem Wachstum des BIP in Höhe von 0,7 % aus (Tabelle 6, Tabelle 7).

TABELLE 5

### Harmonisierter Verbraucherpreisindex

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

|                        | Gewicht<br>in % <sup>1</sup> | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|------------------------|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| EU 27                  | 1.000,0                      | + 2,1 | + 3,1 | + 2,0 | + 1,2 |
| Vereinigtes Königreich | 160,1                        | + 3,3 | + 4,5 | + 2,0 | + 1,2 |
| Euroraum               | 721,0                        | + 1,6 | + 2,7 | + 1,9 | + 1,1 |
| Deutschland            | 261,6                        | + 1,2 | + 2,5 | + 1,8 | + 1,3 |
| Frankreich             | 207,3                        | + 1,7 | + 2,3 | + 2,0 | + 1,0 |
| Italien                | 182,0                        | + 1,6 | + 2,9 | + 2,5 | + 1,1 |
| Spanien                | 126,2                        | + 2,0 | + 3,1 | + 1,5 | + 0,7 |
| Griechenland           | 36,3                         | + 4,7 | + 3,1 | + 1,4 | + 1,9 |
| Portugal               | 22,2                         | + 1,4 | + 3,6 | + 1,5 | + 0,9 |
| Irland                 | 14,7                         | - 1,6 | + 1,1 | + 0,3 | - 0,7 |

<sup>1</sup> Ländergewichte des HVPI von 2010 laut Eurostat (in Promille).

Quellen: Eurostat; ab 2012 Prognose der Institute.



preise werden wegen der verhaltenen weltweiten Expansion voraussichtlich sogar zurückgehen. Die Institute rechnen mit einem Anstieg der Verbraucherpreise im Euroraum insgesamt gegenüber dem Vorjahr von 1,9 % 2012 und 1,1 % 2013 (Tabelle 5).

TABELLE 6

## Eckdaten der Prognose für Deutschland

Veränderungen in %

|                                | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------|------|------|------|------|
| Bruttoinlandsprodukt           | 3,7  | 3,0  | 0,3  | 0,7  |
| Private Konsumausgaben         | 0,6  | 1,5  | 0,6  | 0,7  |
| Öffentliche Konsumausgaben     | 1,7  | 1,4  | 1,0  | 0,7  |
| Bruttoanlageinvestitionen      | 5,5  | 6,4  | 0,8  | 1,5  |
| Außenbeitrag <sup>1</sup>      | 1,5  | 0,8  | -0,2 | 0,1  |
| Exporte                        | 13,7 | 8,2  | 3,0  | 3,5  |
| Importe                        | 11,7 | 7,4  | 3,9  | 3,8  |
| Erwerbstätige                  | 0,5  | 1,3  | 0,8  | 0,1  |
| Arbeitslosenquote <sup>2</sup> | 7,7  | 7,1  | 6,8  | 6,8  |
| Lohnstückkosten                | -1,5 | 1,2  | 2,2  | 1,2  |
| Verbraucherpreise              | 1,1  | 2,3  | 1,8  | 1,3  |
| Budgetsaldo <sup>3</sup>       | -4,3 | -1,0 | -0,7 | -0,2 |

<sup>1</sup> Wachstumsbeitrag: Berechnet aus verketteten Volumenangaben; Lundberg-Komponente.

<sup>2</sup> In % der zivilen Erwerbspersonen.

<sup>3</sup> In % des Bruttoinlandsprodukts.

Quellen: DESTATIS; EZB; ab 2012 Prognose der Institute.



TABELLE 7

## Statistische Komponenten des BIP-Wachstums

in % bzw. Prozentpunkten

|                                                            | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------------------------------------------|------|------|------|
| Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres <sup>1</sup>  | 1,2  | 0,2  | 0,3  |
| Jahresverlaufsrate <sup>2</sup>                            | 2,0  | 0,6  | 0,9  |
| Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, arbeitstäglich bereinigt | 3,1  | 0,5  | 0,8  |
| Kalendereffekt <sup>3</sup>                                | -0,1 | -0,2 | -0,1 |
| Jahresdurchschnittliche BIP-Rate                           | 3,0  | 0,3  | 0,7  |

<sup>1</sup> Saison- und arbeitstäglich bereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum arbeitstäglich bereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres.

<sup>2</sup> Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, arbeitstäglich bereinigt.

<sup>3</sup> in % des BIP.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen der Institute, ab 2012 Prognose der Institute.



## Rezession im Euroraum dämpft Exportentwicklung

Im Jahr 2011 expandierte der deutsche Außenhandel erneut kräftig. Im Jahresdurchschnitt nahmen die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen preisbereinigt um 8,2 % zu. Allerdings zeigt sich in der Verlaufsrate (6,3 %) eine im Vergleich zum Vorjahr (13,9 %) deutlich abgeschwächte Exportdynamik. Maßgeblich hierfür war die in der zweiten Jahreshälfte 2011 stark nachlassende

Importnachfrage aus den europäischen Ländern, insbesondere aus dem Euroraum (Abbildung 2). Kräftige positive Impulse erhielten die deutschen Ausfuhren hingegen erneut von der starken Nachfrage aus Asien. So legten deutsche Warenlieferungen nach China nach dem exorbitanten Zuwachs im Jahr 2010 (44,3 %) im vergangenen Jahr noch einmal um 20 % zu. Aber auch die deutschen Warenexporte in die Vereinigten Staaten von Amerika expandierten lebhaft (Abbildung 2).

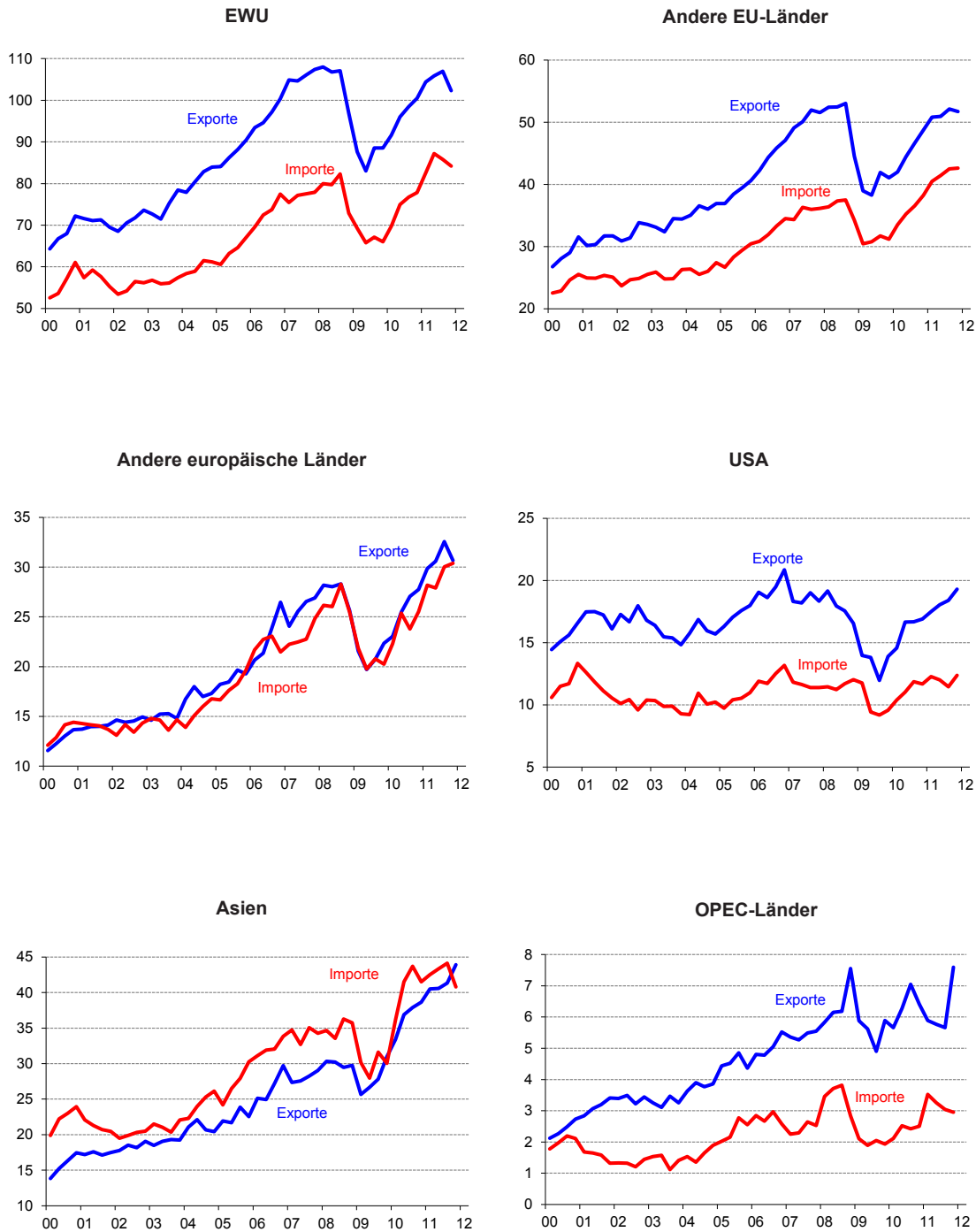
Im Prognosezeitraum werden die deutschen Exporte nur schwach wachsen. Das liegt daran, dass die deutschen Ausfuhren von der Rezession im Euroraum massiv getroffen werden. Sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr werden die deutschen Lieferungen in den gemeinsamen Währungsraum, dem mit einem Anteil von mehr als 40 % wichtigsten Absatzmarkt für deutsche Erzeugnisse, zurückgehen. Kräftige positive Impulse bekommt der deutsche Außenhandel hingegen von der nach wie vor lebhaften Nachfrage aus dem asiatischen Raum sowie aus Russland. Auch der Warenverkehr mit den USA dürfte unter den für die Prognose getroffenen Annahmen, dass der Wechselkurs bei 1,25 US-Dollar je Euro liegt und die Konjunktur in den USA weiterhin aufwärts gerichtet sein wird, merklich ausgeweitet werden. Alles in allem werden die Exporte von Waren und Dienstleistungen in diesem Jahr im Verlauf um 3,2 % und im nächsten Jahr um 3,9 % zunehmen. Im Jahresdurchschnitt 2012 beträgt der Anstieg 3 %; 2013 liegt er bei 3,5 %.

Im vergangenen Jahr expandierten auch die Importe von Waren und Dienstleistungen merklich. Ihr Zuwachs lag im Jahresdurchschnitt bei 7,4 % (preisbereinigt); im Verlauf betrug die Zunahme 6,4 %. Im Prognosezeitraum gehen von der guten Beschäftigungslage hierzulande positive Impulse auf die Importnachfrage aus, so dass die Einfuhren sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr etwas kräftiger wachsen dürften als die Ausfuhren. In diesem Jahr wird im Verlauf mit einem Anstieg um 3,8 % gerechnet, im kommenden Jahr dürfte dieser bei 4,1 % liegen. Das entspricht einem jahresdurchschnittlichen Zuwachs von 3,9 % im Jahr 2012 und 3,8 % im Jahr 2013. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels zum BIP beträgt in diesem Jahr -0,2 Prozentpunkte und liegt 2013 bei +0,1 Prozentpunkten (Tabelle 8).

Die Einfuhrpreise haben im vergangenen Jahr aufgrund stark gestiegener Preise für Energieträger, Rohstoffe, Metalle und Nahrungsmittel nochmals kräftig angezogen (5,3 %). Im Prognosezeitraum dürfte der Auftrieb bei den Einfuhrpreisen deutlich nachlassen. Zum einen werden die Rezession im Euroraum und die sich abschwächende Konjunktur

# Außenhandel Deutschlands nach Regionen

Spezialhandel, saisonbereinigte Quartalswerte in Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank; DESTATIS; Berechnungen der Institute.

TABELLE 8

## Wachstumsbeiträge der Verwendungsaggregate<sup>1</sup> in Deutschland

in Prozentpunkten

|                      | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------|------|------|------|------|
| Bruttoinlandsprodukt | 3,7  | 3,0  | 0,3  | 0,7  |
| Inlandsnachfrage     | 2,3  | 2,2  | 0,6  | 0,7  |
| Konsumausgaben       | 0,7  | 1,1  | 0,5  | 0,5  |
| Private Haushalte    | 0,4  | 0,8  | 0,3  | 0,4  |
| Staat                | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 0,1  |
| Anlageinvestitionen  | 1,0  | 1,1  | 0,2  | 0,2  |
| Ausrüstungen         | 0,7  | 0,5  | 0,0  | 0,2  |
| Bauten               | 0,2  | 0,5  | 0,1  | 0,1  |
| Sonstige Anlagen     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0  |
| Vorratsveränderung   | 0,6  | 0,0  | -0,1 | 0,0  |
| Außenbeitrag         | 1,5  | 0,8  | -0,2 | 0,1  |
| Ausfuhr              | 5,8  | 3,9  | 1,5  | 1,8  |
| Einfuhr              | -4,3 | -3,1 | -1,7 | -1,7 |

<sup>1</sup> Berechnet aus verketteten Volumenangaben; Lundberg-Komponente; Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen der Institute, ab 2012 Prognose der Institute.



tur in Asien den Preisanstieg bei den Metallen und den anderen Rohstoffen deutlich dämpfen. Zum anderen wird angesichts dieses weltwirtschaftlichen Umfelds davon ausgegangen, dass der Ölpreis wieder nachgibt und im Prognosezeitraum bei 110 US-Dollar pro Barrel liegt. Insgesamt wird in diesem Jahr mit einem Anstieg des Importdeflators um 2,3 % gerechnet; im nächsten Jahr dürften die Importpreise dann um 0,6 % zurückgehen.

Im vergangenen Jahr sind die Exportpreise (2,7 %) erneut deutlich langsamer gestiegen als die Importpreise (5,3 %). Vor dem Hintergrund einer Rezession im Euroraum und dem damit verbundenen Rückgang der Nachfrage nach deutschen Erzeugnissen dürften die Ausführpreise im Prognosezeitraum allenfalls leicht steigen. Erwartet wird ein Anstieg von 1,3 % in diesem und 0,5 % im nächsten Jahr. Nach nochmaliger Verschlechterung in diesem Jahr werden sich die Terms of Trade im nächsten Jahr wieder deutlich verbessern.

### Ausrüstungsinvestitionen vorerst in der Flaute

Die Investitionen in Ausrüstungen expandierten im vergangenen Jahr nur verhalten, zum Jahresende stagnierten sie sogar. Im Jahresverlauf stiegen sie um 3,1 %, im Jahresdurchschnitt 2011 ergibt sich allerdings infolge eines hohen statistischen Überhangs aus dem Vorjahr noch ein Zuwachs von 7,6 %. Im Jahr 2011 waren zwar die Finan-

zierungsbedingungen recht günstig, aber sowohl schlechtere Gewinnerwartungen als auch die Vertrauenskrise dürften die Investitionsbereitschaft der Unternehmen deutlich beeinträchtigt haben. Vorläufig dürfte sich die eher stagnative Tendenz fortsetzen. Darauf deuten auch die zuletzt wieder eingetrübten Geschäftserwartungen der Produzenten für Investitionsgüter hin. Im weiteren Jahresverlauf verschlechtern sich die Absatzaussichten merklich, da die Weltwirtschaft mit deutlich geringerer Dynamik wachsen wird als in den vergangenen zwei Jahren. Außerdem sinkt das Auslastungsniveau der Produktionskapazitäten seit Sommer vergangenen Jahres kontinuierlich. Deshalb dürfte es zu keiner nennenswerten Ausweitung der Erweiterungsinvestitionen kommen und auch die Zunahme der Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen wird nur verhalten sein.

Die Gewinnsituation der Unternehmen dürfte sich vorerst merklich verschlechtern und erst im nächsten Jahr wieder etwas günstiger ausfallen. Die Lohnstückkosten werden im Prognosezeitraum aufgrund geringer Produktivitätssteigerungen infolge der wirtschaftlichen Schwächephase temporär etwas stärker zunehmen. Die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen bleiben insgesamt günstig. Alles in allem dürfte angesichts dieser Entwicklungen die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen in diesem Jahr nahezu stagnieren und sich erst im nächsten Jahr wieder etwas beleben. Im Jahresverlauf 2012 werden sie nur um 0,5 % und im Jahresdurchschnitt um 0,4 % zunehmen. Im Jahr 2013 werden sie im Durchschnitt um 2,5 % expandieren, im Jahresverlauf sogar um 3,5 % (Abbildung 3, Tabelle 9).

### Bauinvestitionen expandieren nur schwach

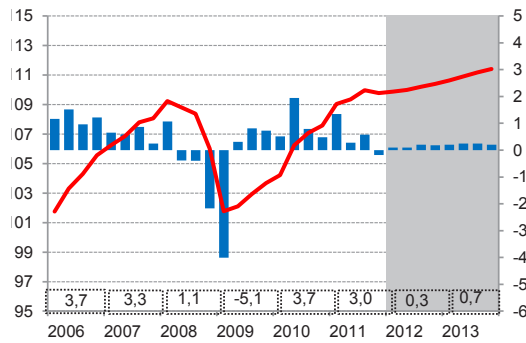
Die Bauinvestitionen insgesamt expandierten im vergangenen Jahr mit 5,8 % außerordentlich stark. Dies ist der stärkste Anstieg seit dem Vereinigungsbedingten Bauboom Anfang der 1990er Jahre. Im Jahresverlauf 2011 betrug der Anstieg sogar 7,6 %. Die Teilbereiche entwickelten sich dabei alle positiv.

Die Wohnungsbauinvestitionen sind aufgrund nachgeholter Baumaßnahmen infolge der schlechten Witterung zum Jahresende 2010 insbesondere im Verlauf des ersten Halbjahres 2011 kräftig gestiegen, aber auch in der zweiten Jahreshälfte konnte das hohe Niveau noch etwas ausgebaut werden. Im Jahresdurchschnitt betrug das Wachstum 6,3 %. Die privaten Haushalte haben offensichtlich aufgrund der günstigen Lage am Arbeitsmarkt und relativ niedrigen Hypothekenzinsen verstärkt

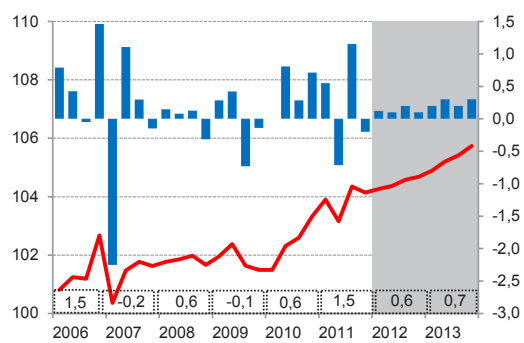
# Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

Saison und kalenderbereinigte Verläufe<sup>1</sup>

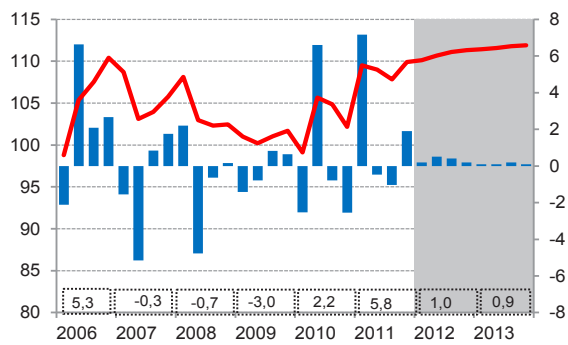
**Bruttoinlandsprodukt**



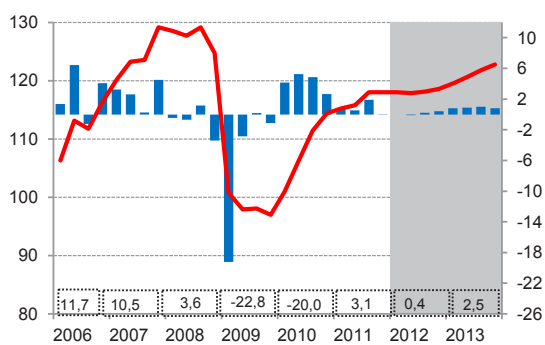
**Private Konsumausgaben**



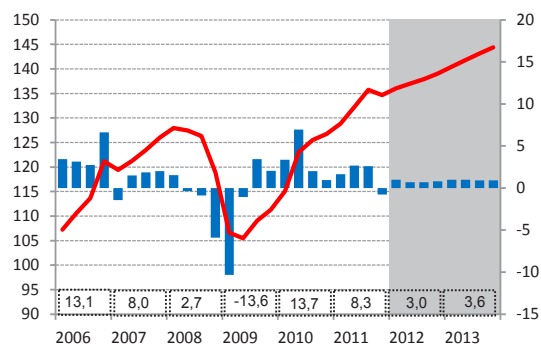
**Bauinvestitionen**



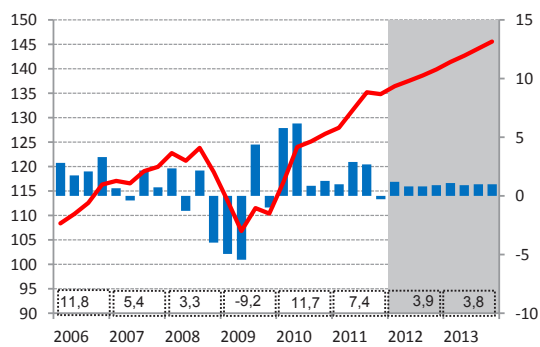
**Ausrüstungsinvestitionen**



**Exporte von Gütern und Dienstleistungen**



**Importe von Gütern und Dienstleistungen**



Kettenindex 2005 = 100 (linke Skala).  
 Veränderungen gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala).  
<sup>1</sup> Ab 1. Quartal 2012 Prognose der Institute.  
 Jahresdurchschnittsrate

Quellen: DESTATIS; Berechnungen der Institute.

TABELLE 9

## Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

### Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

|                                            | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Verwendung<sup>1</sup></b>              |       |       |       |       |
| Private Haushalte <sup>2</sup>             | 0,6   | 1,5   | 0,6   | 0,7   |
| Staat                                      | 1,7   | 1,4   | 1,0   | 0,7   |
| Ausrüstungen                               | 10,5  | 7,6   | 0,4   | 2,5   |
| Bauten                                     | 2,2   | 5,8   | 1,0   | 0,9   |
| Sonstige Anlagen                           | 4,7   | 4,8   | 2,8   | 0,5   |
| Exporte                                    | 13,7  | 8,2   | 3,0   | 3,5   |
| Importe                                    | 11,7  | 7,4   | 3,9   | 3,8   |
| Bruttoinlandsprodukt                       | 3,7   | 3,0   | 0,3   | 0,7   |
| <b>Preise</b>                              |       |       |       |       |
| Bruttoinlandsprodukt                       | 0,6   | 0,8   | 1,1   | 1,8   |
| Konsumausgaben <sup>2</sup>                | 1,9   | 2,1   | 1,6   | 1,2   |
| Importe                                    | 4,5   | 5,2   | 2,3   | -0,6  |
| Nachrichtlich:<br>Verbraucherpreise        | 1,1   | 2,3   | 1,8   | 1,3   |
| <b>Einkommensverteilung</b>                |       |       |       |       |
| Arbeitnehmerentgelte                       | 2,5   | 4,4   | 2,5   | 2,0   |
| Gewinne <sup>3</sup>                       | 10,5  | 1,5   | -1,2  | 4,5   |
| Volkseinkommen                             | 5,1   | 3,4   | 1,3   | 2,8   |
| Nachrichtlich:                             |       |       |       |       |
| Tarifföhne (Stundenbasis)                  | 1,6   | 1,7   | 2,5   | 2,4   |
| Effektivverdienste (Stundenbasis)          | 0,0   | 2,9   | 2,8   | 2,5   |
| Lohn drift                                 | -1,6  | 1,2   | 0,3   | 0,1   |
| Bruttolöhne und -gehälter                  | 2,7   | 4,7   | 2,8   | 2,1   |
| Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten | 2,2   | 3,3   | 2,0   | 2,0   |
| <b>Entstehung</b>                          |       |       |       |       |
| Erwerbstätige                              | 0,5   | 1,3   | 0,8   | 0,1   |
| Arbeitszeit je Erwerbstätigen              | 1,8   | 0,4   | -0,8  | -0,5  |
| Arbeitsvolumen                             | 2,3   | 1,7   | 0,0   | -0,4  |
| Produktivität (je Stunde)                  | 1,4   | 1,3   | 0,3   | 1,1   |
| Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>          | 3,7   | 3,0   | 0,3   | 0,7   |
| Nachrichtlich:                             |       |       |       |       |
| Erwerbslose <sup>4</sup> , in 1000         | 2 946 | 2 505 | 2 366 | 2 351 |
| Erwerbslosenquote, in %                    | 6,8   | 5,8   | 5,4   | 5,4   |
| Arbeitslose <sup>5</sup> , in 1000         | 3 238 | 2 976 | 2 882 | 2 876 |
| Arbeitslosenquote <sup>6</sup> , in %      | 7,7   | 7,1   | 6,8   | 6,8   |
| Lohnstückkosten                            | -1,5  | 1,2   | 2,2   | 1,2   |
| Budgetsaldo, in % des BIP                  | -4,3  | -1,0  | -0,7  | -0,2  |

<sup>1</sup> Preisbereinigt.

<sup>2</sup> Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

<sup>3</sup> Unternehmens- und Vermögenseinkommen.

<sup>4</sup> In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).

<sup>5</sup> in der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.

<sup>6</sup> In % der zivilen Erwerbspersonen.

Quellen: Deutsche Bundesbank; DESTATIS;  
Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute,  
ab 2012 Prognose der Institute.



Wohneigentum erworben. Die Aussichten bleiben vorerst recht günstig. Die Auftragseingänge haben seit einigen Monaten wieder angezogen und auch der Auftragsbestand befindet sich auf einem hohen Niveau. Außerdem haben sich die Geschäftserwartungen der Bauunternehmen zuletzt wieder aufgehellt. Vor dem Hintergrund der seit dem Herbst etwas rückläufigen Baugenehmigungen dürfte die

Expansion der Wohnungsbauinvestitionen im späteren Verlauf des Prognosezeitraums dann etwas verhaltener ausfallen. Insgesamt dürften die Wohnungsbauinvestitionen 2012 merklich und 2013 etwas schwächer zunehmen.

Die Investitionen im Wirtschaftsbau sind 2011 – einhergehend mit der dynamischen Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen, mit denen üblicherweise ein hoher Gleichlauf besteht – mit 6,9 % beachtlich gestiegen. Allerdings deuten die seit Herbst 2011 rückläufigen Auftragseingänge und die geringere Zahl von Baugenehmigungen auf eine Abschwächung der Expansion im Wirtschaftsbau hin. Zusätzliche Erweiterungsinvestitionen dürften nur von geringer Bedeutung sein, da die Kapazitätsauslastung seit einigen Monaten sinkt. Stützend wirken die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen. Im Jahr 2012 wird es beim Wirtschaftsbau allenfalls zu einer geringfügigen Zunahme kommen. Im nächsten Jahr wird der Anstieg bei leicht höheren Ausrüstungsinvestitionen etwas stärker ausfallen.

Die öffentlichen Bauinvestitionen haben 2011 um 1,3 % zugenommen. Im Prognosezeitraum dürften sie nach dem Auslaufen der Konjunkturprogramme im vergangenen Jahr rückläufig sein, zumal auch keine nennenswerten Impulse von den Kommunen zu erwarten sind. Deren Finanzlage verbessert sich zwar etwas, dürfte aber nach wie vor durch eine verstärkte Haushaltskonsolidierung geprägt sein. Deshalb dürfte es in beiden Jahren zu einem Rückgang der öffentlichen Bauinvestitionen kommen.

Insgesamt steigen die Bauinvestitionen 2012 im Jahresdurchschnitt um 1 %, im nächsten Jahr um 0,9 % (Abbildung 3, Tabelle 9).

### Privater Konsum: Erholung setzt sich mit geringer Dynamik fort

Die privaten Konsumausgaben stiegen im Jahresverlauf 2011 mit 0,8 % nur noch halb so kräftig wie im Vorjahr. Im Jahresdurchschnitt betrug die Zunahme aufgrund des statistischen Überhangs allerdings 1,5 %. Die verfügbaren Einkommen stiegen 2011 mit einer Zuwachsrate von 3,2 % etwas kräftiger als im Vorjahr, wobei sowohl die Nettolöhne und -gehälter als auch die Selbstständigen- und Vermögenseinkommen deutlich zulegten. Allerdings wurde der reale Zuwachs der verfügbaren Einkommen aufgrund des starken Anstiegs des Deflators der privaten Konsumausgaben (2,1 %) geschmälert. Gleichzeitig nahm aber die Sparneigung ab; die Sparquote sank um 0,3 Prozentpunkte auf 11 %.

In diesem Jahr werden die Tariflöhne mit 2,5 % stärker zunehmen als im vergangenen Jahr. Der Anstieg der Effektivlöhne (pro Kopf) wird aufgrund der negativen Lohndrift etwas schwächer ausfallen. Da die Beschäftigung im Jahresdurchschnitt nochmals zunimmt, werden die Bruttolöhne und -gehälter um 2,8 % steigen. Die Nettolöhne und -gehälter werden unter Berücksichtigung der geringen Senkung der Sozialversicherungsbeiträge in der gleichen Größenordnung steigen.

Die monetären Sozialleistungen werden in diesem Jahr leicht zunehmen. Zwar steigen die gesetzlichen Rentenbezüge zum 1. Juli 2012 wegen der günstigen Lohn- und Gehaltsentwicklung im vergangenen Jahr trotz der Abzüge aufgrund der Rentengarantie sowie des Nachhaltigkeits- und Riesterfaktors um 2,2 %, aber die Ausgaben für das Arbeitslosengeld sinken infolge geringerer Arbeitslosenzahlen im Jahresdurchschnitt. Die Entnahmen aus den Gewinn- und Vermögenseinkommen werden deutlich schwächer steigen als im vergangenen Jahr. Insgesamt werden die verfügbaren Einkommen in diesem Jahr um 2,2 % zunehmen, nach Abzug der Teuerungsrate (Deflator der privaten Konsumausgaben) nur um 0,6 %. Die Konsumausgaben werden bei unveränderter Sparquote im Jahresdurchschnitt 2012 um 0,6 % steigen (Abbildung 3, Tabelle 9).

Im nächsten Jahr werden die Tariflöhne um 2,4 % zunehmen; die Effektivlöhne (pro Kopf) aufgrund der negativen Lohndrift nur um 2,1 %. Da die Beschäftigung im Jahresdurchschnitt nur noch minimal steigen dürfte, wird die Bruttolohn- und -gehaltssumme in der gleichen Größenordnung zunehmen. Die Nettolöhne und -gehälter steigen – nach jetzigem Rechtsstand – aufgrund unveränderter Sozialbeiträge und nur geringfügiger Steuerentlastung mit der gleichen Rate. Die monetären Sozialleistungen nehmen etwas stärker zu als in diesem Jahr. Die Entnahmen aus den Gewinn- und Vermögenseinkommen dürften nur verhalten steigen. Real werden die verfügbaren Einkommen um 0,8 % zunehmen. Bei leicht steigender Sparquote (+ 0,1 Prozentpunkte) beträgt der Zuwachs der privaten Konsumausgaben im Jahr 2013 0,7 %.

### Teuerung schwächt sich ab

Wie bereits so oft in der Vergangenheit wird die binnenwirtschaftliche Inflationsdynamik durch die Entwicklung der Rohölpreise getrieben. In keinem Jahr war Rohöl im Durchschnitt so teuer wie im Jahr 2011. Der Preis für ein Barrel der Sorte Brent lag im vergangenen Jahr im Durchschnitt bei 111 US-Dollar (80 Euro) und übertraf damit das Niveau

des Jahres 2008 (97 US-Dollar, 65 Euro) deutlich. Gegenwärtig schwankt der Ölpreis um die Marke von 120 US-Dollar (92 Euro). Nach einem Anstieg um 29 % im Jahr 2010 verteuerte sich der Rohölpreis 2011 nochmals um 40 %. Da der Ölpreis die Inflation sowohl über die Preise für Kraftstoffe und Haushaltsenergie direkt beeinflusst, als auch über die Vertuierung der Produktion nahezu aller Waren und Dienstleistungen mit Verzögerung inflationswirksam wird, machen sich die Energiekosten nicht nur in einem breiten Inflationsmaß gemessen über alle Gütergruppen bemerkbar, sondern auch in dem Index, bei dem die direkten Energiekosten herausgerechnet sind. Dieser Index wies zuletzt eine Steigerungsrate von 1,6 % auf. Der Posten Energie schlug sich im Februar 2012 mit 0,7 Prozentpunkten in der Inflationsrate von 2,3 % nieder. Überdurchschnittlich verteuerten sich auch Nahrungsmittel, während Dienstleistungen und Wohnungsmieten eine nur schwache Preissteigerungsrate von etwas über 1 % aufwiesen.

Angesichts der schwächeren konjunkturellen Entwicklung dürfte der Preiserhöhungsspielraum im Prognosezeitraum geringer sein, so dass es unter der Annahme nahezu konstanter Wechselkurse und eines Rohölpreises von 110 US-Dollar je Barrel zu einer Abschwächung des Preisauftriebs kommen dürfte. Bei einem Anstieg der Lohnstückkosten 2012 um 2,2 % und 2013 um 1,2 % dürften die Verbraucherpreise um 1,8 % bzw. um 1,3 % zunehmen. Damit liegt die Preissteigerungsrate in beiden Jahren unterhalb des Inflationsziels der EZB in Höhe von 1,9 %.

### Nur schwache Zunahme der Produktion

Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist 2011 das zweite Jahr in Folge kräftig gewachsen. Sie hat im Durchschnitt um 3 % zugelegt, im Jahresverlauf allerdings nur um 2 %. Besonders kräftig ist die Erholung im Verarbeitenden Gewerbe mit 8,2 % ausgefallen, wobei die exportorientierte Investitionsgüterindustrie besonders stark expandierte. Von der regen Industriekonjunktur profitierten mit einem überdurchschnittlichem Zuwachs das Transportgewerbe (5,9 %) und die Unternehmensdienstleister (4,2 %).

Für das erste Halbjahr 2012 zeichnet sich bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion, insbesondere in der Industrie, eine stagnative Tendenz ab. Darauf weisen die konjunkturellen Frühindikatoren hin. Die Auftragseingänge sind seit dem Sommer vergangenen Jahres, insbesondere bei den Produzenten für Investitionsgüter in der Tendenz rückläufig. Dabei war die Abnahme vor allem durch rückläu-

fige Auslandsbestellungen geprägt (3-Monats-Vergleich: Auslandsaufträge -3,9 %, Inlandsaufträge -2,3 %). Die Produktionszahlen für den Monat Januar sind leicht gestiegen und entsprechen dem Durchschnitt des vierten Quartals 2011. Das BIP dürfte im ersten Quartal 2012 allenfalls um saisonbereinigt 0,1 % zunehmen.

Auch im weiteren Verlauf des Jahres wird die Produktion nur verhalten expandieren. Die Exporte, insbesondere die von Investitionsgütern, werden infolge der geringeren Dynamik der Weltkonjunktur und der Rezession im Euroraum, dem nach wie vor wichtigsten Absatzmarkt für deutsche Exporteure, nur schwach zunehmen. Auch die Binnenwirtschaft wird nicht mehr die Stärke des vergangenen Jahres aufweisen. Dämpfend wirkt zudem der leicht restriktive Kurs der Finanzpolitik. Alles in allem wird es im Jahr 2012 nur zu einer sehr schwachen Produktionsausweitung kommen; zum Jahresende wird die gesamtwirtschaftliche Produktion um 0,6 % über dem Niveau des Vorjahres liegen. Im Jahresdurchschnitt ergibt sich eine Zunahme um 0,3 %. Im nächsten Jahr dürfte der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion etwas höher ausfallen, da sowohl von der Außen- als auch von der Binnenwirtschaft etwas stärkere Wachstumsimpulse ausgehen werden. Das BIP wird im Jahresdurchschnitt um 0,7 % zunehmen, im Verlauf mit 0,9 % etwas stärker.

### Weitere Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt trotz schwacher Konjunktur

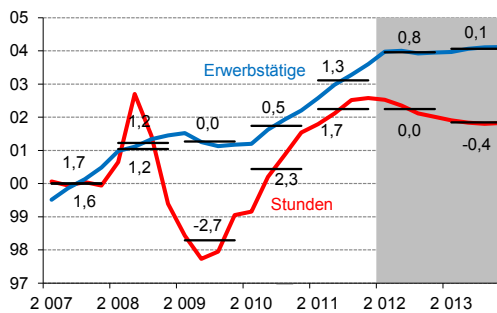
Die konjunkturelle Entwicklung am Arbeitsmarkt war im abgelaufenen Jahr 2011 sehr positiv. Die Zahl der Erwerbstätigen nahm um fast 550 000 Personen auf jahresdurchschnittlich rund 41,1 Millionen Personen zu (Abbildung 4, Tabelle 10). Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung verzeichnete sogar einen noch stärkeren Anstieg. Nach ersten Hochrechnungen der Bundesagentur für Arbeit gab es im Jahresdurchschnitt 2011 rund 28,4 Millionen sozialversicherungspflichtig Beschäftigte in Deutschland; das waren 675 000 Personen mehr als noch vor einem Jahr. Rund 120 000 dieser zusätzlich sozialversicherungspflichtig Beschäftigten entfielen dabei auf den Wirtschaftszweig Überlassung von Arbeitskräften, sprich Leiharbeit. Die Zahl der geringfügig entlohnt Beschäftigten nahm dagegen um jahresdurchschnittlich rund 24 000 Minijobber ab, nachdem bereits im Vorjahr ein Rückgang zu verzeichnen gewesen war. Die von der Bundesagentur für Arbeit ausgewiesene Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit) ging 2011 erneut weiter zurück und belief sich im Jahresdurchschnitt

auf 4,15 Millionen Personen. Dies waren 11,7 % oder fast 550 000 Unterbeschäftigte weniger als im Vorjahr. Aufgrund des verringerten Einsatzes arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen, die den Arbeits-

ABBILDUNG 4

### Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden im Inland

Saison- und kalenderbereinigte Verläufe<sup>1</sup>



— Jahresdurchschnitt (2007 = 100)  
■ Prognose

<sup>1</sup> Werte: Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in %.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen der Institute, ab 1. Quartal 2012 Prognose der Institute.



TABELLE 10

### Arbeitsmarktbilanz

Jahresdurchschnitt in 1000 Personen

|                                      | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Erwerbstätige Inländer               | 40 506 | 41 037 | 41 376 | 41 414 |
| Pendlersaldo                         | 47     | 63     | 72     | 76     |
| Erwerbstätige Inland                 | 40 553 | 41 100 | 41 449 | 41 490 |
| Arbeitnehmer                         | 36 065 | 36 554 | 36 856 | 36 882 |
| sozialversicherungs-                 |        |        |        |        |
| pflichtige Beschäftigung             | 27 757 | 28 431 | 28 890 | 28 980 |
| geförderte SV-pflichtige             |        |        |        |        |
| Beschäftigung <sup>1</sup>           | 242    | 172    | 127    | 124    |
| Minijobs                             | 4 883  | 4 859  | 4 814  | 4 780  |
| Ein-Euro-Jobs <sup>2</sup>           | 260    | 166    | 117    | 116    |
| Selbständige                         | 4 488  | 4 546  | 4 593  | 4 608  |
| geförderte Selbständige <sup>3</sup> | 154    | 136    | 113    | 96     |
| Arbeitslose <sup>4</sup>             | 3 238  | 2 976  | 2 882  | 2 876  |
| Arbeitslosenquote BA <sup>5</sup>    | 7,7    | 7,1    | 6,8    | 6,8    |
| Erwerbslose <sup>6</sup>             | 2 946  | 2 505  | 2 366  | 2 351  |
| Erwerbslosenquote <sup>7</sup>       | 6,8    | 5,8    | 5,4    | 5,4    |
| konjunkturelle Kurzarbeit            | 429    | 104    | 157    | 177    |

<sup>1</sup> Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen, Strukturanpassungsmaßnahmen, Personal-Service-Agenturen, Eingliederungszuschuss, Eingliederungszuschuss bei Vertretung, Eingliederungszuschuss bei Neugründung, Arbeitsentgeltzuschuss, Einstiegsgeld bei abhängiger Beschäftigung, Arbeitsgelegenheiten bei Entgeltvariante, Beschäftigungszuschuss, Qualifikationszuschuss für Jüngere, Eingliederungshilfen für Jüngere, Entgeltssicherung für Ältere.

<sup>2</sup> Arbeitsgelegenheiten mit Mehraufwandsentschädigung.

<sup>3</sup> Gründungszuschüsse, Existenzgründungszuschüsse, Überbrückungsgeld und Einstiegsgeld.

<sup>4</sup> In der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.

<sup>5</sup> In % aller zivilen Erwerbspersonen.

<sup>6</sup> In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).

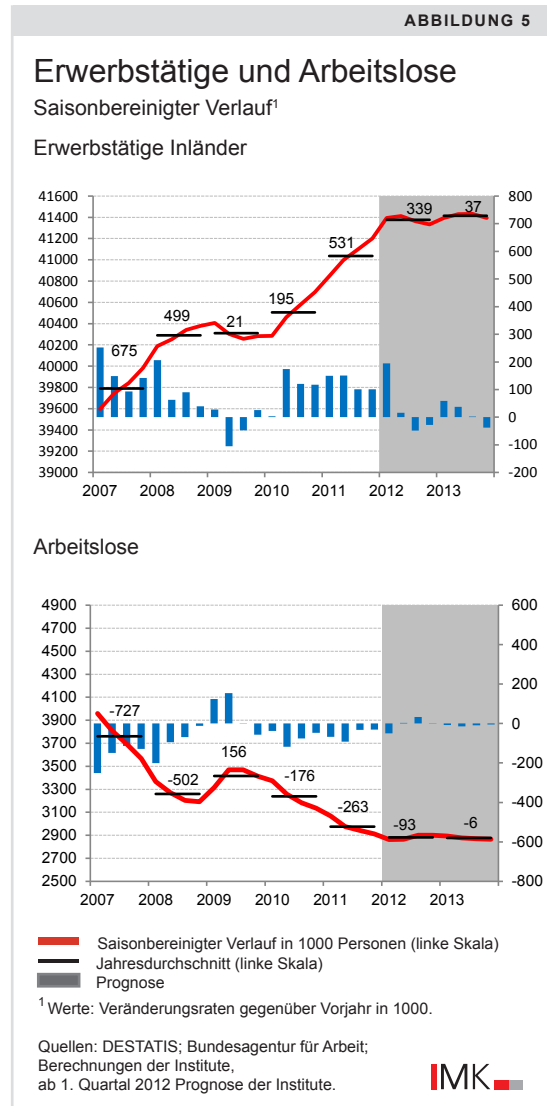
<sup>7</sup> In % der inländischen Erwerbspersonen.

Quellen: DESTATIS; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute, ab 2012 Prognose der Institute.



markt entlasten und einen unmittelbaren Einfluss auf die Höhe der registrierten Arbeitslosigkeit nicht jedoch auf die Höhe der Unterbeschäftigung haben, fiel der Rückgang der registrierten Arbeitslosigkeit mit jahresdurchschnittlich 263 000 Personen deutlich niedriger aus als der Rückgang der Unterbeschäftigung. Im Jahresdurchschnitt 2011 gab es 2,98 Millionen registrierte Arbeitslose (Abbildung 5); die Arbeitslosenquote ging auf 7,1 % zurück, nach 7,7 % im Vorjahr. Allerdings sind nach wie vor erhebliche regionale Unterschiede auszumachen, so war die Arbeitslosenquote in Ostdeutschland (einschließlich Berlin) im vergangenen Jahr mit 11,3 % um mehr als fünf Prozentpunkte höher als in Westdeutschland (6 %).

Nachdem sich der Euroraum insgesamt aufgrund der Austeritätspolitik in eine Rezession spart, wird es auch in Deutschland zu einer deutlichen Eintrübung der konjunkturellen Entwicklung kommen, die sich im Prognosezeitraum auch am Arbeitsmarkt bemerkbar machen wird. Jedoch werden die sehr guten Vorgaben aus dem Jahr 2011 zu einem erheblichen Maß die jahresdurchschnittliche Entwicklung im Jahr 2012 prägen, so dass im Vorjahresvergleich die Entwicklung wesentlich günstiger ausfallen wird als der tatsächliche unterjährige Verlauf, der die konjunkturelle Entwicklung am Arbeitsmarkt besser widerspiegelt. Der deutsche Arbeitsmarkt startete auf der Beschäftigungsseite mit einem beachtlichen Über- und in Bezug auf die Arbeitslosigkeit mit einem deutlichen Unterhang in das laufende Jahr. Und auch am aktuellen Rand ist die Arbeitsmarktentwicklung, die traditionell ein konjunktureller Nachläufer ist, noch immer bemerkenswert gut. So verzeichnete die Zahl der Erwerbstätigen im Januar 2012 saisonbereinigt einen Anstieg um 86 000 Personen auf 41,45 Millionen Erwerbstätige. Die Arbeitslosenzahl belief sich saisonbereinigt im Februar 2012 auf 2,87 Millionen registrierte Arbeitslose. Gegenüber dem Vormonat bedeutete dies zwar eine Stagnation. Nachdem in den beiden Wintermonaten Dezember und Januar aber saisonbereinigte Rückgänge von im Schnitt 23 000 Personen zu beobachten gewesen waren, ist davon auszugehen, dass dies vor allem auf die außergewöhnlich kalte Witterung im Februar zurückzuführen sein dürfte, die das Saisonbereinigungsverfahren nicht ausreichend berücksichtigen kann. Doch auch wenn der Arbeitsmarkt insgesamt zunächst noch durch eine positive Dynamik geprägt ist, so wird diese im Jahresverlauf 2012 zum Erliegen kommen und zeitweise in ihr Gegenteil umschlagen. Insgesamt dürfte die Arbeitslosigkeit im Jahresdurchschnitt 2012 dennoch um 93 000 Personen auf 2,88 Millionen registrierte Arbeits-



lose zurückgehen, wobei der Unterhang aus dem Jahr 2011 sich auf mehr als 80 000 Personen beläuft; die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt auf 6,8 % sinken. Die Erwerbstätigkeit wird – bei einem Überhang aus dem Jahr 2011 von rund 260 000 Personen in diesem Jahr im Inland insgesamt um fast 350 000 Personen auf 41,45 Millionen Erwerbstätige zunehmen. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung dürfte – nach einem Plus von 675 000 Personen im Jahr 2011 – in diesem Jahr um fast 460 000 Personen auf 28,89 Millionen Personen ansteigen, während die ausschließlich geringfügig entlohnte Beschäftigung wie schon in den Vorjahren leicht zurückgehen wird.

Im Jahr 2013 wird sich dann die Lage am Arbeitsmarkt aufgrund des schwachen konjunkturellen Umfelds faktisch kaum noch verbessern. Die Erwerbstätigkeit legt dann im Jahresdurchschnitt nur noch um rund 40 000 Personen oder 0,1 % auf 41,49 Millionen Erwerbstätige zu. Die Zahl der Arbeitslosen wird 2013 faktisch auf dem Niveau des Vorjahres stagnieren und die Arbeitslosenquote so-

mit bei 6,8 % verharren.

Das geleistete Arbeitsvolumen der Erwerbstätigen hat sich seit seinem Tiefpunkt im zweiten Quartal 2009 kräftig erholt und seitdem durchschnittlich um rund 0,5 % pro Quartal mit allerdings abnehmender Tendenz bis einschließlich dem vierten Quartal 2011 zugelegt. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen hat zwar seit ihrem Tiefpunkt im zweiten Quartal 2009 saison- und kalenderbereinigt bis zum dritten Quartal um knapp 9,7 Stunden zugenommen, lag aber immer noch um rund 8,2 Stunden unter der Arbeitszeit im zweiten Quartal 2008, dem Höchstwert der letzten Boomphase. Im letzten Quartal 2011 war dann ein saison- und kalenderbereinigter Rückgang der Arbeitszeit pro Kopf um eine Arbeitsstunde oder 0,25 % zu beobachten. In den Jahren 2012 und 2013 wird die Arbeitszeit pro Erwerbstätigen um 0,8 % beziehungsweise 0,5 % zurückgehen und entsprechend wird das Arbeitsvolumen im Jahr 2012 stagnieren und dann im Folgejahr um 0,4 % zurückgehen. Verantwortlich für den Rückgang der Arbeitszeit pro Kopf sind dabei mehrere Faktoren wie der Trend hin zu mehr Teilzeitbeschäftigung, ein stark negativer Kalendereffekt und nicht zuletzt die Nutzung verschiedener Maßnahmen der intern-numerischen Flexibilität.

Wie schon während der Krisenjahre 2008/09, als durch den Einsatz verschiedener Instrumente der intern-numerischen Flexibilität die Arbeitszeit pro Kopf stark reduziert und so Beschäftigung in erheblichem Umfang gesichert wurde (Herzog-Stein et al. 2010), ist davon auszugehen, dass in den Betrieben abermals versucht werden wird, mit Hilfe von Instrumenten der intern-numerischen Flexibilität wie beispielsweise Arbeitszeitkonten, Abbau von Überstunden und – falls notwendig – der temporären Absenkung der Regelarbeitszeit die wirtschaftliche Schwächephase zu überbrücken und Entlassungen im größeren Stil zu verhindern. Aufgrund der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in den Jahren 2010 und 2011 haben die Betriebe wieder erhebliche Kapazitäten aufgebaut, um die internen Flexibilitätsmaßnahmen auch tatsächlich nutzen zu können. Allerdings dürften die Spielräume hierfür geringer sein als im Jahr 2008. Das Wachstum der Stundenproduktivität 2012 wird sich wieder deutlich prozyklisch entwickeln und nur noch bei 0,3 % liegen, nach 1,3 % im Jahr 2011. Im Jahr 2013 dürfte die Stundenproduktivität dann wieder um 1,1 % zunehmen.

## Fiskalpolitik leicht restriktiv

Im vergangenen Jahr schwenkte die Finanzpolitik nach dem noch stark von den expansiven Impulsen der Konjunkturpakete geprägten Vorjahr auf einen leichten Restriktionskurs um. Dieser Kurs wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen. Der diskretionäre Impuls wird in diesem Jahr insgesamt -0,4 % des BIP, im nächsten Jahr dann -0,3 % des BIP betragen.

In diesem Jahr kommt der stärkste restriktive Impuls aus dem endgültigen Auslaufen der meisten Maßnahmen der Konjunkturpakete, während die zusätzlichen Einsparungen aus dem „Zukunftspaket“ einen kleineren Anteil beisteuern. Außerdem tragen die zu erwartenden Konsolidierungsanstrengungen der Länder und Gemeinden zum negativen Gesamtimpuls bei. Leicht gemindert wird dieser durch die Senkung des Beitragssatzes zur Rentenversicherung von 19,9 % auf 19,6 %.

Das gesamtstaatliche Defizit wird sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr sinken. Zwar dürften die Einnahmen des Staates infolge der verhaltenen Zunahme der Steuern und Sozialbeiträge deutlich schwächer wachsen, allerdings dürften die Ausgaben des Staates dahinter zurück bleiben, nicht zuletzt aufgrund sinkenden Zinsausgaben infolge der historisch niedrigen Zinsen für Bundesanleihen. Die Defizitquote wird in diesem Jahr auf -0,7 % des BIP und 2013 auf -0,2 % zurückgehen.

## Mittelfristige Projektion bis 2016

Die Ausgangslage am Beginn des Prognoseprozesses des Makro-Konsortiums war durch Unsicherheit und Widersprüchlichkeit charakterisiert. Seit dem Sommer 2011 verschlechterten sich die voraus-eilenden Konjunkturindikatoren, insbesondere die Auftragseingänge. Im letzten Quartal sank das BIP in der EU um 0,3 %; selbst in Deutschland ging die Gesamtproduktion um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zurück (bereinigt um Saison- und Arbeitstageeffekte). Gleichzeitig vertiefte sich die Spaltung in der wirtschaftlichen Dynamik der EU. Die südlichen EU-Länder befinden sich bereits in einer Rezession, die im laufenden Jahr anhalten wird. Wesentlich günstiger dürfte die Entwicklung in den zentral- und nordeuropäischen Ländern verlaufen, mit Deutschland als konjunkturellem Anker.

Diese Entwicklung war Folge der sich seit dem Herbst 2009 vertiefenden Krise im Euroraum. Zugleich wirkten die Unterschiede in der europäischen Konjunkturdynamik auf die Eurokrise verschärfend zurück. So erzwang der dramatische Anstieg der Zinsen für Staatsanleihen zunächst in

Griechenland und in der Folge in Irland, Portugal, Spanien und zuletzt in Italien eine ausgeprägte Sparpolitik. Beide Entwicklungen verhinderten eine Erholung der Konjunktur, was wiederum die Zinsen weiter steigen ließ. Gleichzeitig gingen die Zinsen in Deutschland und in den anderen zentral- und nordeuropäischen Ländern zurück. Die wirtschaftliche Erholung verbesserte die öffentlichen Finanzen und ersparte diesen Ländern harte Konsolidierungsschritte, was wiederum den Konjunkturaufschwung stärkte.

Zusätzlich nahmen die Gegensätze in der wirtschaftlichen Dynamik innerhalb der EU deshalb zu, weil sich seit der Finanzkrise 2008/2009 auch die Spaltung der Weltwirtschaft vertiefte, in einerseits die weiterhin stark expandierenden Schwellenländer wie China, Indien und Brasilien und andererseits die Industrieländer, deren Wirtschaft sich insgesamt nur langsam erholte. Jene EU-Länder, deren Wachstum primär von der Exportnachfrage angetrieben wird wie Deutschland, die Niederlande oder Österreich, profitierten von der Importdynamik der Schwellenländer in ungleich höherem Maße als die südeuropäischen Euroländer, deren Wachstum nach der Euroeinführung primär von der Binnennachfrage stimuliert worden war.

Die Unterschiede im Niveau der Anleihezinsen, in der Konjunkturdynamik und in der Entwicklung der Staatsschulden verstärkten sich innerhalb des Euroraums somit wechselseitig. Diese Entwicklung erzwang zunächst die Einrichtung des Euro-Rettungsschirms EFSF und im Zuge der Ausweitung der Krise auf Irland, Portugal, Spanien und Italien eine Serie von EU-Gipfeln, deren Beschlüsse durch die Ausweitung der Krise rasch obsolet wurden.

Angesichts dieser Entwicklungen verpflichteten sich die Regierungschefs von 25 der 27 EU-Staaten (ohne Großbritannien und Tschechien) im Januar 2012 zu einem verstärkten Konsolidierungskurs. Dieser „Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union“ – im Folgenden kurz „EU-Fiskalpakt“ genannt – wurde am EU-Gipfel vom 1./2. März 2012 unterzeichnet. Demnach müssen die 25 EU-Staaten ihren Haushalt auf der Basis entsprechender nationaler Gesetzesänderungen, vorzugsweise Ergänzungen ihrer Verfassungen, nach zwei Kriterien gestalten:

- Nach dem Vorbild der deutschen Schuldenbremse darf jeder Staat ein strukturelles (konjunkturbereinigtes) Haushaltsdefizit von maximal 0,5 % des BIP aufweisen (Defizitkriterium).
- Jedes Jahr muss die Staatsschuld im Ausmaß eines Zwanzigstels der Differenz zwischen der aktuellen Schuldenquote und dem Zielwert von 60 % abgebaut werden (Schuldenkriterium).

Die 25 Regierungschefs legten fest, dass jeweils das höhere Konsolidierungserfordernis maßgeblich für die Gestaltung der Fiskalpolitik sei.

Simulationen mit dem ökonometrischen Weltmodell von Oxford Economics (OEF-Modell) zeigen, dass mittelfristig die Konsolidierung entsprechend des Schuldenkriteriums die wirtschaftliche Entwicklung von Ländern mit besonders hohen Schuldenstandsquoten wie Italien und Belgien stark beeinträchtigen und damit die wirtschaftliche Entwicklung in der EU insgesamt deutlich dämpfen würde.

Üblicherweise machen Wirtschaftsforscher in vergleichbaren Situationen Zusatzannahmen, die zu einem günstigeren Prognoseergebnis führen. Dadurch soll erreicht werden, dass die eigene Prognose von jener anderer Institute und internationaler Organisationen nicht zu stark abweicht. Das Makro-Konsortium entschied sich für eine andere Vorgehensweise.

Für das Basisszenario wurde angenommen, dass sich die Politik der 25 EU-Länder an die Beschlüsse vom Januar 2012 halten wird, ungeachtet einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Performance. Die bisherige Entwicklung in Griechenland stützt diese Annahme: Der nachhaltige Schrumpfungsprozess veranlasste die Spitzenpolitiker der EU nicht etwa, die Strategie der Austeritätspolitik zu überdenken. Statt dessen wurden Griechenland immer härtere Sparmaßnahmen verordnet (Tabelle 11).

## Simulationsannahmen

Die mittelfristige Projektion wurde mit Hilfe des OEF-Modells erstellt. Dieses umfasst Teilmodelle für 46 Länder bzw. Regionen, deren Interaktionen durch Export- und Importfunktionen für Waren und Dienstleistungen abgebildet werden. Als Ausgangsbasis diente die Modellversion vom Februar 2012. Sie wurde entsprechend der Annahme modifiziert, dass die Beschlüsse der 25 EU-Regierungschefs ab Mitte 2012 in folgender Weise umgesetzt werden:

- Auf Basis der Daten für 2011 wird der jährliche Konsolidierungsbedarf der einzelnen EU-Länder ermittelt. Für die Größe des strukturellen Defizits wurden die Schätzungen der Herbstprognose der Europäischen Kommission herangezogen.
- Es wird angenommen, dass das Ziel eines strukturellen Defizits von höchstens 0,5 % des BIP bis 2016 erreicht werden soll (analog zur deutschen Schuldenbremse).
- Länder, in denen es weder nach dem Defizitkriterium noch nach dem Schuldenkriterium einen Konsolidierungsbedarf gibt, ergreifen keine

Sparmaßnahmen. Allerdings nutzen sie ihren fiskalpolitischen Spielraum nicht für expansive Maßnahmen aus. Laut dem Beschluss der 25 Regierungschefs dürften sie dies ohnehin nur bis zu einem strukturellen Defizit von 1 % des BIP tun, sofern die Schuldenquote deutlich kleiner ist als 60 %.

- Die Konsolidierungsmaßnahmen erfolgen zu 70 % durch Kürzung der Ausgaben für den öffentlichen Konsum, die öffentlichen Investitionen und für Transferleistungen und zu 30 % durch Erhöhung der direkten und indirekten Steuern sowie der Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung.
- Alle drei Ausgaben- bzw. Einnahmenkomponenten werden in gleichem (relativen) Ausmaß gesenkt bzw. erhöht.
- Auf Basis der Modellergebnisse für 2013 wird die Konsolidierungspolitik adjustiert. Besteht etwa nach dem Defizitkriterium kein Konsolidierungserfordernis mehr, wohl aber nach dem Schuldenkriterium, so wird die Austeritätspolitik fortgesetzt. Die Differenz zwischen dem Schuldenstand 2013 und dem Zielwert von 60 % wird jährlich um ein Zwanzigstel reduziert.

Tabelle 11 zeigt den Konsolidierungsbedarf aller EU-Länder nach dem Defizit- bzw. Schuldenkriterium auf Basis der Daten für 2011. In Belgien, beispielsweise, lag das strukturelle Defizit laut Berechnung der Europäischen Kommission bei 3,0 % des BIP, die Staatsschuldenquote betrug 97,2 %. Daraus ergibt sich nach dem Defizitkriterium ein Konsolidierungserfordernis von 0,5 % des BIP pro Jahr. Damit soll 2016 ein Wert von 0,5 % des BIP erreicht werden. Nach dem Schuldenkriterium liegt der Konsolidierungsbedarf bei 1,9 % des BIP (ein Zwanzigstel der Differenz zwischen dem aktuellen Schuldenstand und dem Zielwert von 60 %). Für die Modellsimulation wurde daher angenommen, dass Belgien seine Staatsausgaben im Ausmaß von etwa 1,3 % des BIP senkt und seine Staatseinnahmen im Ausmaß von 0,6 % des BIP erhöht.

Den größten jährlichen Konsolidierungsbedarf (in % des BIP) haben entsprechend dem Beschluss der 25 EU-Länder Griechenland (5,1 %), Italien (3,0 %), Irland (2,4 %) und Portugal (2,1 %). Auch in Großbritannien wäre der Konsolidierungsbedarf (in % des BIP) mit jährlich 1,5 % ebenfalls drastisch, doch hat seine Regierung die Zustimmung zu beiden Regeln verweigert.

TABELLE 11

### Konsolidierungsbedarf nach dem Defizit- bzw. dem Schuldenkriterium (in % des BIP)

|                        | Ausgangslage<br>2011 |              | Konsolidierungs-<br>bedarf pro Jahr |              | Schuldenstand<br>2013 | Konsolidierungs-<br>bedarf pro Jahr |
|------------------------|----------------------|--------------|-------------------------------------|--------------|-----------------------|-------------------------------------|
|                        | Defizit              | Staatsschuld | Defizit                             | Staatsschuld |                       |                                     |
| Belgien                | -3,0                 | 97,2         | -0,5                                | -1,9         | 96,3                  | -1,8                                |
| Bulgarien              | -1,2                 | 17,5         | -0,1                                | –            | 15,3                  | –                                   |
| Tschechien             | -3,6                 | 39,9         | -0,6                                | –            | 39,5                  | –                                   |
| Dänemark               | -2,1                 | 44,1         | -0,3                                | –            | 45,0                  | –                                   |
| Deutschland            | -1,3                 | 81,7         | -0,2                                | -1,1         | 81,7                  | -1,1                                |
| Estland                | -0,2                 | 5,8          | –                                   | –            | 6,1                   | –                                   |
| Irland                 | -9,1                 | 108,1        | -1,7                                | -2,4         | 99,3                  | -2,0                                |
| Griechenland           | -5,0                 | 162,8        | -0,9                                | -5,1         | 157,6                 | -4,9                                |
| Spanien                | -4,9                 | 69,6         | -0,9                                | -0,5         | 65,0                  | -0,3                                |
| Frankreich             | -4,7                 | 85,4         | -0,8                                | -1,3         | 84,4                  | -1,2                                |
| Italien                | -3,1                 | 120,5        | -0,5                                | -3,0         | 119,7                 | -3,0                                |
| Zypern                 | -5,9                 | 64,9         | -1,1                                | -0,2         | 70,9                  | -0,5                                |
| Lettland               | -3,2                 | 44,8         | -0,5                                | –            | 47,1                  | –                                   |
| Litauen                | -4,2                 | 37,7         | -0,7                                | –            | 39,4                  | –                                   |
| Luxemburg              | 0,5                  | 19,5         | –                                   | –            | 20,3                  | –                                   |
| Ungarn                 | -5,0                 | 75,9         | -0,9                                | -0,8         | 79,1                  | -1,0                                |
| Malta                  | -3,1                 | 69,6         | -0,5                                | -0,5         | 71,5                  | -0,6                                |
| Niederlande            | -3,2                 | 64,2         | -0,5                                | -0,2         | 64,5                  | -0,2                                |
| Österreich             | -3,1                 | 72,2         | -0,5                                | -0,6         | 71,6                  | -0,6                                |
| Polen                  | -5,5                 | 56,7         | -1,0                                | –            | 55,3                  | –                                   |
| Portugal               | -6,9                 | 101,6        | -1,3                                | -2,1         | 97,3                  | -1,9                                |
| Rumänien               | -3,7                 | 34,0         | -0,6                                | –            | 33,3                  | –                                   |
| Slowenien              | -3,0                 | 45,5         | -0,5                                | –            | 54,6                  | –                                   |
| Slowakei               | -4,9                 | 44,5         | -0,9                                | –            | 42,1                  | –                                   |
| Finnland               | 0,1                  | 49,1         | –                                   | –            | 47,0                  | –                                   |
| Schweden               | 0,9                  | 36,3         | –                                   | –            | 38,4                  | –                                   |
| Vereinigtes Königreich | -8,0                 | 84,0         | -1,5                                | -1,2         | 78,7                  | -0,9                                |

Quellen: European Economic Forecast - Autumn 2011.  
([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2011/pdf/ee-2011-6\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf)), Berechnungen der Institute auf Basis von Simulationen mit dem OEF Modell.

Lediglich in vier Ländern – Estland, Luxemburg, Finnland und Schweden – sind sowohl das Defizitkriterium als auch das Schuldenkriterium erfüllt, es besteht somit kein Konsolidierungsbedarf nach der „Doppelregel“.

Die Modellsimulation erfolgte in zwei Schritten. Zunächst wurden für jedes Land die Reduktion der drei Ausgabenkategorien bzw. die Erhöhung der drei Einnahmenarten dem Modell für die Periode vom dritten Quartal 2012 bis zum vierten Quartal 2013 vorgegeben und eine erste Simulation durchgeführt. Sie ergab eine Vertiefung der in der Basisversion des OEF-Modells ausgewiesenen Konjunkturabschwächung für 2012 und ihre Verlängerung im Folgejahr.

Das Modell weist für alle Länder eine Erfüllung des Defizitkriteriums im Jahr 2013 aus, und zwar aus zwei Gründen. Erstens verbessern die Konsolidierungsmaßnahmen den Finanzierungssaldo der Staaten, und zweitens weitet sich die Outputlücke stark aus, sodass der strukturelle Saldo günstiger ist als der Gesamtsaldo.

Die Staatsschuldenquoten verbessern sich hingegen kaum: Die „synchronisierte“ Austeritätspolitik führt zu einer Stagnation des nominellen BIP, gleichzeitig ist der staatliche Finanzierungssaldo in den meisten EU-Ländern noch negativ. Auf Basis der vom OEF-Modell für 2013 simulierten Staatsschuldenquoten wird die Konsolidierungspolitik in den einzelnen EU-Ländern gemäß dem Schuldenkriterium in den Jahren 2014 bis 2016 fortgesetzt (Tabelle 11 zeigt das Konsolidierungserfordernis jedes Landes).

### Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Auf Grund dieser Annahmen weist das OEF-Modell im „Fiskalpakt-Szenario“ folgende Rahmenbedingungen in der Weltwirtschaft aus (Tabelle 12).

Nicht zuletzt wegen der „Sparstagnation“ im Euroraum (die Wirtschaft wächst bis 2016 nur um 0,5 % pro Jahr – Tabelle 13) wird der Dollar-Euro-Kurs im Durchschnitt nur bei 1,27 US-Dollar liegen, deutlich niedriger als im Durchschnitt der vorangegangenen 5 Jahre (1,39 US-Dollar). Auch das Zinsniveau bleibt extrem niedrig; im Euroraum dürften die kurzfristigen Zinsen sogar etwas niedriger sein als in den USA (Tabelle 12).

Der Erdölpreis (Brent) geht bis 2013 als Folge der anhaltenden Rezession in Europa leicht zurück und steigt dann bis 2016 auf 111,7 US-Dollar. Im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2016 läge er bei 104,5 US-Dollar je Barrel und damit um 23,4 % höher als zwischen 2007 und 2011. Der jüngste Ölpreisanstieg ist Folge politischer Spannungen in Nahen Osten und dürfte temporärer Natur sein –

TABELLE 12

### Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen der mittelfristigen Entwicklung

Fiskalpakt-Szenario

|                                | Ø<br>1992-<br>2001 | Ø<br>2002-<br>2006 | Ø<br>2007-<br>2011 | Ø<br>2012-<br>2016 |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Erdölpreis (Brent, USD/Barrel) | 19,2               | 42,3               | 84,4               | 104,5              |
| Wechselkurs (USD/EUR)          | 1,2                | 1,2                | 1,4                | 1,3                |
| 3-Monatszins in %              |                    |                    |                    |                    |
| Euroraum                       | 5,7                | 2,6                | 2,5                | 0,4                |
| USA                            | 5,0                | 2,7                | 1,9                | 0,8                |
| Langfristiger Zinssatz in %    |                    |                    |                    |                    |
| Euroraum                       | 6,8                | 4,1                | 4,1                | 3,3                |
| USA                            | 6,1                | 4,4                | 3,5                | 3,4                |
| Welthandel, real               | 6,7                | 8,3                | 3,6                | 6,2                |

Quellen: EZB; Federal Reserve; WIFO;  
ab 2012 Prognose der Institute.



andernfalls wäre das prognostizierte Wachstum der Weltwirtschaft etwas niedriger. Die Preise der übrigen Rohstoffe (auf Dollarbasis) gehen merklich zurück, in erster Linie als Folge der Dollaraufwertung und der relativ schwachen Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern.

Der Welthandel expandiert bis 2016 um durchschnittlich 6,2 % pro Jahr und damit stärker als in den fünf vorangegangenen Jahren, welche von der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt wurden. Das hohe Wachstum des internationalen Handels ist in erster Linie Folge der anhaltend dynamischen Wirtschaftsentwicklung in den Schwellenländern, insbesondere in den BRIC-Ländern Brasilien, Russland, Indien und China (Tabelle 13).

### Anhaltende Diskrepanzen in der globalen Wachstumsdynamik

Nicht zuletzt als Folge der anhaltenden Sparpolitik in den Euroländern nehmen die Unterschiede in der Wachstumsdynamik sowohl innerhalb der Industrieländer als auch in der Weltwirtschaft zu.

Für den Euroraum prognostiziert das OEF-Modell ein Wirtschaftswachstum von lediglich 0,5 % pro Jahr, also eine Phase der Stagnation. In den übrigen EU-Ländern entwickelt sich die Wirtschaft günstiger, in erster Linie wegen eines niedrigeren Niveaus der langfristigen Zinsen. So dürfte das BIP in Großbritannien bis 2016 um 1,7 % pro Jahr steigen. Überdies ist der Konsolidierungsbedarf in einigen (skandinavischen) Ländern gering bzw. nicht vorhanden. Für die gesamte EU27 ergibt sich ein mittelfristiges Wirtschaftswachstum von 0,9 % pro Jahr (Tabelle 13).

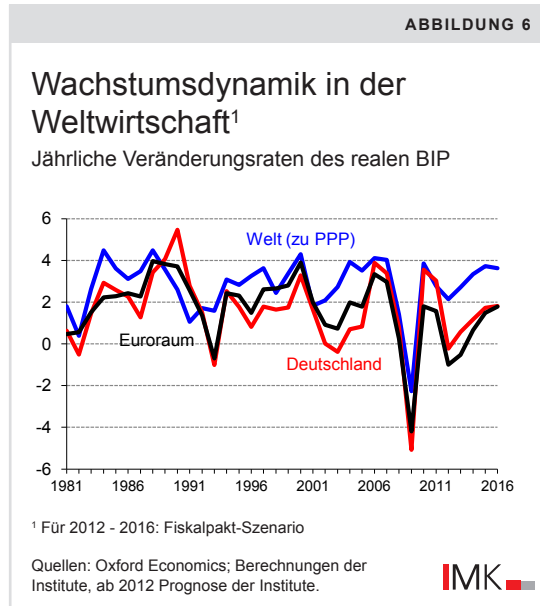
In den USA dürfte die Wirtschaft um 2,7 % pro Jahr expandieren. Dieses relativ hohe Wachs-

tumstempo ergibt sich nicht zuletzt deshalb, weil sich die Konjunkturerholung 2012 und 2013 fortsetzt (im Gegensatz zum Euroraum). Dazu trägt die expansive Geldpolitik wesentlich bei: Sie stabilisiert nicht nur den kurzfristigen Zins, sondern auch den langfristigen Zins auf einem Niveau, das deutlich unter der (nominellen) Wachstumsrate liegt. Auch für Japan prognostiziert das OEF-Modell ein nahezu doppelt so hohes Wirtschaftswachstum wie in der EU27 (1,7 % pro Jahr gegenüber 0,9 %).

In den BRIC-Ländern setzt sich die dynamische Expansion der Gesamtproduktion fort. Für China und Indien prognostiziert das OEF-Modell ein Wachstumstempo von 8,5 % bzw. 8 % pro Jahr, in Russland und Brasilien dürfte die Wirtschaft weiterhin etwas langsamer wachsen (3,6 % bzw. 4,1 % pro Jahr). Das gesamte BIP der Welt (zu Kaufkraftparitäten) wird laut OEF-Modell bis 2016 um 4 % pro Jahr steigen (Tabelle 13, Abbildung 6).

#### Anhaltende Wachstumsdämpfung durch synchronisierte Sparpolitik

Die Abbildungen 7 und 8 sowie die Tabelle 14 verdeutlichen, dass die gleichgeschaltete Sparpolitik in fast allen EU-Ländern die Entwicklung im Euroraum besonders stark beeinträchtigen würde. Die EU-Länder mit nationaler Währung können die dämpfenden Effekte der restriktiven Fiskalpolitik durch eine expansive Geldpolitik teilweise kompensieren. Insgesamt würde das BIP nach der Simulation mit dem OEF-Modell zwei Jahre lang schrumpfen (besonders stark sinken die Brutto-In-



vestitionen), die Arbeitslosenquote stiege auf über 12 % im Jahr 2014; ab 2015 sinken die Verbraucherpreise, was die Gefahr einer Deflation in sich birgt.

Besonders stark würde eine Austeritätspolitik entsprechend dem EU-Fiskalpakt die Entwicklung in jenen südeuropäischen Euroländern beeinträchtigen, deren wirtschaftliche und soziale Lage schon jetzt viel schlechter ist als in den mittel- und nordeuropäischen Ländern (Tabelle 14). Für Griechenland prognostiziert das OEF-Modell de facto einen Kollaps der Wirtschaft, auch in Italien und Portugal würde das BIP im Durchschnitt des Prognosezeitraums schrumpfen und in Spanien stagnieren.

Auch wenn diese Ergebnisse – wie alle ökonomischen Simulationen – die Gültigkeit einer Reihe von Annahmen unterstellen (und daher mehr als Szenario denn als genaue Prognose interpretiert werden müssen), so legen sie doch folgenden Schluss nahe: Eine synchrone Sparpolitik entsprechend dem EU-Fiskalpakt wird die Kluft innerhalb des Euroraums zwischen den Mitgliedsländern in Südeuropa und Deutschland sowie den übrigen Euroländern in Mittel- und Nordeuropa vertiefen. Die Hauptursache der Eurokrise wird so nicht überwunden, sondern verschärft.

Die verhängnisvollen Auswirkungen einer synchronen Sparpolitik in der EU zu einem Zeitpunkt, zu dem sich die südeuropäischen Mitgliedsländer bereits in einer Rezession befinden, wird durch den Vergleich mit einer Alternativstrategie deutlich: Gelänge es, durch Einführung von Eurobonds das Niveau der langfristigen Zinsen im Simulationszeitraum bei 2 % zu stabilisieren (wie in den USA und in Großbritannien), so ergäbe sich in allen

TABELLE 13

### Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts

|                           | Ø<br>1992-<br>2001 | Ø<br>2002-<br>2006 | Ø<br>2007-<br>2011 | Ø<br>2012-<br>2016 |
|---------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Welt                      | 3,1                | 4,1                | 3,0                | 4,0                |
| Industrieländer           | 2,7                | 2,4                | 0,6                | 2,0                |
| EU27                      | 2,5                | 2,1                | 0,5                | 0,9                |
| Euroraum                  | 2,1                | 1,8                | 0,5                | 0,5                |
| Deutschland               | 1,6                | 1,0                | 1,1                | 1,0                |
| Frankreich                | 2,0                | 1,7                | 0,5                | 0,7                |
| Italien                   | 1,6                | 1,1                | -0,6               | -0,6               |
| Vereinigtes<br>Königreich | 3,1                | 2,8                | 0,2                | 1,7                |
| USA                       | 3,5                | 2,7                | 0,5                | 2,7                |
| Japan                     | 0,8                | 1,5                | -0,2               | 1,7                |
| China                     | 10,3               | 10,6               | 10,5               | 8,5                |
| Indien                    | 5,9                | 7,6                | 8,0                | 8,0                |
| Russland                  | -2,9               | 6,8                | 2,7                | 3,6                |
| Brasilien                 | 2,5                | 3,3                | 4,2                | 4,1                |

Quellen: Oxford Economics, ab 2012  
Modellsimulation der Institute.

**IMK**

## Zwei Szenarien der mittelfristigen Entwicklung im Euroraum

Modellsimulation mit dem Modell von Oxford Economics

|                              | Fiskalpakt Eurobonds<br>Ø 2012/ 2016 |       | Fiskalpakt Eurobonds<br>Ø 2011/ 2016 |       | Fiskalpakt Eurobonds<br>Ø 2011/ 2016 |       |
|------------------------------|--------------------------------------|-------|--------------------------------------|-------|--------------------------------------|-------|
|                              | Deutschland                          |       | Österreich                           |       | Niederlande                          |       |
| BIP, Veränderungsrate        | 1,0                                  | 1,7   | 1,0                                  | 1,6   | 0,7                                  | 1,5   |
| Brutto-Investitionen         | 1,2                                  | 3,8   | 1,5                                  | 2,3   | 1,1                                  | 2,3   |
| Arbeitslosenquote            | 7,6                                  | 6,5   | 5,0                                  | 4,4   | 6,2                                  | 5,4   |
| Inflation                    | 0,0                                  | 1,9   | 1,3                                  | 2,1   | 0,5                                  | 1,8   |
| Budgetsaldo in % des BIP     | 1,7                                  | -0,8  | -1,4                                 | -2,7  | -2,3                                 | -2,3  |
| Staatsschuldenquote          | 80,5                                 | 79,7  | 72,5                                 | 72,6  | 70,6                                 | 67,2  |
| Leistungsbilanz in % des BIP | 6,4                                  | 4,2   | 2,5                                  | 2,4   | 6,5                                  | 7,0   |
|                              | Frankreich                           |       | Finnland                             |       | Belgien                              |       |
| BIP, Veränderungsrate        | 0,7                                  | 1,4   | 2,3                                  | 2,4   | 0,7                                  | 1,3   |
| Brutto-Investitionen         | 0,3                                  | 2,3   | 4,0                                  | 3,1   | 2,2                                  | 2,6   |
| Arbeitslosenquote            | 9,6                                  | 9,1   | 7,4                                  | 7,2   | 7,9                                  | 7,1   |
| Inflation                    | 0,9                                  | 2,0   | 1,2                                  | 1,8   | 0,8                                  | 1,9   |
| Budgetsaldo in % des BIP     | -0,6                                 | -3,4  | -1,0                                 | -0,6  | 3,1                                  | -1,2  |
| Staatsschuldenquote          | 89,6                                 | 90,9  | 46,0                                 | 44,4  | 94,2                                 | 98,2  |
| Leistungsbilanz in % des BIP | -1,8                                 | -2,7  | 1,8                                  | 2,5   | 1,4                                  | 0,5   |
|                              | Italien                              |       | Portugal                             |       | Griechenland                         |       |
| BIP, Veränderungsrate        | -0,6                                 | 0,7   | -0,8                                 | -0,5  | -6,4                                 | -1,2  |
| Brutto-Investitionen         | -0,6                                 | 1,4   | -2,8                                 | -3,1  | -11,1                                | -10,9 |
| Arbeitslosenquote            | 11,1                                 | 8,8   | 14,1                                 | 13,2  | 26,8                                 | 21,1  |
| Inflation                    | 0,1                                  | 2,6   | 1,0                                  | 2,1   | -0,1                                 | 1,5   |
| Budgetsaldo in % des BIP     | 4,6                                  | -0,4  | -3,7                                 | -2,9  | 8,0                                  | -2,2  |
| Staatsschuldenquote          | 118,3                                | 115,9 | 113,2                                | 107,0 | 149,6                                | 127,0 |
| Leistungsbilanz in % des BIP | -0,7                                 | -2,4  | -4,6                                 | -5,1  | -0,5                                 | -5,1  |
|                              | Spanien                              |       | Irland                               |       | Euroraum                             |       |
| BIP, Veränderungsrate        | 0,2                                  | 0,9   | 0,6                                  | 1,5   | 0,5                                  | 1,3   |
| Brutto-Investitionen         | 0,0                                  | 1,0   | 3,6                                  | 4,4   | 0,5                                  | 2,3   |
| Arbeitslosenquote            | 23,9                                 | 23,3  | 14,0                                 | 12,5  | 11,4                                 | 10,3  |
| Inflation                    | 0,5                                  | 1,7   | 0,1                                  | 1,5   | 0,4                                  | 2,0   |
| Budgetsaldo in % des BIP     | -2,8                                 | -3,3  | -1,1                                 | -0,4  | 0,6                                  | -1,8  |
| Staatsschuldenquote          | 79,9                                 | 77,7  | 115,6                                | 104,3 | 88,3                                 | 87,2  |
| Leistungsbilanz in % des BIP | -2,7                                 | -2,7  | 3,2                                  | 2,5   | 0,8                                  | -0,3  |

Quellen: Oxford Economics, ab 2012 Modellsimulation der Institute.



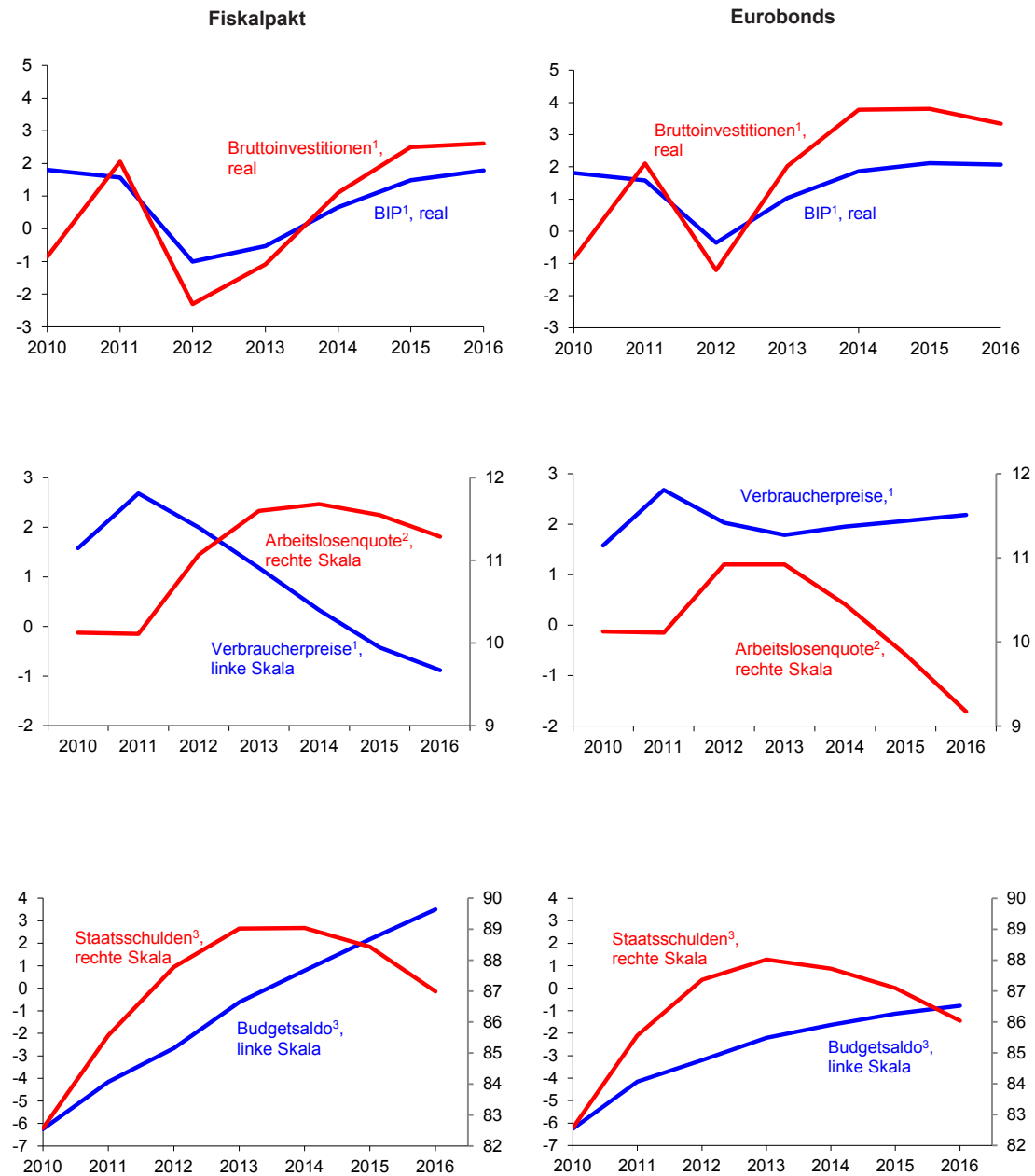
Euröländern, aber auch in der EU insgesamt und damit auch in der Weltwirtschaft, eine viel bessere Entwicklung (siehe die Abbildungen 7 und 8 – wie dieses Alternativszenario realisiert werden könnte wird später noch näher diskutiert).

Obwohl das OEF-Modell, das ein gängiges, stark von der Angebotsseite bestimmtes ökonometrisches Modell ist, im Fall des Fiskalpakt-Szenarios eine markante Verringerung des Budgetdefizits prognostiziert (ab 2014 werden sogar Überschüsse ausgewiesen), sinkt die Staatsschuldenquote erst ab 2015 und überdies so geringfügig, dass sie 2016 noch immer deutlich über dem Wert von 2011 liegt (Abbildungen 7 und 8, Tabelle 14). Drei Faktoren sind für dieses Spar- bzw. Schuldenparadox maßgeblich: die wachstumsdämpfenden Effekte einer gleichzeitigen Sparpolitik in fast allen EU-Ländern, die damit verbundenen deflationären Tendenzen und das permanent über der (nominellen) Wachstumsra-

te liegende Niveau der langfristigen Zinsen. Aus diesen Gründen steigt die Staatsverschuldung im Alternativszenario einer Zinsstabilisierung durch Eurobonds trotz Verzichts auf Sparmaßnahmen nicht stärker als im Fiskalpakt-Szenario (Abbildungen 7 und 8).

Das Resultat der Modellsimulation, wonach eine fast fünf Jahre lang praktizierte Sparpolitik die Staatsschuldenquoten nicht senkt, spiegelt den fundamentalen Konstruktionsfehler des Schuldenkriteriums im EU-Fiskalpakt wider: Im Gegensatz zum Defizitkriterium wird nicht differenziert zwischen der aus konjunkturellen Gründen akkumulierten Staatsschuld und der aus anderen („strukturellen“) Gründen entstandenen Staatsschuld. Wenn daher eine synchrone Sparpolitik eine Rezession verursacht und die (negative) Outputlücke ausweitet, so geht zwar das strukturelle Defizit zurück. Das Gesamtdefizit lässt aber den Schuldenstand weiter steigen und erzwingt nach

# Gesamtwirtschaftliche Performance bei zwei Szenarien Euroraum



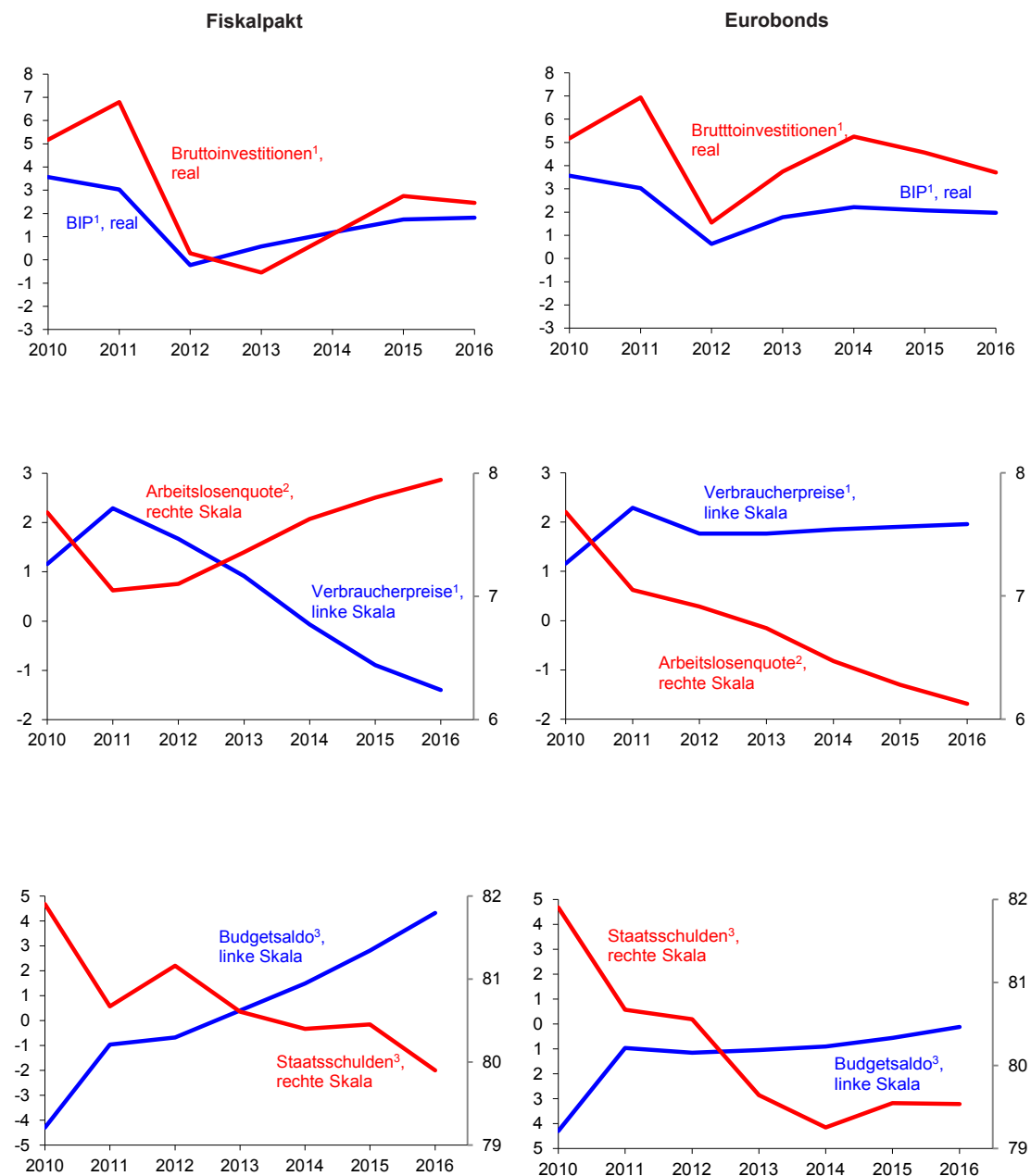
<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in %.

<sup>2</sup> In % der Erwerbspersonen.

<sup>3</sup> In % des BIP.

Quellen: Oxford Economics, ab 2012 Modellsimulation der Institute.

# Gesamtwirtschaftliche Performance bei zwei Szenarien Deutschland



<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in %.

<sup>2</sup> In % der Erwerbspersonen.

<sup>3</sup> In % des BIP.

Quellen: Oxford Economics, ab 2012 Modellsimulation der Institute.

dem Schuldenkriterium eine Fortsetzung des Sparkurses<sup>2</sup>.

Ein weiterer Konstruktionsfehler des Schuldenkriteriums besteht in der „Willkürlichkeit“ der Zielgröße einer Schuldenquote von 60 %. Dieser Wert hatte 1992, als er als Teil der Maastricht-Kriterien „erfunden“ wurde, seine Berechtigung durch die Annahme, das (nominelle) BIP würde mittel- und langfristig um 5 % pro Jahr steigen. In diesem Fall konvergiert die Staatsschuldenquote gegen den Wert von 60 %, selbst wenn das Budgetdefizit permanent bei der Maastricht-Obergrenze von 3 % des BIP liegt.

Tatsächlich ist aber das nominelle BIP des Euroraums (11 Länder) seit 1992 lediglich um 3,5 % pro Jahr gestiegen. Unter der gleichen Annahme eines Gesamtdefizits von 3 % des BIP ergäbe dies einen Grenz- bzw. Zielwert der Staatsschuldenquote von etwa 86 %. Soll aber das Gesamtdefizit mittelfristig nur 0,5 % des BIP betragen (dies impliziert der EU-Fiskalpakt, da über den Konjunkturzyklus strukturelles und gesamtes Defizit gleich hoch sind), dann ergäbe sich ein impliziter Zielwert der Staatsschuldenquote von etwa 14 %. Wendet man diese Logik konsequent an, müsste ein Land wie Italien dann 20 Jahre lang seine öffentlichen Schulden in % des BIP um 5,3 Prozentpunkte pro Jahr abbauen.

### Hartnäckige Wachstumsschwäche der deutschen Wirtschaft

Unter den Bedingungen des Fiskalpakt-Szenarios prognostiziert das OEF-Modell für Deutschland eine Phase schwacher Wirtschaftsdynamik, das BIP würde bis 2016 um lediglich 1,0 % pro Jahr wachsen (Tabelle 15). Dafür sind hauptsächlich zwei Faktoren bestimmend. Erstens liefert die deutsche Wirtschaft einen erheblichen Teil ihrer Exporte an andere Euroländer und wird daher durch die synchrone Sparpolitik beeinträchtigt. Zweitens muss Deutschland entsprechend dem EU-Fiskalpakt den Staatshaushalt jährlich im Ausmaß von 1,1 % des BIP konsolidieren (Tabelle 11), dies dämpft die Netto-Einkommen und damit Konsum und Importe (Tabelle 15).

Das Wirtschaftswachstum in Deutschland dürfte somit unter den Bedingungen des EU-Fiskalpakts ebenso schwach sein wie in den beiden vorangegangenen Fünf-Jahresperioden. Damals war die deutsche Wirtschaft allerdings „Nachzügler“ in

Europa, in der Prognoseperiode wäre sie mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 1 % „Vorreiter“. Von den Euroländern dürfte lediglich die finnische Wirtschaft weniger schwach wachsen (Tabelle 14).

Der wichtigste Grund für diese relativ gute Performance liegt in der anhaltend kräftigen Zunahme der Ausfuhren in die weiterhin stark expandierenden Schwellenländer. Insgesamt werden die deutschen Exporte um 5,0 % pro Jahr wachsen. Bei etwas geringerem Importwachstum (+4,1 % pro Jahr) erreicht der deutsche Leistungsbilanzüberschuss mit durchschnittlich 6,4 % des BIP das höchste Niveau aller Fünf-Jahresperioden der vergangenen 30 Jahre (Tabelle 14). Unter den Bedingungen des Fiskalpakt-Szenarios würde Deutschland somit keinen Beitrag zur Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte in der EU leisten.

Als Folge der Nachfrageschwäche weitet sich die Outputlücke aus: Während der Potentialoutput um 1,5 % pro Jahr wächst, nimmt das BIP nur um 1,0 % zu. Die deutsche Wirtschaft entwickelt sich somit mehr denn je unter ihren Möglichkeiten, im Durchschnitt des Prognosezeitraums beträgt die Outputlücke -3,5 % (Tabelle 15). Daher kommt auch der Preisauftrieb zum Erliegen: Die Preise

TABELLE 15

### Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Veränderung in %

|                                   | Ø<br>1991-<br>2000 | Ø<br>2001-<br>2006 | Ø<br>2007-<br>2011 | Ø<br>2012-<br>2016 |
|-----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Verwendung</b>                 |                    |                    |                    |                    |
| Konsumausgaben                    |                    |                    |                    |                    |
| Private Haushalte                 | 1,6                | 0,3                | 0,5                | 0,5                |
| Staat                             | 1,8                | 0,4                | 2,1                | -1,2               |
| Brutto-Anlageinvestitionen        | 1,2                | 0,1                | 1,1                | 1,2                |
| Exporte                           | 5,7                | 7,5                | 3,3                | 5,0                |
| Importe                           | 5,3                | 6,0                | 3,5                | 4,1                |
| BIP                               | 1,6                | 1,0                | 1,1                | 1,0                |
| Potentialoutput                   | 1,8                | 1,1                | 1,3                | 1,5                |
| Outputlücke in % BIP              | -0,3               | -1,6               | -0,8               | -3,5               |
| <b>Preise</b>                     |                    |                    |                    |                    |
| BIP                               | 1,6                | 0,9                | 1,0                | -0,2               |
| Konsumausgaben                    | 1,8                | 1,3                | 1,4                | 0,0                |
| Lohnstückkosten                   | 1,2                | -0,6               | 1,5                | -0,4               |
| <b>Einkommensverteilung</b>       |                    |                    |                    |                    |
| Arbeitnehmerentgelt               | 2,6                | 0,5                | 2,8                | 0,6                |
| Gewinne                           | 4,3                | 3,9                | 0,7                | -4,6               |
| <b>Entstehung</b>                 |                    |                    |                    |                    |
| Erwerbstätige                     | 0,2                | -0,1               | 1,0                | -0,2               |
| Produktivität je Erwerbstätigen   | 1,4                | 1,2                | 0,1                | 1,2                |
| BIP                               | 1,6                | 1,0                | 1,1                | 1,0                |
| Nachrichtlich:                    |                    |                    |                    |                    |
| Arbeitslosenquote                 | 9,8                | 10,7               | 7,9                | 7,6                |
| Budgetsaldo in % des BIP          | -2,9               | -3,3               | -1,7               | 1,7                |
| Leistungsbilanzsaldo in % des BIP | -1,0               | 3,9                | 6,0                | 6,4                |

Quellen: Oxford Economics,  
ab 2012 Modellsimulation der Institute.



<sup>2</sup> In modelltechnischer Hinsicht bedeutet die nahezu permanente Konsolidierungspolitik aufgrund der negativen Rückkoppelung von Nachfragesenkungen via Wachstumsdämpfung, geringerer Steuereinnahmen und höheren Sozialtransfers auf die Staatsschuldenquote: Obwohl das OEF-Modell mittel- und langfristig angebotsdeterminiert ist, kann die Gleichgewichtslösung nicht erreicht werden, weil das Modell stetig neuen Nachfrageschocks ausgesetzt wird.

des Privaten Konsums stagnieren, der BIP-Deflator sinkt sogar um 0,2 % pro Jahr.

Obwohl sich der Finanzierungssaldo des Staates infolge der anhaltend restriktiven Fiskalpolitik ab 2013 in einen Überschuss „dreht“, geht die Staatsschuldenquote nicht nennenswert zurück und liegt im Durchschnitt 2012 bis 2016 bei 80,5 % (Abbildung 8 und Tabelle 14).

### Ein Alternativszenario: Eurobonds mit Niedrigzinsen

Ein Grund, warum die konsequente Umsetzung des EU-Fiskalpakts so verhängnisvolle Folgen haben wird, besteht darin, dass diese „Therapie“ nicht auf die Ursache der „Krankheit“ abgestimmt ist. Die Eurokrise ist nämlich nicht durch verantwortungslose Erhöhung der Staatsausgaben verursacht worden, sondern durch folgende Entwicklungen:

- Verantwortungslose Kreditvergabe förderte die Spekulation auf steigende Immobilienpreise in den USA. Durch die Bündelung dieser Forderungen zu „Collateral Debt Obligations“ und ihre weltweite Vermarktung weitete sich der Zusammenbruch der „Immobilienblase“ zu einer globalen Finanz- und Wirtschaftskrise aus.
- Diese Finanzmarktkrise erzwang eine massive Ausweitung der Staatsausgaben in Form von Banken- und Konjunkturpaketen. Überdies wurden die öffentlichen Haushalte im Wirtschaftseinbruch 2009 durch die automatischen Stabilisatoren belastet.
- Seit der Einführung des Euro hatten sich die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der Euroländer (auch) deshalb verstärkt, weil die traditionelle Form der Lohnbildung beibehalten wurde. Die (ehemaligen) Hartwährungsländer, insbesondere Deutschland, verfolgten eine restriktive Lohnpolitik (sogar noch restriktiver als zur DM-Zeit, als man damit den Kosteneffekt von Aufwertungen mildern wollte), die (ehemaligen) Weichwährungsländer in Südeuropa ließen höhere Lohnzuwächse zu (so als könnte man dies wie in der Vergangenheit durch Abwertungen kompensieren).
- Ab Herbst 2009 begannen Finanzmarktakteure mit Hilfe von „Credit Default Swaps“ auf den Bankrott der konkurrenzschwachen Euro-Länder zu spekulieren. Zuerst kam Griechenland „ins Visier“, dann Irland, Portugal, Spanien und Italien. Die Zinsen für Staatsanleihen dieser Länder stiegen in unfinanzierbare Höhen. Gleichzeitig sanken die Zinsen für die „guten“ Länder, insbesondere Deutschland.
- Das anhaltend hohe Zinsniveau und die dadurch

erzwungene Sparpolitik verursachten in Portugal, Spanien und Italien 2011 den Beginn einer neuerlichen Rezession. In jenem Land, dessen Zinsniveau am höchsten und dessen Sparpolitik am radikalsten ausfiel, in Griechenland, hat sich der wirtschaftliche Einbruch zu einer Depression ausgeweitet.

Diese Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten und in der Wirtschaftspolitik vertiefen die ökonomische und potentiell auch die politische Kluft zwischen den mittel- und nordeuropäischen und den südeuropäischen Euroländern und gefährden den Bestand der Europäischen Währungsunion. Die Einführung von Eurobonds zur gemeinschaftlichen Finanzierung aller Eurostaaten zu einem einheitlichen Zinssatz stellt eine „Therapie“ dar, welche zwei wesentliche Ursachen der „Euro-Krankheit“ beseitigt: Das im Vergleich zur mittelfristigen Wachstumsrate überhöhte Niveau der langfristigen Zinsen im Euroraum und die enormen Zinsdifferenziale zwischen den einzelnen Mitgliedsländern.

Aus diesen Gründen wurde mit dem OEF-Modell folgendes Alternativszenario simuliert: Es geht davon aus, dass der langfristige Zinssatz für Staatsanleihen auf 2 % stabilisiert wird. Zu diesem Zweck könnte z.B. ein Europäischer Währungsfonds (EWF) niedrig verzinsten Eurobonds ausgeben. Damit würden die Eurostaaten in den Genuss eines ähnlich niedrigen Zinsniveaus kommen wie die USA oder Großbritannien (auch Deutschland müsste keine höheren Zinsen als derzeit in Kauf nehmen). Obwohl die öffentliche Verschuldung in diesen beiden Ländern höher ist als im Euroraum, ist das Zinsniveau wesentlich niedriger, weil die Notenbanken der USA und Großbritanniens bereit sind, die eigenen Staaten durch Ankauf von Anleihen zu stützen.

In einer Währungsunion kann die Zentralbank diese Funktion allerdings nur als Überbrückungshilfe wahrnehmen, als dauernde „Staatenfinanzierungsagentur“ wäre die Machtkonzentration in der EZB zu groß: Sie würde allein entscheiden, welche Mitglieder der Währungsunion sie stützt und welche nicht. Dies wäre die Aufgabe des EWF als gemeinsame Finanzierungsagentur der Eurostaaten. Er würde durch die Emission von Eurobonds, deren Zinsen sich an den Kurzfristzinsen orientieren, Mittel aufnehmen und diese an die Euroländer weiterreichen. Diese Kreditvergabe wäre an strikte Bedingungen geknüpft, die die wirtschaftliche jeweilige Entwicklung in den Ländern berücksichtigt sowie die Tatsache, dass ein stabiles Wirtschaftswachstum eine Voraussetzung für eine nachhaltige Verbesserung der öffentlichen Finanzen darstellt. Eurobonds würden die unbeschränkte Garantie

aller 17 Euroländer genießen und gegebenenfalls von der EZB im Kurs gestützt. Sofern erforderlich, würde die EZB Eurobonds auf dem Sekundärmarkt zur Stabilisierung der Eurobondkurve und damit ihrer Verzinsung kaufen. Angesichts der höheren Konkurrenzfähigkeit der europäischen Realwirtschaft im Vergleich zu den USA werden die doppelt gesicherten Eurobonds kaum weniger attraktiv sein als US-Staatsanleihen (zur Konzeption des EWF siehe Schulmeister 2011).

Auf diese Weise kann das Zinsniveau auch im Euroraum wieder unter die mittelfristige Wachstumsrate gedrückt werden. Ein negatives Zins-Wachstums-Differential ist nämlich Voraussetzung für die langfristige Nachhaltigkeit von Finanzschulden. Dies ergibt sich aus der „dynamischen Budgetbeschränkung“ (Schulmeister 1995):

- Liegt der Zinssatz unter der Wachstumsrate, so kann ein Schuldnersektor (Unternehmen, Staat) mehr Kredite aufnehmen als er an Zinsen für die „Altschuld“ zu bezahlen hat (er kann ein Primärdefizit aufrecht halten), ohne dass seine Schuldenquote (relativ zum BIP) notwendig steigt.
- Liegt der Zins aber über der Wachstumsrate, so muss ein Schuldnersektor einen Primärüberschuss erwirtschaften, er darf also nur weniger Kredite aufnehmen als er an Zinsendienst für bestehende Schulden leisten muss (Liquidität muss vom Schuldnersektor abfließen).

Als Folge der Hochzinspolitik Anfang der 1980er Jahre und des nachfolgenden Rückgangs der Inflation liegt das Nominalzinsniveau seither in Ländern mit besonders geringem Preisauftrieb wie Deutschland nahezu permanent über der nominellen Wachstumsrate. Dieser Bedingung hat sich der Unternehmenssektor angepasst: Er „drehte“ seine Primärbilanz in einen Überschuss, indem er seine Fremdfinanzierung und seine Realinvestitionen drosselte und stattdessen verstärkt Finanzaktiva akkumulierte.

Die privaten Haushalte erwirtschaften permanent Primärüberschüsse (sie sparen mehr als ihre Zinserträge). Da die Summe aller Primärbilanzen Null beträgt, kann der Staat unter diesen Umständen nur dann einen Primärüberschuss erzielen, wenn der vierte Sektor, das Ausland, hohe Primärdefizite aufrecht hält. Dies ist der deutschen Wirtschaft in den vergangenen Jahren zwar gelungen (die Leistungsbilanzüberschüsse sind viel größer als die Netto-Zinserträge aus dem Ausland), doch wurde damit das Problem nur auf andere Länder verschoben.

Als Ausgangsbasis für die Simulation des Eurobonds-Szenarios diente wieder die Originalversion des Oxford-Modells vom Februar 2012. Es wurde

lediglich der Zinssatz für zehnjährige Anleihen in allen Euroländern ab dem dritten Quartal 2012 auf 2 % fixiert. Um den Kontrast zum Fiskalpakt-Szenario klar herauszuarbeiten, berücksichtigt das Alternativszenario die dort angenommenen Konsolidierungsmaßnahmen nicht.

Die Abbildungen 7 und 8 zeigen, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Niedrigzins-szenario („Eurobonds“) wesentlich günstiger verlaufen würde als im Basisszenario („Fiskalpakt“). Dies gilt sowohl für den gesamten Euroraum wie für Deutschland. Während eine verschärfte Konsolidierungspolitik in einer Rezession die Krise verlängert, würde sich die Wirtschaft im Fall einer nachhaltigen Zinssenkung rasch erholen, in erster Linie infolge einer Belebung der Investitionstätigkeit.

Die Arbeitslosenquote im Euroraum sinkt im Eurobonds-Szenario ab 2013 stetig, im Fiskalpakt-Szenario steigt sie hingegen bis 2014 und verharrt danach auf dem hohem Niveau von etwa 12 % (Abbildung 7). In Deutschland verläuft die Beschäftigungsentwicklung in den beiden Szenarien ähnlich divergent (Abbildung 8). Die Inflation stabilisiert sich im Eurobonds-Szenario bei 2 %, im Fiskalpakt-Szenario setzt ab 2015 eine leichte Deflation ein, in erster Linie wegen der zunehmenden Unterauslastung der Produktionskapazitäten, insbesondere in Gestalt steigender Arbeitslosigkeit.

Der Finanzierungssaldo des Staates verbessert sich zwar im Fiskalpakt-Szenario stärker als im Eurobonds-Szenario, nicht aber die Staatsschuldenquote. Diese ist 2016 im Fiskalpakt-Szenario sogar etwas höher als im Eurobonds-Szenario, da das Wachstum des nominellen BIP im zweiten Szenario deutlich höher ist (Abbildungen 7 und 8).

Tabelle 14 fasst die Performance nach den beiden Szenarien im Durchschnitt des gesamten Prognosezeitraums zusammen. In den elf größten Euroländern und nach fast allen der sechs makroökonomischen Indikatoren ist die Performance im Eurobonds-Szenario wesentlich besser als im Fiskalpakt-Szenario. Lediglich das Leistungsbilanzdefizit wäre in Frankreich, Italien, Portugal, und Griechenland im Eurobonds-Szenario etwas höher als im Fiskalpakt-Szenario. Dafür ist bestimmend, dass eine expansive Zinspolitik auch die Importnachfrage in allen Euroländern stimuliert, sodass die Leistungsbilanz des gesamten Euroraums leicht negativ ist, während sie im Fiskalpakt-Szenario geringfügig im Plus ist.

Abschließend sei angemerkt, dass die Ergebnisse der beiden Modellszenarien von einer Vielzahl von Bedingungen abhängen, nicht nur vom Zutreffen der Annahmen über die Umsetzung des EU-

Fiskalpakts einerseits und über eine Steuerung der langfristigen Zinsen durch Eurobonds andererseits, sondern auch über die Stabilität des in den Modellgleichungen abgebildeten Verhaltens von Unternehmen, Haushalten und Staat. Die numerischen Resultate der Szenarien sind daher mit Vorsicht zu interpretieren, in qualitativer Hinsicht dürften jedoch die unterschiedlichen Entwicklungsmuster einer andauernden Sparpolitik einerseits und einer Niedrigzinspolitik durch Eurobonds andererseits richtig wiedergegeben werden.

Schließlich entsprechen die Ergebnisse des Fiskalpakt-Szenarios den Erfahrungen mit der Sparpolitik in Griechenland – wenn auch in abgeschwächter Form, da die durch den EU-Fiskalpakt nötigen Konsolidierungsmaßnahmen weniger ausgeprägt sind: Die Budgetdefizite sinken, das Wirtschaftswachstum wird gedämpft und die Staatsschuldenquote verbessert sich daher nicht.

Umgekehrt entsprechen die Ergebnisse des Eurobonds-Szenarios dem Muster der Wirtschaftsentwicklung in den USA und Großbritannien: Diese verläuft trotz einer Konsolidierungspolitik besser als im Euroraum, weil das Niveau der Zinsen von Staatsanleihen durch die Notenbankpolitik bei annähernd 2 % stabilisiert wird.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass selbst in einem stark von der Angebotsseite bestimmten Modell der wirtschaftspolitische Kurs, der durch den Fiskalpakt vorgegeben wird, spürbar negative Effekte auf Wachstum und Beschäftigung aufweist. In der Realität dürften die Folgen noch wesentlich gravierender ausfallen, da niedrigere Einkommen und damit eine schwächere Nachfrage tiefere Einschnitte bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion nach sich ziehen werden.

## Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik

IMK Report 71  
März 2012

### Die Krise der Währungsunion

Die Krise im Euroraum hat sich in einem Maße ausgeweitet, das zu ihrem Beginn unvorstellbar erschien. Trotz zahlreicher Unterstützungsprogramme für die Krisenländer, trotz Einrichtung des „Rettungsschirms“ (EFSF) und des längerfristig konzipierten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), die mit hohen Milliarden Beträgen ausgestattet wurden, ist es bislang nicht gelungen, den Euroraum endgültig zu stabilisieren. Viele Anpassungsprogramme wurden aufgelegt. Darüber hinaus stellte die EZB den Banken in großzügigem Umfang Liquidität zur Verfügung. Letzteres verminderte zwar die Unsicherheit auf den Märkten spürbar. Doch bestehen weiterhin begründete Zweifel, ob die Krise unter Kontrolle ist.

Das grundlegende Problem ist der Mangel an Vertrauen auf den Finanzmärkten sowie das Ausnutzen und Verstärken der Unsicherheit durch Spekulation. Daher sind die verlangten Renditen auf die Staatsanleihen für alle Krisenländer, aber auch für zahlreiche Banken, immer noch zu hoch, um über längere Zeit finanziert werden zu können. Die Banken sind im Hinblick auf die Kreditvergabe immer noch sehr restriktiv. In einem derart unsicheren Umfeld wird auch die Realwirtschaft negativ beeinflusst. Das Misstrauen der Märkte wurzelt in den unvollständigen und inkonsistenten wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die bislang ergriffen wurden, um die Krise zu überwinden. Bis auf den heutigen Tag existieren keine vertrauenswürdigen institutionellen Rahmenbedingungen, die den finanziellen Bankrott eines Mitgliedsstaates verhindern. Mehr noch, es gibt anscheinend auch in Regierungen die Auffassung, dass die Insolvenz eines Staates sowie sogar dessen Austritt aus der Währungsunion eine anzustrebende Option sei. Ferner ist der Erfolg der durchgeführten Politikmaßnahmen deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Insbesondere stellte es sich heraus, dass sie entgegen den Erwartungen vieler sich als extrem schädlich für das Wachstum der Volkswirtschaften erwiesen. Dies macht das Einhalten von Budgetzielen umso schwieriger, wenn nicht gar unmöglich. Die Konsolidierungsbemühungen für die Staatsfinanzen bleiben gemessen an den Schuldenständen hinter den a priori Erwartungen zurück. Dies gilt insbesondere für Griechenland, wo der wirtschaftliche Einbruch besonders ausgeprägt war, aber in geringerem Umfang auch für die anderen Krisenländer.

Daher ist es an der Zeit, eine Bilanz der Maßnahmen zu ziehen und zu schauen, was bisher erreicht

wurde und was noch zu tun bleibt.

Ein bedeutsamer Erfolg wurde bislang erreicht. Das im vergangenen Jahr sich immer schneller ausbreitende Misstrauen in die Stabilität des Euroraums wurde seit Ende 2011 zum Halten gebracht. Dies gelang dank der großzügigen Bereitstellung von Liquidität durch die EZB. Dadurch wurde die Wahrscheinlichkeit, dass Finanzmarktakteure finanziell zusammenbrechen, spürbar gesenkt. Die billige Liquidität versetzt sie in die Lage, rasch und relativ risikolos Gewinne zu erzielen, indem sie dieses Geld zu höheren Zinsen nicht zuletzt an Staaten weiterverleihen, die es zu Refinanzierung ihrer Schuldenlast benötigen. Das erhöht die Sicherheit im Bankensektor und dämpft zugleich die Renditen auf öffentliche Anleihen. Mit anderen Worten, die Regierungen können die Staatsschulden günstiger refinanzieren.

Dies hätte allerdings auch auf effizientere Art und Weise erreicht werden können. Wenn die EZB die Anleihen direkt auf dem Sekundärmarkt gekauft hätte, wäre der dämpfende Effekt auf die Renditen der Staatsanleihen viel größer gewesen. Dann nämlich wäre die Reduzierung nicht von der Bereitschaft der Banken abhängig gewesen, überhaupt Staatsanleihen anstelle auch anderer Anlageformen zu kaufen. Die Banken wären trotzdem stabilisiert worden, da sich ihr Abschreibungsbedarf auf Staatsanleihen vermindert hätte. Die effizientere Herangehensweise wurde allerdings durch den massiven Widerstand seitens einiger Mitglieder des EZB Rates und von Regierungen verhindert. Zu letzteren zählte insbesondere die deutsche Bundesregierung. Vor diesem Hintergrund sind jüngste Versuche, die EZB an einer möglichen Fortsetzung der hohen Liquiditätsbereitstellung zu hindern, sehr gefährlich.

Das langfristig wichtigste Problem ist allerdings nach wie vor ungelöst. Die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum sind weiterhin ausgeprägt. Obwohl entschieden wurde, sie in Zukunft im Rahmen des Europäischen Semesters zu überwachen, sind die Regeln, nach denen dies geschehen soll, unzureichend; insbesondere die asymmetrische Herangehensweise an Defizite und Überschüsse. Die besondere Behandlung von Überschüssen, für die ein überaus großzügiger Schwellenwert in Höhe von 6 % des BIP vereinbart wurde, entwertet die gesamte Prozedur. Mit einem derartigen Vorgehen können die Ungleichgewichte nicht überwunden werden, und die Wurzel der gegenwärtigen Probleme besteht fort.

Aus einer mehr kurzfristigen Perspektive ist die einseitige Angebotsorientierung der gegenwärtigen Wirtschaftspolitik in Europa das größte Problem.

Richtig ist, dass Griechenland – wie auch Spanien und Portugal – ihre Wettbewerbsfähigkeit auch durch angebotsseitige Maßnahmen verbessern müssen, um ihre Leistungsbilanzdefizite auf Dauer ausgleichen zu können. Aber der auferlegte, überzogene Austeritätskurs für die Fiskalpolitik hat zu schwerwiegenden Einbrüchen des BIP geführt. Dies macht es umgekehrt sehr schwierig, Budgetziele einzuhalten und löst damit weitere Einschnitte aus, die eine Abwärtsspirale für die gesamtwirtschaftliche Produktion einleiten. Bis zuletzt gab es keine wirtschaftspolitische Antwort auf dieses Problem. Die meisten Regierungen scheinen weiterhin zu glauben, dass durch eine restriktive Finanzpolitik von alleine eine Wende in der wirtschaftlichen Dynamik gelingt. Aber mit einer Nachfragedepression wird sich das unzureichende Wachstum fortsetzen. Die einzige Hoffnung bleibt, dass aus dem Rest der Welt, insbesondere den Schwellenländern, genügend Nachfrage nach europäischen Produkten entsteht. Dies ist aber erstens jenseits des wirtschaftspolitischen Einflusses der europäischen Regierungen und zweitens relativ unwahrscheinlich, wenn man sich die globale wirtschaftliche Lage vor Augen führt. Überdies kommt die stärkere Expansion der Schwellenländer den von der Eurokrise am stärksten betroffenen Ländern weniger zugute als den relativ stabilen Volkswirtschaften. Um also einen Ausweg aus der Krise zu finden, muss Nachfragepolitik wieder Teil der wirtschaftspolitischen Agenda in Europa werden. Dies würde dann auch das Vertrauen in die weitere wirtschaftliche Entwicklung des Euroraums stärken.

### Negative Effekte der fiskalpolitischen Restriktion

Im Jahr 2011 war die Produktionslücke in allen Ländern des Euroraumes deutlich negativ. Für den Euroraum insgesamt reichen die Schätzungen derzeit von -2 % laut EU-Kommission bis -2,6 % laut OECD und 8,4 % laut OFCE. Die Kommission schätzt das Potenzialwachstum für den Zeitraum seit 2008 auf 0,8 % pro Jahr. Solche Schätzungen bedeuten, dass Europa sich mit niedrigem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit abfinden muss.

Im Jahr 2011 erreichte das Staatsdefizit im Euroraum mit 4 % des Bruttoinlandsprodukts einen Wert, der deutlich unter denjenigen Japans, des Vereinigten Königreichs und der USA (9-10 % des BIP) liegt. Fast alle Länder des Euroraums, mit Ausnahme von Deutschland, Finnland und Luxemburg, verstießen gegen die im Vertrag von Maastricht festgelegte Defizitgrenze von 3 % des BIP.

Unter dem Druck der Finanzmärkte, der Europäischen Kommission (und der „Troika“ im Falle von Griechenland, Irland und Portugal), haben alle Mitgliedsstaaten der Europäischen Währungsunion entweder ab 2010 oder ab 2011 finanzpolitische Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen. Wenn man die Produktionstrends vor der Krise und den jüngsten OECD Wirtschaftsausblick zugrunde legt, dann werden diese Politikmaßnahmen in den Jahren 2011, 2012 und 2013 einen Umfang von jeweils 2 % pro Jahr des BIP haben (Tabelle 16). Von 2010 bis 2013 wird der kumulative negative fiskalische Impuls in Griechenland mehr als 24 % des BIP ausmachen und in Portugal, Spanien und Irland 12 % des BIP betragen. Die finanzpolitische Restriktion macht sich vor allem auf der Ausgabeseite bemerkbar: Im Durchschnitt des Euroraums liegt der Anteil der ausgabeseitigen Maßnahmen bei 80 % (Tabelle 17).

Tabelle 18 zeigt die Wirkung der gegenwärtig geplanten finanzpolitischen Straffung. Dabei wird ein kleines am OFCE entwickeltes Modell verwendet. Das Modell beinhaltet die finanzpolitische Planung, wie sie in Tabelle 16 dargestellt ist. Es berücksichtigt dann die direkten Effekte dieser Politikmaßnahmen auf der Grundlage der jeweiligen inländischen Multiplikatoren (geringfügig unter 1 für die größeren Volkswirtschaften, 0,6 für die kleineren Volkswirtschaften). Es berücksichtigt auch die Wirkungen, die über die Auslandsnachfrage von den finanzpolitischen Plänen ausgehen, die in den Ländern des Euroraums, in den USA und in Japan angekündigt worden sind. Dabei wird angenommen, dass die Zinssätze nicht beeinflusst werden, da diese restriktiven Politikmaßnahmen die Schuldenstandsquote nicht stark verbessern.

Die kumulative negative Wirkung auf das BIP dürfte für den Euroraum insgesamt 7,4 Prozentpunkte erreichen, aber 14 Prozentpunkte in Spanien und Portugal und 25 Prozentpunkte in Griechenland. Die *ex ante* positive Wirkung einer restriktiven Finanzpolitik auf die öffentlichen Budgetsalden dürfte durch diesen depressiven Effekt stark reduziert werden. In der Folge des Produktionseinbruchs dürfte der Schuldenstand in % des BIP in den meisten Ländern nicht zurückgehen.

Länder, die sehr stark restriktive Politikmaßnahmen umsetzen müssen, werden einen starken Produktionseinbruch und hohe Arbeitslosigkeit erleben. Unter solchen Umständen werden die staatlichen Defizitziele nicht erreicht werden, was zusätzliche restriktive Maßnahmen rechtfertigen wird. Eine solche Politik wäre nach Angaben der Kommission unvermeidlich, um die Märkte zu beruhigen. Doch wäre eine Politik, die zu einer langen

TABELLE 16

## Fiskalische Impulse

Veränderung in %

|                        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | Insgesamt   |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Deutschland            | 0,8         | -1,0        | -0,6        | -0,7        | -1,5        |
| Frankreich             | -1,0        | -1,8        | -2,3        | -2,0        | -7,1        |
| Italien                | -0,8        | -1,6        | -3,6        | -2,9        | -8,9        |
| Spanien                | -3,4        | -4,1        | -3,0        | -2,3        | -12,8       |
| Niederlande            | -0,8        | -1,4        | -2,1        | -1,0        | -5,3        |
| Belgien                | -1,4        | -0,8        | -1,3        | -1,4        | -4,9        |
| Österreich             | 0,4         | -0,6        | -1,2        | -0,6        | -2,0        |
| Portugal               | -0,8        | -6,6        | -4,5        | -2,4        | -14,3       |
| Finnland               | 0,0         | -1,0        | -1,5        | -0,9        | -3,4        |
| Irland                 | -3,7        | -1,5        | -3,8        | -3,0        | -12,0       |
| Griechenland           | -8,6        | -7,1        | -5,1        | -3,5        | -24,3       |
| <b>Euroraum</b>        | <b>-0,9</b> | <b>-1,9</b> | <b>-2,2</b> | <b>-1,7</b> | <b>-6,7</b> |
| Vereinigtes Königreich | -1,1        | -2,1        | -1,8        | -1,8        | -6,8        |
| USA                    | -0,9        | -1,4        | -1,2        | -1,4        | -4,9        |
| Japan                  | -0,2        | -0,1        | -0,3        | 0,4         | -0,2        |

Quelle: Schätzung des Makro-Konsortiums auf der Grundlage des OECD Wirtschaftsausblicks, November 2011. Fiskalische Impulse werden als angekündigte Veränderungen der strukturellen Budgetsalden auf der Basis des Trendwachstums des BIP vor der Krise berechnet.



TABELLE 17

## Aufschlüsselung der finanzpolitischen Konsolidierungsprogramme 2010-2013

in % des BIP

|                        | Primärausgaben | Einnahmen  | Insgesamt   |
|------------------------|----------------|------------|-------------|
| Deutschland            | -2,2           | -0,8       | -1,5        |
| Frankreich             | -4,4           | 2,7        | -7,1        |
| Italien                | -5,9           | 3,0        | -8,9        |
| Spanien                | -11,2          | 1,6        | -12,8       |
| Niederlande            | -4,1           | 1,2        | -5,3        |
| Belgien                | -6,7           | 1,6        | -4,9        |
| Österreich             | -2,2           | -0,2       | -2,0        |
| Portugal               | -11,2          | 3,1        | -14,3       |
| Finnland               | -5,0           | -1,6       | -3,4        |
| Irland                 | -8,2           | 0,8        | -9,0        |
| Griechenland           | -18,9          | 5,4        | -24,3       |
| <b>Euroraum</b>        | <b>-5,3</b>    | <b>1,4</b> | <b>-6,7</b> |
| Vereinigtes Königreich | -6,9           | 0,1        | -6,8        |
| USA                    | -2,5           | 1,4        | -3,9        |
| Japan                  | -1,3           | -1,1       | -0,2        |

Quelle: Berechnungen der Institute.



Phase der Depression führt, wirklich beruhigend?

Im Jahr 2012 wird die Nachfrage im Euroraum deutlich zu gering sein. Gelegentlich wird darauf hingewiesen, dass es Phasen in der wirtschaftlichen Entwicklung einiger Länder gab, in denen eine

### Auswirkungen der fiskalischen Impulse auf das BIP, das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand in den Jahren 2011-2013

|                        | In % des BIP |             |             |             |             | Öffentlicher<br>Budgetsaldo | Staats-<br>schulden |
|------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------|---------------------|
|                        | 2010         | 2011        | 2012        | 2013        | Insgesamt   | 2013                        | 2013                |
| Deutschland            | 0,4          | -1,2        | -1,0        | -0,9        | -2,7        | 0,2                         | 2,8                 |
| Frankreich             | -1,2         | -1,8        | -2,7        | -2,3        | -8,0        | 2,7                         | 0,8                 |
| Italien                | -1,0         | -1,6        | -3,9        | -3,1        | -9,6        | 4,1                         | 2,9                 |
| Spanien                | -3,4         | -4,1        | -3,6        | -2,8        | -13,9       | 6,5                         | -6,0                |
| Niederlande            | -0,7         | -1,2        | -1,7        | -1,0        | -4,6        | 3,0                         | -4,2                |
| Belgien                | -1,1         | -0,9        | -1,3        | -1,2        | -4,7        | 2,6                         | -1,6                |
| Österreich             | 0,3          | -0,8        | -1,2        | -0,8        | -2,5        | 0,8                         | 0,8                 |
| Portugal               | -1,1         | -6,6        | -4,6        | -2,7        | -14,0       | 8,0                         | -3,7                |
| Finnland               | 0,0          | -1,1        | -1,5        | -1,0        | -3,6        | 1,4                         | -1,1                |
| Irland                 | -2,7         | -1,4        | -3,0        | -2,4        | -9,5        | 8,2                         | -8,4                |
| Griechenland           | -8,6         | -7,4        | -5,5        | -3,8        | -25,3       | 12,9                        | -11,3               |
| <b>Euroraum</b>        | <b>-1,1</b>  | <b>-2,0</b> | <b>-2,3</b> | <b>-2,0</b> | <b>-7,4</b> | <b>3,0</b>                  | <b>-0,3</b>         |
| Vereinigtes Königreich | -1,1         | -2,5        | -2,3        | -2,2        | -8,1        | 3,2                         | -0,8                |

Quelle: Berechnungen der Institute.



### Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung Ende 2011

|                        | In % des BIP                           |                    |                       |                                         |                                  |                                  |
|------------------------|----------------------------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
|                        | Struktureller<br>Primärsaldo<br>(OECD) | Schulden-<br>stand | Nominaler<br>Zinssatz | Wachstums-<br>rate des BIP <sup>2</sup> | SPS-Lücke<br><sup>3</sup> (OECD) | SPS-Lücke<br><sup>3</sup> (OFCE) |
| Deutschland            | 0,90                                   | 83                 | 2,4                   | 2,6                                     | 1,1                              | 2,9                              |
| Frankreich             | -1,70                                  | 86                 | 3,5                   | 2,1                                     | -2,9                             | 1,1                              |
| Italien                | 1,80                                   | 120                | 6,5                   | 1,5                                     | -4,2                             | 6,3                              |
| Spanien                | -2,70                                  | 68                 | 5,9                   | 1,3                                     | -5,8                             | 1,6                              |
| Niederlande            | -2,20                                  | 65                 | 3,0                   | 2,6                                     | -2,5                             | 1,2                              |
| Belgien                | 0,00                                   | 96                 | 4,1                   | 3,5                                     | -0,5                             | 2,3                              |
| Österreich             | -0,30                                  | 74                 | 3,4                   | 3,0                                     | -0,6                             | 2,0                              |
| Portugal               | -2,30                                  | 102                | 3,5 <sup>1</sup>      | -0,5                                    | -6,4                             | 1,7                              |
| Finnland               | -0,40                                  | 52                 | 2,9                   | 4,3                                     | 0,3                              | 3,4                              |
| Irland                 | -3,60                                  | 107                | 3,5 <sup>1</sup>      | 2,7                                     | -4,4                             | 2,3                              |
| Griechenland           | 4,10                                   | 161                | 3,5 <sup>1</sup>      | -1,4                                    | -3,7                             | 6,9                              |
| Vereinigtes Königreich | -4,70                                  | 88                 | 2,8                   | 2,8                                     | -4,7                             | 0,0                              |
| Japan                  | -6,70                                  | 206                | 1,2                   | 1,3                                     | -6,5                             | -3,5                             |
| USA                    | -6,00                                  | 101                | 2,7                   | 3,9                                     | -4,8                             | -3,3                             |

SPS-Lücke = Lücke des strukturellen Primärsaldos.

<sup>1</sup> Einschließlich der Hilfsmittel der EFSF.<sup>2</sup> Erwartete durchschnittliche Wachstumsrate des nominalen BIP in den Jahren 2012-13.<sup>3</sup> Lücke zwischen dem strukturellen Primärsaldo und dem für eine Stabilisierung der Schuldenstandsquote notwendigen Primärsaldo.

Quelle: Berechnungen der Institute.



fiskalische Kontraktion expansiv auf die Produktionstätigkeit wirkte. Dies geschah jedoch im Zusammenwirken mit anderen Maßnahmen, die heute für Euroländer so nicht mehr zur Verfügung stehen, wie Währungsabwertungen, Zinssenkungen, einer Zunahme der privaten Verschuldung in der Folge

einer Finanzmarktderegulierung oder einer starken Zunahme der privaten Nachfrage aufgrund von wirtschaftlichen Schocks (wie z.B. eines EU-Beitritts).

Einige Ökonomen argumentieren, dass eine solche restriktive Politik nur begrenzte negative

Auswirkungen auf die Produktion haben würde, da die Haushalte ihren Konsum aufgrund von ricardianischen Effekten ausweiten. Dies ist jedoch in der aktuellen Situation unwahrscheinlich, da die Sparmaßnahmen die Einkommen der Haushalte verringern und außerdem zeigen, dass die Regierungen davon ausgehen, dass das Potenzialwachstum dauerhaft niedriger sein wird. Es ist nicht sicher, dass die Risikoprämien sinken werden; denn die öffentlichen Schuldenstände werden zunehmen und die praktizierte Finanzpolitik schwächt den Euroraum und verunsichert die Märkte.

Die Nachhaltigkeit öffentlicher Schulden hängt von der Wachstums- und der Zinsentwicklung ab. Wenn wir die Zahlen der OECD betrachten, dann scheinen die Schuldenstände der meisten Länder nicht finanzierbar, selbst wenn es den betreffenden Ländern gelingen würde, die Produktionslücke zu schließen. Die Differenz zwischen dem aktuellen strukturellen Primärsaldo und dem Primärsaldo, der die Schuldenstandsquote stabilisieren würde, beträgt im Falle Frankreichs drei Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts. Für Griechenland, Italien und Irland sind es vier Prozentpunkte, für Spanien und Portugal sechs Prozentpunkte (Tabelle 19). Das Problem ist, dass restriktive Politikmaßnahmen, die darauf zielen, das strukturelle Defizit zu vermindern, tatsächlich das konjunkturelle Defizit erhöhen, was eine Stabilisierung der Schuldenstandsquote verhindert.

### Der neue Fiskalpakt

Am 9. Dezember 2011 hat der Rat der EU einen Fiskalpakt („fiscal compact“) beschlossen. Darin heißt es: „Staatshaushalte werden ausgeglichen sein oder einen Überschuss ausweisen“, was als gleichbedeutend mit der Aussage „Das strukturelle Defizit wird unter 0,5 % des BIP bleiben müssen“ interpretiert wird. Ein Anpassungsmechanismus soll jetzt aber automatisch ausgelöst werden. Die Länder werden diese Regeln nunmehr in ihre Verfassungen oder in ihre nationalen Haushaltsverfahren übernehmen müssen. Der Europäische Gerichtshof soll ermächtigt werden, die Einhaltung der Regel zu prüfen; ob dies juristisch haltbar ist, bleibt abzuwarten. Länder, die Defizite aufweisen, werden diese im Einklang mit einem von der Kommission vorgeschlagenen Zeitplan rasch zurückführen müssen. Länder, deren Schuldenstandsquote 60 % des BIP übersteigt, werden die übermäßige Verschuldung jährlich um 5 % reduzieren müssen. Länder, die sich in einem Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits befinden, werden ihre Haushalte und ihre Programme für strukturelle Reformen der Kommission und dem Rat zu Genehmigung vor-

legen müssen. Die Umsetzung dieser Programme und die jährlichen Haushaltsentwürfe werden von der Kommission und dem Rat überwacht. Eine qualifizierte Mehrheit wird notwendig sein, um Sanktionen abzuwehren, wenn ein Land die Defizitobergrenze von 3 % des BIP nicht einhält.

Aus Sicht des Makro-Konsortiums ist dieses Abkommen volkswirtschaftlich gefährlich. Es erlegt den Ländern Defizitregeln auf, die auf willkürlichen Zahlen basieren. Ist die 0,5 %-Grenze mit makroökonomischen Salden vereinbar? Ist die restriktive Fiskalpolitik, die erforderlich ist, um die Haushalte auszugleichen und die Schuldenstandsquote unter 60 % zu drücken, mit einem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht kompatibel? Ist die Schuldenstandsgrenze von 60 % des BIP realistisch, wenn Europa die Entwicklung von Pensionsfonds vorantreiben will, die öffentliche Wertpapiere in ihrem Portfolio halten müssen? Der Pakt lässt nicht einmal zu, dass öffentliche Investitionen durch Schulden finanziert werden.

Der Pakt erzwingt automatische Politikreaktionen, diskretionäre Maßnahmen werden unzulässig sein. Am 26. Oktober 2011 hat der Europäische Rat festgelegt, dass alle Länder, die sich in einem Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits befinden, ihre Zusagen unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung einhalten müssen. Das bedeutet, dass sie nicht nur von der Umsetzung antizyklischer Maßnahmen absehen müssen, sondern im Gegenteil prozyklische Maßnahmen ergreifen müssen. So müssen sie jedes Mal restriktive Politikmaßnahmen ankündigen, wenn sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten verschlechtern. Im Jahr 2012 ist dies besonders gefährlich, weil sogar die Europäische Kommission ein negatives BIP-Wachstum für den Euroraum erwartet.

Die beschlossene Stärkung fiskalischer Regeln steht im Widerspruch zu einer vernünftigen europäischen Wirtschaftspolitik. Eine bessere Koordinierung der Finanzpolitik ist notwendig, aber die Kontrolle von numerischen Grenzen für Staatsdefizite ist keine wirtschaftspolitische Koordinierung und geht in die falsche Richtung. Es gibt keinen Grund, die Stimulierung der europäischen Wirtschaft, die im Gefolge der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 9 % des BIP eingebüßt hatte, frühzeitig durch die Implementierung von Austeritätsprogrammen abbrechen.

### Begrenzte Solidarität

Die EU-Regierungen konnten in 2009 die aufkommende Spekulation nicht beenden und nicht glaubhaft versichern, dass der Euroraum bestehen bleibt. Sie haben zugelassen, dass sich auf den Märkten

unhaltbare Zinsen für Staatsanleihen herauszubilden. Damit wurden Erwartungen enttäuscht, dass diese Anleihen sicher seien.

Die nördlichen Mitgliedsländer und die EZB wollen die Spekulation nicht dadurch stoppen, dass sie ankündigen, dass die EZB die öffentlichen Schulden garantiert, oder, dass Staaten sich durch gemeinsam emittierte und garantierte Eurobonds finanzieren. Sie wollen Druck auf die übrigen Länder ausüben, um sicherzustellen, dass diese Sparmaßnahmen ergreifen und strukturelle Reformen durchführen. Diese Strategie ist jedoch gefährlich für den Euroraum.

Staatsschulden der Euroländer sind zu riskanten Vermögenstiteln geworden, was die Banken in der EU, die diese Titel in großem Umfang halten, schwächt. Die Wertminderung von Staatsschuldpapieren hat den Banken Verluste beschert. Die Banken müssen rekaptalisiert werden, doch wie könnten sie über ausreichendes Kapital verfügen, um gegen die Zahlungsunfähigkeit von Staaten gerüstet zu sein? Finanzmärkte gehen davon aus, dass die Staaten ihr heimisches Bankensystem retten müssen. Das ist ein zusätzlicher Risikofaktor, der die Länder belastet. Länder wie Frankreich und Österreich haben ihr AAA-Rating verloren, was wiederum die EFSF schwächt. Unter dem Druck der Finanzmärkte hat sich der Euroraum in einen Teufelskreis begeben.

In Tabelle 20 sind die Länder anhand vier von den Märkten beobachteten Kriterien aufgeführt: Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo, Staatsschuldenquoten und BIP-Wachstum. Sie zeigt, dass es ge-

messen am Zinsniveau sehr teuer ist, ein Mitgliedsland der Europäischen Währungsunion zu sein. So zahlen Belgien und Spanien beispielsweise Zinsen, die um 1,6 bzw. 3,0 Prozentpunkte über denen für das Vereinigte Königreich liegen, obwohl sich dies nicht durch größere Ungleichgewichte rechtfertigen lässt. Italien sieht sich einer hohen Risikoprämie gegenüber, obwohl nach Schätzungen sowohl der OECD als auch des OFCE sein struktureller Primärsaldo positiv ist. Dass ein Land wie Italien einen um 3,6 Prozentpunkte höheren Zins zahlen muss als Deutschland, ist nicht durchhaltbar. Dies macht dann für Italien 4,3 % des BIP aus. Der ESM, der bereits im Juli 2012 seine Tätigkeit aufnehmen soll, verpflichtet die Mitgliedsländer, den volkswirtschaftlich schädlichen Fiskalpakt, der makroökonomische Stabilisierungsstrategien verhindert, zu unterzeichnen. Er verpflichtet die Mitgliedsländer ferner, Umschuldungsklauseln (sogenannte „Collective Action Clauses“, CAC) für ihre Staatsanleihen einzuführen und eine Beteiligung des Privatsektors anzukündigen. Das bedeutet, dass öffentliche Schultitel als riskante Vermögenstitel betrachtet werden, dass dafür höhere Zinsen gezahlt werden müssen und, dass sie der Spekulation der Finanzmärkte ausgesetzt sein werden. Finanzielle Hilfen werden an strenge Bedingungen und die Überwachung durch die EZB, den IWF sowie die Europäische Kommission geknüpft, was bedeutet, dass ein Land versuchen wird, die Inanspruchnahme so lange hinauszuzögern, bis sich seine Situation dramatisch verschlechtert hat.

TABELLE 20

### Finanzpolitische Indikatoren für ausgewählte Volkswirtschaften

|                           | Leistungs-<br>bilanzsaldo<br>% des BIP<br>2011 | Budgetsaldo<br>% des BIP<br>2011 | Staats-<br>verschuldung<br>% des BIP<br>2011 | Durch-<br>schnittliches<br>BIP-Wachstum<br>%<br>2011-12 | Einstufung<br>(max: 20) | Struktureller<br>Primärsaldo<br>% des BIP<br>2011 <sup>1</sup> | Rendite auf<br>zehnjährige<br>Staatsanleihen<br>%<br>01.02.2012 |
|---------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| Finnland                  | 0,4                                            | -2,0                             | 49                                           | 2,2                                                     | 17,8                    | -0,3                                                           | 2,4                                                             |
| Deutschland               | 4,9                                            | -1,2                             | 82                                           | 1,8                                                     | 17,1                    | 0,9                                                            | 1,9                                                             |
| Österreich                | 3,0                                            | -3,4                             | 72                                           | 1,9                                                     | 17,1                    | -0,2                                                           | 3,0                                                             |
| Niederlande               | 7,8                                            | -4,2                             | 64                                           | 0,9                                                     | 15,2                    | -2,1                                                           | 2,4                                                             |
| Belgien                   | -0,5                                           | -3,5                             | 97                                           | 1,3                                                     | 12,9                    | 0,0                                                            | 3,7                                                             |
| Frankreich                | -2,3                                           | -5,7                             | 85                                           | 1,0                                                     | 10,7                    | -2,6                                                           | 3,0                                                             |
| Spanien                   | -4,0                                           | -6,2                             | 70                                           | 0,5                                                     | 8,9                     | -2,6                                                           | 5,1                                                             |
| USA                       | -3,0                                           | -10,0                            | 101                                          | 1,9                                                     | 8,9                     | -5,9                                                           | 2,0                                                             |
| Irland                    | 0,5                                            | -10,3                            | 108                                          | 1,1                                                     | 8,6                     | -3,3                                                           | 8,2                                                             |
| Vereinigtes<br>Königreich | -0,6                                           | -9,4                             | 84                                           | 0,7                                                     | 8,6                     | -4,7                                                           | 2,1                                                             |
| Japan                     | 2,2                                            | -8,9                             | 206                                          | 0,9                                                     | 8,4                     | -5,6                                                           | 1,0                                                             |
| Italien                   | -3,6                                           | -3,6                             | 121                                          | 0,1                                                     | 7,1                     | 1,9                                                            | 5,5                                                             |
| Portugal                  | -8,0                                           | -5,9                             | 102                                          | -2,4                                                    | 5,7                     | -2,2                                                           | 12,8                                                            |
| Griechenland              | -8,6                                           | -9,0                             | 163                                          | -4,5                                                    | 2,9                     | 5,1                                                            | 34,3                                                            |

<sup>1</sup> Schätzung der OECD.

Weder der Fiskalpakt noch der ESM werden in der Lage sein, den Euroraum zu stabilisieren. Eine notwendige Voraussetzung für einen stabilen Euroraum ist, dass alle Mitgliedsländer ihre Staatsschulden zum gleichen hinreichend niedrigen Zinssatz finanzieren können. Dessen Niveau muss unter dem langfristigen nominalen Wachstum des Euroraums liegen, so wie es in den USA, Großbritannien und Japan der Fall ist.

Dies wird nur möglich sein, wenn die Schulden für die Länder vollständig garantiert werden. Diese sollten unter den gegebenen Strukturen des Euroraums ihre nationale Finanzpolitik einem Koordinierungsprozess unterwerfen. Solch eine Koordination sollte auf das Erreichen von Vollbeschäftigung ausgerichtet sein. Sie sollte alle Ursachen von Ungleichgewichten berücksichtigen, wie z.B. die Wettbewerbsfähigkeit und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Dies sollte jedoch aus einem gesamteuropäischen Blickwinkel erfolgen, was bedeutet, dass Überschussländer eine expansive Fiskalpolitik verfolgen müssen. Im Koordinationsprozess sollte Einigung erzielt werden, was schwierig zu erreichen ist. Koordination kann nicht darin bestehen, dass automatische Regeln eingehalten werden, so wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt oder im Fiskalpakt vorgesehen, sondern sie sollte vor dem Hintergrund der makroökonomischen Erfordernisse im Rahmen eines Verhandlungsprozesses zwischen den Ländern erfolgen. Im Vertrag soll der Fall, dass keine Einigung erzielt werden kann, berücksichtigt werden. In der Praxis sollte so ein Fall jedoch vermieden werden. Dies ist der einzige Ausweg aus der Krise.

### Rettungsversuch der EZB

Ende November 2012 steuerte die Vertrauenskrise im Euroraum auf einen neuen Höhepunkt zu: Die Renditen im Euroraum stiegen erneut dramatisch, darunter die Renditen italienischer zehnjähriger Staatsanleihen auf ein Niveau von 7,5 %, und es drohte eine ausgeprägte Kreditklemme angesichts sich verschlechternder Bankbilanzen. Das EU-Gipfeltreffen Anfang Dezember brachte keine erkennbare Entspannung. Im gleichen Monat startete die EZB dann eine weit reichende Rettungsaktion: Mit zwei dreijährigen und niedrig verzinsten Refinanzierungsgeschäften garantierte die EZB den Banken den Zugang zu Refinanzierungskrediten und stellte großzügig preiswerte Liquidität bereit, mit der die Banken ihre Profitabilität durch Staatsanleihenkäufe erhöhen und ihre Kapitalbasis durch den Rückkauf eigener, im Kurs stark gefallener Anleihen stärken konnten.

Die Anfang Dezember 2011 angekündigten Maßnahmen dürften dennoch für sich genommen nicht in der Lage sein, die Krise zu beenden – sie liefern der Politik nur abermals einen zeitlichen Spielraum, um weitere Maßnahmen zur Stabilisierung des Euroraums zu ergreifen. Angesichts des Zusammenhangs zwischen Budgetdefizit, Schuldenstand, Wachstum und Vertrauen ist Wachstum eine unentbehrliche Bedingung zur Bewältigung der aktuellen Krise im Euroraum. Dies gilt umso mehr, als die gegenwärtigen Maßnahmen der EZB zahlreiche Risiken beinhalten, die eintreten könnten, wenn es den Regierungen nicht gelingt, eine Umkehr in den Wachstumsaussichten einzuleiten.

Die Renditen sind seit November 2011 überwiegend signifikant gefallen und Banken erwerben in großem Stil Anleihen – Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen, darunter auch ihre eigenen. Zugleich entwickeln sich die Buchkredite an den privaten Sektor aber nur verhalten, die Verteilung der Refinanzierungskredite zwischen den Euroländern befindet sich in einer Schieflage und die Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralbanken des Eurosystems untereinander (TARGET2) haben dramatisch zugenommen.

### Hohe Nachfrage nach Refinanzierungskrediten

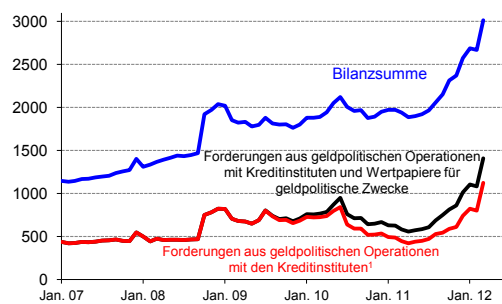
Die Nachfrage nach den dreijährigen Refinanzierungskrediten war immens: Am 22. Dezember 2011 erhielten die Banken 489 Mrd. Euro, am 1. März 2012 weitere 530 Mrd. Euro. Das gesamte Refinanzierungsvolumen stieg zwar nicht in gleichem Umfang, da kürzerfristige Refinanzierungsgeschäfte fällig wurden, aber dennoch nahmen die Refinanzierungskredite bis zum 9. März um 453 Mrd. Euro bzw. 68 % auf 1018 Mrd. Euro zu (Abbildung 9).

Aktuelle Zahlen zur nationalen Verteilung dieser Kredite stehen noch nicht zur Verfügung, aber es liegt nahe anzunehmen, dass sich die seit 2007 zu beobachtende Verlagerung zugunsten der Krisenländer eher intensiviert als zurückgebildet hat. Im Januar 2012 beanspruchten deutsche Banken lediglich 2,4 % des gesamten Refinanzierungsvolumens verglichen mit 55 % im Januar 2007.<sup>3</sup> Die Refinanzierungserfordernisse italienischer Banken nehmen seit August 2011 deutlich zu und belaufen sich mittlerweile auf 24,3 % aller Refinanzierungskredite des Eurosystems verglichen mit nur 4 % vor fünf Jahren. In Griechenland, Portugal und Spanien nahm die Nachfrage nach Zentralbankliquidität seit Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007 fortwährend

<sup>3</sup> . Die Zahlen sind Näherungswerte, da die Bundesbank die Durchschnittswerte während jeder Mindestreserveverfüllungsperiode ausweist, während die anderen Zentralbanken und die EZB Monatsenddaten veröffentlichen.

ABBILDUNG 9

### Konsolidierte Bilanz des Eurosystems

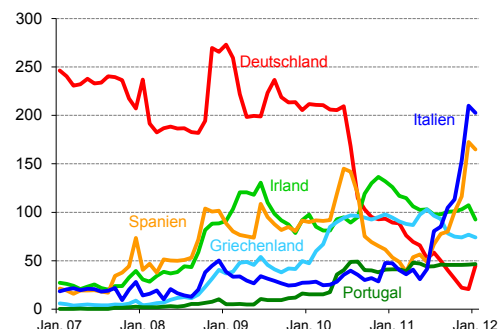
Januar 2007 – März 2012<sup>1</sup>, in Mrd. Euro<sup>1</sup> Monatsdurchschnitte der ausgewiesenen Wochenendwerte.

Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Institute.



ABBILDUNG 10

### Nationale Verteilung der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems

Januar 2007 – März 2012, Monatsendwerte<sup>1</sup>, in Mrd. Euro<sup>1</sup> Die Angaben für Deutschland sind Durchschnittswerte der in dem jeweiligen Monat endenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Quellen: Bilanzausweise der nationalen Zentralbanken.



zu (Abbildung 10). Zusammen mit Italien belief sich der Anteil dieser Länder am Gesamtvolumen Ende Januar 2012 auf 66 %.

Vor den geldpolitischen Beschlüssen im Dezember 2011 hafteten die nationalen Zentralbanken für Verluste, die im Rahmen geldpolitischer Geschäfte entstanden, entsprechend ihres Anteils am Kapital der EZB. Mit den nunmehr verringerten Anforderungen an die bei diesen Geschäften zu hinterlegenden Sicherheiten haften die nationalen Zentralbanken selbst für Refinanzierungskredite, die mit gelockerten Standards vergeben werden. Es ist nicht nur fragwürdig, wie sinnvoll eine solche Regelung ist, sondern auch, ob sie in der Praxis überhaupt realistisch ist.

### TARGET2-Salden auf Rekordniveau

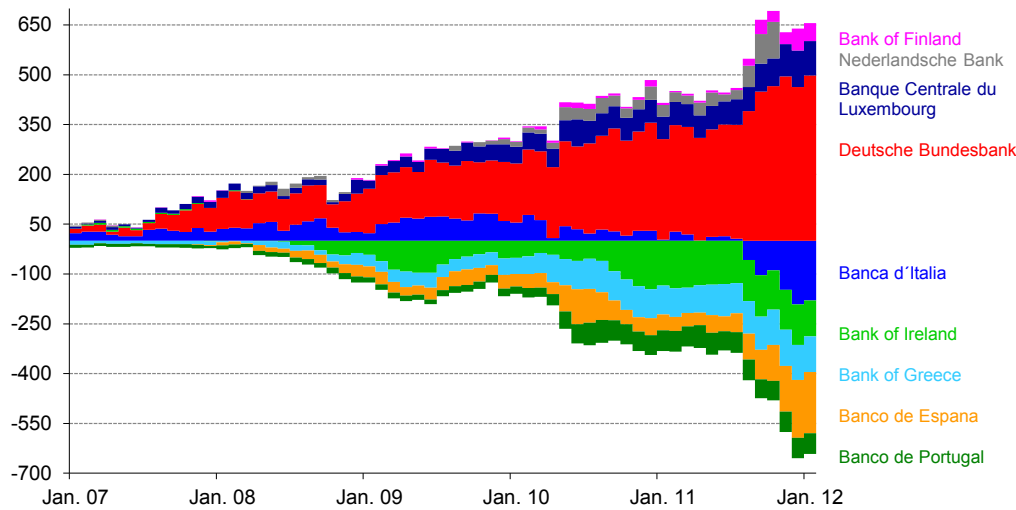
Der steile Anstieg der Nachfrage nach Refinanzierungsmitteln des Eurosystems ist primär die Folge mangelnder sonstiger Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken der Krisenländer. Nicht nur sind Interbanken-Kredite Mangelware, sondern Inländer ziehen ihre Einlagen ab. Dieser Abfluss von Kapital spiegelt sich in den Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems wider, die in dem Verrechnungssystem TARGET2 verbucht werden. Wenn private Gläubiger beispielsweise Mittel von einer italienischen Bank abziehen und auf einer deutschen Bank einzahlen, handelt es sich um eine grenzüberschreitende Transaktion, die die Zentralbanken Italiens und Deutschlands berührt. Sofern diese Positionen bis zum Ende jeden Tages nicht durch gegenläufige Transaktionen ausgeglichen werden, werden diese in Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der EZB umgewandelt. Vor der internationalen Finanzkrise waren diese TARGET bzw. TARGET2-Salden vernachlässigbar. Im Januar 2012 – dem aktuellsten zugänglichen Datenstand – erreichten sie Rekordwerte: Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank beliefen sich auf 498 Mrd. Euro, Italien und Spanien hatten jeweils TARGET2-Verbindlichkeiten in Höhe von fast 200 Mrd. Euro (Abbildung 11).

Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion in Deutschland ist es wichtig zu betonen, dass es keinen kausalen Zusammenhang zwischen der Leistungsbilanzposition eines Landes und dem Vorzeichen seines TARGET2-Saldos gibt.<sup>4</sup> Italien beispielsweise verzeichnete seit 2002 Leistungsbilanzdefizite, zugleich jedoch einen positiven TARGET2-Saldo bis Juli 2012; zu diesem Zeitpunkt wurde Italien von der Ansteckungswelle im Euroraum erfasst. Seither haben die TARGET2-Verbindlichkeiten der Banco d'Italia in gigantischen Schritten zugenommen. Ein weiteres Beispiel für den nicht-existenten Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzsaldo und TARGET2-Saldo liefert Irland. Irland hat es vor kurzem geschafft, seine Leistungsbilanz in den positiven Bereich zu bringen. Dennoch verbleiben die TARGET2-Salden mit 110 Mrd. Euro (Januar 2012) auf sehr hohem Niveau und übersteigen bei weitem die kumulierten Leistungsbilanzdefizite der Vergangenheit. TARGET2-Salden haben dieselbe Wurzel wie die gestiegene Abhängigkeit von Zentralbankliquidität – ein Mangel an Vertrauen in die Solvenz des Bankensystems der Krisenländer. Es kann daher auch

<sup>4</sup> Einige Volkswirte in Deutschland argumentieren, dass es einen derartigen Zusammenhang gibt (Sinn/Wollmershäuser 2011). Olaf Storbeck und Buiter et al. gehörten zu den Ersten, die auf die logischen Fehler dieser Argumentation hinwiesen (Buiter et al. 2011a; 2011b, Storbeck 2011, siehe auch Tober 2011).

# TARGET2-Salden ausgewählter nationaler Zentralbanken des Eurosystems<sup>1</sup>

Januar 2007 – März 2012, Monatsendwerte, in Mrd. Euro



<sup>1</sup> Die Datenreihen entstammen den Bilanzausweisen der nationalen Zentralbanken wie folgt: Deutschland – Auslandsposition der Deutschen Bundesbank im ESZB/ Forderungen innerhalb des ESZB / sonstige Forderungen (netto) (Zeitreihe EU8148); Griechenland – Target2 bzw. Target-Verbindlichkeiten; Finnland – Forderungen in Zusammenhang mit Target (netto); Irland – „Andere Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems“ approximiert durch „Andere Verbindlichkeiten“ abzüglich des Betrags, um den diese die Target2-Verbindlichkeiten Ende 2010 überstiegen; Italien – andere Forderungen/Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems (netto); Luxemburg – Forderungen der Zentralbank innerhalb des ESZB; Niederlande – intra-ESZB-Forderungen; Portugal – Täglich fällige Verbindlichkeiten gegenüber MFIs in anderen Euroraum-Ländern; Spanien – Einlagen MFIs anderer Euroraumländer (Reihe 7.94).

Quellen: Bilanzausweise der nationalen Zentralbanken.

IMK

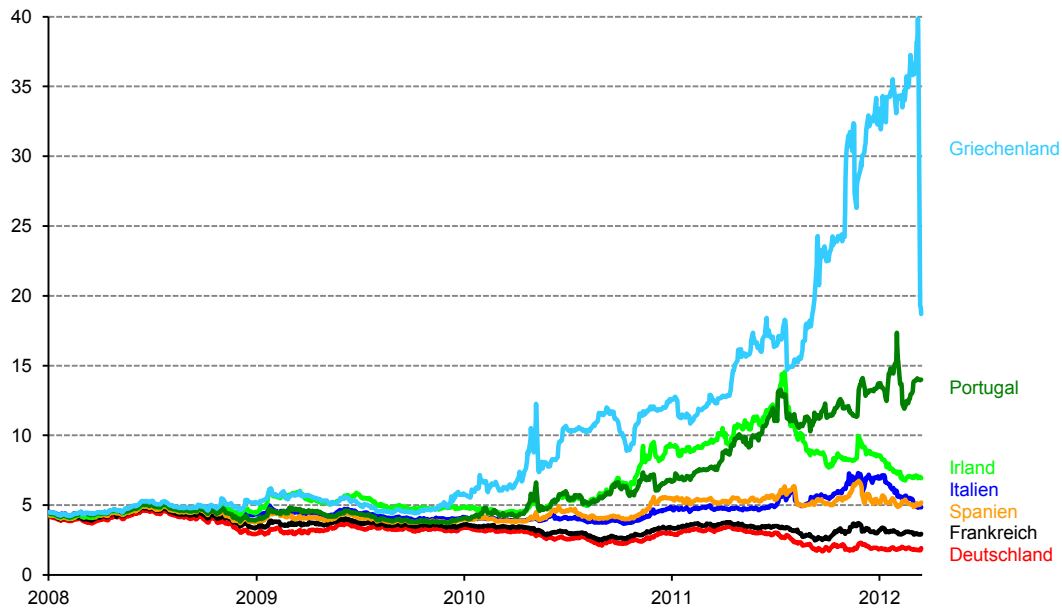
nicht erstaunen, dass die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und die TARGET2-Salden ähnliche Größenordnungen aufweisen (Tober 2011). In Irland überstiegen die TARGET2-Salden sogar die Refinanzierungskredite von der irischen Zentralbank. Da die TARGET2-Salden Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der EZB darstellen, werden Verluste gegebenenfalls entsprechend des Kapitalanteils an der EZB auf die nationalen Zentralbanken verteilt. Wie oben angesprochen, haben sich die Haftungsregelungen bei durch die nationalen Zentralbanken durchgeführten Offenmarktgeschäften seit Anfang Dezember 2012 geändert. Sofern eine nationale Zentralbank von den verringerten Sicherheitsanforderungen Gebrauch macht, trägt sie gegebenenfalls entstehende Verluste selbst. Das mag vielleicht im Falle eines Landes realistisch sein, dessen Bankensystem mit massiven Verlusten konfrontiert ist; verlässt jedoch ein Land mit einer erdrückenden Schuldenlast den Euroraum, so ist es äußerst unwahrscheinlich, dass es in der Lage und gewillt sein wird, (seinen Teil der) TARGET2-Verbindlichkeiten zu schultern, zumal der Euro gegenüber der neuen Währung des Landes deutlich aufwerten dürfte.

## Krise trotz verminderter Verspannungen ungelöst

Trotz der verstärkten Schieflage bei der Refinanzierung der Banken und dem steilen Anstieg der TARGET2-Salden hat sich die Situation an den Finanzmärkten seit Ende 2011 merklich entspannt (Abbildung 12). Seit Ende November sind die Renditen irischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit von 10 % auf 7 % gesunken, und die entsprechende Rendite Italiens verringerte sich um mehr als zwei Prozentpunkte auf 5 %. Diese Renditen sind immer noch sehr hoch angesichts der schlechten wirtschaftlichen Aussichten in den Krisenländern. Allerdings sind die auf kurzfristige Anleihen zu zahlenden Zinsen deutlich geringer – beispielsweise 1,7 % bzw. 2,2 % für zweijährige Staatsanleihen Italiens und Spaniens. Flackert die Krise nicht wieder auf und setzt ein Wachstumsprozess ein, dürften die meisten Krisenländer daher in der Lage sein, ihre Schulden zu bedienen. Die große Frage lautet, ob die Krise tatsächlich beendet ist und nun eine wirtschaftliche Aufwärtsbewegung zu verzeichnen sein wird. Ohne eine Kehrtwende bei der Fiskalpolitik ist es unwahrscheinlich, dass sich die Krisenländer in naher Zukunft wirtschaftlich erholen. Eine Rezession könnte aber einen weiteren Vertrauensverlust in Gang setzen. Hinzu kommt,

# Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer

Tageswerte in %



Quelle: Reuters EcoWin (EcoWin Financial).

IMK

dass Portugals langfristige Zinsen bisher nicht nennenswert gesunken sind. Dies deutet darauf hin, dass die Märkte trotz verbaler Zusicherungen nicht davon überzeugt sind, dass der Schuldenumtausch Griechenlands ein Einzelfall sein wird.

Es wird sich daher noch zeigen, ob sich der indirekte Ansatz der Krisenlösung, den die EZB wählte, auszahlt. Statt direkt dem Vertrauensverlust am Markt für Staatsanleihen zu begegnen, der den Krisenländern untragbare Zinsforderungen brachte (Makro-Konsortium 2011), unterstützt das Eurosystem die Banken mit unbegrenzten, niedrig verzinsten Mitteln, obwohl deren Solvenz eng an der Zahlungsfähigkeit des Heimatlandes hängt. Eine stabile Entwicklung wird sich nur einstellen, wenn die hohe Liquiditätszufuhr letztendlich zu einer beschleunigten Aktivität der Realwirtschaft führt.

Das Hauptrisiko dieser Strategie liegt nicht in einer Inflationsbeschleunigung. Die Kernrate im Euroraum liegt bei 1,5 % und wäre noch niedriger ohne Berücksichtigung der gestiegenen indirekten Steuern. Der Anstieg der Geldmenge und jener der Buchkredite ist verhalten. Die Buchkredite an Private nahmen im Januar 2012 nur um 1,1 % zu, wobei Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nur um 0,7 % ausgeweitet wurden. Die Kerninflationsrate dürfte sich nur dann beschleunigen, wenn die Euroländer ein anhaltend hohes Wachstum zu verzeichnen haben. Bei einer

Arbeitslosenquote von 10,7 % ist der Spielraum für Produktionssteigerungen groß. Mit dem Rückenwind eines kräftigen Wachstums würden sich die Vertrauensprobleme deutlich entschärfen und das Eurosystem könnte die überschüssige Liquidität problemlos absorbieren, beispielsweise mittels höher verzinsten Termineinlagen.

Das wirkliche Risiko liegt in einer stagnativen bzw. rezessiven Entwicklung, infolge der das Vertrauen nicht zurückgewonnen wird, sondern es stattdessen zu Bankenzusammenbrüchen kommt oder aber die erdrückenden Sparprogramme, die die Krisenländer implementieren müssen, den Exit aus dem Euroraum für einige Länder als gangbare Alternative erscheinen lassen. Letzteres würde zwangsläufig mit einem Schuldenschnitt und im günstigsten Fall erheblichen Verlusten für die Steuerzahler im Euroraum einhergehen.

## Banken auf dem Weg aus den Turbulenzen?

Die europäischen Banken sind über Darlehen an andere Banken, das Halten von Staatsschuldtiteln sowie über gewährte Kredite an Haushalte und an private Unternehmen in den südlichen Euroländern Portugal, Italien, Spanien und Griechenland sowie in Irland engagiert. Für die Finanzmärkte ist dieses Engagement zu einer Quelle der Besorgnis geworden.

Mit einem Gesamtengagement seines Bankensystems von ca. 437 Mrd. Euro bzw. 21,9 % des BIP im dritten Quartal 2011 (Tabelle K1) gehört Frankreich zu den Ländern, die den Risiken aus den Krisenländern am stärksten ausgesetzt sind. Der Kapitaleinsatz Deutschlands ist mit 322 Mil-

liarden Euro (12,5 % des BIP) geringer. Das britische Bankensystem ist mit 230 Milliarden Euro bzw. 13,3 % des britischen BIP involviert. Im Vergleich dazu sind die japanischen und die US-amerikanischen Banken kaum beteiligt: Japan mit 59 Milliarden Euro (1,4 % des BIP) und die USA mit 96 Milliarden Euro (0,9 % des BIP). Im Zuge der Finanzkrise haben sich die ausländischen Banken aus diesen Volkswirtschaften zurückgezogen, wenn auch in unterschiedlichem Tempo (Abbildung K1).

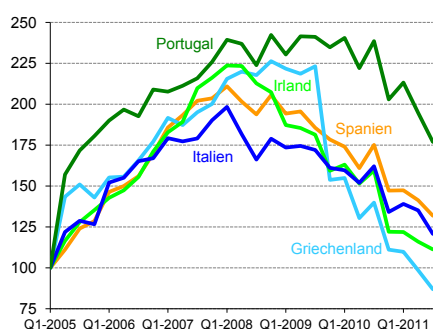
Mitte Juli 2011 wurde eine positive Bilanz der Stresstests für die europäischen Banken gezogen (European Banking Authority 2011). Die Annahmen, die den Stresstests zugrunde lagen, waren jedoch nicht besonders optimistisch.

ABBILDUNG K1

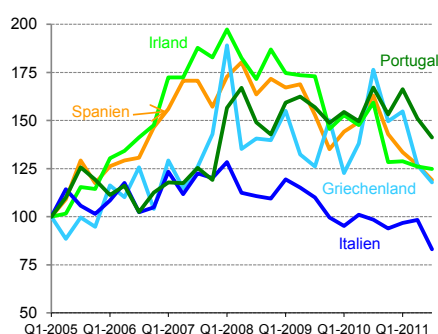
### Auslandsforderungen der Banken

(Index 2005Q1=100)

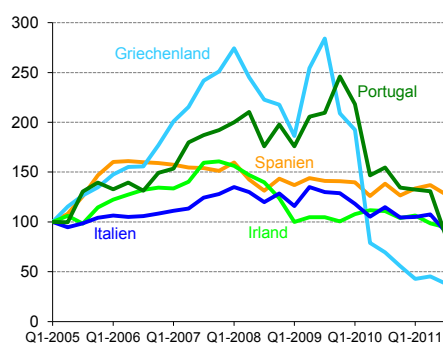
#### Europäische Banken, die an die BIZ berichten



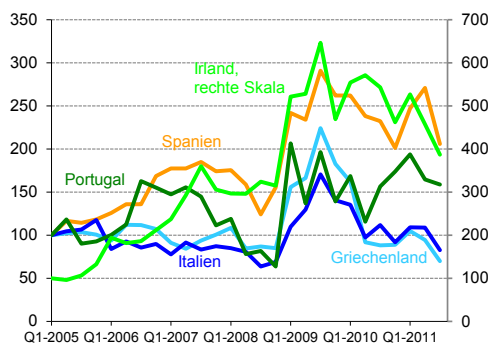
#### Britische Banken



#### Bauinvestitionen



#### Ausrüstungsinvestitionen



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich – consolidated banking statistics / ultimate risk basis; Berechnungen der Institute.

Für den Euroraum gingen sie von einem Rückgang der Wachstumsrate um 2 Prozentpunkte im Jahr 2011 und um 2 Prozentpunkte im Jahr 2012 verglichen mit dem Basisszenario aus. Im Euroraum wurde eine Rezession und eine schwache Erholung simuliert (-0,5 % 2011 und +1,2 % 2012). Dies wurde begleitet von einem Anstieg der Arbeitslosigkeit (+0,3 Prozentpunkte 2011 und +1,2 Prozentpunkte 2012), einer Verringerung der Inflationsrate (-0,5 Prozentpunkte 2011 und -1,1 Prozentpunkte 2012), einem starken Rückgang der Immobilienpreise und einem Anstieg der langfristigen Zinsen, während die Renditen von Staatsschuldtiteln bis zu 30 % erreichen konnten. Ziel dieses „Stress“-Szenarios war es, zu testen ob es den Banken gelingen würde, eine Kernkapitalquote über 5 % beizubehalten. Unter diesen extremen Annahmen hatten nur 8,9 % der 90 getesteten Banken eine Quote

unterhalb der Grenze von 5 %<sup>1</sup>, was de facto eine Rekapitalisierung zur Erreichung dieses Ziels erforderlich macht. Gemessen an dem praktizierten Stresstest kann das europäische Bankensystem als ausreichend widerstandsfähig im Falle einer großen Krise angesehen werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass dieser Stresstest nicht den Fall einer staatlichen Insolvenz berücksichtigt. Tatsächlich ist durch den Schuldenschnitt in Griechenland, wenn auch eines sehr kleinen Landes, ein solches Ereignis mittlerweile eingetreten. Daher dürfte der Stresstest nicht streng genug gewesen sein, um die Bankenrisiken realistisch einzuschätzen (Tabelle K1).

<sup>1</sup> Das im Rahmen von Basel II geforderte minimale Kernkapital beträgt lediglich 2 % und es erhöht sich durch Basel III auf 4,5 % (ab 2013). Diese Quote misst den Anteil der risikogewichteten Aktiva, der durch Eigenkapital gedeckt ist.

TABELLE K1

## Forderungen des inländischen Bankensektors gegenüber den Krisenländern nach Sektoren

im 3. Quartal 2011 (in Mrd. Euro)

|                            | „Euro 5“ | Deutschland | Frankreich | Vereinigtes<br>Königreich | Japan | USA  |
|----------------------------|----------|-------------|------------|---------------------------|-------|------|
| <b>Spanien</b>             |          |             |            |                           |       |      |
| Banken                     | 81,3     | 44,3        | 25,0       | 13,4                      | 2,9   | 13,0 |
| Öffentlicher Sektor        | 44,9     | 18,6        | 19,1       | 4,3                       | 7,0   | 3,7  |
| Privater Nichtbankensektor | 125,3    | 50,7        | 57,9       | 48,0                      | 7,5   | 17,0 |
| Insgesamt                  | 251,4    | 113,6       | 102,0      | 65,7                      | 17,4  | 33,7 |
| <b>Griechenland</b>        |          |             |            |                           |       |      |
| Banken                     | 1,3      | 0,7         | 0,4        | 0,7                       | 0,2   | 0,9  |
| Öffentlicher Sektor        | 15,3     | 8,0         | 5,1        | 1,5                       | 0,1   | 1,0  |
| Privater Nichtbankensektor | 34,4     | 4,5         | 28,3       | 6,0                       | 0,5   | 2,3  |
| Insgesamt                  | 50,9     | 13,2        | 33,8       | 8,2                       | 0,8   | 4,2  |
| <b>Irland</b>              |          |             |            |                           |       |      |
| Banken                     | 25,3     | 14,1        | 6,9        | 12,7                      | 1,1   | 6,4  |
| Öffentlicher Sektor        | 4,8      | 2,0         | 1,8        | 3,3                       | 0,5   | 1,3  |
| Privater Nichtbankensektor | 95,6     | 55,6        | 11,7       | 80,8                      | 12,2  | 23,2 |
| Insgesamt                  | 126,0    | 71,7        | 20,5       | 96,8                      | 13,9  | 30,8 |
| <b>Italien</b>             |          |             |            |                           |       |      |
| Banken                     | 63,0     | 28,4        | 26,3       | 5,5                       | 1,9   | 6,8  |
| Öffentlicher Sektor        | 104,6    | 31,4        | 58,1       | 6,0                       | 17,5  | 7,2  |
| Privater Nichtbankensektor | 238,2    | 42,4        | 178,6      | 31,7                      | 6,3   | 9,3  |
| Insgesamt                  | 405,8    | 102,1       | 262,9      | 43,3                      | 25,7  | 23,3 |
| <b>Portugal</b>            |          |             |            |                           |       |      |
| Banken                     | 15,7     | 6,2         | 4,4        | 2,3                       | 0,1   | 1,1  |
| Öffentlicher Sektor        | 15,6     | 5,6         | 3,8        | 1,2                       | 0,3   | 0,6  |
| Privater Nichtbankensektor | 68,5     | 9,4         | 10,0       | 13,0                      | 0,6   | 1,8  |
| Insgesamt                  | 99,7     | 21,2        | 18,2       | 16,5                      | 1,0   | 3,5  |
| <b>insgesamt</b>           |          |             |            |                           |       |      |
| Banken                     | 186,6    | 93,6        | 63,0       | 34,6                      | 6,3   | 28,2 |
| Öffentlicher Sektor        | 185,1    | 65,6        | 87,9       | 16,3                      | 25,4  | 13,9 |
| Privater Nichtbankensektor | 561,9    | 162,6       | 286,5      | 179,6                     | 27,1  | 53,6 |
| Insgesamt                  | 933,8    | 321,8       | 437,4      | 230,4                     | 58,8  | 95,6 |
| In % des BIP               | 12,3     | 12,5        | 21,9       | 13,3                      | 1,4   | 0,9  |

„Euro 5“: Belgien, Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien.

Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich – consolidated banking statistics / ultimate risk basis – Berechnungen der Institute.

**Buiter, W. /Michels, J. /Rahbari, E. (2011a):** TARGETing the wrong villain: TARGET2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows. Global Economics View, Citigroup Global Markets, June.

**Buiter, W. /Michels, J. /Rahbari, E. (2011b):** The implications of intra-euro area imbalances in credit flows, Policy Insight No. 57, Centre for Economic Policy Research, August.

**European Banking Authority (2011):** Methodological Note – Additional guidance, June.

**Herzog-Stein, A. /Lindner, F. /Sturn, S. /van Treeck, T. (2010):** Vom Krisenherd zum Wunderwerk? Der deutsche Arbeitsmarkt im Wandel, IMK Report Nr. 56.

**Makro-Konsortium (2011):** Der Euroraum im Umbruch. Erste gemeinsame Diagnose des Makro-Konsortiums. IMK Report Nr. 61. Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK); Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE); Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO).

**Schulmeister, S. (1995):** Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, WIFO-Monatsberichte 3/1995.

**Schulmeister, S. (2011):** The European Monetary Fund, WIFO Working Paper 414/2011.

**Sinn, H.-W. /Wollmershäuser, T. (2011):** Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. CESifo Working Paper 3500, Juni.

**Storbeck, O. (2011):** The stealth bailout that doesn't exist: debunking Hans-Werner Sinn, olafstorbeck.com, 6 Juni.

**Tober, S. (2011):** Die Europäische Zentralbank in der Kritik. IMK Report Nr. 67.

**Abgeschlossen am 15. März 2012**

---

## Impressum

**Herausgeber:**

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
in der Hans-Böckler-Stiftung,  
Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266  
IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn

**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.