

# ERSTES KAPITEL

## Internationale Konjunktur: Erholung zeichnet sich ab

- I.** Überblick zur Weltkonjunktur
  - 1. Industrieländer im Aufschwung, Schwellenländer schwächeln
  - 2. Leichte Beschleunigung im kommenden Jahr
- II.** Zur Lage in den Ländern außerhalb des Euro-Raums
  - 1. Industrieländer: Wirtschaft belebt sich
  - 2. Schwellenländer: Abwärtstrend setzt sich fort
- III.** Zur Lage im Euro-Raum
  - 1. Euro-Raum überwindet die Rezession
  - 2. Anpassungsprozesse machen Fortschritte
  - 3. Erholung festigt sich im kommenden Jahr
  - 4. Konjunktur in ausgewählten Volkswirtschaften des Euro-Raums

Literatur

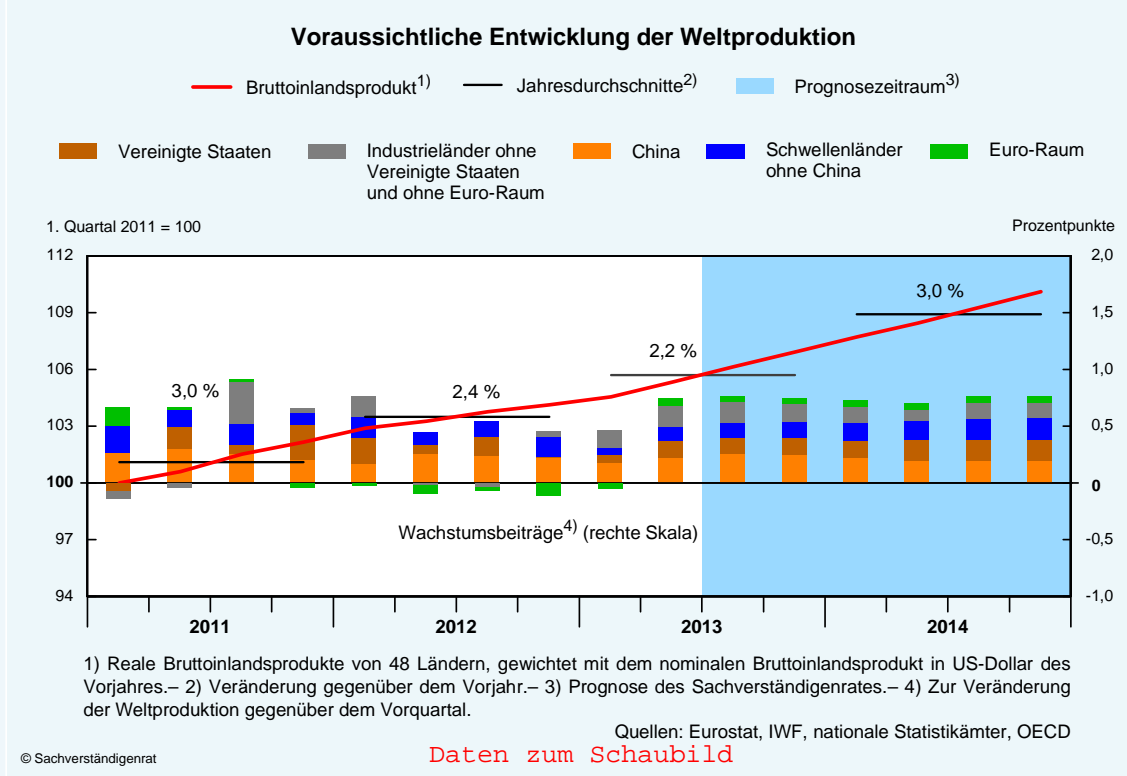
### Das Wichtigste in Kürze

Nachdem die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Euro-Krise infolge der Bekanntgabe des OMT-Programms im September 2012 gesunken war, stabilisierte sich die Weltkonjunktur im Jahresverlauf 2013. In den Industrieländern kam es zu einem leicht beschleunigten Produktionsanstieg. Allerdings ist der aktuelle Aufschwung noch nicht selbsttragend, da viele Industrieländer weiterhin hohe öffentliche Finanzierungsdefizite aufweisen und ihre Geldpolitik zur Stützung der Konjunktur sehr expansiv ausgerichtet ist. In den Schwellenländern setzte sich die Konjunkturverlangsamung in diesem Jahr fort; in einigen dieser Länder dämpfen länderspezifische Probleme die Wachstumsrate des Produktionspotenzials.

Für die zukünftige Entwicklung deuten die Frühindikatoren darauf hin, dass der Anstieg der Weltproduktion leicht zunehmen dürfte. In den Industrieländern ist davon auszugehen, dass sich die zu erwartenden Verbesserungen auf den Arbeits- und Immobilienmärkten günstig auf die Binnennachfrage auswirken. Die bessere Konjunktur in den Industrieländern wird über den anziehenden Welthandel zu höheren Produktionsanstiegen in den Schwellenländern führen. Unter der Annahme, dass es zu einer Anhebung der Schuldengrenze in den Vereinigten Staaten zu Jahresbeginn 2014 und keiner erneuten Verschärfung der Euro-Krise kommt, dürfte sich der Anstieg der Weltproduktion nach 2,2 % in diesem Jahr auf 3,0 % im kommenden Jahr beschleunigen.

Die Krisenländer des Euro-Raums konnten Fortschritte bei der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit machen. Zudem dürften einige dieser Länder bereits in diesem Jahr Leistungsbilanzüberschüsse ausweisen. Trotz aller Fortschritte ist weiterer Anpassungsbedarf gegeben. Insbesondere müssen die öffentlichen und privaten Schuldenstände weiter zurückgeführt werden. Alles in allem dürfte der Euro-Raum die Rezession überwunden haben. Aufgrund des schwachen Jahresbeginns wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 jedoch noch eine Veränderungsrate von -0,4 % aufweisen. Für das Jahr 2014 wird eine Zuwachsrate von 1,1 % erwartet.

Schaubild 3



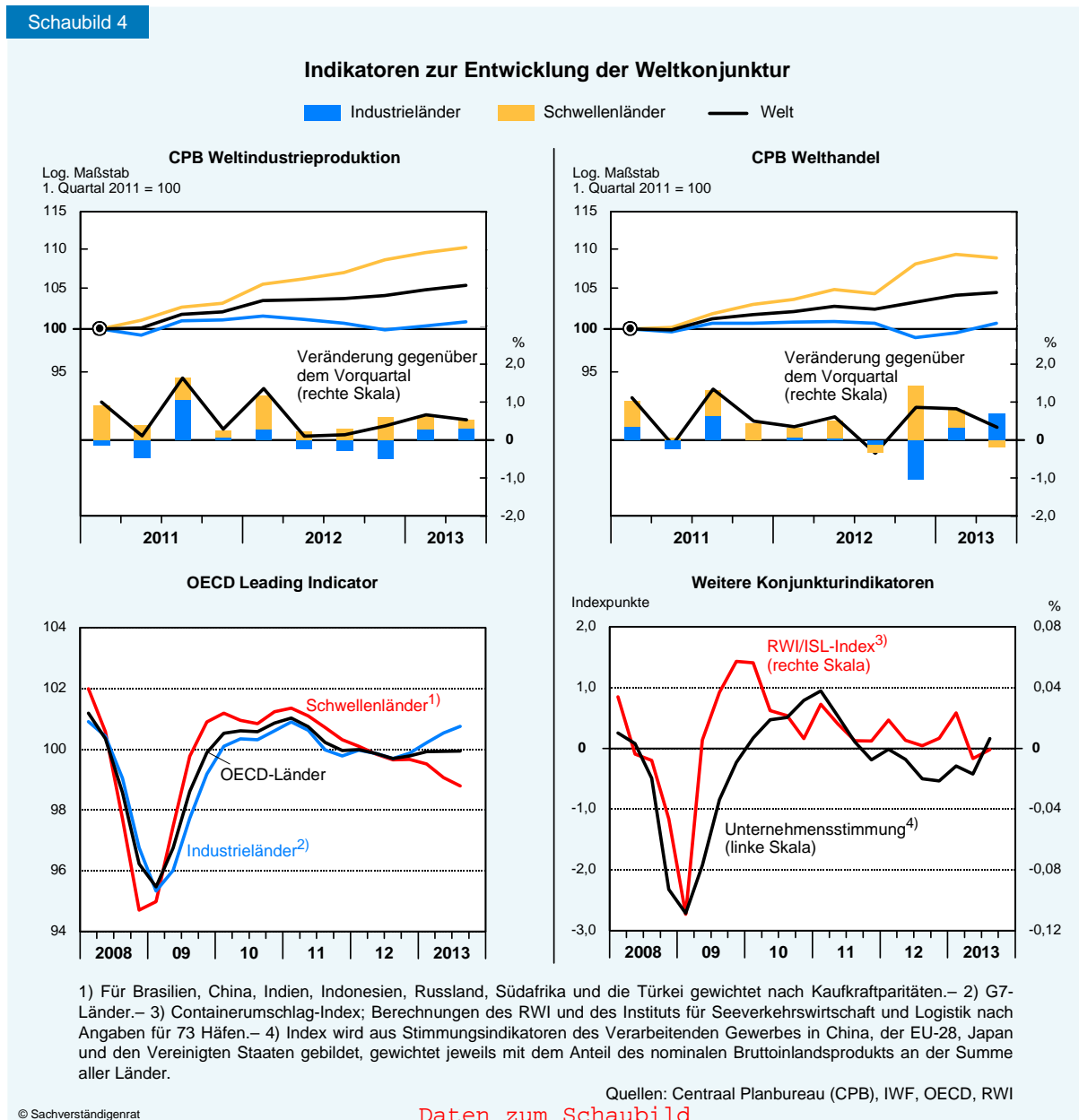
## I. Überblick zur Weltkonjunktur

### 1. Industrieländer im Aufschwung, Schwellenländer schwächeln

38. Die **Weltkonjunktur** hat sich im bisherigen Jahresverlauf stabilisiert, nachdem sie im Jahr 2012 unter dem Einfluss der Euro-Krise deutlich an Schwung verloren hatte. So legten die Weltindustrieproduktion sowie der Welthandel im laufenden Jahr stärker zu, im Vergleich zu früheren Perioden sind die Zuwachsraten aber nur moderat (Schaubild 4). Im Unterschied zum vergangenen Jahr kamen die Impulse verstärkt aus den Industrieländern. Die Konjunktur wurde durch die weiterhin sehr expansive Geldpolitik und die gesunkene Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Euro-Krise gestützt.

Die Produktion in den Schwellenländern hingegen hat seit dem Sommerhalbjahr 2012 im Vergleich zu den Vorjahren weniger stark zugenommen. Der Außenhandel dieser Länder war zuletzt sogar rückläufig. Viele Schwellenländer sehen sich Problemen in ihren Volkswirt-

Schaubild 4



schaften gegenüber, die sich negativ auf die Expansion ihres Produktionspotenzials auswirken. Darüber hinaus erlebten einige Schwellenländer im Sommer des Jahres 2013 starke Kapitalabflüsse und einen erheblichen Abwertungsdruck auf ihre Währungen, nachdem die Federal Reserve (Fed) im Mai dieses Jahres ankündigte, ihre Wertpapierkäufe in näherer Zukunft reduzieren zu wollen. Seit September 2013 hat sich die Lage aber weitgehend beruhigt.

**39.** Im Großteil der **Industrielländer** außerhalb des Euro-Raums hat sich die konjunkturelle Stimmung im Verlauf des Jahres 2013 spürbar aufgehellt. So hat sich der Produktionsanstieg in den **Vereinigten Staaten** im Sommerhalbjahr beschleunigt, nachdem im Winterhalbjahr kaum mehr als eine Stagnation des Bruttoinlandsprodukts zu beobachten war (Ziffern 55 ff.). Die Verschuldungssituation der privaten Haushalte hat sich stetig verbessert, da sich der Arbeits- sowie der Immobilienmarkt zunehmend belebten. Dies stützte die Privaten Konsumausgaben, die trotz Steuererhöhungen und Staatsausgabenkürzungen zu Jahresbeginn robust expandierten. Zudem stiegen die Wohnungsbauinvestitionen weiter kräftig an.

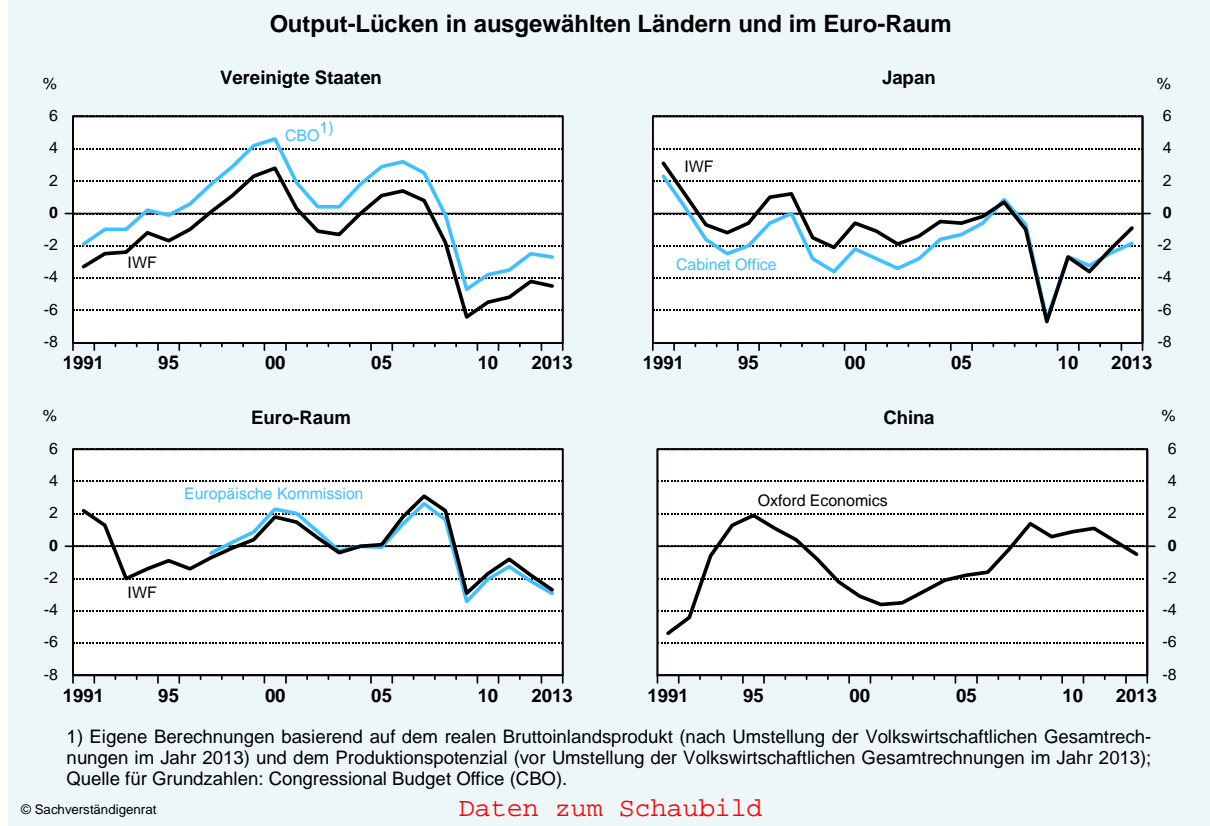
In **Japan** bestimmt die sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik die konjunkturelle Entwicklung (Ziffern 61 ff.). Das Wirtschaftswachstum war seit Jahresbeginn so kräftig angestiegen wie in keinem anderen großen Industrieland, maßgeblich unterstützt durch die kräftige Abwertung des Yen. Ebenso scheint die Konjunktur im **Vereinigten Königreich** Ende des Jahres 2012 die Talsohle durchschritten zu haben und expandiert seither mit anziehender Dynamik (Ziffern 65 ff.). Die positive Entwicklung des privaten Konsums sowie eine zunehmende Exportnachfrage aus dem Euro-Raum haben hierzu maßgeblich beigetragen.

Der **Euro-Raum** konnte sich im Sommer nach fast zwei Jahren aus der Rezession lösen (Ziffern 78 ff.). Hierzu trug die robuste Entwicklung in Deutschland entscheidend bei, aber auch aus dem restlichen Währungsraum gab es Zeichen der Stabilisierung. Die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Euro-Krise ist deutlich gesunken. Zudem hat sich in den Programmländern Griechenland, Irland und Portugal die Stimmung der Konsumenten und Unternehmen zuletzt deutlich aufgehellt. Dies alles deutet darauf hin, dass die **Anpassungsprozesse vorankommen** und im nächsten Jahr positive konjunkturelle Wirkungen entfalten werden.

**40.** Die leichte konjunkturelle Verbesserung kann jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass viele Volkswirtschaften noch immer mit den Folgen der Großen Rezession der Jahre 2008 und 2009 zu kämpfen haben. In den meisten Industrieländern liegt die Arbeitslosenquote noch immer auf einem hohen Niveau, und die Produktionsanlagen sind deutlich unterausgelastet (Schaubild 5). Der jüngst zu beobachtende Aufschwung ist noch nicht selbsttragend. Er wird einerseits dadurch relativiert, dass immer noch viele Länder sehr hohe öffentliche Finanzierungsdefizite aufweisen. Andererseits wird die konjunkturelle Entwicklung durch ein außerordentlich niedriges kurz- sowie langfristiges Zinsniveau infolge der stark expansiv ausgerichteten Geldpolitik in vielen Industrieländern unterstützt.

**41.** Die **Geldpolitik** in den Industrieländern ist seit dem Jahr 2009 dadurch gekennzeichnet, dass sich nahezu alle Zentralbanken mit ihren Leitzinsen an oder nahe der Nullzinsgrenze befinden (Schaubild 6). Zudem versuchen die Zentralbanken mit unkonventionellen Maß-

Schaubild 5

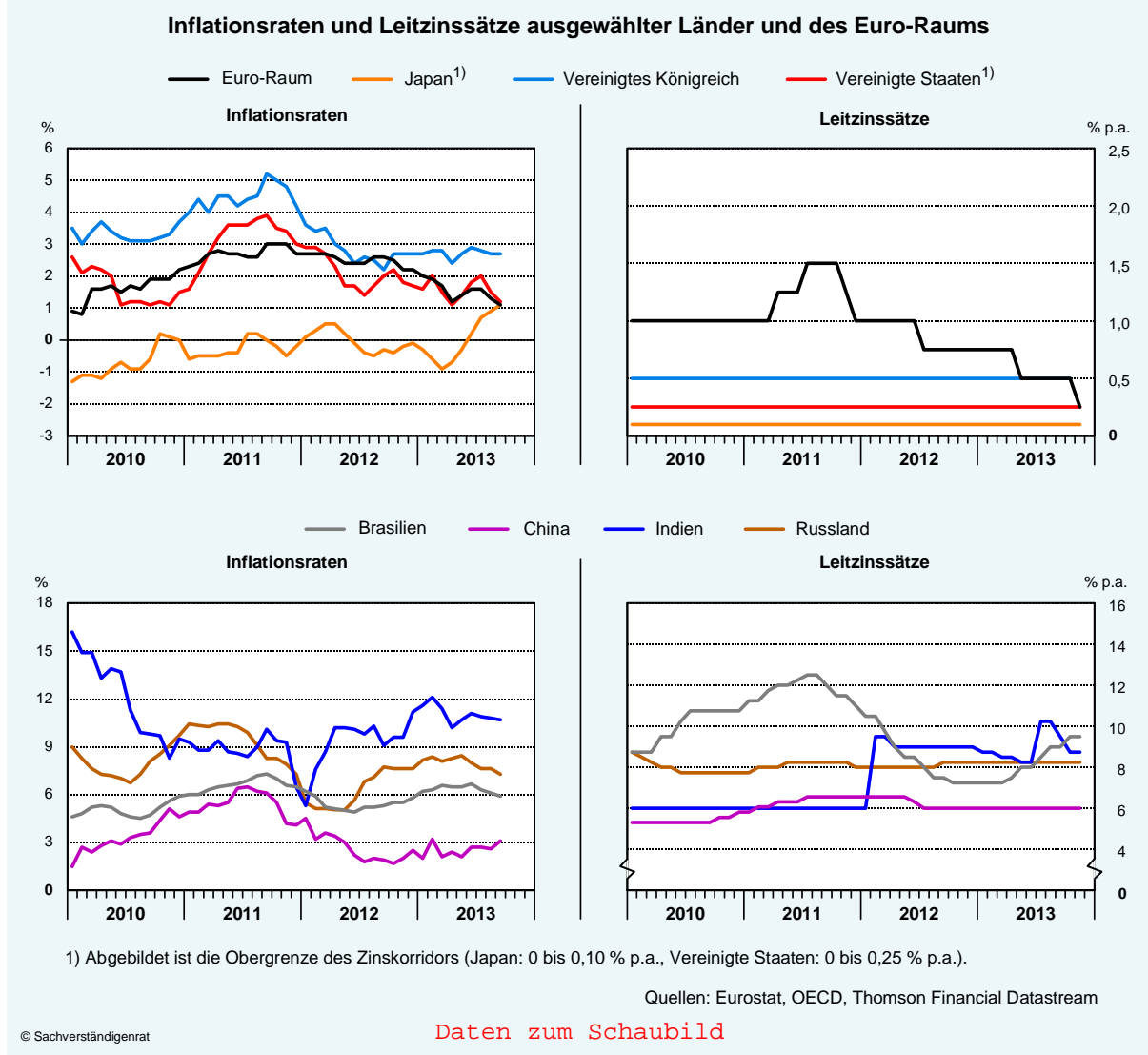


nahmen die Zinserwartungen der Marktakteure zu beeinflussen und das langfristige Zinsniveau zu senken. Hierunter fallen zum Beispiel in den Vereinigten Staaten oder dem Vereinigten Königreich die Bindung der Leitzinsen an die Entwicklung realwirtschaftlicher Größen wie die Arbeitslosenquote (Forward Guidance) und der Ankauf langlaufender Wertpapiere (Quantitative Easing) (Ziffern 192 ff.).

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit ihrer Ankündigung vom September letzten Jahres, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten an den Märkten aufzukaufen (Outright Monetary Transactions, OMT), zu einer Entspannung auf den Finanzmärkten beigetragen (Ziffern 199 ff.). Dies zeigt sich in der Verringerung der Risikoprämien auf Staatsanleihen der Krisenländer des Euro-Raums.

**42.** Die sehr expansive Geldpolitik hat in den meisten Industrieländern bisher **zu keinem Anstieg der Inflationsraten** geführt. So liegen die Teuerungsraten in den Vereinigten Staaten und dem Euro-Raum unter ihren Zielwerten von jeweils 2 % (Schaubild 6). Die Preisentwicklung in den Industrieländern wird stattdessen maßgeblich durch die unterausgelasteten Produktionskapazitäten bestimmt, die sich in den hohen Arbeitslosenquoten widerspiegeln. Als Folge ist die Kreditnachfrage des Privatsektors verhalten, sodass die von den Zentralbanken den Geschäftsbanken bereitgestellte Liquidität in den meisten Ländern kaum in der Realwirtschaft ankommt. Immerhin konnte sich Japan aufgrund der expansiven Geldpolitik und der damit einhergehenden starken Abwertung des Yen zuletzt aus der Deflation lösen und weist momentan Inflationsraten von etwas unter 1 % aus.

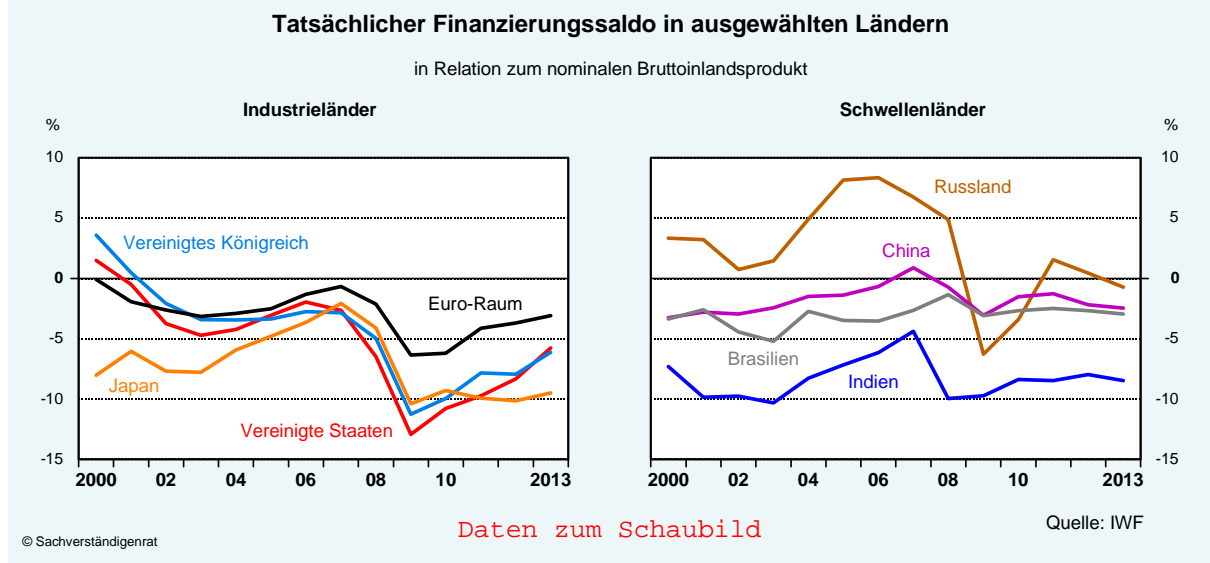
Schaubild 6



**43.** Die **Lage der öffentlichen Haushalte** ist in den meisten Industrieländern immer noch sehr angespannt (Schaubild 7). Die im Zuge der globalen Finanzkrise stark angestiegenen, vielfach weiter steigenden Schuldenstandsquoten und der anhaltende Druck der Finanzmärkte erfordern in vielen Ländern weiterhin einen finanzpolitisch restriktiven Kurs. Im Euro-Raum spielen daneben institutionelle Rahmenbedingungen eine Rolle. Im Rahmen von makroökonomischen Anpassungsprogrammen mussten sich Griechenland, Irland und Portugal verpflichten, ihre Haushaltsdefizite deutlich zu reduzieren. Zudem befinden sich zwölf Mitgliedstaaten des Euro-Raums, unter anderem Frankreich und Spanien, im Defizitverfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die bis zuletzt schwache Konjunktorentwicklung hat jedoch, trotz teilweise umfangreicher Konsolidierungsmaßnahmen, eine Rückbildung der öffentlichen Defizite verhindert.

Erneut stellt Japan eine Ausnahme dar, da die Regierung in diesem Jahr trotz hoher Staatsverschuldung nochmals ein Konjunkturpaket aufgelegt hat, um die Wirtschaft zu stimulieren. Im nächsten Jahr dürfte die Fiskalpolitik aber dämpfend auf die Konjunktur wirken, da zur Jahresmitte eine Mehrwertsteuererhöhung von drei Prozentpunkten geplant ist.

Schaubild 7



44. Der Produktionsanstieg in den **Schwellenländern** hat sich in diesem Jahr weiter abgeschwächt (Ziffern 69 ff.). Zwar stabilisierte sich in Brasilien und China die Konjunktur im Jahresverlauf, doch in Russland war die Wirtschaftsleistung sogar rückläufig. Es lassen sich eine Vielzahl an Gründen nennen, die den konjunkturellen Abschwung in den Schwellenländern erklären können. So dämpften die Rezessionen im Euro-Raum und in Japan die außenwirtschaftliche Entwicklung. Zudem liefen die im Zuge der globalen Finanzkrise etwa in China aufgelegten Fiskalprogramme aus und reduzierten die binnenwirtschaftlichen Impulse. Weiterhin wurden die Leitzinsen in einigen Schwellenländern wegen der anziehenden Inflation und der zunehmenden Kapitalabflüsse seit dem Jahr 2009 teilweise deutlich angehoben.

Zusätzlich wird das **langfristige Wachstumspotenzial** in einzelnen Schwellenländern durch länderspezifische Faktoren geschwächt, wie etwa eine mangelnde Verkehrsinfrastruktur, eine schlechte Stromversorgung, eine hohe Abhängigkeit von Rohstoffen oder protektionistische Maßnahmen seitens der Politik. Vor dem Jahr 2012 wurde der wachstumsdämpfende Einfluss dieser Faktoren in Ländern wie Brasilien, Indien, Indonesien, der Türkei und Südafrika durch einen **starken Zufluss an Portfoliokapital** überkompensiert. In den vergangenen fünf Jahren verschlechterten sich die Leistungsbilanzen teilweise deutlich und sind nunmehr defizitär (Kasten 2, Seite 39). Verbunden mit den Kapitalzuflüssen expandierte die inländische Kreditvergabe und ließ die Binnenwirtschaften stark wachsen.

Die generell besseren konjunkturellen Aussichten in den Industrieländern, die allgemeine Beruhigung im Euro-Raum und der möglicherweise früher als bislang erwartete Ausstieg der Fed aus dem Quantitative Easing führten zur Umkehr der Kapitalflüsse. Damit verbunden ist ein erheblicher Abwertungsdruck für die Währungen der Schwellenländer, dem mehrere Zentralbanken durch Leitzinserhöhungen und/oder Devisenmarktinterventionen zu begegnen versuchen. Zudem sind die Inflationsraten in den meisten Schwellenländern weiterhin hoch, so dass seitens der Geldpolitik eher mit restriktiven Impulsen für das kommende Jahr zu rechnen ist.

## 2. Leichte Beschleunigung im kommenden Jahr

**45.** Am aktuellen Rand deutet eine Vielzahl von Frühindikatoren darauf hin, dass der Anstieg der Weltproduktion im weiteren Verlauf dieses Jahres zunehmen wird. Vor allem in den **Industrielländern** ist eine Stimmungsverbesserung sowohl auf Seiten der Unternehmen als auch der Verbraucher zu beobachten. Dieses Bild wird durch die Frühindikatoren der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) bestätigt. Für das nächste Jahr deutet sich an, dass die Produktionstätigkeit in den **Vereinigten Staaten** beschleunigt zulegen wird. Unter der Annahme einer Einigung im Kongress über die Finanzpolitik zu Beginn des nächsten Jahres ist zu erwarten, dass sich die seit zwei Jahren zu verzeichnende Verbesserung auf dem Immobilienmarkt weiter fortsetzt und durch Vermögenseffekte die Konsumnachfrage der privaten Haushalte angeregt wird. Zudem ist für das kommende Jahr trotz der stetigen Verbesserung auf dem US-amerikanischen Arbeitsmarkt nicht mit einer Zinsanhebung der Fed zu rechnen, sodass die expansive Geldpolitik weiterhin die Investitionstätigkeit der Unternehmen sowie die Immobiliennachfrage stimulieren sollte. Eine ähnliche Entwicklung zeichnet sich für das **Vereinigte Königreich** ab. Hier dürfte zudem die Exportnachfrage nicht mehr so stark durch die Entwicklungen im Euro-Raum gedämpft werden.

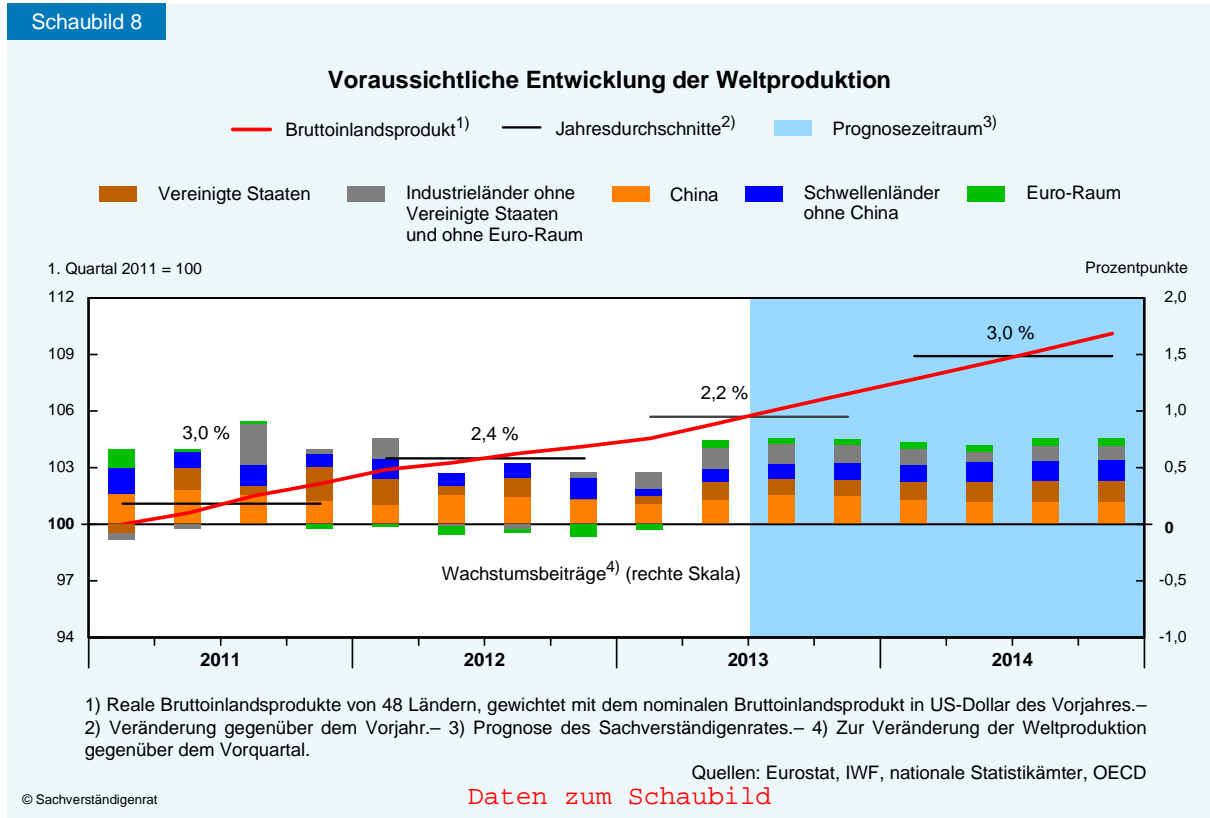
**46.** Trotz der Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich ist für die Industrieländer insgesamt nur eine moderate Produktionsausweitung zu erwarten. Dies liegt zum Großteil an der Entwicklung im **Euro-Raum**. Zwar ist davon auszugehen, dass im Jahr 2014 das Bruttoinlandsprodukt nach zwei Jahren wieder zulegen kann. Jedoch dürften die Anpassungsprozesse in den Programmländern sowie in Italien und in Spanien einem kräftigeren Aufschwung im Wege stehen. Zudem gehen immer noch restriktive Impulse von der Fiskalpolitik aus, die jedoch geringer ausfallen dürften als in den Vorjahren. Ferner existieren angebotsseitige Beschränkungen seitens der Kreditvergabe, da die Banken in diesen Ländern noch mit den Folgen der Euro-Krise zu kämpfen haben. In **Japan** dürften die wirtschaftspolitischen Impulse seitens der Fiskalpolitik im Verlauf des kommenden Jahres auslaufen und von daher eine Abschwächung des Produktionsanstiegs einsetzen. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts der gesamten Industrieländer dürfte in diesem Jahr mit 1,1 % noch schwach ausfallen. Für das kommende Jahr 2014 ist zu erwarten, dass sich der Produktionsanstieg auf 2,0 % belaufen wird.

**47.** Aller Voraussicht nach wird sich der Produktionsanstieg in den **Schwellenländern** im Prognosezeitraum wieder leicht beschleunigen. Impulse sollten hierbei vom Außenhandel ausgehen, da der Welthandel durch die Produktionsausweitung in den Industrieländern stärker expandiert. Hiervon dürften vor allem die asiatischen Schwellenländer, insbesondere **China**, begünstigt sein. In China dürften infolgedessen die Einkommenszuwächse der privaten Haushalte wieder höher ausfallen und somit dazu beitragen, dass der private Verbrauch im kommenden Jahr erheblich stärker ausgeweitet wird als in diesem Jahr. Aufgrund der leichten Belebung der Weltkonjunktur ist zudem damit zu rechnen, dass die Nachfrage nach Rohstoffen wieder anzieht, die vor allem den Schwellenländern in Lateinamerika zugutekommen dürfte. Gleichwohl verhindern weiterhin länderspezifische Probleme, die sich negativ auf die Wachstumspotenziale auswirken, eine positivere konjunkturelle Entwicklung.



Zudem wirkt die Geldpolitik in den meisten Schwellenländern restriktiv; diese ist derzeit darauf ausgerichtet, einen weiteren Kapitalabfluss zu vermeiden sowie die relativ hohen Inflationsraten wieder zu senken. Im Vergleich zu den Industrieländern werden die Expansionsraten des Bruttoinlandsprodukts der Schwellenländer im Durchschnitt trotzdem deutlich höher ausfallen. So wird die prognostizierte Zuwachsrate für diese Ländergruppe nach 4,9 % im Jahr 2013 bei 5,4 % im Jahr 2014 liegen. Die Schwellenländer liefern somit in diesem und im kommenden Jahr einen geringfügig größeren Wachstumsbeitrag zum Anstieg der Weltproduktion als die Industrieländer (Schaubild 8).

Schaubild 8



**48.** Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass die **Weltproduktion** im Jahr 2013 und im kommenden Jahr 2014 moderat um 2,2 % beziehungsweise 3,0 % expandieren wird (Tabelle 1). Für das Jahr 2013 zeichnet sich ferner ab, dass der **Welthandel** voraussichtlich um 2,2 % steigt. Im kommenden Jahr dürfte der weltweite Außenhandel wieder stärker, mit einer Rate von 5,2 %, zulegen. Bei dieser Prognose wird angenommen, dass sich die nominalen Wechselkurse nicht verändern. Zudem wird der Ölpreis durch die Future-Preise fortgeschrieben, sodass im Durchschnitt des Jahres 2013 der Preis für ein Barrel Rohöl (Brent) 108,5 US-Dollar und für das kommende Jahr 106,3 US-Dollar beträgt.

## Risiken

**49.** Für die internationale Konjunktur bestehen im Jahr 2014 mehrere Risiken. So basiert die Prognose auf der Annahme, dass sich der Kongress der Vereinigten Staaten zu Beginn des kommenden Jahres auf eine neuerliche Anhebung der Schuldenobergrenze einigen kann. Sollte dies wider Erwarten nicht der Fall sein, hätte das gravierende Folgen für die Weltkonjunktur.

Tabelle 1

## Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Ländergruppe/Land	Gewicht in % <sup>1)</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %					
		2012	2013 <sup>2)</sup>	2014 <sup>2)</sup>	2012	2013 <sup>2)</sup>	2014 <sup>2)</sup>
<b>Europa</b> .....	<b>33,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Euro-Raum .....	21,2	- 0,7	- 0,4	1,1	2,5	1,4	1,5
Vereinigtes Königreich .....	4,0	0,1	1,4	2,6	2,8	2,6	2,4
Russland .....	3,1	3,4	1,1	2,4	5,1	6,7	6,0
Mittel- und Osteuropa <sup>3)</sup> .....	2,0	0,7	0,8	2,0	3,7	1,5	1,9
übrige Länder <sup>4)</sup> .....	3,3	1,3	1,1	1,9	0,5	0,6	1,2
<b>Amerika</b> .....	<b>36,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
Vereinigte Staaten .....	25,1	2,8	1,6	2,5	2,1	1,5	2,0
Lateinamerika <sup>5)</sup> .....	4,0	3,8	2,9	4,4	7,1	8,3	8,5
Brasilien .....	4,0	0,9	3,0	3,0	5,4	6,2	5,4
Kanada .....	2,9	1,7	1,6	2,3	1,5	1,1	1,6
<b>Asien</b> .....	<b>30,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>
China .....	11,8	7,7	7,7	7,7	2,7	2,5	3,0
Japan .....	9,5	2,0	1,9	1,5	0,0	0,3	1,5
Asiatische Industrie- länder <sup>6)</sup> .....	3,4	1,7	2,9	4,5	2,7	1,6	2,3
Indien .....	3,0	3,8	2,8	4,3	10,4	10,5	8,0
Südostasiatische Schwellenländer <sup>7)</sup> .....	2,8	6,3	4,7	4,9	3,4	4,4	4,6
<b>Insgesamt</b> .....	<b>100</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Industrieländer <sup>8)</sup> .....	71,3	1,2	1,1	2,0	2,0	1,4	1,8
Schwellenländer <sup>9)</sup> .....	28,7	5,1	4,9	5,4	4,8	5,3	5,1
nachrichtlich:							
exportgewichtet <sup>10)</sup> .....	100	0,8	0,9	2,1	.	.	.
Nach dem Messkonzept des IWF <sup>11)</sup> .....	100	3,2	3,1	3,9	.	.	.
Welthandel .....	x	2,4	2,2	5,2	.	.	.

1) Anteil des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2011 in US-Dollar aller aufgeführten Länder bzw. Ländergruppen an dem nominalen Bruttoinlandsprodukt insgesamt.– 2) Prognose des Sachverständigenrates.– 3) Bulgarien, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik und Ungarn.– 4) Dänemark, Norwegen, Schweden und Schweiz.– 5) Argentinien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Venezuela.– 6) Hongkong, Republik Korea, Singapur und Taiwan.– 7) Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand.– 8) Asiatische Industrieländer, Euro-Raum, Mittel- und Osteuropa, Dänemark, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten.– 9) Lateinamerika, Südostasiatische Schwellenländer, Brasilien, China, Indien und Russland.– 10) Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr im Jahr 2011.– 11) Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF (World Economic Outlook, Oktober 2013).

Daten zur Tabelle

Quellen: Eurostat, IWF, OECD

tur. Eine **Nichtanhebung der Schuldenobergrenze** würde bedeuten, dass die Staatsausgaben der Vereinigten Staaten soweit gekürzt werden müssten, dass sie durch die laufenden Einnahmen gedeckt wären. Eine solch dramatische Reduzierung der Staatsausgaben wäre mit einer schweren Rezession in den Vereinigten Staaten verbunden. Zudem würde das weltweite Finanzsystem in Mitleidenschaft gezogen werden, da die US-amerikanische Staatsanleihe ihren Status als risikoloses Wertpapier verlieren könnte.

**50.** Ein weiteres **Risiko** geht von der **Wirtschaftsentwicklung in zahlreichen Ländern des Euro-Raums** aus. Es besteht die Gefahr, dass viele Regierungen durch die Beruhigung auf den Finanzmärkten in ihren Reformanstrengungen sowie der Haushaltskonsolidierung nachlassen. In diesem Fall könnten die Finanzmärkte erneut das Vertrauen verlieren, mit der

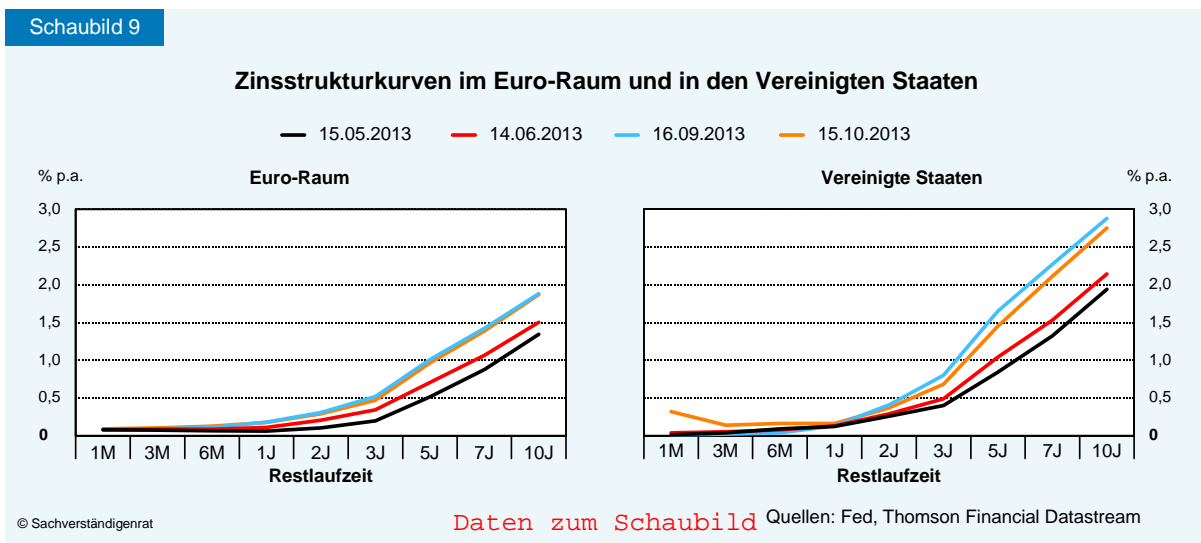
Folge, dass die Staatsanleiherenditen wieder deutlich ansteigen und dies über mehrere Kanäle zur Eintrübung der konjunkturellen Perspektiven führt.

**51.** Es besteht aber zugleich die Chance auf eine deutlich bessere Entwicklung im Euro-Raum. So ist momentan noch nicht einzuschätzen, wie hoch die in näherer Zukunft einsetzenden **Wachstumseffekte der Reformmaßnahmen** in den betreffenden Mitgliedstaaten sind. Beispielsweise ist in Portugal die Arbeitslosenquote zuletzt deutlich gesunken, und das Bruttoinlandsprodukt expandierte.

**52.** Die Geldpolitik in den Industrieländern birgt ebenfalls Risiken für die Weltkonjunktur. Im positiven Sinn könnten in einem Umfeld abnehmender Unsicherheit die **expansiven realwirtschaftlichen Effekte niedriger Zinsen** zunehmen und einen Aufschwung verstärken (Vavra, 2013; Aastveit et al., 2013). Ein negatives Risiko für die konjunkturelle Erholung liegt in einem **schlecht kommunizierten Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik** in den Industrieländern. So könnten die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung zwischen den Finanzmärkten und den Zentralbanken auseinanderfallen.

Die Andeutung der Fed, ihre Anleihekäufe in naher Zukunft zurückführen zu wollen, hat bereits zu einem deutlichen Anstieg der Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten geführt. Die Zinsniveaus in anderen Wirtschaftsräumen stiegen ebenfalls an (Schaubild 9). Ein Grund hierfür könnte sein, dass die Finanzmärkte einen früheren Ausstieg aus der Nullzinspolitik unterstellen. Ferner könnte die Risikoprämie für langfristige Zinssätze gestiegen sein, da die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen geldpolitischen Ausrichtung zugenommen hat. Unabhängig von diesen Gründen kann ein Anstieg des Zinsniveaus, der nicht im Einklang mit den Inflations- und Produktionserwartungen der Zentralbanken steht, die konjunkturelle Entwicklung schon heute belasten (Kasten 1).

Schaubild 9



**53.** Der Sachverständigenrat schätzt hingegen die **Gefahr von Währungskrisen** in den Schwellenländern infolge des Ausstiegs aus der sehr expansiven Geldpolitik in den Industrieländern als gering ein. So weisen die meisten Schwellenländer heute im Vergleich zu früheren

Währungskrisen weitaus bessere makroökonomische Fundamentaldaten auf. Gleichwohl ist in einigen Ländern, die einen hohen Anteil an Fremdwährungsverbindlichkeiten aufweisen, die Gefahr einer Währungskrise latent vorhanden (Kasten 2, Seite 39).

#### Kasten 1

##### **Konjunkturelle Effekte einer möglichen Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten**

Die Langfristzinsen an den Kapitalmärkten haben seit Mai dieses Jahres kräftig angezogen. Dies geschah, nachdem die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) angedeutet hatte, ihre Wertpapierkäufe in Höhe von monatlich 85 Mrd US-Dollar im Rahmen des dritten Quantitative Easing-Programms (QEIII) in naher Zukunft zu reduzieren. Diese Ankündigung hat seitdem eine Debatte über einen baldigen Ausstieg der Fed aus ihrer Niedrigzinspolitik und deren konjunkturelle Folgen ausgelöst (Asmussen, 2013; Lagarde, 2013). Im Folgenden sollen daher die gesamtwirtschaftlichen Effekte einer erwarteten Zinserhöhung untersucht werden.

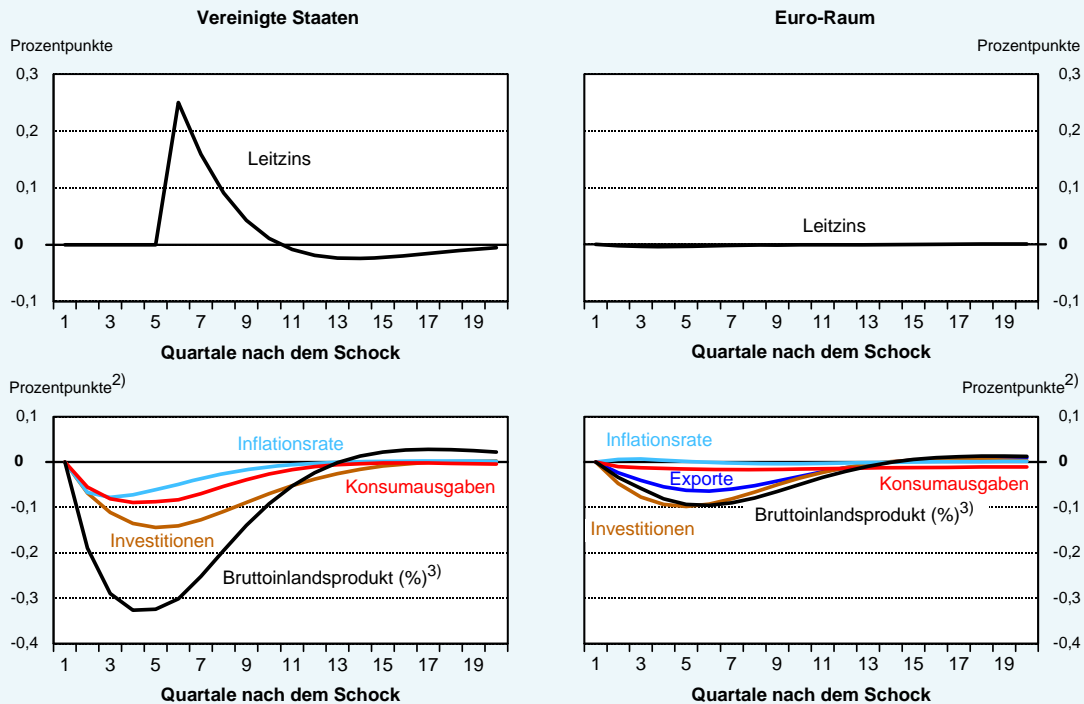
Hierzu wird ein Neu-Keynesianisches-Modell herangezogen (Gali, 2008). Diese Modellklasse spielt in der modernen makroökonomischen Forschung sowie in der Politikanalyse von Zentralbanken eine große Rolle (Christiano et al., 2005; Smets und Wouters, 2007). Hier wird das New Area-Wide Model (NAWM) verwendet (Coenen et al., 2008), das die Volkswirtschaften des Euro-Raums und der Vereinigten Staaten sowie deren Verflechtungen untereinander abbildet (Ziffer 218). Die Parametrisierung für die Vereinigten Staaten wurde von Cogan et al. (2013) übernommen. Bezüglich der Modellauswahl sind die dargestellten Ergebnisse robust. Simulationen mit dem Smets-Wouters-Modell führen zu vergleichbaren Ergebnissen. Eine zentrale Annahme der Neu-Keynesianischen-Modelle besteht darin, dass private Haushalte sowie Unternehmen rationale Erwartungen bilden und somit alle verfügbaren Informationen über zukünftige Entwicklungen (zum Beispiel Zinsen) in ihre Entscheidungsfindung mit einbeziehen.

Die Geldpolitik der Zentralbanken in den Vereinigten Staaten und im Euro-Raum wird über Änderungen des kurzfristigen Zinssatzes durchgeführt. Die Modellierung des Zinssetzungsverhaltens der Zentralbanken findet über eine Zinsreaktionsfunktion statt, die auf Änderungen der Inflation und der Output-Lücke reagiert. Um die Effekte einer erwarteten Zinserhöhung zu bestimmen, wird in dem Modell eine exogene Anhebung des kurzfristigen Zinssatzes in den Vereinigten Staaten um 0,25 Prozentpunkte im fünften Quartal implementiert. In den ersten vier Quartalen wird für die Wirtschaft der Vereinigten Staaten eine Zinsuntergrenze unterstellt (Zero Lower Bound), da die Fed momentan über keinen Spielraum für Leitzinssenkungen verfügt (Schaubild 10, oben links). Mit diesem Verhalten weicht die Zentralbank in der Simulation absichtlich von ihrer Zinsreaktionsfunktion ab, und dies wird vorab von den Haushalten und Unternehmen antizipiert. Sollte im Gegensatz dazu eine Zinserhöhung im Einklang mit einer stärkeren antizipierten Konjunktur- oder Inflationsentwicklung stehen und die Erwartungen diesbezüglich bei den Marktakteuren sowie der Zentralbank übereinstimmen, würde sich kein zusätzlicher Effekt ergeben. Somit stellt diese Simulation eine Extremsituation dar und die hieraus resultierenden Ergebnisse sollten als Höchstwerte interpretiert werden.

Die Berücksichtigung einer künftigen Zinserhöhung in den Erwartungen der Wirtschaftsakteure führt bereits ein Jahr zuvor zur Eintrübung der Konjunktur (Schaubild 10, unten links). Insbesondere gehen die Investitionen zurück. Der Grund hierfür ist, dass die Absatzerwartungen der Firmen sich verschlechtern, sodass schon heute Investitionsprojekte unrentabel erscheinen, die ansonsten gerade noch rentabel gewesen wären. Zudem geht der private Konsum zurück, da die Haushaltseinkommen aufgrund einer geringeren Produktion sinken.

Schaubild 10

### Impulsantwortfolgen einer zukünftigen Anhebung des Leitzinses in den Vereinigten Staaten<sup>1)</sup>



1) Eigene Berechnungen.– 2) Berechnet als Wachstumsbeitrag zum Output.– 3) Prozentuale Abweichung des Outputs zum gleichgewichtigen Niveau.

Daten zum Schaubild

© Sachverständigenrat

Eine erwartete Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten entfaltet zusätzlich über den Außenhandelskanal Effekte auf die Konjunktur im Euro-Raum. Hierbei wird unterstellt, dass die europäische Geldpolitik endogen auf die heimische Konjunkturentwicklung reagiert. Der Rückgang der Binnennachfrage in den Vereinigten Staaten führt zu einer geringeren Nachfrage nach Gütern aus dem Euro-Raum. Dies kann durch die nominale Abwertung des Euro nicht kompensiert werden, sodass die Exporte und die Produktion zurückgehen (Schaubild 10, unten rechts).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass ein antizipierter Ausstieg der Fed aus der Niedrigzinspolitik schon heute zu einer Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten führen könnte und dies mit negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft im Euro-Raum verbunden wäre. Dabei sind die Auswirkungen der erwarteten Zinserhöhung auf das Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten mehr als doppelt so hoch wie im Falle einer unerwarteten sofortigen Zinserhöhung von der gleichen Größenordnung, da das Bruttoinlandsprodukt bereits im Vorfeld der Zinserhöhung fällt und sich ein temporär selbstverstärkender Effekt aufbaut.

## II. Zur Lage in den Ländern außerhalb des Euro-Raums

### 1. Industrieländer: Wirtschaft belebt sich

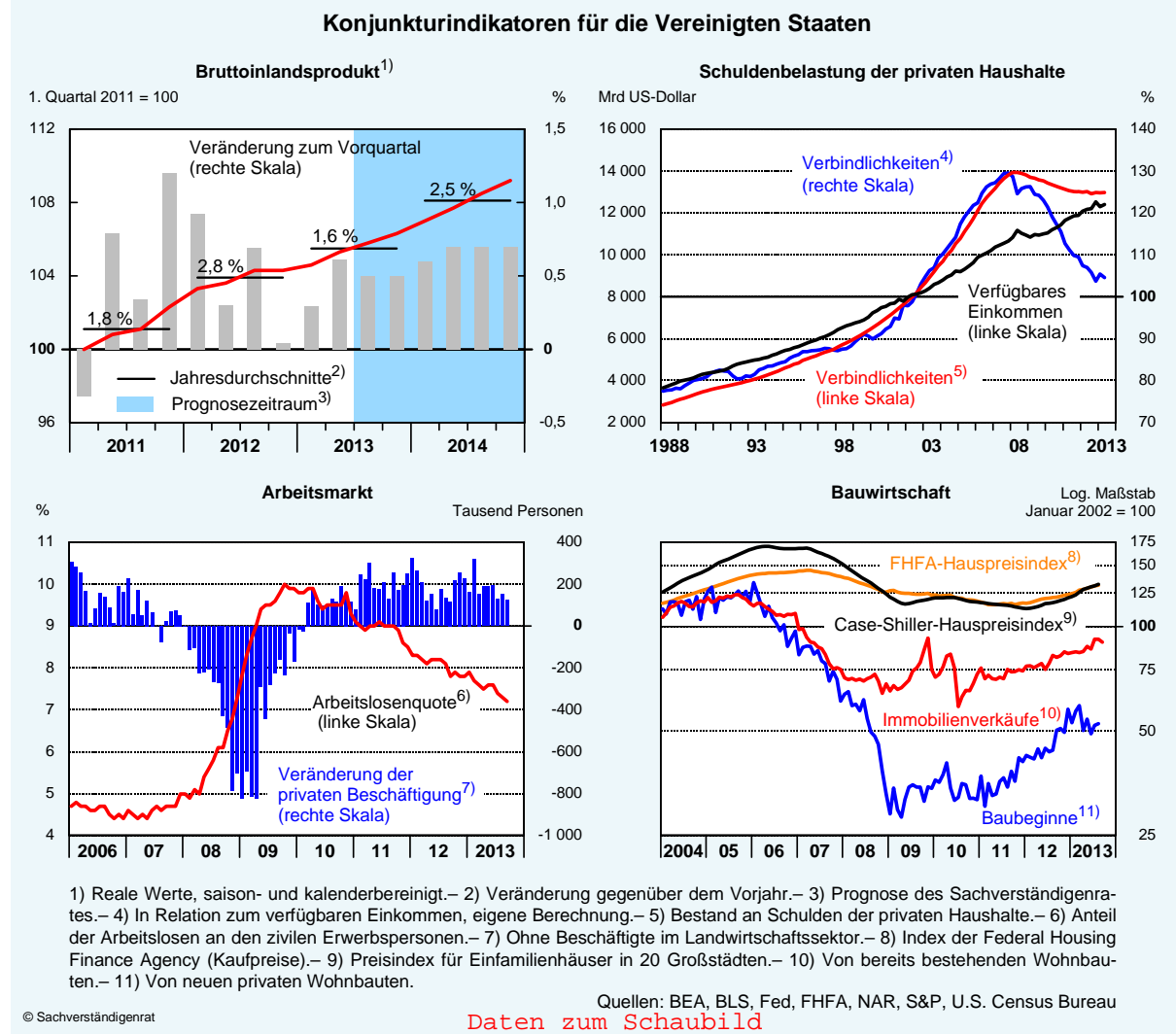
**54.** Die konjunkturelle Situation in den meisten Industrieländern hat sich seit Jahresbeginn verbessert. Über alle Länder hinweg haben die sehr expansive Geldpolitik sowie die abnehmende Unsicherheit bezüglich des Fortgangs der Euro-Krise (JG 2012 Ziffern 105 ff.) und

das Überwinden der Fiskalklippe in den Vereinigten Staaten (JG 2012 Ziffer 46) zum jüngsten Aufschwung beigetragen. Nichtsdestotrotz werden die wirtschaftliche Lage und die zukünftigen Perspektiven in den einzelnen Ländern zu bedeutenden Teilen durch länderspezifische Faktoren getrieben.

### Vereinigte Staaten: Haushaltsstreit gefährdet den Aufschwung

**55.** Nach einem schleppenden Verlauf zum Jahresende 2012 gewann die Konjunktur in den Vereinigten Staaten im Jahresverlauf wieder an Schwung. Im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres legte das Bruttoinlandsprodukt mit Raten von 0,3 % beziehungsweise 0,6 % gegenüber den Vorquartalen zu (Schaubild 11). Positive Wachstumsimpulse gingen dabei ausschließlich vom privaten Sektor aus. Die Privaten Konsumausgaben, die etwa 70 % des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts ausmachen, leisteten den größten Wachstumsbeitrag. Zudem ging ein nennenswerter Beitrag von den privaten Wohnungsbauinvestitionen aus, die im Verlauf des Jahres sehr deutlich zulegen konnten. Im Gegensatz dazu kamen negative Wachstumsbeiträge vom Staatssektor.

Schaubild 11



**56.** Die Expansion der Binnennachfrage wird getragen durch die positiven Entwicklungen auf dem Arbeits- und Immobilienmarkt, die schon im Jahr 2012 eingesetzt hatten und sich im bisherigen Jahresverlauf 2013 fortsetzten. So liegt die Anzahl der **Beschäftigten** (außerhalb des Landwirtschaftssektors) im bisherigen Jahresdurchschnitt bei knapp 136 Millionen Beschäftigten und damit um fast 2 Millionen Beschäftigte höher als im Durchschnitt des Jahres 2012. Jedoch ist die Beschäftigung noch gut 2 Millionen Beschäftigte vom Höchststand des Jahres 2007 entfernt. Die Arbeitslosenquote sank kontinuierlich von 7,9 % zu Jahresbeginn 2013 auf 7,2 % im September 2013; dies ist unter anderem auf einen Rückgang der Partizipationsquote zurückzuführen.

**57.** Auf dem **Immobilienmarkt** haben sich die bereits im Vorjahr zu verzeichnenden positiven Tendenzen fortgesetzt. Die Immobilienpreise, gemessen durch den FHFA-Index, sind saisonbereinigt bis August 2013 im Vergleich zum Tiefstand im März 2011 um 13,8 % gestiegen. Die Erholung der Immobilienpreise schlug sich in einem entsprechenden Anstieg des Netto-Immobilienvermögens der privaten Haushalte nieder, sodass sich die Verschuldungssituation weiter verbesserte. Das Verhältnis der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte zum verfügbaren Einkommen ging bis zum Jahresbeginn 2013 auf 105 % zurück und liegt damit mehr als 20 Prozentpunkte unter dem unmittelbar vor dem Ausbruch der Finanzkrise erreichten Spitzenwert. Insbesondere die Verschuldung aus Hypothekenkrediten wurde zurückgefahren. Bemerkenswert ist, dass der Entschuldungsprozess der privaten Haushalte auf einen Anstieg der Vermögenspreise und nicht auf einen Anstieg der Ersparnis zurückgeht. Das Absinken der Sparquote zu Jahresbeginn trug sogar dazu bei, dass die Privaten Konsumausgaben nicht sonderlich stark von den Steuererhöhungen zu Jahresbeginn getroffen wurden.

**58.** Die Steuererhöhungen fielen mit weiteren Konsolidierungsmaßnahmen in Form von Ausgabenkürzungen zusammen, die sich in einem negativen Wachstumsbeitrag der staatlichen Nachfrage widerspiegeln. Zwar kam es nicht zu einer vollständigen Umsetzung der vor Jahresende 2012 gesetzlich verankerten Haushaltskürzungen und Steuererhöhungen, aber das Volumen der endgültig beschlossenen Sparmaßnahmen in Höhe von über 2 % des Bruttoinlandsprodukts war immer noch beträchtlich (CBO, 2013).

Für den Prognosezeitraum geht ein hohes Risiko von der Finanzpolitik aus. Anfang Oktober 2013 konnten sich die Regierung und die Opposition nicht auf einen Bundeshaushalt für das Fiskaljahr 2014 einigen. Zudem drohte bis Mitte Oktober der Zahlungsausfall der Vereinigten Staaten, da sich der Kongress nicht auf die Anhebung der Schuldenobergrenze von damals 16,7 Billion US-Dollar verständigen konnte. Erst wenige Stunden vor Erreichen dieser Obergrenze wurde ein Kompromiss erzielt. Dieser sieht einen Übergangshaushalt für die Zeit bis zum 15. Januar 2014 sowie eine Finanzierung über neue Kredite bis zum 7. Februar 2014 vor.

In Folge der Nichtverabschiedung des Haushalts wurden 800 000 Bundesbeschäftigte gezwungen, unbezahlten Urlaub zu nehmen (Government Shutdown). Zwar sind die daraus resultierenden direkten Effekte auf das Bruttoinlandsprodukt vernachlässigbar, jedoch dürften die jüngsten Ereignisse und die gegenwärtige Verschiebung des Problems zu einem Anstieg

der wirtschaftspolitischen Unsicherheit führen. Aller Voraussicht nach wird dies die Investitions- und Konsumnachfrage der Unternehmen sowie der privaten Haushalte dämpfen (Fernández-Villaverde et al, 2011; Born und Pfeifer, 2013).

**59.** Die Fed hat ihre expansive Geldpolitik beibehalten. Der Leitzins wurde unverändert auf einem Niveau von 0 bis 0,25 % belassen. Zudem hat sie Ende des Jahres 2012 angekündigt, ihren Leitzins nicht anzuheben, solange die Arbeitslosenquote nicht unter 6,5 % gesunken ist, ihre ein- bis zweijährigen Inflationserwartungen nicht die Rate von 2,5 % übersteigen oder die langfristigen Inflationserwartungen sich nicht deutlich erhöhen. Ebenfalls wurde die quantitative Lockerung, in deren Rahmen die Fed monatlich Staatsanleihen und immobilienbesicherte Wertpapiere in Höhe von insgesamt 85 Mrd US-Dollar kauft, wie geplant fortgesetzt.

Eine Erwägung der Entscheidungsträger der Fed im Mai dieses Jahres, die Anleihekäufe in naher Zukunft zu reduzieren, hat die Renditen von langlaufenden US-amerikanischen Wertpapieren spürbar ansteigen lassen. Um die daraus resultierenden Risiken für den Aufschwung zu verringern, wurde im Oktober die Rückführung der Anleihekäufe vorerst zurückgestellt. Jedoch ist davon auszugehen, dass bei einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote sowie einer Einigung im Haushaltsstreit die Anleihekäufe im Verlauf des kommenden Jahres zurückgefahren werden. Trotzdem bleibt die Geldpolitik für den Prognosezeitraum expansiv ausgerichtet, da mit keiner Anhebung des Leitzinses zu rechnen ist.

**60.** Vor dem Hintergrund der weiterhin stark expansiven Geldpolitik und unter der Annahme einer Einigung im Haushaltsstreit zu Jahresbeginn 2014 wird sich die Erholung auf dem Arbeits- sowie Immobilienmarkt fortsetzen. Dies dürfte die private Verschuldungssituation weiter entlasten. Zudem hat das niedrige Zinsniveau dafür gesorgt, dass der Anteil des verfügbaren Einkommens, den die privaten Haushalte für den Schuldendienst aufwenden müssen, zuletzt auf ein niedriges Niveau von gut 10 % gefallen ist; zu Beginn der Finanzkrise in den Vereinigten Staaten im Jahr 2007 wurde noch ein Höchststand von 14 % beobachtet. Insgesamt ist ein verhaltener Anstieg des Bruttoinlandsprodukts trotz höherer Unsicherheit seitens der Finanzpolitik zu erwarten, der nach 1,6 % in diesem Jahr 2,5 % im kommenden Jahr betragen wird.

### **Japan: „Abenomics“ führt aus der Rezession**

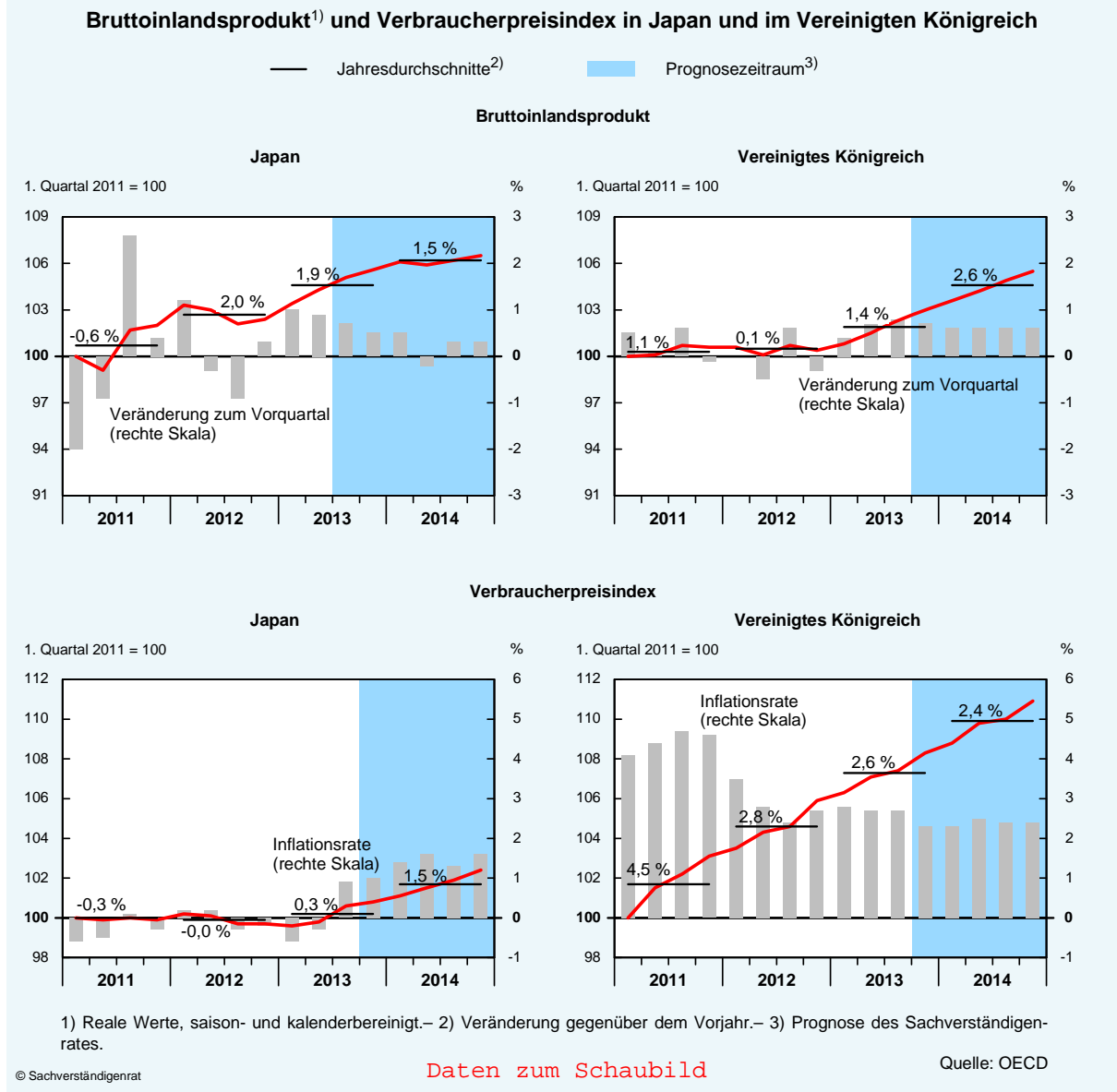
**61.** Die japanische Wirtschaft hat die technische Rezession vom Jahresende 2012 überwunden: Getragen von der starken Exportentwicklung sowie einer Ausweitung des öffentlichen und privaten Konsums legte das Bruttoinlandsprodukt im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres um 1,0 % sowie 0,9 % gegenüber dem Vorquartal zu (Schaubild 12). Zur jüngsten Entwicklung trug die mit „Abenomics“ bezeichnete Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik bei. Das wesentliche Merkmal dieser Politik ist die simultane Umsetzung von erheblichen Staatsausgabenausweitungen, expansiver Geldpolitik und Strukturreformen.

**62.** Das hierzu im Januar beschlossene **Konjunkturpaket** hat einen Umfang von 2,2 % des Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2012 (Japanische Regierung, 2013) und verstärkt damit die bereits zuvor bestehende Schieflage der öffentlichen Haushalte. Das Staatsdefizit im



Jahr 2012 betrug 10,1 %, und die Schuldenstandquote entsprach mit 238 % des Bruttoinlandsprodukts dem höchsten Wert aller entwickelten Volkswirtschaften. Der japanische Staat hat sich jedoch weitgehend im Inland verschuldet und ist daher weit weniger anfällig für einen Vertrauensverlust ausländischer Investoren und Schwankungen des Wechselkurses. Um mittelfristig die Konsolidierung einleiten zu können, ist eine zweistufige Erhöhung der Umsatzsteuer, von zunächst 5 % auf 8 % im April 2014 und anschließend auf 10 % im Oktober 2015, geplant.

Schaubild 12



**63.** Parallel zu den fiskalischen Maßnahmen beschloss die Bank of Japan (BoJ) im April die **Anhebung des Inflationsziels** auf 2 %; sie plant dieses Ziel innerhalb von höchstens zwei Jahren zu erreichen. Hierzu soll die Geldbasis durch den Kauf vornehmlich langlaufender Staatsanleihen bis Ende 2014 verdoppelt werden. Als Resultat wertete der Yen im September dieses Jahres gegenüber dem US-Dollar im Vorjahresvergleich um mehr als 25 % ab.

**64.** Für den **Prognosezeitraum** wird angenommen, dass die japanische Regierung im Herbst des Jahres 2013 Strukturreformen beschließt, welche die Deregulierung des Arbeitsmarkts vorantreiben sowie ausländischen Investoren den Zugang zu einigen bisher für das Ausland abgeschotteten Wirtschaftssektoren ermöglichen. Diese Reformen dürften das derzeit niedrige Trendwachstum Japans anheben. Die äußerst expansive Geldpolitik wird voraussichtlich die japanische Wirtschaft aus der Deflation lösen, da sich die steigenden Inflationserwartungen von momentan 2 % im kommenden Jahr in tatsächlich anziehenden Inflationsraten niederschlagen dürften. Zusammen mit der Nullzinspolitik der Zentralbank stimuliert dies die Binnennachfrage durch negative Realzinsen.

Ferner wird die deutlich verbesserte internationale Wettbewerbsfähigkeit zusammen mit einem anziehenden Welthandel zu einer beschleunigten Expansion der Ausfuhren führen. All diese Faktoren bewirken einen robusten Aufschwung, der die im nächsten Jahr einsetzende Haushaltskonsolidierung überkompensiert. Der Sachverständigenrat erwartet für Japan im laufenden Jahr einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,9 % und im kommenden Jahr eine Rate von 1,5 %.

#### **Vereinigtes Königreich: Wirtschaft wird vom Aufschwung im Euro-Raum begünstigt**

**65.** Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich konnte sich aus der Stagnation im Jahr 2012 lösen. Nach einem Anstieg von 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zu Jahresbeginn expandierte das Bruttoinlandsprodukt im zweiten und dritten Quartal um 0,7 % beziehungsweise 0,8 % (Schaubild 12). Der Außenbeitrag trug hierzu wesentlich bei. Die Ausfuhren haben im Jahresverlauf wieder angezogen, da sich die wirtschaftliche Situation im Euro-Raum – dem wichtigsten Handelspartner des Vereinigten Königreichs – verbesserte. Die Binnennachfrage konnte wie im Vorjahr robust zulegen.

**66.** Trotz der hohen Verschuldung der privaten Haushalte verzeichnet der private Konsum im Vereinigten Königreich einen positiven Zuwachs. Dies ist bemerkenswert, da die Arbeitslosenquote mit 7,6 % immer noch relativ hoch ist und die nominalen Einkommen nur schwach angestiegen sind. Positiv auf den privaten Verbrauch dürfte sich die Verbesserung der Lage auf dem Immobilienmarkt ausgewirkt haben. Diese wurde durch Programme seitens der Bank of England (Funding for Lending Scheme) sowie der Regierung (Help to Buy) gefördert, die den Zugang zu günstigen Krediten erleichtert haben.

**67.** Um die derzeitige Konjunkturdynamik nicht zu gefährden, sind in naher Zukunft keine stark restriktiven Eingriffe zur öffentlichen Haushaltskonsolidierung vorgesehen. Das langfristig angelegte Ziel eines ausgeglichenen Finanzierungssaldos wird beibehalten, allerdings wurde der Zeitrahmen zur Erreichung dieses Ziels um drei Jahre bis zum Jahr 2018 aufgeschoben. Zudem ist trotz einer aktuellen Inflationsrate von 2,7 % nicht mit einer Anhebung der Leitzinsen im kommenden Jahr zu rechnen, da die Bank of England deren Entwicklung an die Arbeitsmarktentwicklung gekoppelt hat. So soll der momentan bei 0,5 % liegende Leitzins erst nach dem Erreichen einer Arbeitslosenquote von 7 % wieder angehoben werden. Darüber hinaus ist zunächst keine Rückführung der im Zuge der Krise angehäuften Staatsanleihebestände zu erwarten.

**68.** In diesem Jahr rechnet der Sachverständigenrat für das Vereinigte Königreich mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts von 1,4 %. Für das kommende Jahr kann bei weitgehend robuster Binnennachfrage sowie weiterhin anziehenden Ausfuhren in den Euro-Raum von einer Fortsetzung der aktuellen wirtschaftlichen Dynamik ausgegangen werden, sodass die Expansionsrate für das Jahr 2014 2,6 % betragen dürfte.

## 2. Schwellenländer: Abwärtstrend setzt sich fort

**69.** Die Schwellenländer haben in den vergangenen Jahren enorm an Bedeutung für die Weltwirtschaft gewonnen. Der Anteil der vier großen Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien und China (BRIC-Staaten) an der Weltproduktion hat sich gemessen in US-Dollar von 7,9 % im Jahr 2000 auf 19,9 % im Jahr 2012 erhöht. Zwar liegen sie hiermit noch hinter den Vereinigten Staaten, die im letzten Jahr gut 22,5 % der Weltproduktion erzielten, aber vor dem Euro-Raum mit 16,6 %. Aus den BRIC-Staaten sticht China mit einem Anteil von 11,4 % heraus. Für den Anstieg der Weltproduktion hat China trotz des geringeren Anteils an der Weltwirtschaftsleistung seit dem Jahr 2008 sogar einen größeren Impuls als die Vereinigten Staaten geliefert, da es deutlich höhere Produktionsanstiege aufweisen konnte. Eine deutliche Verschlechterung der Konjunktur in dieser Ländergruppe hätte daher bei weitem größere Auswirkungen auf die Weltkonjunktur als noch zu Beginn der 2000er-Jahre.

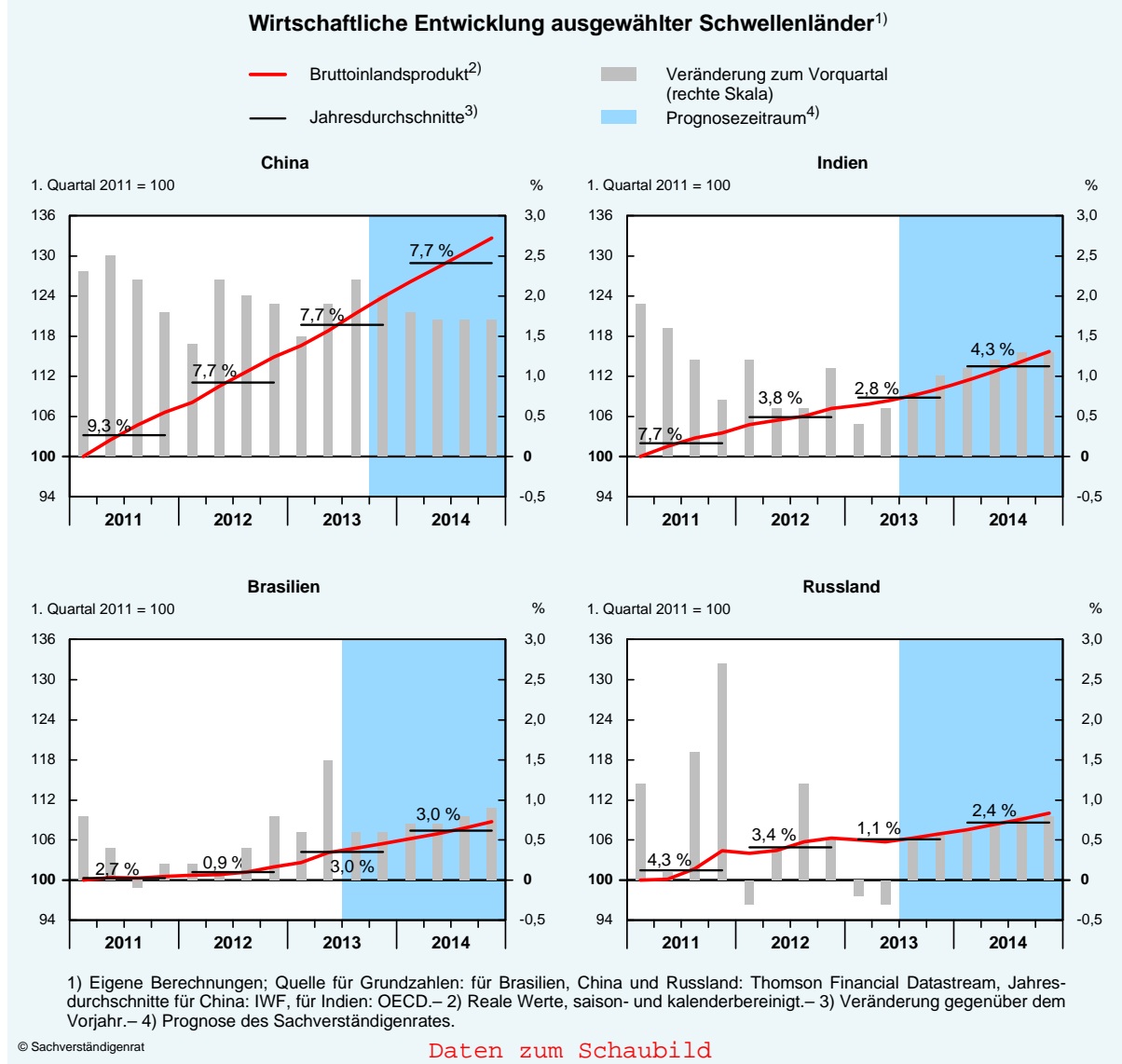
### China: Weiterhin starke Abhängigkeit von den Investitionen

**70.** Der Anstieg der Produktionstätigkeit des größten Schwellenlands China hat sich nach einem schwächeren Jahresbeginn 2013 im Verlauf des Sommers wieder erhöht (Schaubild 13). Insgesamt stieg das Bruttoinlandsprodukt in den ersten drei Quartalen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 7,7 % an. Erneut trugen die Investitionen deutlich zum Wachstum bei. Die Expansionsrate der Privaten Konsumausgaben hingegen hat im bisherigen Jahresverlauf nachgelassen. Der Außenhandel lieferte keinen nennenswerten Wachstumsbeitrag, da die Entwicklung der Ausfuhren in den Euro-Raum und nach Japan schwach war.

**71.** Ein erheblicher Beitrag zum Anstieg der Investitionen in China kam vom Wohnungsbau. So zogen die Umsätze und Preise auf dem Immobilienmarkt in bestimmten Regionen, nach einer Stagnation im Vorjahr, wieder deutlich an. Die schwache Entwicklung des privaten Verbrauchs wird durch die relativ moderate Entwicklung des real verfügbaren Einkommens hervorgerufen. Während sich die Inflation in den Jahren 2012 und 2013 größtenteils im Bereich zwischen 2 % und 3 % befand, sanken die Zuwächse des nominalen Pro-Kopf-Einkommens gegenüber dem Vorjahr von gut 13 % im Jahr 2012 auf 9 % im ersten Halbjahr 2013.

**72.** Die **Geld- und Fiskalpolitik** besitzt genügend Spielraum, um bei einer weiteren Abschwächung der Konjunktur stützend einzugreifen. In jüngster Zeit wurde abgesehen vom sozialen Wohnungsbau eine expansive Nachfragepolitik jedoch unterlassen, da mit den Konjunkturprogrammen der Jahre 2008 und 2009 Fehlentwicklungen in bestimmten Wirtschaftsbereichen verbunden waren. So versucht die chinesische Zentralbank (People's Bank of China) momentan, die rasante Kreditexpansion einzudämmen. Das gesamtwirtschaftliche Kreditvolumen stieg seit dem Jahr 2008 von 130 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt auf nahezu 200 % im Jahr 2012 (IWF, 2013a). Hierzu hat sowohl die Kreditvergabe des

Schaubild 13



Banken- als auch des Nichtbankensektors (Schattenbanken) beigetragen (OECD, 2013). Um den Anstieg der Kreditvergabe zu dämpfen, dürften daher im Prognosezeitraum von der Geldpolitik keine expansiven Impulse ausgehen.

Die restriktive Geldpolitik konnte im Juli 2013 beobachtet werden, als es auf dem Interbankenmarkt zu einem Engpass der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken kam und die Zentralbank darauf verzichtete, zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen. Die in der Folge kurzzeitig stark angestiegenen Interbankenzinsen hatten zu Befürchtungen einer Bankenkrise geführt. Seitdem hat sich die Lage im Bankensystem entspannt, und die Interbankenzinsen sind wieder auf ein normales Niveau gefallen.

Darüber hinaus ist die **Staatsverschuldung** höher als in den offiziellen Statistiken ausgewiesen (IWF, 2013a). Dies liegt daran, dass die regionalen Regierungen einen Großteil ihrer Investitionsprojekte über Zweckgesellschaften finanziert haben, da es ihnen untersagt ist, selbstständig Steuern zu erheben sowie Schulden aufzunehmen. So errechnet der Internationale Währungsfonds, dass inklusive dieser auf Zweckgesellschaften ausgelagerten Ausgaben die

Staatsverschuldung im Jahr 2012 anstatt 26 % rund 45 % betragen hätte. Das Staatsdefizit würde sich ebenfalls deutlich erhöhen. Ein größeres Problem besteht aber darin, dass ein erheblicher Teil dieser Investitionsprojekte von zweifelhafter Qualität sein dürfte, sodass mit Kreditausfällen bei Banken und Schattenbanken zu rechnen ist, welche die Finanzmarktstabilität gefährden könnten.

**73.** Im Jahr 2013 dürfte das Bruttoinlandsprodukt in China dennoch um 7,7 % zulegen. Die Prognose für das kommende Jahr wird durch zwei Effekte bestimmt, die einander entgegenlaufen. Einerseits werden für den Jahresbeginn 2014 stärkere Wachstumsimpulse aus dem Außenhandel sowie dem Wohnungsbau erwartet. Andererseits ist damit zu rechnen, dass China in den nächsten Jahren nicht mehr mit den Raten wie in den letzten Jahrzehnten wachsen wird. So setzt die chinesische Regierung verstärkt Anreize, die private Konsumnachfrage vor allem im Dienstleistungssektor zu stärken. Ferner versucht sie, die Probleme der Umweltverschmutzung, die vor allem durch die rasant ansteigende Produktion von Exportgütern entstanden sind, sowie die soziale und regionale Ungleichheit anzugehen.

All diese Maßnahmen führen direkt oder indirekt zu steigenden Produktionskosten und einem Verlust an internationaler preislicher Wettbewerbsfähigkeit. Letztlich findet eine Verlagerung der Produktionsressourcen aus den technologie- und rohstoffintensiven Exportsektoren hin zu mehr binnenorientierten, aber weniger produktiven Dienstleistungssektoren statt und vermindert das langfristige Wachstumspotenzial. Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass sich die genannten Effekte ausgleichen und die Expansionsrate im Jahresdurchschnitt 2014 erneut bei 7,7 % liegen wird.

### **Indien: Hausgemachte Probleme dämpfen Produktionsausweitung**

**74.** Nach dem bereits schwachen Jahr 2012 hat sich das Wirtschaftswachstum in **Indien** im Jahr 2013 weiter verlangsamt. Hierbei machten sich verstärkt Probleme in der Energieversorgung, Mängel in der Infrastruktur, monopolistische Strukturen in wichtigen Wirtschaftsbereichen sowie protektionistische Maßnahmen in bestimmten Sektoren bemerkbar. Diese Faktoren wirken sich negativ auf das Potenzialwachstum aus. Das indische Potenzialwachstum ist nach neueren Schätzungen auf etwa 5,7 % in diesem Jahr gefallen (IWF, 2013b). Im Jahr 2011 betrug es noch 7,3 %.

**75.** Angesichts dieser Probleme sind die Impulse auf die Wirtschaftsleistung aufgrund einer expansiveren Nachfragepolitik begrenzt. Dies ist umso mehr der Fall, als die Geldpolitik eher bestrebt ist, die hohe Inflation, die sich momentan im zweistelligen Bereich befindet, unter Kontrolle zu bringen. Von der Regierung werden Investitionen in die Infrastruktur vorangetrieben sowie einzelne Wirtschaftsbereiche dereguliert, um sie für ausländische Direktinvestitionen zu öffnen. Für die Prognose wird angenommen, dass diese Maßnahmen die konjunkturelle Verlangsamung sowie eine weitere Absenkung des Trendwachstums aufhalten können, sodass es gegen Jahresende 2013 wieder zu einer Beschleunigung der Produktion kommen dürfte. Gleichwohl dürften die Zuwachsraten weiterhin moderat bleiben. Für das Jahr 2013 wird angenommen, dass die indische Wirtschaftsleistung um 2,8 % zulegen wird. Im kommenden Jahr dürfte sich die Expansionsrate auf 4,3 % erhöhen.

## **Brasilien: Robuste Entwicklung trotz hoher Inflation**

**76.** Nach einem schwachen Jahresbeginn 2013 konnte die Konjunktur in Brasilien im Sommer deutlich an Fahrt gewinnen. Jedoch dürfte der jüngste Anstieg des Bruttoinlandsprodukts durch Sonderfaktoren überzeichnet sein. Während die Ausweitung der Investitionen maßgeblich zum Produktionsanstieg beitrug, stagnierte der private Verbrauch aufgrund der weiterhin hohen Inflation und zuletzt anziehender Zinsen. So hob die Zentralbank ihren Leitzins bis Anfang Oktober dieses Jahres sukzessive auf 9,5 % an, nachdem die Inflationsrate zur Jahresmitte auf über 6,5 % angestiegen war. Ein weiterer Grund für die Erhöhung des Zinsniveaus lag zudem in der Stützung der eigenen Währung. Diese war nach der Fed-Ankündigung im Mai dieses Jahres unter Druck geraten (Kasten 2).

Ein weiterer Belastungsfaktor sind die häufigen industriepolitisch motivierten Eingriffe der Regierung in die Privatwirtschaft und die damit einhergehende Eintrübung des Investitionsklimas. Im Jahr 2013 dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 3,0 % steigen. Im kommenden Jahr ist mit expansiven Impulsen seitens der Fiskalpolitik aufgrund der Präsidentschaftswahlen zu rechnen. Jedoch dürften die restriktivere Geldpolitik sowie die pessimistischeren Erwartungen der Unternehmen entgegengerichtete Effekte haben, sodass sich der Produktionsanstieg mit 3,0 % kaum beschleunigen wird.

## **Russland: Schwache Rohstoffnachfrage belastet Konjunktur**

**77.** Aufgrund einer deutlichen Verschlechterung des Außenbeitrags befindet sich die russische Wirtschaft seit Jahresbeginn in der Rezession. Die starke Abhängigkeit vom Energiegeschäft – die Öl- und Gasausfuhren machen etwa 70 % der Gesamtausfuhren aus – stellt weiterhin ein großes Problem dar (IWF, 2012). So gingen die Warenexporte in den ersten drei Quartalen im Vorjahresvergleich leicht zurück, da die schwächere Weltkonjunktur die Nachfrage nach Rohstoffen, insbesondere Rohöl, dämpfte. Der private Konsum expandierte hingegen, da die Realeinkommen trotz hoher Inflation weiter stiegen.

Von Seiten der Geld- und Fiskalpolitik ist nicht mit expansiven Impulsen zu rechnen, zumal sich die Regierung eine Schuldenbremse auferlegt hat, um ihren Haushalt zu konsolidieren. Trotz einer sich leicht belebenden Weltkonjunktur dürfte die russische Wirtschaft somit in diesem Jahr nur um 1,1 % zulegen. Für das kommende Jahr ist mit keiner deutlichen Beschleunigung zu rechnen, sodass der Produktionsanstieg wohl 2,4 % betragen wird.

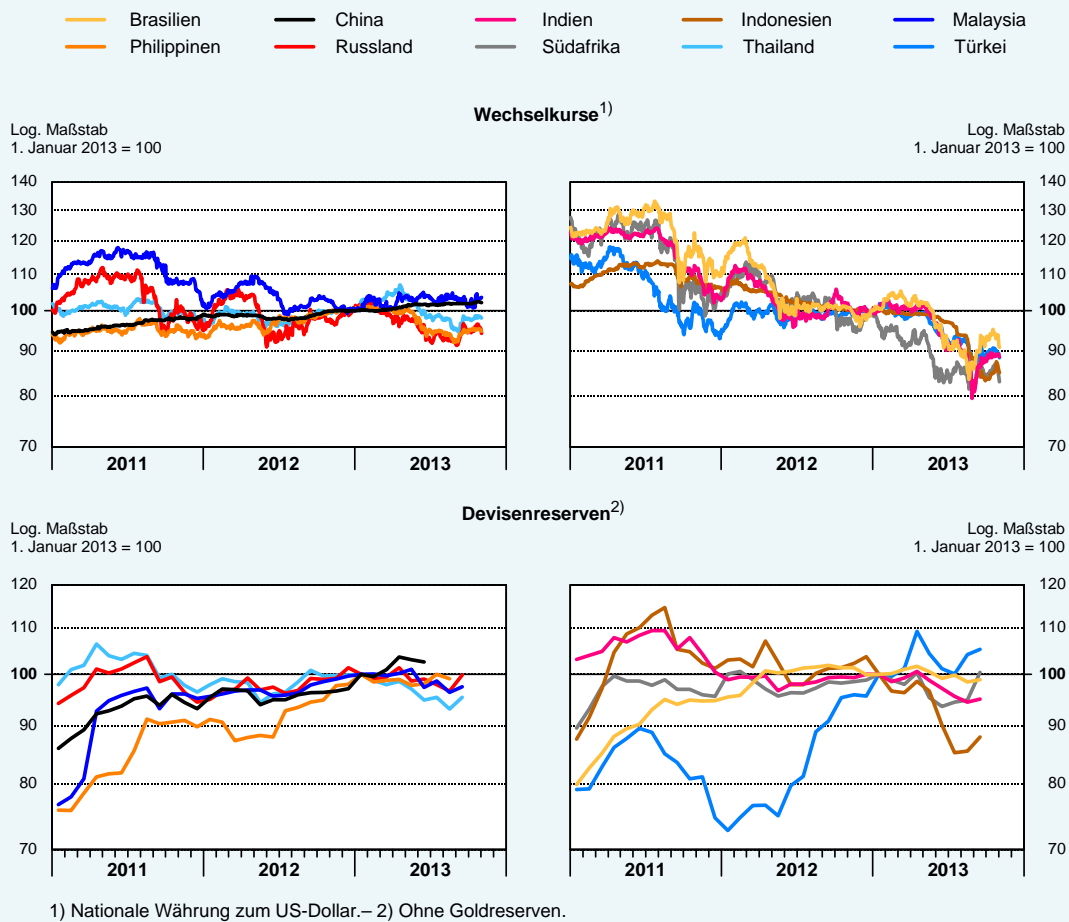
### **Kasten 2**

#### **Makroökonomische Verwundbarkeit der Schwellenländer**

Die Währungen einiger Schwellenländer haben seit Mai 2013 teilweise deutlich abgewertet. So verloren die Währungen Brasiliens, Indiens, Indonesiens, Südafrikas und der Türkei teilweise mehr als 15 % ihres Werts. Zur Stabilisierung ihrer Währungen haben mehrere Zentralbanken auf dem Devisenmarkt interveniert und hierbei ihre Währungsreserven verringert (Schaubild 14, Seite 40). Die Lage hat sich zwar weitgehend beruhigt, nachdem die Federal Reserve (Fed) am 18. September 2013 angekündigt hatte, ihre Anleihekäufe im Rahmen des Quantitative Easing-Programms (QEIII) vorerst nicht zurückzufahren (Ziffer 198). Jedoch stellt sich grundsätzlich die Frage, wie verwundbar die Schwellenländer gegenüber derartigen exogenen Schocks sind, da sie in der jüngeren Vergangenheit immer wieder von Währungskrisen getroffen wurden, die zu

Schaubild 14

## Wechselkurse und Devisenreserven ausgewählter Schwellenländer



© Sachverständigenrat

Quellen: IWF, nationale Zentralbanken, Thomson Financial Datastream  
Daten zum Schaubild

deutlichen Konjunkturinbrüchen führten. Beispiele dafür sind die Asienkrise im Jahr 1997 sowie die Krisen in Brasilien (1999) und in der Türkei (2001).

Frühere Währungskrisen traten vornehmlich bei solchen Schwellenländern auf, die in Fremdwährungen gegenüber dem Ausland verschuldet waren, zu geringe Währungsreserven hatten, um ihren Wechselkurs zu stützen, oder ihre Währung gegenüber dem US-Dollar oder einem anderen Währungskorb fixiert hatten. Bei fixierten Wechselkursen führten die höheren Inflationsraten in den Schwellenländern gegenüber der Entwicklung in den Vereinigten Staaten zur realen Aufwertung, die sich wiederum in steigenden Leistungsbilanzdefiziten und als Folge steigenden Auslandsverschuldungen niederschlug. Ein weiterer Grund, der zur Entstehung von Währungskrisen beitragen kann, liegt in der Zinsdifferenz zwischen den Schwellenländern und den Industrieländern bei gleichzeitig fixiertem Wechselkurs. Wenn sich die Erwartungen von internationalen Investoren in Bezug auf die Zinsen ändern und die Renditedifferenz zwischen den einzelnen Ländern nicht durch Wechselkursänderungen ausgeglichen wird, kann dies schnell zu massiven Kapitalabflüssen führen.

Im Vergleich zu den früheren Krisen verfügen viele Schwellenländer heute über ein wesentlich flexibleres Wechselkursregime und weisen überwiegend Leistungsbilanzüberschüsse auf. Zudem haben sie ihre Währungsreserven deutlich erhöht, um notfalls auf dem Devisenmarkt eingreifen zu können (Tabelle 2). Andere makroökonomische Kennzahlen, wie die Staatsverschul-

dung oder die Auslandsverschuldung, lassen ebenfalls auf eine krisenresistentere Verfassung der Schwellenländer schließen. Jedoch gilt diese generelle Einschätzung nicht im gleichen Ausmaß für alle Schwellenländer. So weisen Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika sowie die Türkei zum Teil sehr hohe Leistungsbilanzdefizite auf. Insbesondere bei Indien und Indonesien haben sich diese im Verlauf der letzten fünf Jahre deutlich ausgeweitet. Alles in allem verfügen diese fünf Länder über die relativ schlechteren makroökonomischen Kennzahlen und werteten in Folge der Kapitalabflüsse zu Jahresbeginn am stärksten ab.

Tabelle 2

### Fiskalische und außenwirtschaftliche Kennziffern ausgewählter Schwellenländer

in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (%)

Land	Jahr	Leistungs- bilanzsaldo	Auslands- verschuldung	Finanzierungs- saldo	Staatsver- schuldung	Währungs- reserven
Brasilien	1998	- 3,9	28,7	- 7,4	66,7 <sup>a)</sup>	5,0
	2008	- 1,7	15,9	- 1,4	63,5	11,7
	2012	- 2,4	19,6	- 2,7	68,0	16,1
China	1996	0,8	15,0	- 1,5	6,8	12,3
	2008	9,3	8,4	- 0,7	17,0	43,1
	2012	2,3	9,0	- 2,2	26,1	40,3
Indien	1996	- 1,2	23,7	- 5,5	65,9	4,9
	2008	- 2,3	18,6	-10,0	74,5	20,2
	2012	- 4,8	20,5	- 8,0	66,7	14,2
Indonesien	1996	- 3,2	56,7	1,2	-	7,8
	2008	0,0	30,9	- 0,0	33,2	9,7
	2012	- 2,7	28,6	- 1,7	24,5	12,1
Malaysia	1996	- 4,4	39,3	2,0	35,7	25,9
	2008	17,1	29,3	- 3,6	41,2	39,2
	2012	6,1	32,4	- 4,5	55,5	44,3
Philippinen	1996	- 4,2	47,9	0,6	54,7	10,8
	2008	2,1	37,5	0,0	44,2	19,0
	2012	2,9	24,1	- 0,9	41,9	28,6
Russland	1997	- 0,0	31,5	- 8,0 <sup>b)</sup>	99,0 <sup>b)</sup>	3,2
	2008	6,3	29,7	4,9	7,9	24,7
	2012	3,7	31,4	0,4	12,5	23,3
Südafrika	1996	- 1,2	18,1	-	-	0,8
	2008	- 7,2	24,9	- 0,4	27,8	11,3
	2012	- 6,3	35,8	- 4,8	42,3	11,5
Thailand	1996	- 7,9	62,0	2,7	15,2	20,4
	2008	0,8	18,4	0,1	37,3	39,7
	2012	0,0	36,4	- 1,7	45,4	46,8
Türkei	2000	- 3,7	43,8	-14,4 <sup>c)</sup>	51,6	8,4
	2008	- 5,5	39,6	- 2,7	40,0	9,6
	2012	- 6,1	42,8	- 1,6	36,2	12,5
nachrichtlich für 2012: Struktur der Auslandsverschuldung (Anteile in %)						
		Fremdwährung	Kurzfristige Verbindlichkeiten	Staatsschulden		
Brasilien <sup>1)</sup>		95,7	7,4	14,4		
Indien		77,1	24,7	21,6		
Indonesien		86,8	17,5	46,0		
Südafrika		42,9	19,6	38,8		
Türkei		93,0	29,8	25,2		

1) Direktinvestitionen wurden als langfristige Verbindlichkeiten berücksichtigt.– a) Staatsverschuldung des Jahres 2000.– b) Finanzierungssaldo des Jahres 1998 und Staatsverschuldung des Jahres 1999.– c) Finanzierungssaldo des Jahres 2002.

Quellen: IWF, nationale Quellen, Weltbank

Daten zur Tabelle



Die Auslandsverschuldung von Brasilien, Indien, Indonesien und der Türkei ist zum Großteil in Fremdwährung denominated. Dies macht sie anfällig gegenüber Abwertungen, da hierdurch die Verbindlichkeiten gemessen in heimischer Währung ansteigen. Außer in Indonesien und der Türkei sind diese Fremdwährungsverbindlichkeiten aber zum Großteil durch den Bestand an Währungsreserven gedeckt. Zudem ist die kurzfristige Krisenanfälligkeit geringer, weil die Auslandsverbindlichkeiten eher längere Laufzeiten aufweisen und somit kaum kurzfristiger Refinanzierungsbedarf besteht. In Bezug auf die öffentliche Verschuldung im Ausland sind allenfalls für Indonesien und Südafrika gewisse Risiken zu erkennen.

Insgesamt lässt sich für die Schwellenländer feststellen, dass sie im Vergleich zu früheren Währungskrisen heute weit bessere makroökonomische Fundamentaldaten aufweisen und somit das Risiko einer Währungskrise deutlich geringer im Vergleich zur Asienkrise ist. Gleichwohl existieren Risiken vor allem für Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei wegen ihres hohen Anteils von Fremdwährungsverbindlichkeiten. Besonders deutlich werden die Probleme in Indonesien, dessen Wechselkurs sich im Gegensatz zu den anderen Schwellenländern seit Mitte September 2013 nicht erholen konnte.

### III. Zur Lage im Euro-Raum

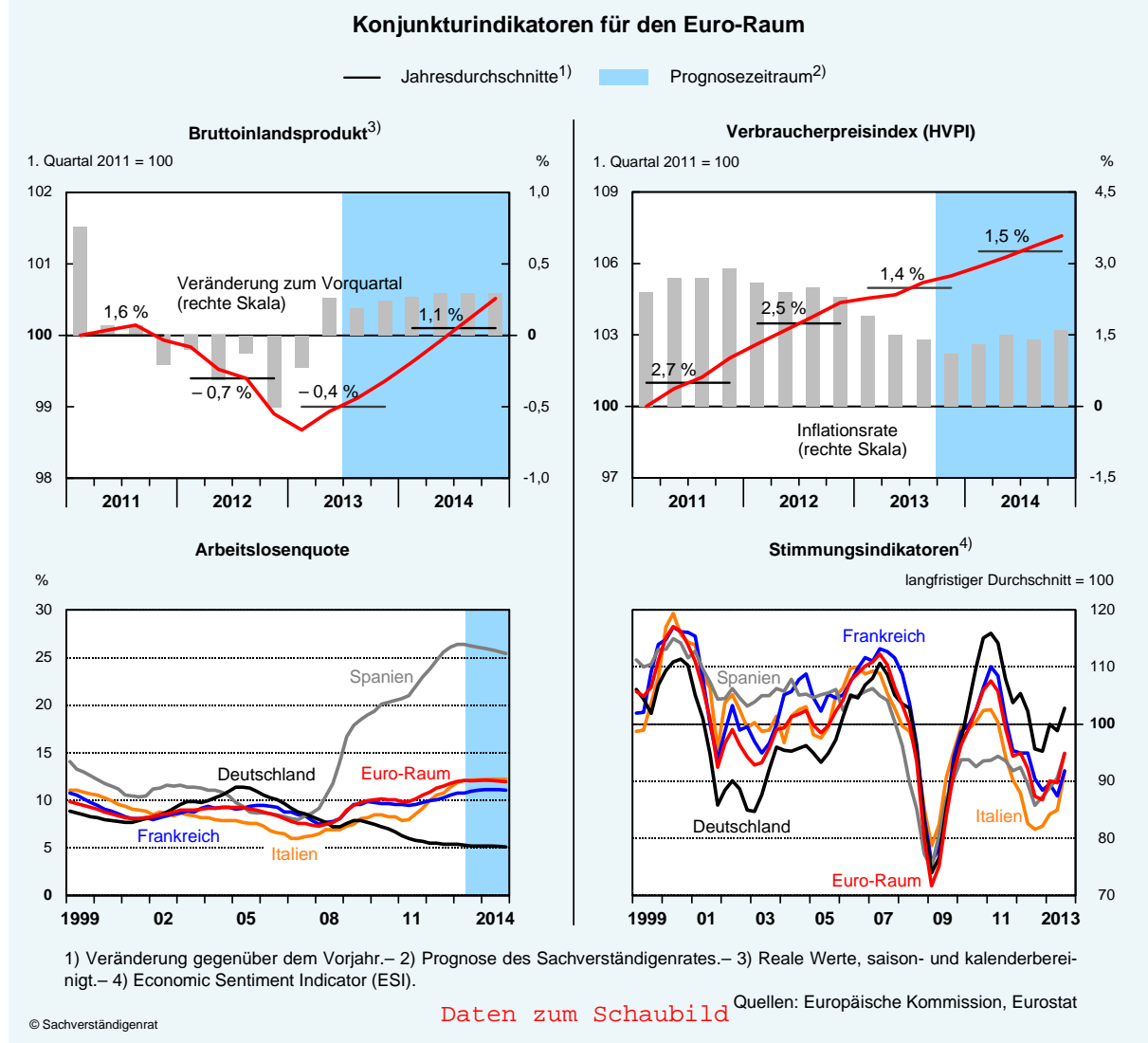
#### 1. Euro-Raum überwindet die Rezession

**78.** Die Konjunktur im Euro-Raum hat sich im bisherigen Jahresverlauf stabilisiert. Die anderthalbjährige Rezession wurde im zweiten Quartal überwunden. Das **Bruttoinlandsprodukt** stieg um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (Schaubild 15). Maßgeblich dazu beigetragen haben Deutschland mit einem Zuwachs von 0,7 % sowie Portugal und Frankreich mit einem Zuwachs von 1,1 % beziehungsweise 0,5 %. Spanien und Italien sind immer noch in der Rezession mit einer Wachstumsrate von -0,1 % beziehungsweise -0,3 %. Allerdings verlangsamte sich dort der Produktionsrückgang spürbar.

**79.** Neben witterungsbedingten Nachholeffekten im Bausektor ist das positive zweite Quartal auf die gute Entwicklung des Außenhandels zurückzuführen. Die Binnennachfrage ohne Berücksichtigung Deutschlands war demgegenüber schwach und ging leicht zurück. Wesentlichen Anteil daran hatte der Rückgang der Investitionstätigkeit um 0,5%, der aber immerhin weit geringer ausfiel als in den Vorquartalen. In vielen Mitgliedstaaten waren die Ertrags- und Absatzerwartungen der Unternehmen aufgrund der schwachen Binnen- sowie Weltkonjunktur noch so stark eingetrübt, dass sich dies negativ auf die Investitionsneigung auswirkte.

Gleichzeitig hat sich ein anderer Hemmfaktor für die Investitionen abgeschwächt, denn die Unsicherheit über die Integrität des Euro-Raums reduzierte sich seit Herbst letzten Jahres deutlich. Dies ist zum einen auf die Erklärung der EZB, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten aufzukaufen, zurückzuführen. Zum anderen dürften die Anpassungserfolge vor allem in Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien einen Beitrag dazu geleistet haben. Nach über einem Jahr konnte der private Konsum im Euro-Raum wieder leicht zulegen, trotz der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit, geringen Lohnanstiegen sowie öffentlichen Konsolidierungsmaßnahmen.

Schaubild 15



**80.** Die Situation auf dem **Arbeitsmarkt** ist weiterhin schlecht. Zwar konnte der Anstieg der Arbeitslosigkeit insgesamt gestoppt werden, doch liegt die Arbeitslosenquote mit einem Wert von 12,1 % auf dem höchsten Niveau seit Beginn der Währungsunion. Die Heterogenität der Arbeitsmarktentwicklung unter den einzelnen Mitgliedstaaten ist unvermindert groß. Insgesamt neun Mitgliedstaaten verzeichnen Arbeitslosenquoten von über 10 %. Besonders dramatisch stellt sich die Lage in Griechenland und Spanien dar. Hier betragen die Arbeitslosenquoten 27,6 % beziehungsweise 26,2 %, wobei zumindest in Spanien zuletzt eine Stabilisierung zu verzeichnen war.

**81.** Die **Verbraucherpreise** sind im bisherigen Jahresverlauf nur moderat angestiegen. Nachdem sie im Jahr 2012, bedingt durch weitere Erhöhungen von Verbrauchsteuern und administrierten Preisen sowie stark angestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen, um 2,5 % zugelegt hatten, verringerte sich die Inflationsrate im Oktober 2013 auf voraussichtlich 0,7 %. Maßgeblich hierfür waren vor allem die schwache Binnennachfrage und geringe Lohnzuwächse.

**82.** Das **monetäre Umfeld** im Euro-Raum hat sich stabilisiert. So haben sich die Zinsaufschläge für Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen deutlich zurückgebildet. Die Kreditzinsen für Unternehmen und die privaten Haushalte im Euro-Raum waren im Jahresverlauf tendenziell rückläufig. Insgesamt stellen sich die Finanzierungsbedingungen für den Euro-Raum im Aggregat als günstig dar. Gleichwohl ergibt sich immer noch ein sehr heterogenes Bild zwischen den Programmländern sowie Italien und Spanien auf der einen Seite und dem Rest des Euro-Raums auf der anderen Seite. Die Geldpolitik der EZB ist weiterhin expansiv ausgerichtet. So hat sie ihren Hauptrefinanzierungssatz im November dieses Jahres nochmals auf nun 0,25 % gesenkt. Für die Zukunft dürfte aber wieder mit einem höheren allgemeinen Zinsniveau zu rechnen sein. Zum einen hat die Ankündigung der Fed, ihre Wertpapierankäufe in näherer Zukunft reduzieren zu wollen, bereits einen Anstieg des langfristigen Zinsniveaus im Euro-Raum zur Folge gehabt. Zum anderen dürfte die EZB ihre Leitzinsen angesichts einer moderat anziehenden Konjunktur im Währungsraum gegen Ende des kommenden Jahres anheben.

**83.** Die **Finanzpolitik** ist im Euro-Raum in diesem Jahr restriktiv geblieben. Vor allem in den Programmländern wurden weitere Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung durchgeführt. Im Ergebnis dürfte der aggregierte Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte im Euro-Raum nach der Prognose der Europäischen Kommission auf -3,1 % in diesem Jahr steigen, nachdem er im letzten Jahr noch -3,7 % betragen hatte. Wegen des weiterhin bestehenden Konsolidierungsbedarfs wird die Grundausrichtung der Finanzpolitik im kommenden Jahr restriktiv bleiben. Die Größenordnung zusätzlicher Sparprogramme dürfte im Vergleich zu den letzten Jahren allerdings geringer ausfallen, sodass die dämpfenden konjunkturellen Effekte abnehmen werden.

## 2. Anpassungsprozesse machen Fortschritte

**84.** Die **Euro-Krise** hat die konjunkturelle Entwicklung im gemeinsamen Währungsraum seit dem Jahr 2010 stark geprägt. Verschiedene Krisenherde (JG 2012 Ziffern 105 ff.) sowie die eingeleiteten wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Krisenbewältigung haben im Großteil der Länder zu Anpassungsrezessionen geführt. Besonders tiefgreifend waren die konjunkturellen Einbrüche in den Programmländern Griechenland, Irland und Portugal sowie in Italien und Spanien. Die Volkswirtschaften des restlichen Euro-Raums konnten sich von dieser Konjunktorentwicklung nicht abkoppeln und wurden über den Außenhandelskanal sowie die zunehmende Unsicherheit über den Fortbestand der Währungsunion ebenfalls stark beeinträchtigt. Seit dem Herbst 2012 ist jedoch ein deutlicher Rückgang der Anspannungen auf den Finanzmärkten zu verzeichnen. Diese Entspannung kann zum einen auf die Erklärung der EZB zur Einrichtung der OMT zurückgeführt werden. Zum anderen dürften die Anpassungen in den Peripherieländern einen wesentlichen Anteil an der Stabilisierung haben.

Inzwischen kommen der Rückgang der Unsicherheit sowie die Stimmungsverbesserung bei den Unternehmen und Konsumenten in einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage im Euro-Raum zum Ausdruck. Um die konjunkturellen Perspektiven des Euro-Raums einschätzen zu können, ist es wichtig, eine Bestandsaufnahme der bisher erreichten Fortschritte vorzunehmen. Letztlich muss hierbei beurteilt werden, inwieweit die erreichten strukturellen An-

passungen bereits im kommenden Jahr positive Effekte auf die Konjunktur haben. Ferner ist zu prüfen, in welchem Ausmaß mit weiterem Anpassungsbedarf zu rechnen ist.

**85.** Die Fiskalpolitik der von der Krise besonders betroffenen Mitgliedstaaten des Euro-Raums war in den vergangenen Jahren durch umfangreiche **Konsolidierungsbemühungen** geprägt (JG 2012 Ziffern 60 ff.). Unumgänglich wurden diese, nachdem die Schuldenstandsquoten und Finanzierungsdefizite im Jahr 2009 auf untragbare Höhen gestiegen waren. Durch umfassende Sparmaßnahmen wurden seither Konsolidierungsfortschritte erzielt. So dürfte in Griechenland der öffentliche Finanzierungssaldo in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von fast -16 % im Jahr 2009 auf etwa -4 % in diesem Jahr zurückgegangen sein. Zudem deuten aktuelle Daten daraufhin, dass Griechenland im laufenden Jahr erstmals seit dem Jahr 2002 einen ausgeglichenen Primärsaldo ausweisen kann. In den anderen Mitgliedstaaten zeigen sich ebenfalls Fortschritte. Trotz der tiefen Rezession konnten die Budgetdefizite in fast allen betrachteten Ländern seit dem Jahr 2009 nahezu halbiert werden (Tabelle 3). Ferner dürften die um konjunkturelle Einflüsse bereinigten Defizite im Jahr 2013 in fast allen Mitgliedstaat-

Tabelle 3

## Finanzpolitische Kennziffern ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums

Land	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 <sup>1)</sup>
tatsächlicher Finanzierungssaldo <sup>3)</sup>							
Deutschland <sup>2)</sup> .....	0,2	- 0,1	- 3,1	- 4,2	- 0,8	0,1	- 0,4
Frankreich .....	- 2,8	- 3,3	- 7,6	- 7,1	- 5,3	- 4,9	- 4,0
Griechenland .....	- 6,8	- 9,9	-15,6	-10,8	- 9,6	- 6,3	- 4,1
Irland .....	0,1	- 7,3	-13,8	-30,5	-13,1	- 7,6	- 7,6
Italien .....	- 1,6	- 2,7	- 5,4	- 4,3	- 3,7	- 2,9	- 3,2
Portugal .....	- 3,2	- 3,7	-10,2	- 9,9	- 4,4	- 6,4	- 5,5
Spanien .....	1,9	- 4,5	-11,2	- 9,7	- 9,6	-10,8	- 6,7
Primärsaldo <sup>3)</sup>							
Deutschland <sup>2)</sup> .....	2,7	2,3	- 0,8	- 2,0	1,1	2,3	1,7
Frankreich .....	- 0,3	- 0,7	- 5,4	- 4,8	- 2,8	- 2,5	- 2,0
Griechenland .....	- 2,0	- 4,8	-10,5	- 4,9	- 2,4	- 1,3	0,0
Irland .....	0,7	- 6,6	-12,4	-27,9	-10,4	- 4,6	- 3,3
Italien .....	3,1	2,2	- 1,0	- 0,0	1,0	2,3	2,0
Portugal .....	- 0,6	- 1,0	- 7,5	- 7,1	- 0,6	- 2,5	- 1,4
Spanien .....	3,0	- 3,4	- 9,9	- 8,3	- 7,6	- 8,3	- 3,7
konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo <sup>4)</sup>							
Deutschland <sup>2)</sup> .....	- 1,2	- 1,3	- 1,1	- 3,4	- 1,1	- 0,0	- 0,1
Frankreich .....	- 4,0	- 3,9	- 5,9	- 5,9	- 4,8	- 4,0	- 2,8
Griechenland .....	-10,8	-14,3	-19,1	-12,3	- 8,3	- 2,6	0,6
Irland .....	- 8,7	-11,9	- 9,9	- 8,3	- 7,0	- 5,9	- 5,1
Italien .....	- 3,3	- 3,6	- 3,5	- 3,4	- 2,8	- 1,2	- 0,7
Portugal .....	- 4,0	- 4,3	- 9,4	- 9,7	- 3,6	- 4,6	- 3,3
Spanien .....	0,5	- 5,6	-10,0	- 8,4	- 7,9	- 5,4	- 4,6
Schuldenstand <sup>3)</sup>							
Deutschland <sup>2)</sup> .....	65,4	66,8	74,5	82,4	80,4	81,9	80,4
Frankreich .....	64,2	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2	93,5
Griechenland .....	107,2	112,9	129,7	148,3	170,3	156,9	175,7
Irland .....	24,9	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4	123,3
Italien .....	103,3	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0	132,3
Portugal .....	68,4	71,7	83,7	94,0	108,4	123,8	123,6
Spanien .....	36,3	40,2	54,0	61,7	70,4	85,9	93,7

1) Prognose des IWF.– 2) Für Deutschland sind die Ergebnisse des IWF dargestellt, um die Konsistenz mit den anderen Ländern zu wahren.– 3) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (%).– 4) Bereinigt um konjunkturelle Komponenten, in Relation zum Produktionspotenzial (%).

Daten zur Tabelle

Quelle: IWF

ten weiter sinken, in Griechenland ist konjunkturbereinigt sogar ein Finanzierungsüberschuss zu erwarten.

**86.** Die erzielten Fortschritte reichten bislang allerdings nicht aus, um die **Schuldenstandsquoten** zu senken. Mit Ausnahme von Deutschland und Portugal dürfte diese in allen Staaten des Euro-Raums – und sogar in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union – im laufenden Jahr erneut ansteigen; in beiden Mitgliedstaaten haben dabei Vermögenstransaktionen eine Rolle gespielt (Ziffern 563 ff.). Zudem deutet die Entwicklung der Finanzierungssalden darauf hin, dass das Tempo der Konsolidierung überwiegend nachzulassen scheint. So dürfte das Finanzierungsdefizit in Irland im Jahr 2013 unverändert gegenüber dem Vorjahr sein, und in Italien wird gar ein höheres Defizit als noch im Jahr 2012 erwartet. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Rückführung der Finanzierungsdefizite durch die tiefe Rezession erschwert wird.

**87.** Alles in allem sind bei der Haushaltskonsolidierung Fortschritte erzielt worden, es besteht jedoch in den meisten Mitgliedstaaten **weiterer Anpassungsbedarf**. Dessen Größenordnung, ausgedrückt als erforderliche Verbesserung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, hängt dabei zunächst davon ab, ob das Ziel die Stabilisierung oder die Rückführung der Schuldenstandsquote ist. Ferner hängt die Höhe des verbleibenden Anpassungsbedarfs davon ab, welche Annahmen für das Zinsniveau und das Wirtschaftswachstum getroffen werden. Wird das durchschnittliche Zinsniveau des Jahres 2013 von 4,66 % (Juni 2011 bis Juli 2012 von 5,62 %) unterstellt, so ergibt sich etwa für Spanien, dass der konjunkturbereinigte Primär-

Tabelle 4

#### Langfristige Konsolidierungserfordernisse ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums

	Schuldenstand	Primärsaldo strukturell (tatsächlich)	Durchschnittliche Zinsniveaus		Erforderlicher Primärsaldo, um Schuldenstandsquote von 2012 konstant zu halten <sup>1)</sup> bei Zinsniveau		Erforderliche zusätzliche Verbesserung des Primärsaldos zur Erfüllung des Fiskalpakts <sup>2)</sup>		
			2012	2013 <sup>3)</sup>	2011-2012 <sup>4)</sup>	2013 <sup>5)</sup>		2011-2012 <sup>4)</sup>	2013 <sup>5)</sup>
			in % des BIP		% p.a.			in % des BIP	
Belgien .....	99,8	0,9 (0,4)	3,91	3,50	0,9	0,5	2,0		
Deutschland .....	81,9	2,0 (1,7)	1,87	1,53	0,4	0,4	1,1		
Frankreich .....	90,2	- 0,8 (-2,0)	3,01	2,18	0,5	0,5	1,5		
Irland .....	117,4	- 1,0 (-3,3)	8,24	3,85	6,1	1,0	2,9		
Italien .....	127,0	4,3 (2,0)	5,91	4,36	3,7	1,7	3,3		
Niederlande .....	71,3	1,2 (-1,8)	2,36	1,92	0,4	0,4	0,6		
Portugal .....	123,8	0,6 (-1,4)	12,08	6,35	11,2	4,1	3,2		
Spanien .....	85,9	- 1,8 (-3,7)	5,62	4,66	2,3	1,4	1,3		

1) Für die Berechnung wurde das jeweils ausgewiesene Zinsniveau als dauerhaft unterstellt und eine Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 3 % p.a. angenommen. Für diejenigen Länder, die ein Zinsniveau von unter 3 % p.a. aufweisen, wurde ein Zinssatz von 3,5 % p.a. angenommen. – 2) Gemäß dem Fiskalpakt hat sich jedes Land verpflichtet, die Schulden jenseits der 60 %-Grenze mit der jährlichen Rate von 1/20 abzubauen; im Falle Deutschlands müsste die Schuldenstandsquote um 1,1 % = (81,9 % - 60 %) / 20 des Bruttoinlandsprodukts pro Jahr reduziert werden. Der erforderliche Gesamtprimärsaldo zur Rückführung der Schulden ist die Summe aus dem Primärsaldo, der die Schuldenstandsquote stabilisiert, und der erforderlichen zusätzlichen Verbesserung des Primärsaldos zur Erfüllung des Fiskalpakts. – 3) Prognose des IWF. – 4) Durchschnittszinsen für 10-jährige Staatsanleihen für den Zeitraum 1. Juli 2011 bis 30. Juni 2012. – 5) Durchschnittszinsen für 10-jährige Staatsanleihen für den Zeitraum 1. Januar bis 24. Oktober 2013.

Daten zur Tabelle

Quelle: IWF

saldo dort von derzeit -1,8 % des Bruttoinlandprodukts auf einen Wert von 1,4 % (2,3 %) steigen müsste, um eine Stabilisierung der Schuldenstandsquote zu erreichen (Tabelle 4). Eine Rückführung der Schuldenstandsquote gemäß der Schuldenstandsregel des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts (JG 2012 Ziffern 205 ff.) setzt sogar voraus, dass der konjunkturbereinigte Primärsaldo auf einen Wert von 2,7 % steigen müsste.

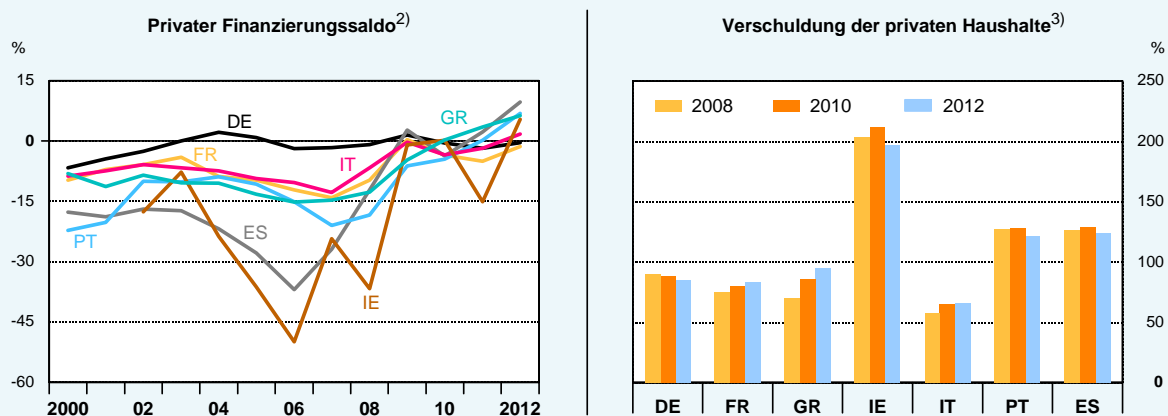
Analog zeigt sich, dass in etlichen weiteren Ländern, wie etwa in Belgien, Frankreich, den Niederlanden und Portugal, weiterer Konsolidierungsbedarf besteht. Die Grundausrichtung der Finanzpolitik im Euro-Raum dürfte daher im Prognosezeitraum restriktiv bleiben und dämpfend auf die konjunkturelle Entwicklung wirken.

Aktuelle Konsolidierungspläne deuten jedoch darauf hin, dass der Konsolidierungsumfang geringer als in den zurückliegenden Jahren ausfallen wird. So strebt etwa Frankreich gemäß dem Haushaltentwurf im Jahr 2014 lediglich eine Rückführung des strukturellen Defizits um 0,9 Prozentpunkte an, nachdem in diesem Jahr noch eine Verbesserung um 1,7 Prozentpunkte geplant war. Die negativen kurzfristigen Effekte der Sparmaßnahmen auf die inländische Nachfrage und die Beschäftigung dürften im kommenden Jahr 2014 somit geringer sein als im Jahr 2013. Dies gilt allerdings nur, solange das Vertrauen der Finanzmärkte in die Konsolidierungsabsichten der Länder erhalten bleibt.

**88.** Parallel zu den öffentlichen Haushalten haben die privaten Haushalte und Unternehmen nennenswerte Anstrengungen zur Rückführung der **privaten Verschuldung** unternommen. Die dabei erzielten Erfolge unterscheiden sich in zweierlei Hinsicht von denen der staatlichen Konsolidierung: Erstens sind die Finanzierungssalden der privaten Haushalte und Unternehmen in den meisten Ländern im Jahr 2012 bereits positiv gewesen, während die staatlichen Defizite bislang lediglich zurückgeführt werden konnten (Schaubild 16). Zweitens sind die privaten Schuldenquoten nach der Krise weniger stark gestiegen als die öffentliche Ver-

Schaubild 16

### Privater Finanzierungssaldo und Verschuldung der privaten Haushalte ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums<sup>1)</sup>



1) DE-Deutschland, FR-Frankreich, GR-Griechenland, IE-Irland, IT-Italien, PT-Portugal, ES-Spanien.– 2) Nettokreditaufnahme der privaten Haushalte und nicht-finanziellen Unternehmen (nicht konsolidiert) in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.– 3) In Relation zum verfügbaren Einkommen.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Quellen: Eurostat, EZB

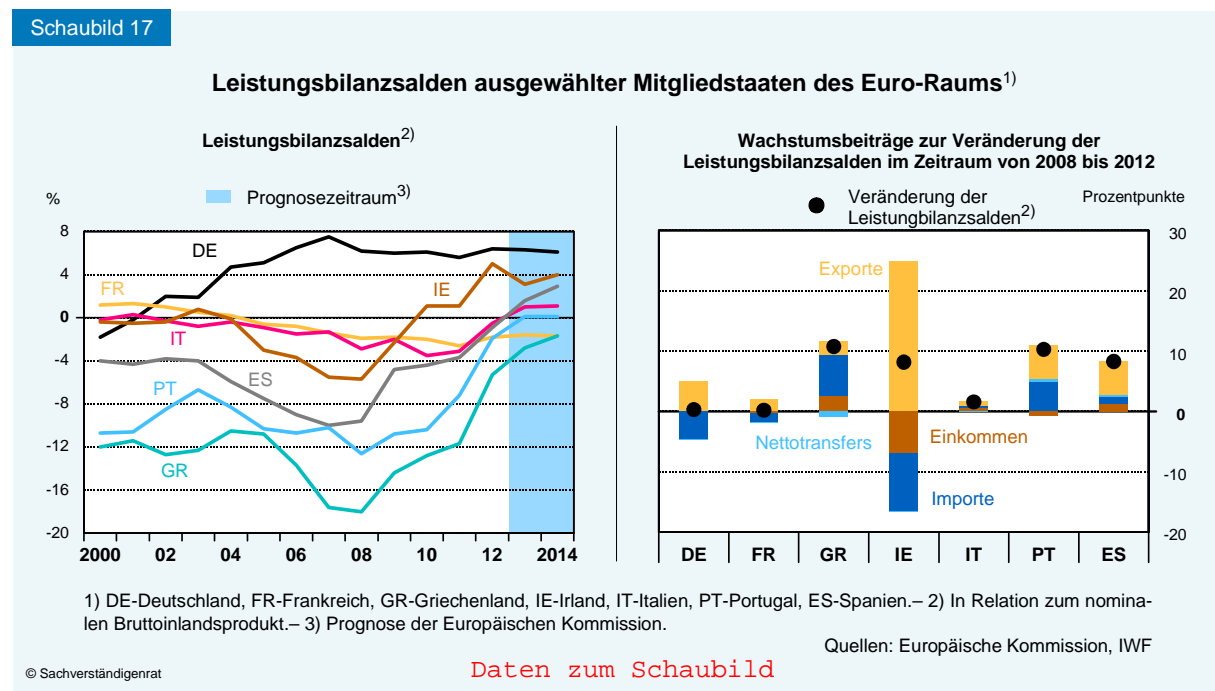
schuldung. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Anstiege der öffentlichen Schuldenstände in manchen Mitgliedstaaten auf die Übernahme von Schulden des privaten Sektors zurückzuführen sind.

Seit dem Jahr 2008 kann in einigen Ländern ein Rückgang der privaten Schuldenquoten beobachtet werden, obwohl die Rückführung durch das sinkende Bruttoinlandsprodukt erschwert wird. Gemessen an den hohen Schuldenquoten ist das Ausmaß der Rückführung vergleichsweise gering. Zukünftig dürfte die Stabilisierung der Konjunktur aber die Rückführung der privaten Schuldenquoten erleichtern und die negativen Effekte der Bilanzanpassungen auf die Nachfrage tendenziell senken. Aufgrund des weiterhin hohen Verschuldungsniveaus der privaten Haushalte und Unternehmen in Irland, Portugal und Spanien ist jedoch vor allem in diesen Ländern nur mit einer moderaten Entspannung zu rechnen.

**89.** Die Schieflage der öffentlichen und privaten Haushalte zeigt sich in den hohen **Leistungsbilanzdefiziten** der Programmländer sowie von Italien und von Spanien in den Jahren vor der Krise (Schaubild 17). Seither haben sich die Leistungsbilanzsalden deutlich verbessert. Zwar waren die Leistungsbilanzsalden der betrachteten Mitgliedstaaten im Jahr 2012 noch überwiegend negativ. Im laufenden Jahr dürften gemäß der aktuellen Prognose von allen genannten Mitgliedstaaten, mit Ausnahme von Griechenland, erstmals wieder Leistungsbilanzüberschüsse erzielt werden.

Zu gewissen Teilen ist dies darauf zurückzuführen, dass die Importe infolge der schwachen Konjunktur und umfassenden Konsolidierungsmaßnahmen rückläufig waren. Gleichzeitig sind die Verbesserungen jedoch auf positive Wachstumsbeiträge der Exporte zurückzuführen. Insbesondere in Irland, Portugal und Spanien leisteten die Exporte wesentliche Beiträge. Dies deutet darauf hin, dass die beobachtbaren Leistungsbilanzverbesserungen nicht nur auf konjunkturelle Effekte zurückzuführen sind, sondern auch das Ergebnis von strukturellen Anpassungen darstellen.

Schaubild 17



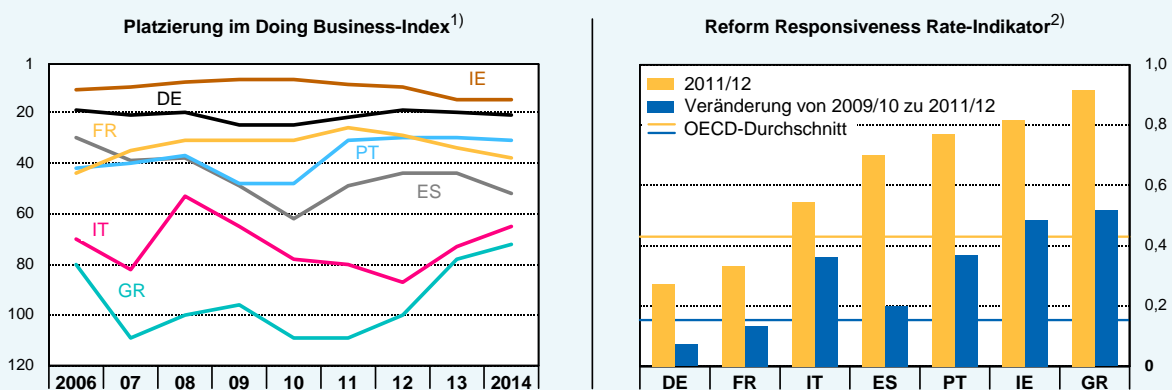
**90.** Die Verbesserung der Leistungsbilanzsalden steht im Einklang mit Anpassungen von Unternehmen und Wirtschaftspolitik. Zu den wirtschaftspolitischen Maßnahmen zählen Reformen auf den Faktor- und Produktmärkten, Verbesserungen der institutionellen Rahmenbedingungen sowie haushaltspolitische Maßnahmen. Die Reformaktivitäten umfassen so unterschiedliche Veränderungen wie Reformen der öffentlichen Verwaltung, Umgestaltungen des Steuersystems, Privatisierungen von Staatsunternehmen oder Änderungen im Arbeitsrecht. All diese **angebotsseitigen Reformen** in den Mitgliedstaaten sollen dazu beitragen, das unternehmerische Umfeld nachhaltig zu verbessern und so die sektorale Reallokation zu unterstützen. Diese sind einerseits notwendig, um mit Exportüberschüssen die hohe Netto-Auslandsverschuldung im Zeitverlauf zurückzuführen und um das Potenzialwachstum der Volkswirtschaften nachhaltig zu steigern. Andererseits macht es die Vielfalt der Einflussfaktoren auf das Unternehmensumfeld eines Landes schwierig, diese **(nicht-preisliche) Wettbewerbsfähigkeit** einer Volkswirtschaft umfassend in einem Indikator abzubilden.

Ansätze zur Quantifizierung dazu existieren etwa in Form des „Doing Business“-Index der Weltbank, welcher quantitative und qualitative Informationen zum unternehmerischen Umfeld in den Ländern aggregiert und in ein Länderranking überführt, sowie in Form des „Reform Responsiveness Rate“-Indikators der OECD, welcher angibt, in welchem Maße Empfehlung für Strukturreformen zur Steigerung des Wachstums umgesetzt wurden (Schaubild 18). Beide Indikatoren deuten darauf hin, dass insbesondere Griechenland und Portugal seit Beginn der Krise starke Anstrengungen zur **Verbesserung des unternehmerischen Umfelds** unternommen haben.

Jedoch ist grundsätzlich zu beachten, dass diese Indikatoren mit methodischen Problemen behaftet sind (JG 2004 Kasten 28). Daher lässt sich der genaue Beitrag dieser Reformen zur bereits geleisteten Rückführung der Leistungsbilanzsalden nicht quantifizieren. Jedoch deutet einiges darauf hin, dass die unternommenen Reformen – sofern sie weiterhin konsequent um-

Schaubild 18

### Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums



1) Der Doing Business-Index ist ein Maß für das regulatorische Umfeld bei der Unternehmensgründung und -führung. Je besser die Platzierung eines Landes ist, desto niedriger werden die Hindernisse eingeschätzt. Der Indikator wird für circa 180 Länder berechnet. – 2) Der Reform Responsiveness Rate-Indikator misst die Umsetzung von Reformempfehlungen der OECD auf einer Skala von 0 bis 1. DE-Deutschland, FR-Frankreich, IT-Italien, ES-Spanien, PT-Portugal, IE-Irland, GR-Griechenland.



gesetzt und nicht zurückgenommen werden – langfristig einen Beitrag zum weiteren Abbau der Ungleichgewichte und der wirtschaftlichen Erholung der Länder leisten dürften.

**91.** Die Anpassungsprozesse im Euro-Raum werden häufig anhand der Veränderungen relativer Preise beurteilt; diese Indikatoren werden als Maße der **preislichen Wettbewerbsfähigkeit** bezeichnet (Deutsche Bundesbank, 2013; Kasten 4). Zweifelsohne schlagen sich die angebotsseitig unternommenen Strukturreformen in diesen Indikatoren nieder, jedoch in vielen Fällen mit starker zeitlicher Verzögerung. Zudem wird die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von nachfrageseitigen Faktoren beeinflusst, wie der Entwicklung des nominalen Wechselkurses. Jedoch steht dieser den Mitgliedstaaten des Euro-Raums zur Unterstützung der realwirtschaftlichen Anpassungen nur noch gegenüber anderen Währungsräumen zur Verfügung.

Gerade die starke Abwertung des nominalen Wechselkurses leitet typischerweise eine schnellere Korrektur außenwirtschaftlicher Fehlentwicklungen ein, wenngleich solch eine Korrektur nicht immer nachhaltig sein muss. Deshalb ist zu beachten, dass das bloße Betrachten der Indikatoren preislicher Wettbewerbsfähigkeit nur eingeschränkt Rückschlüsse auf die treibenden Kräfte hinter deren Entwicklung ermöglicht. Ferner vermögen diese Indikatoren die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen einer Volkswirtschaft, und somit deren Exportfähigkeit, nicht vollständig abzubilden (Kasten 3).

#### Kasten 3

##### Abgrenzung und Messung von Wettbewerbsfähigkeit

Die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft wird in der wirtschaftspolitischen Debatte oft auf die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit reduziert. Allerdings wird Wettbewerbsfähigkeit wesentlich breiter und umfassender aufgefasst und bezieht sich eher auf die allokativen Effizienz, also die Fähigkeit, mit den vorhandenen Ressourcen möglichst das Produktionspotenzial zu erreichen und es im Zeitverlauf kräftig zu steigern. Das impliziert, dass die Ressourcen bestmöglich auf die unterschiedlichen Wirtschaftsbereiche aufgeteilt werden. Zudem sollte innerhalb der Sektoren sichergestellt sein, dass es zur bestmöglichen Ressourcenallokation über die Unternehmen hinweg kommt. Eine wettbewerbsfähige Ökonomie sollte die Fähigkeit besitzen, **wirtschaftliche Schocks** angemessen zu absorbieren. Die Arbeitslosenquote könnte daher bereits als ein möglicher Indikator herangezogen werden, da sie auf ungenutzte Ressourcen hinweist.

Die **internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit** kann entlang der makro- und mikroökonomischen Dimension beurteilt werden (di Mauro und Forster, 2011): Auf der Makroebene spielt dabei die Entwicklung aggregierter Preis- und Kostenindizes relativ zu anderen Volkswirtschaften eine Rolle. Die Entwicklung dieser Indizes fasst aber nur vereinfachend die komplexen dahinter liegenden Entwicklungen auf der Mikroebene zusammen. Auf dieser ist die wettbewerbsliche Dynamik innerhalb einzelner Sektoren und zwischen den Wirtschaftssektoren von entscheidender Bedeutung.

Auf der Makroebene wird die preisliche Wettbewerbsfähigkeit typischerweise durch den **realen Wechselkurs (Real exchange rate, RER)**  $Q_t$  gemessen. Der RER vergleicht dabei den Preis  $P_t^*$  des ausländischen Güterbündels (gemessen in ausländischer Währung), der mittels des nominalen Wechselkurses  $E_t$  (in Preisnotierung) in die heimische Währung umgerechnet wird, mit dem Preis  $P_t$  des inländischen Güterbündels. Damit gibt der reale Wechselkurs die Menge des inlän-

dischen Güterbündels an, die aufgegeben werden muss, um eine Einheit des ausländischen Güterbündels zu erhalten:

$$Q_t = \frac{E_t P_t^*}{P_t}$$

oder in logarithmierter Form:

$$q_t = \log Q_t = \log E_t + \log P_t^* - \log P_t = e_t + p_t^* - p_t.$$

Der RER wird üblicherweise mit einer ganzen Reihe von Preisindizes berechnet, wie etwa dem Konsumentenpreisindex, dem Produzentenpreisindex, den Lohnstückkosten oder dem Exportpreisindex. Je nach verwendetem Preisindex kommt man zu mitunter stark divergierenden Ergebnissen.

In der Realität wird der RER eines Landes als gewichtetes Mittel der realen Wechselkurse gegenüber seinen Handelspartnern berechnet, wobei in der Regel die Exportanteile oder die Handelsanteile zur Gewichtung verwendet werden. Damit erhält man den **realen effektiven Wechselkurs (Real effective exchange rate, REER)**. In einer idealtypischen Modellwelt würde der Preis eines Warenkorbs (ausgedrückt in einer einheitlichen Währung) in allen Ländern identisch sein, es würde Kaufkraftparität gelten. Empirisch lässt sich dies jedoch nicht feststellen.

Kommt es im Zeitverlauf zu anhaltenden Differenzen in der Preisentwicklung zwischen dem Inland und dem Ausland, so sollte theoretisch davon auszugehen sein, dass sich der nominale Wechselkurs soweit anpasst, dass diese Unterschiede in der Preisentwicklung ausgeglichen werden. Denn der nominale Wechselkurs sollte zumindest in der Tendenz dafür sorgen, dass es eine Bewegung hin zur Kaufkraftparität gibt. Diese theoretische Vorhersage wird zumindest in der mittleren Frist durch die empirische Literatur gestützt, wobei die Schätzungen für die Geschwindigkeit des Ausgleichs variieren: Ältere Studien ergeben, dass es rund fünf Jahre dauert, bis die Hälfte der Abweichung zur Kaufkraftparität abgebaut wird, während jüngere Studien eine etwas schnellere Anpassung für kleinere Schocks herausarbeiten und die Halbwertszeit auf ein bis drei Jahre veranschlagen (Taylor und Taylor, 2004).

Betrachtet man den realen Wechselkurs zwischen zwei Ländern in einer **Währungsunion**, so ist der nominale Wechselkurs zwischen diesen auf eins fixiert, und das Preisniveau wird in der gleichen Währung gemessen. Veränderungen des realen Wechselkurses spiegeln daher relative Veränderungen des inländischen und des ausländischen Preisniveaus wider. Steigt das inländische Preisniveau schneller als das ausländische, käme es demnach zu einer realen Aufwertung der heimischen Währung, da weniger heimische Güter eingetauscht werden müssen, um ausländische Güter zu erhalten. Umgekehrt käme es zu einer realen Abwertung, wenn es zu einem stärkeren Anstieg des ausländischen Preisniveaus relativ zum inländischen Preisniveau kommt. Dies wäre gleichbedeutend damit, dass mehr vom inländischen Güterbündel aufgegeben werden müsste, um das ausländische Güterbündel zu erwerben. Der Tauschwert des inländischen Güterbündels nimmt demnach bei einer Aufwertung zu und bei einer Abwertung ab. Eine Diskussion um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit sollte insbesondere diesen Aspekt berücksichtigen. Ein Gewinn (Verlust) an preislicher Wettbewerbsfähigkeit weist für sich genommen nur auf ein „schlechteres“ („besseres“) Tauschverhältnis für heimische Güter hin, nicht jedoch auf eine unzureichende Fähigkeit, langfristig Wirtschaftswachstum zu erzeugen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche **Ursachen** Veränderungen des realen Wechselkurses haben und ob es sich bei diesen Ursachen tatsächlich um einen Verlust der

Wettbewerbsfähigkeit im Sinne einer verminderten Leistungsfähigkeit der heimischen Sektoren handelt. Wie jede beobachtete Preisänderung spiegeln Veränderungen des REER angebots- und nachfrageseitige Entwicklungen wider. Steigt die internationale Nachfrage beispielsweise nach deutschen Exportgütern permanent an, so wird sich deren Preis relativ erhöhen; es würde ein Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit beobachtet werden, obwohl gerade die Wettbewerbsfähigkeit der Exportgüter dazu geführt hat. Umgekehrt wäre der permanente Rückgang der internationalen Nachfrage nach deutschen Exportgütern eher mit einem Zugewinn an gemessener preislicher Wettbewerbsfähigkeit verbunden, obwohl die Wettbewerbsfähigkeit dieser Güter gerade abgenommen hat. Umgekehrt gilt dies für angebotsseitige Verschlechterungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, wie sie etwa durch permanente Kostenschocks ausgelöst werden können. So würde der stetige Reallohnanstieg jenseits des Produktivitätsanstiegs, wie dies in einigen Mitgliedstaaten des Euro-Raums seit 1999 zu beobachten war, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verschlechtern.

Hinzu kommt allerdings, dass nicht alle Güter des heimischen und ausländischen Güterbündels international handelbar sind. Für den realen Wechselkurs spielt neben dem internationalen Preisverhältnis der handelbaren Güter, den **Terms-of-Trade** zwischen dem Inland und dem Ausland, das interne Austauschverhältnis innerhalb der jeweiligen Länder ebenfalls eine Rolle.

Nur ein kleiner Teil der Güterpreise wird auf internationalen Märkten bestimmt. Nachfolgend wird angenommen, dass im Heimatland (Ausland) der Anteil  $\alpha_t$  ( $\alpha_t^*$ ) der im Preisindex enthaltenen Güter nicht-handelbar ( $p_t^{NT}$  ( $p_t^{NT*}$ )) ist. Der verbliebene Teil umfasst die handelbaren Güter ( $p_t^T$  ( $p_t^{T*}$ )):

$$q_t = p_t^{T*} - p_t^T + \alpha_t^*(p_t^{NT*} - p_t^{T*}) - \alpha_t(p_t^{NT} - p_t^T).$$

Veränderungen des realen Wechselkurses können demnach nicht nur Veränderungen der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit widerspiegeln, sondern ebenso durch relative Veränderungen der Preise von international handelbaren und nicht-handelbaren Gütern – dem internen Austauschverhältnis – bedingt sein.

Steigt bei unveränderten Terms-of-Trade der relative Preis der international nicht-handelbaren Güter im Inland, etwa weil im Zuge des demografischen Wandels vermehrt inländische Dienstleistungen oder aufgrund eines Nachfrageschocks vermehrt Immobilien nachgefragt werden, dann führt dies zu einer realen Abwertung der heimischen Währung, ohne dass von einer verschlechterten „preislichen“ Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Produkte gesprochen werden kann. Vielmehr ist der Tauschwert heimischer handelbarer Güter gegenüber dem Ausland gleich geblieben, lediglich der Preis der nicht-handelbaren Güter hat sich entsprechend erhöht. Es müssen nun mehr handelbare Güter aufgegeben werden, um nicht-handelbare Güter zu produzieren. Ein ähnlicher angebotsseitiger Effekt ergibt sich, wenn Produktivitätsfortschritte auf den handelbaren Sektor konzentriert sind und das relative Angebot erhöhen. Bei unveränderter relativer Nachfrage nach nicht-handelbaren Gütern löst dies entsprechende Preisanstiege bei nicht-handelbaren Gütern aus, die wiederum die preisliche Wettbewerbsfähigkeit mindern, gemessen über den REER (Balassa-Samuelson-Effekt).

Der reale (effektive) Wechselkurs ist ein wichtiger Indikator der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit, der aggregiert die makroökonomischen Entwicklungen widerspiegelt. Aufgrund der Komplexität der zugrundeliegenden Zusammenhänge lassen sich allerdings aus dem Indika-

tor allein keine Rückschlüsse über die Ursachen seines zeitlichen Verlaufs ableiten. Dafür bedarf es zusätzlicher Analysen.

**92.** Als Ausgangspunkt zur Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wird typischerweise die Entwicklung der **realen effektiven Wechselkurse** verwendet. Diese lassen sich für die Mitgliedstaaten der Währungsunion durch die harmonisierten Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren der EZB abbilden, wobei als Preisindizes entweder die Verbraucherpreise, die Lohnstückkosten oder die Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts verwendet werden. Anstiege der berechneten Indikatoren lassen sich jeweils als reale Aufwertungen interpretieren.

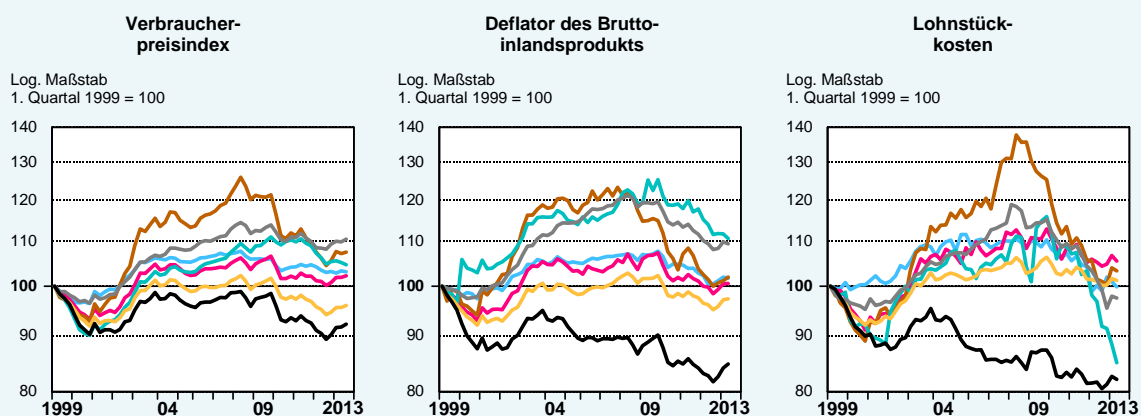
Unabhängig vom verwendeten Preiskonzept lassen sich seit Beginn der Währungsunion für die Programmländer sowie Spanien und Italien zwei Phasen in der Entwicklung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit identifizieren. In der ersten Phase werteten alle genannten Staaten über mehrere Jahre hinweg gegenüber ihren Handelspartnern real auf (Schaubild 19); dies geschah parallel zum Aufbau ihrer Leistungsbilanzdefizite. Diese Phase endete in etwa mit dem Beginn der Krise im Jahr 2008. Seither werteten die realen effektiven Wechselkurse dieser Staaten ab, wobei das Ausmaß der Abwertung zwischen den Staaten und in Abhängigkeit des Indikators mitunter deutlich variierte. Die Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse deutet in den vergangenen Jahren somit auf eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hin.

**93.** Im Vergleich der unterschiedlichen Preisindikatoren zeigt sich, dass die berechneten realen Abwertungen auf Basis der Verbraucherpreise und des gesamtwirtschaftlichen Deflators tendenziell geringer ausfallen als die auf Basis der Lohnstückkosten. Zum einen ist dies darauf zurückzuführen, dass die Güterpreise in der Vergangenheit durch Anhebungen der

Schaubild 19

### Reale effektive Wechselkurse ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums nach Berechnungsbasis<sup>1)</sup>

— Deutschland — Frankreich — Griechenland — Irland — Italien — Portugal — Spanien



1) Realer harmonisierter Wettbewerbsindikator (HCI), berechnet mit dem effektiven Wechselkurs gegenüber den Währungen von 21 Handelspartnern außerhalb des Euro-Raums und den 17 Mitgliedstaaten im Euro-Raum.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Quelle: EZB

Verbrauchssteuern nach oben verzerrt wurden. Zum anderen kommt hierin zum Ausdruck, dass die Anpassungen der Lohnstückkosten nur teilweise auf die Güterpreise durchgewirkt haben, da etwa steigende Finanzierungskosten sowie Anpassungen der Gewinnmargen den Senkungen der Lohnstückkosten entgegenwirkten. Eine Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf Basis der realen Lohnstückkosten überzeichnet demnach die tatsächlichen Anpassungen tendenziell, während eine Betrachtung auf Basis der Güterpreise die Anpassungen eher unterschätzt.

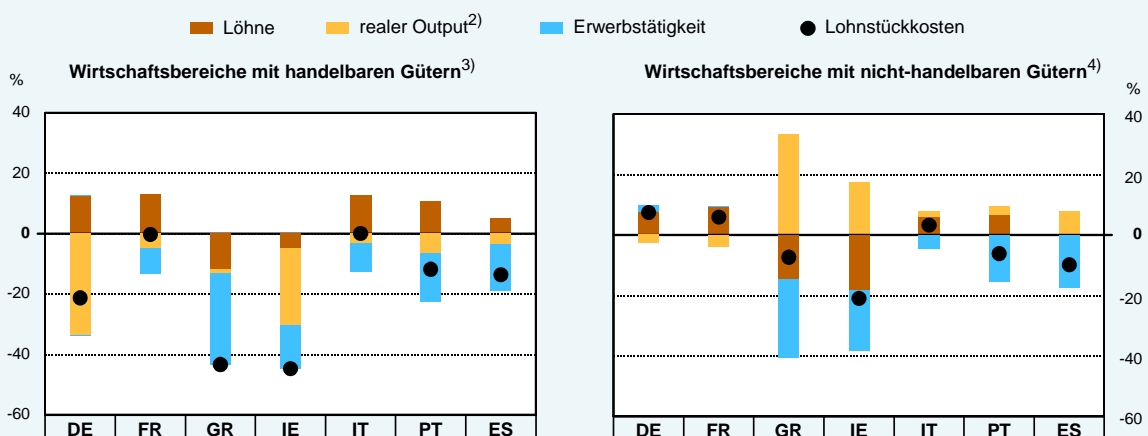
**94.** Die Anpassungsprozesse lassen sich mit einer Aufteilung der gesamten Lohnanpassungen zwischen dem **Exportsektor und dem Nicht-Exportsektor** verdeutlichen. Der Abbau der Leistungsbilanzdefizite sowie der Auslandsverschuldung erfordern eine stärkere Exportorientierung der jeweiligen Volkswirtschaften. Hierfür muss die relative Profitabilität im Exportsektor steigen, damit Anreize für eine Reallokation von Produktionsressourcen hin zum Exportsektor entstehen. Ein wesentlicher Bestandteil dieser Anpassung ist, dass die Produktionskosten im Exportsektor sinken. Dies ist erforderlich, um die internationale Konkurrenzfähigkeit herzustellen. Die Produktionskosten müssen sogar kräftiger als die Exportpreise sinken, um die Gewinnmargen soweit zu erhöhen, dass der Exportsektor innerhalb der Volkswirtschaft an Attraktivität gewinnt.

Seit dem Beginn der Anpassungsprozesse übertrafen in den Programmländern und Spanien die Senkungen der Lohnstückkosten im Exportsektor jeweils die Anpassungen im Nicht-Exportsektor (Schaubild 20). Dies deutet darauf hin, dass auf gesamtwirtschaftlicher Ebene und zwischen den Sektoren Anpassungsprozesse in Richtung einer stärkeren Exportorientierung begonnen haben. Gleichwohl zeigt sich, dass deren Ausmaß in Portugal und Spanien sichtbar geringer als etwa in Irland ist.

Schaubild 20

### Beiträge zu Lohnstückkostenveränderungen ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums

kumulierte Veränderungen bis zum 1. Quartal 2013<sup>1)</sup>



1) Für Deutschland (DE), Frankreich (FR) und Italien (IT) relativ zum 1. Quartal 2009. Für die anderen Länder relativ zu ihren jeweiligen Höchstständen: für Griechenland (GR) 4. Quartal 2009, für Irland (IE) 4. Quartal 2008, für Portugal (PT) 1. Quartal 2009 und für Spanien (ES) 2. Quartal 2009.– 2) Negative Darstellung bedeutet einen Anstieg der realen Bruttowertschöpfung.– 3) Verarbeitendes Gewerbe; Quelle: Eurostat, für Griechenland und Irland Quelle: IWF, für Griechenland: Industrie ohne Baugewerbe.– 4) Baugewerbe, Handel, Verkehr, Gastgewerbe, Finanz- und Versicherungsdienstleister, Grundstücks- und Wohnungswesen.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

**95.** Um die realwirtschaftlichen Effekte der Senkung von Arbeitskosten beurteilen zu können, muss bekannt sein, zu welchen Anteilen diese auf Lohnsenkung, Produktionsausweitung oder einen Beschäftigungsrückgang zurückgehen. Geht die Arbeitskostensenkung vorwiegend auf eine Produktionsausweitung zurück, deutet dies auf Produktivitätsfortschritte hin, die langfristig das Produktionspotenzial erhöhen. Demgegenüber verursacht eine durch Beschäftigungsabbau erzeugte Kostensenkung über eine steigende Arbeitslosigkeit und sinkende Binnennachfrage negative und möglicherweise persistente realwirtschaftliche Effekte. Theoretisch könnten Senkungen der Löhne wiederum das Risiko eines Lohnsenkungswettlaufs zwischen den Ländern bergen, an dessen Ende kein Land seine internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessert hat. Im Vergleich zum Beschäftigungsabbau bieten Lohnsenkungen allerdings den Vorteil, dass die Anpassungskosten gleichmäßiger verteilt werden.

**96.** In Portugal und Spanien zeigt sich, dass die erzielten Senkungen der Lohnstückkosten im Exportsektor wie im Nicht-Exportsektor zu großen Teilen auf einen Beschäftigungsabbau zurückzuführen sind. Demgegenüber haben Lohnsenkungen in Griechenland und Irland nennenswerte zusätzliche Beiträge zur Senkung der Lohnstückkosten geleistet. Die Anpassungen dürften in diesen Ländern daher zu geringeren Anteilen das Ergebnis von Entlassungsproduktivität sein. Ferner fällt bei der Betrachtung der Outputentwicklung auf, dass der Nicht-Exportsektor in allen Ländern relativ zum Exportsektor schrumpft und dass die Lohnstückkosten im Exportsektor insgesamt stärker gefallen sind als im Nicht-Exportsektor. Dies alles lässt auf eine schrittweise Rückführung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte schließen.

#### Kasten 4

##### **Die Bedeutung nominaler Wechselkurse und relativer Preise für die europäischen Exporte**

Um die Intensität der Reaktionen von Exporten auf Preis- und Wechselkursveränderungen einzuschätzen, kommt in ökonometrischen Schätzungen neben der Größe des ausländischen Markts vor allem der Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse eine entscheidende Rolle zu. Letztere wiederum bestehen aus zwei Teilkomponenten: zum einen dem nominalen Wechselkurs und zum anderen einem Indikator relativer Preise oder Löhne.

Deshalb untersuchen Breuer und Klose (2013), ob Änderungen der nominalen Wechselkurse und relativen Preise oder Lohnstückkosten eine unterschiedliche Auswirkung auf die Exporte von neun Ländern des Euro-Raums im Zeitraum der Jahre 1995 bis 2012 ausgeübt haben. Dies wird im Rahmen einer zeitreihenökonometrischen Analyse betrachtet, die allerdings keine Aufschlüsse über die Kausalzusammenhänge liefern kann. Hierfür wird eine Exportgleichung geschätzt, die folgende Form annimmt:

$$EX_{i,t} = \alpha + \beta_1 neer_{i,t} + \beta_2 (P_{i,t} - P_{World,t}) + \gamma y_{I-i,t} + \varepsilon_{i,t}.$$

In der Gleichung beschreibt  $EX$  die Exporte,  $neer$  den nominalen effektiven Wechselkurs,  $P$  den Preisindex oder die Lohnstückkosten und  $y$  die heimische Produktion,  $i$  bezeichnet den Länderindex und  $I$  die Gesamtheit der Länder.  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  und  $\gamma$  stellen die zu schätzenden Parameter dar, die aufgrund der Spezifikation der Variablen in Logarithmen als Elastizitäten interpretiert werden können. Ein Anstieg des nominalen effektiven Wechselkurses bedeutet eine Aufwertung der

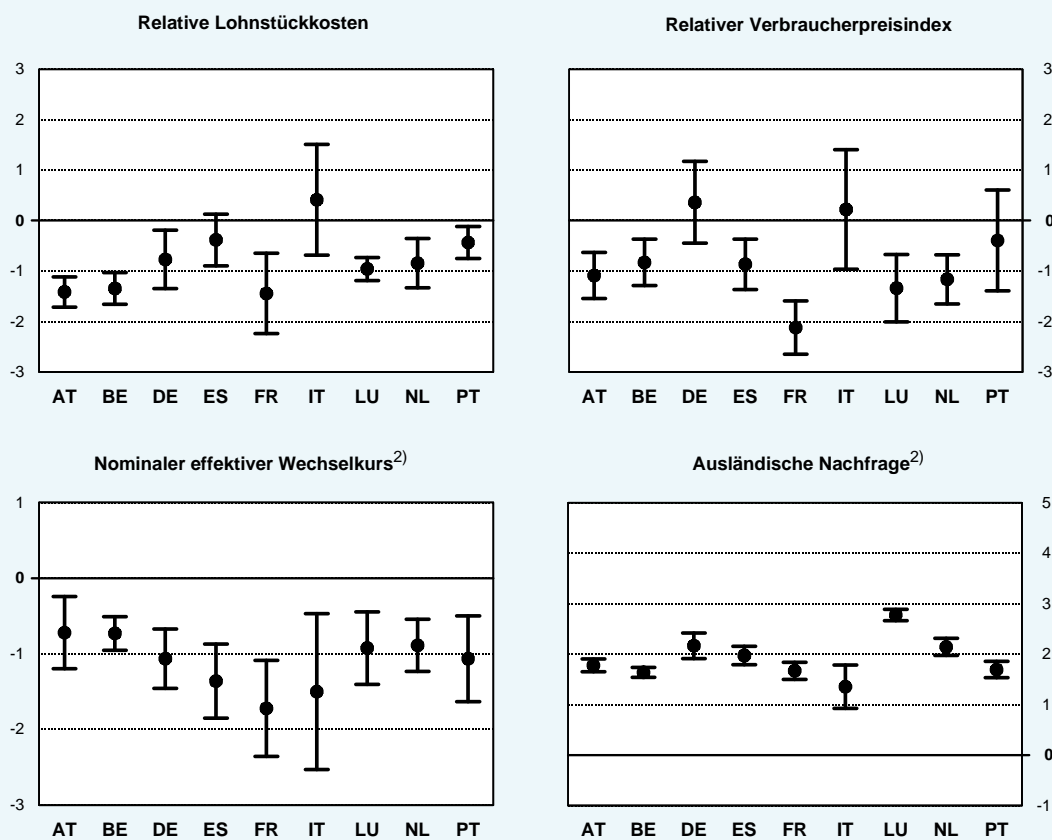
heimischen Währung, was die Exporte reduzieren sollte. Somit dürfte  $\beta_1$  ebenso wie  $\beta_2$  ein negatives Vorzeichen aufweisen, da ein relativer Anstieg des heimischen Preisniveaus oder der heimischen Löhne ebenfalls mit einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsposition des Inlands einhergehen.

Die gezeigte Gleichung wird für alle untersuchten Länder mit einem Fehlerkorrekturmodell geschätzt, um die gleichgewichtigen Langfristelastizitäten von kurzfristigen Abweichungen zu isolieren. Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Länder des Euro-Raums von exogenen Schocks gleichzeitig getroffen werden, sind die Gleichungen über einen Seemingly-Unrelated-Regression- (SUR-) Schätzer verbunden.

Die Ergebnisse zeigen, dass die relativen Lohnstückkosten und die relativen Verbraucherpreise für fast alle Länder die erwarteten negativen Elastizitäten aufweisen (Schaubild 21). Zudem ist die Länderrangfolge der Größe der Elastizitäten in den meisten Fällen unabhängig davon, welcher der beiden Indikatoren verwendet wird. Der absolute Betrag der Elastizität ist für Frankreich hoch, während für Italien kein Einfluss dieser Größen auf die Exporte feststellbar ist. Wenn andere Indikatoren, wie zum Beispiel relative Produzentenpreise, verwendet werden, ergeben sich auch für Frankreich keine signifikanten Effekte.

Schaubild 21

### Exportelastizitäten ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums<sup>1)</sup>



1) Eigene Berechnungen. Punktschätzer der Langfristkoeffizienten und zugehörige Signifikanzbänder auf 10 %-Niveau. AT-Österreich, BE-Belgien, DE-Deutschland, ES-Spanien, FR-Frankreich, IT-Italien, LU-Luxemburg, NL-Niederlande und PT-Portugal.– 2) Auf Basis der Schätzung mit relativen Lohnstückkosten.

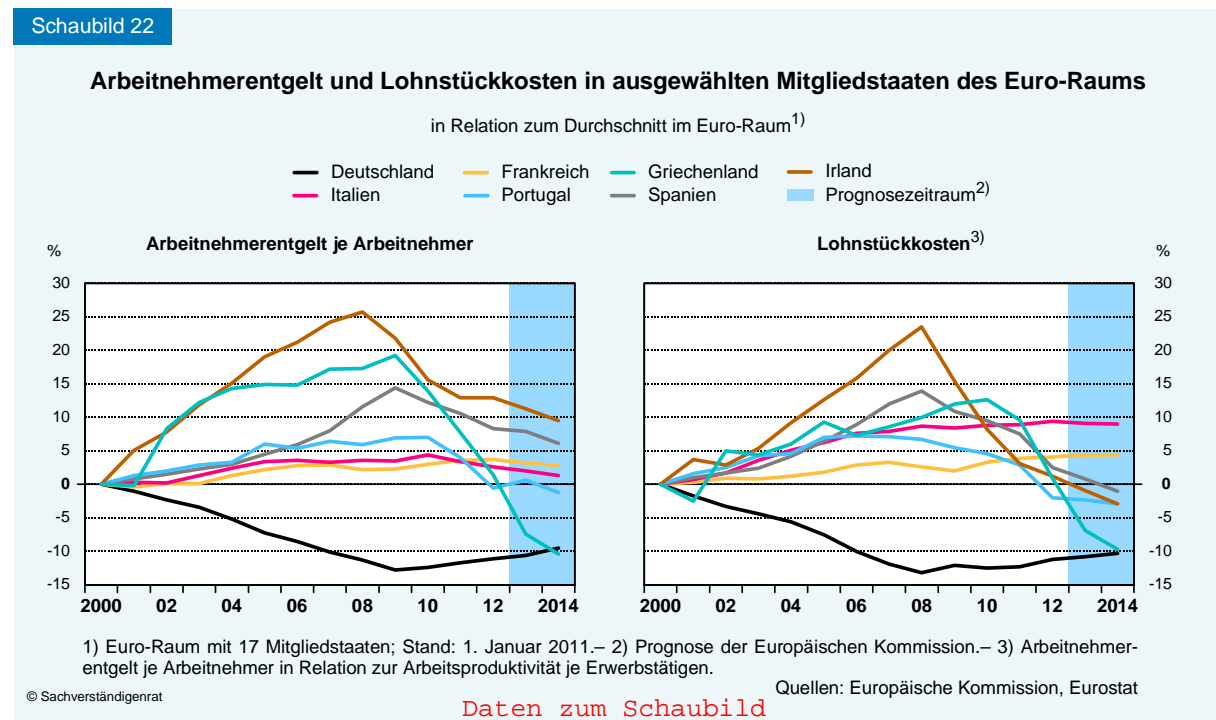
© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Die Länderrangfolge der Exportelastizitäten des nominalen Wechselkurses kann hingegen über die Spezifikationen hinweg robust geschätzt werden. So weisen Frankreich, Italien und Spanien, aber auch Deutschland stark negative Elastizitäten auf. Bezüglich der Exportelastizität der ausländischen Nachfrage zeigt sich, dass alle Länder ihre Exporte bei einem Anstieg der Weltnachfrage erhöhen, dieser Effekt in Deutschland und Spanien aber tendenziell ausgeprägter ist als in Frankreich und Italien.

97. Für die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit bedarf es nicht zwingend eines Rückgangs der Nominallöhne. Relative Senkungen der Löhne im Vergleich zu den Handelspartnern können ausreichen. In den betrachteten Mitgliedstaaten war der Lohnzuwachs seit Beginn der Krise deutlich geringer als in den anderen Mitgliedstaaten des Währungsraums (Schaubild 22). Die Lücke zum Durchschnitt des Euro-Raums schließt sich somit wieder, nachdem die **Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer** in den betrachteten Mitgliedstaaten bis zum Jahr 2008 erheblich stärker als im Durchschnitt des Euro-Raums gestiegen waren.

Schaubild 22



98. Die dargestellten Entwicklungen deuten insgesamt darauf hin, dass in den Programmländern bereits **deutliche Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit** erzielt werden konnten. Zudem gibt es Anzeichen für überproportionale Anpassungen im Exportsektor. Aus konjunktureller Sicht haben die dargestellten Entwicklungen folgende Implikationen: Zum einen dürfte die gestiegene preisliche Wettbewerbsfähigkeit schrittweise zur Umkehr der Leistungsbilanzen beitragen. In den Programmländern und in Spanien ist daher zukünftig mit positiven Wachstumsbeiträgen aus dem Außenhandel zu rechnen. Zum anderen dürfte das Tempo der realen Lohnsenkungen spürbar abnehmen, sodass sich die negativen Effekte auf die verfügbaren Einkommen und damit den privaten Konsum nach und nach abschwächen.



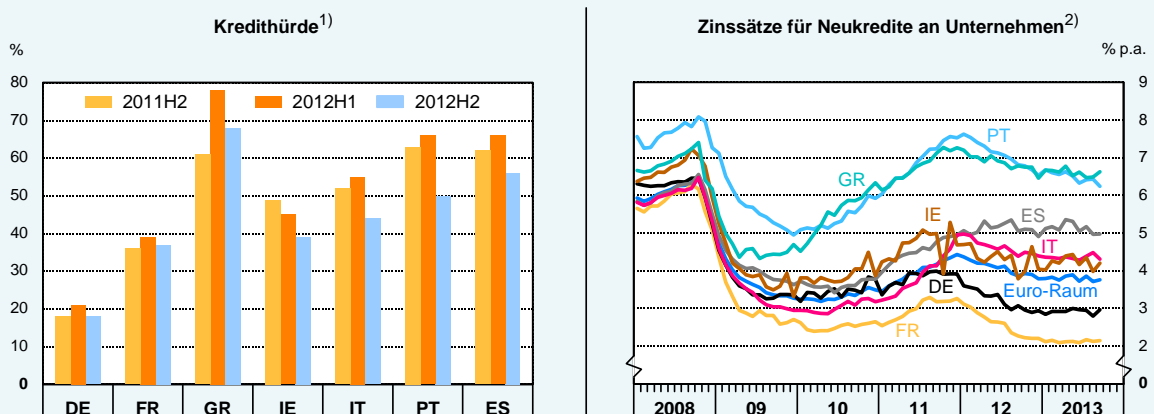
Gleichwohl ist im restlichen Jahresverlauf und im Jahr 2014 noch von einem Rückgang des Lohnniveaus in einigen Ländern auszugehen. Zudem befinden sich die Peripherieländer in einem sektoralen Anpassungsprozess hin zu einer stärkeren Exportorientierung. Diese Prozesse sind typischerweise mit zeitweise höheren Arbeitslosenquoten verbunden, da die Arbeitskräftewanderung zwischen Sektoren einige Zeit in Anspruch nimmt.

**99.** Neben den Konsolidierungsbemühungen und der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit hat die **europäische Bankenkrise** eine konjunkturelle Relevanz, da die Strukturprobleme im Bankensektor mit Effekten für die realwirtschaftliche Entwicklung verbunden sind. Grundsätzlich ist in diesem Zusammenhang zu fragen, in welchem Ausmaß die Investitionstätigkeit durch angebotsseitige Beschränkungen der Kreditvergabe gebremst wird. Zwar ist eine eindeutige Identifikation des Anteils dieser Restriktionen am Rückgang der Kreditvergabe schwierig, jedoch deutet die Gesamtheit der verfügbaren Indikatoren etwa in Spanien darauf hin, dass derzeit angebotsseitige Faktoren zur schwachen Kreditvergabe beitragen (Ziffer 369).

Während der vergangenen Jahre war eine Divergenz in den Finanzierungsbedingungen von Unternehmen in den Programmländern, Italien und Spanien einerseits und dem Rest des Euro-Raums andererseits zu beobachten. Die **Kreditzinsen** in der erstgenannten Ländergruppe liegen um bis zu drei Prozentpunkte über dem Durchschnitt des Euro-Raums (Schaubild 23). Ferner ist die Ablehnungsquote für Kredite gemäß dem Bank Lending Survey in diesen Mitgliedstaaten erhöht. Und Unternehmensumfragen liefern Anhaltspunkte dafür, dass vor allem in Griechenland, Portugal und Spanien ein wesentlich höherer Anteil von Unternehmen im Vergleich zum Beispiel zu Deutschland und Frankreich das Kreditvergabeverhalten ihrer Banken als restriktiv einschätzen.

Schaubild 23

### Kredithürde und Zinssätze für Neukredite an Unternehmen in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums



1) DE-Deutschland, FR-Frankreich, GR-Griechenland, IE-Irland, IT-Italien, PT-Portugal, ES-Spanien. Die Kredithürde gibt den prozentualen Anteil der Unternehmen an, der angibt, dass die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben, in den letzten 6 Monaten restriktiv war.– 2) Neukredite an nicht-finanzielle Unternehmen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr und einer Höhe von bis zu 1 Mio Euro.

Daten zum Schaubild

Quelle: EZB

© Sachverständigenrat

**100.** Für die konjunkturelle Entwicklung ist von Relevanz, ob sich die restriktiven Kreditbedingungen weiter verschärfen. Hierfür liegen derzeit keine Anzeichen vor, da zum einen die Risikoaufschläge der Kreditzinsen in den Programmländern, Italien und Spanien im Verlauf dieses Jahres nicht weiter angestiegen sind. Zudem haben sich die Kredithürden – der Anteil von Unternehmen, welche die **Kreditvergabe der Banken** als restriktiv einschätzen – in der Tendenz eher zurückgebildet. Schließlich liefert der Bank Lending Survey Informationen, dass die Banken in Italien und Spanien nicht planen, die Bedingungen ihrer Kreditvergabe an Firmen weiter zu verschärfen. Gleichwohl sind die Finanzierungskosten in den Programmländern, Italien und Spanien unverändert hoch.

**101.** Alles in allem sind die skizzierten Anpassungsfortschritte mit positiven Implikationen für die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum verbunden. Dennoch werden die Anpassungsprozesse weitere Zeit in Anspruch nehmen und im Prognosezeitraum dämpfende konjunkturelle Effekte aufweisen. So dürften die größten Effekten der Konsolidierung zwar überstanden sein, die Fiskalpolitik wird jedoch auf niedrigerem Niveau tendenziell restriktiv bleiben. Analog werden die Fortschritte zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit erst allmählich zu Verbesserungen der Leistungsbilanzen führen, während die negativen konjunkturellen Effekte der Lohnkürzungen und der hohen Arbeitslosenquoten weiterhin die Binnennachfrage belasten und erst langsam abklingen werden.

### 3. Erholung festigt sich im kommenden Jahr

**102.** Aufgrund der dargestellten Fortschritte in den Anpassungsprozessen erwartet der Sachverständigenrat im restlichen Jahresverlauf eine verhaltene Fortsetzung der Erholung im Euro-Raum, die sich schrittweise festigen dürfte (Tabelle 5, Seite 60). Der Euro-Raum dürfte den konjunkturellen Tiefpunkt durchschritten haben, ein **Rückfall in die Rezession erscheint unwahrscheinlich**. Stattdessen deuten die verfügbaren Indikatoren auf eine anhaltende Stimmungsverbesserung hin, die sich allmählich auf die inländische Nachfrage übertragen dürfte. Als Folge der gestiegenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Peripherieländern und der anziehenden Konjunktur in den übrigen Industrieländern dürften darüber hinaus verstärkt positive Impulse vom Außenhandel kommen. Die negativen Effekte der Haushaltskonsolidierung werden tendenziell abnehmen.

**103.** Trotz dieser positiven Aspekte werden die Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion zunächst geringer sein als im zweiten Quartal des Jahres 2013. Dies liegt daran, dass die Sondereffekte des zweiten Quartals wieder entfallen. Darüber hinaus wirken die weiterhin bestehenden Elemente der Euro-Krise einer dynamischeren Konjunkturerholung entgegen. Insbesondere wird die inländische Nachfrage zukünftig durch die Kombination der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit und den teilweise fallenden Löhnen gebremst. Die erwarteten Zuwächse des Bruttoinlandsprodukts im restlichen Jahr reichen nicht aus, um den Produktionsrückgang vom Jahresbeginn und den statistischen Unterhang aus dem Vorjahr auszugleichen. Der Sachverständigenrat erwartet für das laufende Jahr im Euro-Raum daher einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,4 %. Für das kommende Jahr 2014 geht der Sachverständigenrat von einer Festigung der Erholung und einer Zunahme des Bruttoinlandsproduktes um 1,1 % aus.

Tabelle 5

## Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote im Euro-Raum

Ländergruppe/Land	Gewicht in % <sup>1)</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise <sup>2)</sup>			Arbeitslosenquote <sup>3)</sup>		
		Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						%		
		2012	2013 <sup>4)</sup>	2014 <sup>4)</sup>	2012	2013 <sup>4)</sup>	2014 <sup>4)</sup>	2012	2013 <sup>4)</sup>	2014 <sup>4)</sup>
<b>Euro-Raum<sup>5)</sup></b> .....	<b>100</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>
darunter:										
Deutschland .....	27,7	0,7	0,4	1,6	2,1	1,6	2,0	5,5	5,3	5,2
Frankreich .....	21,2	0,0	0,3	1,1	2,2	1,1	1,4	10,2	10,9	11,1
Italien .....	16,8	- 2,5	- 1,8	0,5	3,3	1,3	1,2	10,7	12,1	12,3
Spanien .....	11,1	- 1,6	- 1,3	0,6	2,4	1,6	1,0	25,0	26,3	25,7
Niederlande .....	6,4	- 1,2	- 1,1	0,6	2,8	2,8	1,6	5,3	6,8	7,4
Belgien .....	3,9	- 0,1	0,1	1,1	2,6	1,2	1,5	7,6	8,6	8,8
Österreich .....	3,2	0,9	0,3	1,4	2,6	2,0	1,8	4,3	4,8	4,8
Griechenland .....	2,2	- 6,4	- 3,5	- 1,3	1,0	- 0,7	- 1,2	24,3	27,4	28,3
Finnland .....	2,0	- 0,8	- 1,0	1,3	3,2	2,2	1,8	7,7	8,0	7,9
Portugal .....	1,8	- 3,2	- 1,4	1,4	2,8	0,5	0,9	15,9	16,9	15,8
Irland .....	1,7	0,2	- 0,5	1,6	1,9	0,5	1,1	14,7	13,7	13,3
nachrichtlich:										
<b>Euro-Raum ohne Deutschland</b> .....	<b>72,3</b>	<b>- 1,2</b>	<b>- 0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>2,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>13,7</b>	<b>14,7</b>	<b>14,7</b>

1) Anteil des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2011 in US-Dollar an dem nominalen Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums.– 2) Harmonisierter Verbraucherpreisindex.– 3) Standardisiert. Für den gesamten Euro-Raum und den Euro-Raum ohne Deutschland gewichtet mit der Anzahl der Erwerbspersonen des Jahres 2011.– 4) Prognose des Sachverständigenrates.– 5) Gewichteter Durchschnitt der 17 Mitgliedstaaten des Euro-Raums.

Daten zur Tabelle

Quelle: Eurostat

#### 4. Konjunktur in ausgewählten Volkswirtschaften des Euro-Raums

##### Frankreich: Expansion der Konsumausgaben verhindert Rezession

**104.** Die konjunkturelle Lage Frankreichs hat sich im bisherigen Jahresverlauf verbessert. So konnte das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal 2013 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal zulegen, nachdem es in den beiden Vorquartalen noch geschrumpft war. Trotz der hohen Arbeitslosenquote von über 10 % zeigte sich der private Verbrauch in Frankreich vergleichsweise robust und trug zusammen mit dem öffentlichen Konsum zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei. Grund hierfür war eine Expansion der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte aufgrund einer rückläufigen Inflation sowie steigender Arbeitnehmerentgelte. Die Investitionstätigkeit wurde hingegen durch die Ankündigung von Steuererhöhungen sowie schwachen Gewinnaussichten belastet. Vom Außenhandel gingen keine nennenswerten Wachstumsimpulse aus.

**105.** Für den weiteren Jahresverlauf und das Jahr 2014 ist davon auszugehen, dass die Finanzpolitik weiterhin dämpfend auf die Konjunktur wirkt. Der Haushaltsentwurf der französischen Regierung sieht für die Jahre 2013 und 2014 Einsparmaßnahmen im Umfang von 30 Mrd Euro beziehungsweise 18 Mrd Euro vor. Trotz dieser Maßnahmen wird das öffentliche Finanzierungsdefizit aufgrund der schlechten konjunkturellen Entwicklung im Jahr 2013 deutlich über dem Defizitziel von 3 % liegen. Die Europäische Kommission hat dem Land daher zwei zusätzliche Jahre für die Zielerreichung gewährt. Die angestrebte jährliche Rückführung des strukturellen Defizits in den kommenden zwei Jahren – um jeweils 0,8 Prozent-

punkte – liegt unterhalb der für das Jahr 2013 erwarteten Verbesserung um 1,2 Prozentpunkte. Der dämpfende Effekt auf den privaten Verbrauch sowie die Investitionen dürfte daher im Jahr 2014 etwas geringer als in diesem Jahr ausfallen.

**106.** Der Sachverständigenrat erwartet aufgrund der schwachen konjunkturellen Entwicklung zu Jahresbeginn für das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr nur einen Zuwachs von 0,3 %. Aufgrund der geringeren zusätzlichen Konsolidierung und der anziehenden Weltnachfrage dürfte sich die begonnene konjunkturelle Erholung jedoch mit moderatem Tempo fortsetzen. So ist davon auszugehen, dass für das Jahr 2014 der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei 1,1 % liegen wird.

### **Italien: Politische Unsicherheit belastet konjunkturelle Erholung**

**107.** In Italien zeichnet sich ein Ende der Rezession ab. Nach einem Jahr mit ausschließlich negativen Quartalszuwachsdaten ging das Bruttoinlandsprodukt in der ersten Jahreshälfte 2013 zwar erneut zurück, jedoch fielen die Produktionseinbußen im Vergleich zu den Vorquartalen deutlich geringer aus. Positive Wachstumsbeiträge kamen hierbei von den Ausrüstungsinvestitionen sowie dem Außenhandel. Der private Konsum war hingegen weiterhin rückläufig, was vor allem auf die weiterhin schlechte Verfassung des Arbeitsmarkts zurückzuführen ist; im August lag die Arbeitslosenquote saisonbereinigt bei 12,2 %.

**108.** Die politische Unsicherheit rund um die Parlamentswahlen im Februar 2013 sowie die Regierungskrise im Oktober 2013 dürfte die ohnehin schwache konjunkturelle Entwicklung zusätzlich belastet haben. Dies zeigt sich etwa darin, dass die Stimmungsindikatoren für die italienischen Unternehmen und die Konsumenten zu Beginn des Jahres 2013 überwiegend rückläufig waren. Ferner verharrt die politische Unsicherheit, gemessen durch den Politischen Unsicherheitsindikator (Bloom et al., 2012), für Italien seit Jahresbeginn auf einem hohem Niveau.

**109.** Für den weiteren Verlauf des Jahres 2013 wird damit gerechnet, dass die Unsicherheit zurückgeht und in Italien langsam eine konjunkturelle Erholung einsetzt. Nachdem die italienische Wirtschaft im vergangenen Jahr um 2,5 % geschrumpft war, erwartet der Sachverständigenrat im Jahr 2013 mit 1,8 % einen etwas geringeren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Für das Jahr 2014 wird ein leichter Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,5 % prognostiziert.

### **Spanien: Anziehender Außenhandel kompensiert schwache Binnennachfrage**

**110.** Die spanische Wirtschaft konnte sich im dritten Quartal dieses Jahres voraussichtlich erstmals seit dem Jahr 2011 aus der Rezession lösen. Getragen wird dieser Anstieg von der günstigen Entwicklung des Außenhandels. Die Exporte konnten, im Gegensatz zur weiterhin schwachen Binnennachfrage, deutlich zulegen. Zudem kam im Frühjahr der Anstieg der Arbeitslosigkeit zum Erliegen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist seit April 2013 sogar leicht rückläufig. Mit einem Wert von über 26 % liegt sie jedoch weiterhin auf einem hohen Niveau und belastet den privaten Konsum.

**111.** Jüngste Daten zur Industrieproduktion sowie zur Stimmung von Konsumenten und Produzenten zeigen, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter leicht zulegen dürfte. Gleichwohl wird nicht mit einer kräftigen Erholung zu rechnen sein, da die Konjunktur weiterhin durch die fortwährende Konsolidierung der privaten und öffentlichen Haushalte sowie durch angebotsseitige Einschränkungen in der Kreditvergabe belastet sein wird. Für das Jahr 2013 zeichnet sich ab, dass das Bruttoinlandsprodukt um 1,3 % zurückgehen wird. Für das kommende Jahr erwartet der Sachverständigenrat aber einen Anstieg in Höhe von 0,6 %.

### Literatur zum Kapitel

- Aastveit, K.A., G.J. Natvik und S. Sola (2013), *Economic uncertainty and the effectiveness of monetary policy*, Norges Bank Research Working Paper 2013/17, Oslo.
- Asmussen, J. (2013), Im Interview: Jörg Asmussen – Frankreich wird mehr tun müssen, *Börsen-Zeitung* 175, Frankfurt am Main.
- Bloom, N., M. Floetotto, N. Jaimovich, I. Saporta-Eksten und S.J. Terry (2012), *Really uncertain business cycles*, NBER Working Paper 18245, Cambridge.
- Born, B. und J. Pfeifer (2013), *Policy risk and the business cycle*, CESifo Working Paper 4336, München.
- Breuer, S. und J. Klose (2013), *Who gains from nominal devaluation? An empirical assessment of euro-area exports and imports*, Working Paper 04/2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- CBO (2013), *The budget and economic outlook: Fiscal years 2013 to 2023*, Congressional Budget Office, Washington, DC.
- Christiano, L.J., M. Eichenbaum und C.L. Evans (2005), Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy, *Journal of Political Economy* 113, 1-45.
- Coenen, G., P. McAdam und R. Straub (2008), Tax reform and labour-market performance in the Euro Area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 32, 2543-2583.
- Cogan, J.F., J.B. Taylor, V. Wieland und M.H. Wolters (2013), Fiscal consolidation strategy, *Journal of Economic Dynamics and Control* 37, 404-421.
- Deutsche Bundesbank (2013), Makroökonomische Ansätze zur Einschätzung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, *Monatsbericht* Oktober 2013, 31-46
- Fernández-Villaverde, J., P.A. Guerrón-Quintana, K. Kuester und J. Rubio-Ramírez (2011), *Fiscal volatility shocks and economic activity*, NBER Working Paper 17317, Cambridge.
- Gali, J. (2008), *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework*, Princeton University Press, Princeton.
- IWF (2013a), *People's Republic of China: 2013 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 13/211, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2013b), *India: 2013 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 13/37, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2012), *Russian Federation: 2012 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 12/217, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

- Japanische Regierung (2013), *Emergency economic measures for the revitalization of the Japanese economy*, Tokio.
- Lagarde, C. (2013), *The global calculus of unconventional monetary policies*, Konferenzpapier, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 22.-24. August 2013.
- di Mauro, F. und K. Forster (2011), Competitiveness as a multi-dimensional concept, in: Europäische Zentralbank (Hrsg.), *Recovery and Beyond*, Frankfurt am Main, 12-19.
- OECD (2013), *OECD economic outlook – May 2013*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Smets, F. und R. Wouters (2007), Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach, *American Economic Review* 97, 586-606.
- Taylor, A. M. und M. P. Taylor (2004), The purchasing power parity debate, *Journal of Economic Perspectives* 18, 135-158.
- Vavra, J. (2013), Inflation dynamics and time-varying volatility: New evidence and an Ss interpretation, *Quarterly Journal of Economics*, im Erscheinen.