

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Weltwirtschaft im Sommer weiter ohne Schwung*

Die globale Konjunkturschwäche, die 2011 eingesetzt hatte und im ersten Jahresviertel 2012 nur durch eine kurzfristige Belebung unterbrochen worden war, hielt im dritten Quartal an. Regional betrachtet ist sie nach wie vor breit angelegt. In ihrem Zentrum steht zwar weiterhin die Krise im Euro-Raum. Gleichwohl war auch in den großen Schwellenländern, darunter China, die gesamtwirtschaftliche Expansion in den Sommermonaten unverändert verhalten. Die gemessen an früheren Raten geringe Dynamik in dieser Ländergruppe kann aber nur zum Teil auf spezifische Ursachen im Euro-Raum zurückgeführt werden, sondern hängt zu einem beträchtlichen Ausmaß mit internen Faktoren zusammen (vgl. die Erläuterungen auf S. 12 ff.). Die japanische Wirtschaft, die nach einem kraftvollen Jahresauftakt im Frühjahr erheblich an Schwung verloren hatte, ist im dritten Quartal sogar stark geschrumpft. In diesem recht ungünstigen Umfeld erwiesen sich die USA bei anhaltend moderatem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) einmal mehr als Stütze der Weltkonjunktur. Die britische Wirtschaft hat die Rezession beenden können, wengleich ihr jüngster Wachstumsschub zu einem großen Teil Sondereffekten geschuldet sein dürfte. Das reale BIP in den USA, Japan, Großbritannien und im Euro-Raum insgesamt ist nach den Berechnungen auf Basis der ersten vorläufigen Angaben im Sommerquartal saisonbereinigt erneut nur leicht gegenüber dem Stand der Vorperiode gestiegen und lag lediglich um  $\frac{3}{4}\%$  höher als ein Jahr zuvor.

Mit einem anhaltend gedämpften Tempo dürfte auch das weltweite BIP im Sommer zugenommen haben. Ein Indiz dafür ist, dass die globale Industrieproduktion im Juli/August saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}\%$  gegenüber dem Frühjahrsquartal zulegte. Gleichzeitig nahm das reale Welthandelsvolumen jedoch um  $\frac{1}{2}\%$  ab.

Alles in allem scheint das globale Wachstum schon seit einigen Quartalen nicht mehr mit dem Anstieg des Produktionspotenzials Schritt zu halten, sodass die Auslastung bereits merklich gesunken sein dürfte.

Für das Winterhalbjahr 2012/2013 ist in der Weltwirtschaft nur mit einer leichten konjunkturellen Besserung zu rechnen. Diese dürfte wesentlich von der inzwischen auch in den Schwellenländern deutlich gelockerten Geldpolitik gestützt werden. Für eine graduelle globale zyklische Aufhellung spricht, dass der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe im September und Oktober wieder spürbar gestiegen ist und sich der Expansionsschwelle merklich angenähert hat. Des Weiteren zeichnen sich zumindest keine zusätzlichen Belastungen von den Ölmärkten ab. Voraussetzung für eine zyklische Aufwärtsbewegung der Weltwirtschaft ist jedoch, dass in den USA nun rasch Klarheit über den künftigen Konsolidierungskurs geschaffen wird.

Angesichts der hartnäckigen Schwäche der Weltkonjunktur und der noch nicht eindeutigen Erholungsanzeichen hat der Internationale Währungsfonds (IWF) seine globale Wachstumsprognose für die Jahre 2012 und 2013 im Oktober erneut abgesenkt, und zwar gegenüber der letzten Vorhersage von Anfang Juli um jeweils  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt auf  $3\frac{1}{4}\%$  und  $3\frac{1}{2}\%$ ; die erste Setzung für 2012 im Frühjahr letzten Jahres belief sich noch auf  $+4\frac{1}{2}\%$ . Der neuen Prognose des IWF-Stabes zufolge wird das reale BIP der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2013 mit  $1\frac{1}{2}\%$  nur wenig stärker zunehmen als in diesem Jahr ( $+1\frac{1}{4}\%$ ). Dahinter steht die Erwartung, dass die USA weiterhin um gut 2% expandieren, während der Euro-Raum nach einem Rückgang um fast  $\frac{1}{2}\%$  lediglich um  $\frac{1}{4}\%$  wachsen und sich die Steigerungsrate in Japan auf  $1\frac{1}{4}\%$  beinahe halbieren wird. Die Dynamik in den Schwellenländern wird demnach 2013 mit  $5\frac{1}{2}\%$  ebenfalls nicht

*Im Winterhalbjahr 2012/2013 wohl nur leichte Besserung*

*Herbstprognose des IWF weiter nach unten angepasst*

## Zum Einfluss der Nachfrageschwäche im Euro-Raum auf die globale Konjunktur

Die makroökonomischen Probleme im Euro-Raum gelten weithin als maßgebliche Ursache für die aktuelle Flaute in der Weltwirtschaft im Allgemeinen und für die konjunkturelle Abkühlung in den Schwellenländern im Speziellen. Insbesondere über den direkten Außenhandelskanal würde eine schwache Nachfrage aus der EWU die Produktion anderenorts dämpfen. Tatsächlich ist ein Bestandteil beziehungsweise Ausdruck der notwendigen Anpassungsprozesse in den europäischen Peripherieländern die Rückführung ihrer Binnennachfrage, deren Niveau in der Vergangenheit aufgrund nicht tragfähiger Fehlentwicklungen überhöht gewesen ist.<sup>1)</sup> Im Zuge der Kontraktion der Inlandsnachfrage reduzieren sich auch die Importe. Da diese Einkommensabflüsse darstellen, wird so zwar die Minderung des heimischen BIP abgefedert. Zugleich aber wird der negative Wachstumsimpuls auf die ausländischen Handelspartner über die Einschränkung ihrer Exporte übertragen. Ein wichtiger Teil dieser Anpassungen findet im Handel innerhalb der EWU statt, ohne unmittelbar Drittstaaten zu berühren, wobei gerade die deutsche Exportwirtschaft bereits spürbar in Mitleidenschaft gezogen worden ist.<sup>2)</sup> Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, inwieweit die schwache Exportnachfrage des Euro-Raums tatsächlich für die Weltwirtschaft und die Konjunktur in den Schwellenländern quantitativ von Bedeutung ist.

Ausgangspunkt der Analyse ist die Direction of Trade Statistics (DOTS) des IWF. Sie erlaubt es, die nominalen Handelsströme von Waren auf US-Dollar-Basis zwischen einzelnen Ländern und Regionen zu verfolgen. Aufgrund der wertmäßigen Betrachtungs-

weise sind zwar Schwankungen in den Angaben mit Vorsicht zu interpretieren, da sie auch Preis- und Wechselkursverschiebungen reflektieren können. In Relation zum nominalen BIP in US-Dollar gesetzt, das der aktuellen IWF-Datenbank zum World Economic Outlook (WEO) entnommen werden kann, werden aber die relevanten Größenverhältnisse deutlich. So hat der Euro-Raum den DOTS-Einträgen zufolge im vergangenen Jahr Waren im Wert von 2 340 Mrd US-\$ aus Drittländern bezogen, berechnet aus den Exporten dieser Staaten. Das entspricht rund 18% des BIP der EWU. Im Zeitraum von Januar bis Juni 2012 – aktuellere DOTS-Angaben lagen bei Abschluss dieses Berichts nicht vor – ist der Wert der Einfuhr um 4% gegenüber der Vorjahrsperiode gesunken. Rein rechnerisch dürfte dieser Rückgang das nominale BIP-Wachstum im Euro-Raum auf das Gesamtjahr umgelegt immerhin um  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte stützen. Mit ins Bild zu nehmen ist, dass als konjunktureller Impuls weniger der Wachstumsbeitrag der nominalen Einfuhren an sich ausschlaggebend ist, sondern vielmehr dessen Änderung im Zeitablauf. Da ihr Wachstumsbeitrag von stark negativ auf leicht positiv gedreht hat, dürften die nominalen Wareneinfuhren die Abschwächung der Konjunktur im Euro-Raum spürbar abfedern.

Spiegelbildlich bedeuten die niedrigeren Einkommensabflüsse aus der EWU geringere Einkommenszuflüsse in den Rest der

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17 ff.

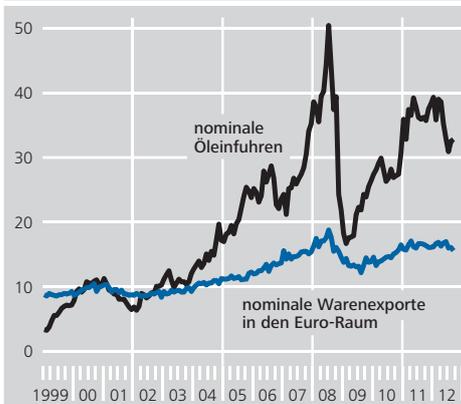
<sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum ausgedehnten Auf und Ab des Leistungsbilanzüberschusses Deutschlands gegenüber den EWU-Partnerländern zwischen 1999 und 2011, Monatsbericht, März 2012, S. 18 ff.

Welt. Allerdings verschieben sich die Größenrelationen, weil die Wirtschaftsleistung der Drittstaaten jene im Euro-Raum um ein Vielfaches übersteigt. So machten die nominalen Warenexporte in die EWU 2011 gerade mal 4% des BIP der übrigen Welt aus, und entsprechend konnte ihre verhaltene Abnahme in diesem Jahr die wertmäßige Aktivitätssteigerung in den Lieferländern kaum dämpfen. Zu beachten ist jedoch, dass die Warenausfuhr in den Euro-Raum für einzelne Länder und Regionen von recht unterschiedlicher Bedeutung ist. Ihr BIP-Anteil ist im Fall der Schwellen- und Entwicklungsländer mit 5% merklich höher als bei den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb der EWU (3½%). Allerdings wird die Kennzahl für die Industrieländer durch die USA gedrückt, deren Warenexporte in den Euro-Raum sich auf nicht mehr als 1¼% des BIP belaufen.<sup>3)</sup> Da zudem die amerikanischen Lieferungen auch 2012 noch vergleichsweise stabil gewesen sind, ist ihr Beitrag zum nominalen Einkommenswachstum der US-Wirtschaft praktisch null. Vor diesem Hintergrund ist die oft vorgebrachte Behauptung, die europäische Nachfrageschwäche würde die US-Konjunktur spürbar belasten, zumindest über den direkten Außenhandelskanal nicht nachvollziehbar. Dagegen sind nationalen Angaben zufolge die Öleinfuhren dem Wert nach für die amerikanische Wirtschaft doppelt so bedeutsam wie die Warenausfuhren in den Euro-Raum. Weil darüber hinaus der Importwert den starken Schwankungen des Rohölpreises unterliegt, dürfte er eher eine treibende Kraft hinter einem plötzlichen konjunkturellen Tempowechsel sein als die vergleichsweise stetige Exportentwicklung.<sup>4)</sup>

Die Warenexporte der Schwellen- und Entwicklungsländer in die EWU fallen mit einem Anteil von 5% des nominalen BIP zwar nicht stark ins Gewicht. Da sie aber in den Vorjahren positive Wachstumsbeiträge

### Belastungsfaktoren für die US-Wirtschaft

Mrd US-\$, saisonbereinigt, monatlich



Quelle: Global Insight.  
 Deutsche Bundesbank

von rund 1 Prozentpunkt generiert haben, wäre mit dem Wegfall dieses Impulses für sich betrachtet durchaus eine merkliche konjunkturelle Tempoverringerung verbunden. Im Vergleich zu der vom IWF geschätzten Verlangsamung des nominalen BIP-Wachstums in den Schwellen- und Entwicklungsländern um über 10 Prozentpunkte in diesem Jahr fällt der Effekt jedoch klein aus, sodass er für sich betrachtet keine hinreichende Erklärung liefert.<sup>5)</sup> Freilich ist auch hier die Heterogenität innerhalb des Länderkreises in Rechnung zu stellen. Vor allem auf die Staaten Mittel- und Osteuropas, deren Warenexporte in die EWU im vergangenen Jahr einen Wert von 15% des BIP erreichten, dürfte die Nachfrageschwäche im

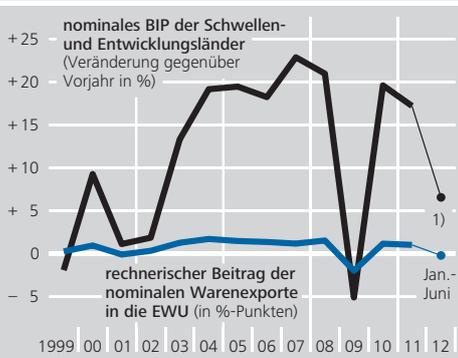
<sup>3</sup> Ohne die USA gerechnet schlugen die nominalen Warenexporte in die EWU bei den übrigen Fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2011 mit 5¼% des BIP zu Buche.

<sup>4</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Rohölpreis und seine Bedeutung für die Konjunktur in den Industrieländern, Monatsbericht, Juni 2012, S. 29 ff.

<sup>5</sup> Das nominale BIP-Wachstum der Schwellen- und Entwicklungsländer auf US-Dollar-Basis wird zu einem guten Teil durch Preis- und Wechselkursänderungen bestimmt. Hier ist lediglich relevant, welchen rechnerischen Beitrag in nominaler Betrachtung die Warenexporte in die EWU im Unterschied zu den übrigen Ausfuhren, den Importen und der inländischen Verwendung leisten können. Aufgrund des geringen Gewichts der wertmäßigen Warenexporte in den Euro-Raum muss ihr Beitrag vergleichsweise begrenzt sein.

### Bedeutung der Warenexporte in die EWU für Schwellen- und Entwicklungsländer

Jahresdurchschnitte, auf US-Dollar-Basis



Quelle: IWF und eigene Berechnungen. 1 IWF-Projektion (WEO Oktober 2012).  
 Deutsche Bundesbank

Euro-Raum durchgeschlagen haben. Andererseits spielt die außenwirtschaftliche Verflechtung mit dem Euro-Raum für die großen Schwellenländer Brasilien, Indien und China eine untergeordnete Rolle: Der BIP-Anteil der Warenausfuhr in die EWU blieb 2011 in den beiden erstgenannten Staaten mit 1¾% beziehungsweise 2¼% gegenüber dem Schnitt der Schwellen- und Entwicklungsländer insgesamt weit zurück und belief sich selbst für die vergleichsweise offene chinesische Volkswirtschaft lediglich auf 3¾%. Dabei ist die aktuelle Wachstumsschwäche gerade in Brasilien und Indien besonders markant: Folgt man den jüngsten Projektionen des IWF, dürfte die Expansionsrate des realen BIP in diesem Jahr dort um 6 beziehungsweise 5¼ Prozentpunkte niedriger ausfallen als in dem sehr dynamischen Aufschwungjahr 2010, und auch die mittlere Jahresrate im Zeitraum von 2004 bis 2007 wird noch um 3¼ beziehungsweise 4¼ Prozentpunkte unterschritten. Im Falle Chinas ist die Verlangsamung gegenüber 2010 etwas moderater (2½ Prozentpunkte), aber verglichen mit der Trendrate der vorherigen Expansionsphase ähnlich auffällig (4¼ Prozentpunkte). Angesichts der Größenrelationen dürften derart prägnante Abkühlungen weniger

den begrenzten dämpfenden Impulsen aus dem Handel mit der EWU zuzuschreiben sein, sondern vielmehr spezifischen, heimischen Faktoren.

Zudem ist in der bisherigen Argumentation unterstellt worden, dass die Ursache der Abschwächung der Exporte in die EWU allein in Europa zu finden ist. Zumindest zum Teil dürfte aber die Entwicklung auch einer globalen Flaute geschuldet sein. Denn die DOTS-Daten zeigen ebenfalls eine beträchtliche Verlangsamung der nominalen Warenexporte der Schwellenländer in andere Fortgeschrittene Volkswirtschaften sowie der Exporte innerhalb ihrer Ländergruppe an. Generell verlaufen die Wachstumsraten der nominalen Warenausfuhr in verschiedene Regionen weitgehend synchron. Den gleichen Befund erhält man, wenn man in realer Betrachtung auf die gesamten Warenexporte nach der Ursprungsregion abstellt, wie sie in der Statistik des niederländischen Centraal Planbureau (CPB) abgebildet ist.<sup>6</sup> So ist nicht nur die Expansion der gesamten Warenausfuhr der Schwellen- und Entwicklungsländer dem Volumen nach zuletzt nahezu zum Erliegen gekommen, sondern auch die der Industrieländer im Allgemeinen und des Euro-Raums im Speziellen.

Tatsächlich scheint die Grundtendenz im Welthandel nicht so sehr vom Wohl und Wehe einzelner Regionen abzuhängen. Vielmehr folgt sie – sogar mit noch etwas stärkeren zyklischen Ausschlägen – dem konjunkturellen Auf und Ab der globalen Industrie, in der die handelbaren Waren erzeugt werden. Entsprechend spiegelt die aktuelle Verlangsamung der Expansion im internationalen Warenaustausch die Abküh-

<sup>6</sup> Zu beachten ist, dass die Definition der Länderkreise gemäß CPB nicht vollständig deckungsgleich mit der des IWF ist.

lung im globalen Verarbeitenden Gewerbe wider, das gewöhnlich deutlicher ausgeprägte und häufigere Zyklen aufweist als die Gesamtwirtschaft. Aufgrund der internationalen Verflechtung über den Außenhandel überrascht es nicht, dass auch die Industriekonjunktur in Schwellenländern und Fortgeschrittenen Volkswirtschaften weitgehend synchron verläuft. Bemerkenswert ist jedoch, dass die aktuelle Abkühlung in den aufholenden Volkswirtschaften stärker ausgefallen ist. Zwar stockte das Produktionswachstum in den Industrieländern zuletzt gänzlich, während es in den Schwellenländern im August noch eine Rate von 5¼% gegenüber dem Vorjahrsmonat aufwies. Doch der Abstand zu den durchschnittlichen Raten in der vorangegangenen Expansionsphase – jährlich 2¼% beziehungsweise 9¾% im Zeitraum von 2003 bis 2007 – ist im Fall der Schwellenländer mittlerweile erheblich größer. Zu fragen bleibt eher, inwieweit diese Verlangsamung auch eine Abschwächung des Trendwachstums dort reflektieren könnte.

Alles in allem dürfte zwar die Einschränkung der Warenimporte einen spürbaren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung im Euro-Raum geleistet haben. Für den Rest der Welt spielt der Handel mit der EWU jedoch nur eine untergeordnete Rolle, sodass die globale Konjunktur hiervon nicht maßgeblich gebremst worden ist. Die Wachstumsverlangsamung in den internationalen Warenströmen steht in einem engen Zusammenhang zu einer ausgeprägten Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes auf globaler Ebene und nicht so sehr in Verbindung mit den spezifischen Problemen im Euro-Raum. Freilich könnten diese nicht nur über den direkten Außenhandelskanal auf Drittländer ausgestrahlt haben, sondern auch auf anderen Wegen. Dabei wären allerdings ebenfalls positive Rückwirkungen mit ins Bild zu nehmen, etwa aufgrund von

### Welthandelsvolumen und globale Industrieproduktion

monatlich, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

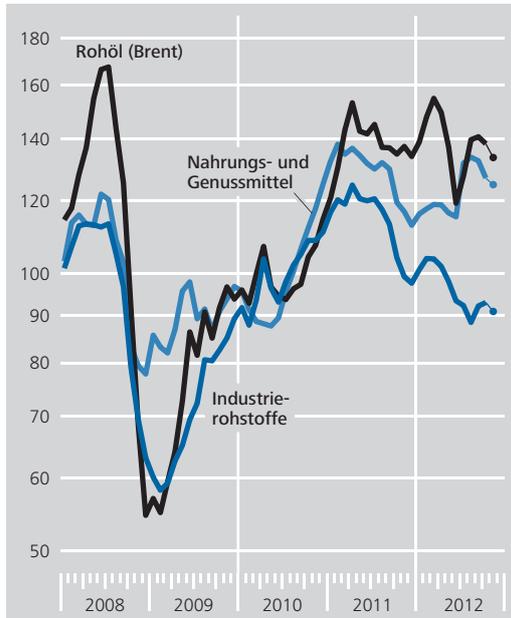


Quelle: Centraal Planbureau (CPB).  
 Deutsche Bundesbank

Kapitalzuflüssen in „sichere Häfen“ außerhalb der EWU. Mit Blick auf die zuletzt oftmals hervorgehobene konjunkturelle Bedeutung von Unsicherheit ist schließlich zu betonen, dass sich diese keinesfalls allein aus europäischen Quellen speist. Der Streit um den fiskalischen Kurs in den USA und Japan sowie die geopolitischen Konflikte im Nahen und Fernen Osten stellen zurzeit ebenso erhebliche Unwägbarkeiten für die Weltwirtschaft dar.

### Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel

US-Dollar-Basis, 2010 = 100, Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Thomson Reuters und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 9. November bzw. 1. bis 14. November 2012 (Rohöl).

Deutsche Bundesbank

viel kräftiger sein als im laufenden Jahr. Nach unten revidiert wurde auch die Vorhersage des Welthandelswachstums, und zwar um jeweils mehr als einen halben Prozentpunkt auf 3¼% in diesem und 4½% im nächsten Jahr. Die Preisprognose für die Industrieländer wurde mit 2% und 1½% praktisch bestätigt.

#### *Divergierende Rohstoffpreise*

Die internationalen Rohstoffmärkte haben in den Sommermonaten verschiedene Wege eingeschlagen. Vor dem Hintergrund der globalen Konjunkturschwäche verbilligten sich Industrierohstoffe im Quartalschnitt deutlich gegenüber dem Frühjahr. Dagegen zogen die Preise für Nahrungs- und Genussmittel kräftig an, weil sich die Ernteaussichten nicht zuletzt aufgrund einer schweren Dürre in den USA erheblich verschlechterten. Die Kassanotierung für ein Fass Rohöl der Sorte Brent war hingegen im Mittel nahezu unverändert gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatsabschnitt. Allerdings verdeckt die Vierteljahresbetrachtung, dass sich die Entspannung am Ölmarkt, die sich

im Verlauf der Frühjahrsmonate abgezeichnet hatte, zum Sommerauftakt wieder rasch umkehrte. Insbesondere rückten mit dem Inkrafttreten des Embargos der EU gegenüber dem Iran die geopolitischen Konflikte im Nahen Osten stärker in den Vordergrund. Zudem expandierte die globale Ölnachfrage trotz der Konjunktursorgen weiterhin. Einen Hinweis auf die aktuellen Knappheitsverhältnisse könnten dabei die deutlichen Preisabschläge geben, zu denen zukünftige Lieferungen nach wie vor gehandelt werden. Bei Abschluss dieses Berichts war ein Fass Brent mit 108¼ US-\$ immer noch erheblich teurer als im Juni.

Die Ölpreissteigerungen haben mit gewisser Verzögerung auf die Konsumentenstufe in den Industrieländern durchgeschlagen. Nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen haben sich die Verbraucherpreise in den Industrieländern im August und September zum Teil kräftig gegenüber dem Vormonat erhöht. Im Zusammenspiel mit der vorangegangenen Entspannung ergibt sich jedoch im Schnitt der Sommermonate nur ein leichtes Plus gegenüber dem Frühjahr. Aufgrund der ungünstigen Entwicklung im Vorjahr hat sich der 12-Monatsabstand sogar geringfügig auf 1,8% vermindert. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet übertrafen die Verbraucherpreise ihr Niveau vom Sommer 2011 um 1,5%.

*Verteuerung von Kraftstoffen verleiht Verbraucherpreisen neuen Auftrieb*

### Ausgewählte Schwellenländer

In China hat sich der Anstieg des realen BIP binnen Jahresfrist im dritten Quartal 2012 auf knapp 7½% abgeschwächt. Der Rückgang der Vorjahrsrate – im siebten Quartal in Folge – war allerdings nur noch gering. Nach den offiziellen saisonbereinigten Zahlen, deren statistische Qualität jedoch schwer abzuschätzen ist, hat sich der BIP-Zuwachs gegenüber dem Vorquartal sogar leicht auf + 2¼% verstärkt. Zu der Verlangsamung im Vorjahresvergleich trug maßgeblich bei, dass die Ausfuhr im dritten Quartal deutlich an Schwung verloren hat; die entsprechende Expansionsrate ging in nominaler

*In China erneute Wachstumsmoderation im Sommer, zuletzt aber wieder positive Signale*

Rechnung und auf US-Dollar-Basis von 10½% auf 4½% zurück. Gleichwohl gibt es Anzeichen dafür, dass der Aufschwung in China in den letzten Monaten wieder an Stärke gewonnen hat. Um die inländischen Nachfragekräfte zu stimulieren, haben die chinesischen Behörden seit dem Frühjahr eine Reihe von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen ergriffen, die jetzt möglicherweise erste positive Wirkungen zeigen. Im September und Oktober gab es auch im Exportgeschäft Signale für eine deutliche Belebung, deren Nachhaltigkeit freilich abzuwarten ist. Da größere Bewegungen bei den in der Regel volatilen Nahrungsmittelpreisen ausblieben, verlief die Verbraucherpreisentwicklung im Berichtszeitraum in ruhigen Bahnen; die Gesamtteuerungsrate bewegte sich um die Marke von 2%.

*Indische Wirtschaft mit verlangsamter Gangart*

In Indien hat sich der reale BIP-Anstieg binnen Jahresfrist im zweiten Vierteljahr, bis zu dem Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) vorliegen, noch einmal deutlich verringert, und zwar von 5½% auf 4%. Wenn gleich die jüngsten Angaben das tatsächliche Expansionstempo möglicherweise etwas unterzeichnen,<sup>1)</sup> so ist dennoch unverkennbar, dass es der indischen Wirtschaft derzeit an konjunktureller Dynamik mangelt. Folgt man den Angaben zur Industrieproduktion, ist es auch im dritten Quartal noch nicht zu einer merklichen Tempoerhöhung gekommen. Nach einer längeren Phase ohne nennenswerte Reformfortschritte hat die indische Regierung in den letzten Monaten wieder größere Anstrengungen unternommen, um die angebotsseitigen Wachstumskräfte zu stärken. Zum einen plant die Bundesregierung, neben dem Luftfahrtsektor auch den Einzelhandel für ausländische Direktinvestitionen zu öffnen. Es bleibt jedoch abzuwarten, was davon auf der Ebene der Gliedstaaten umgesetzt wird. Zum anderen wurde, um das hohe öffentliche Haushaltsdefizit zu senken, der staatlich regulierte Preis für Dieselmotoren spürbar angehoben. Diese Maßnahme dürfte allerdings dazu beigetragen haben, dass die Teuerung auf der Verbraucher-

stufe auch im Oktober hoch geblieben ist (+9,8%).

Die brasilianische Wirtschaft scheint nach der kraftlosen Entwicklung in den vorangegangenen Quartalen im Sommer wieder stärker expandiert zu haben. Darauf deutet hin, dass die Industrieproduktion, die seit der Jahresmitte 2011 nach unten tendiert hatte, um saisonbereinigt 1% gegenüber dem Vorquartal zulegen konnte. Diese Erholung wurde jedoch vor allem vom Automobilbereich getragen, der von steuerlichen Anreizen der Regierung zum Kauf von Personenkraftwagen profitiert hat. Positiv könnte auch gewirkt haben, dass die brasilianische Notenbank den Leitzins von Mitte 2011 bis Oktober 2012 um insgesamt 525 Basispunkte auf 7,25% und damit auf einen historischen Tiefstand gesenkt hat. Ob dies stabilitätskonform war, wird sich noch zeigen müssen. Schließlich hat sich der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe in den vergangenen Monaten wieder verstärkt. Die Teuerungsrate betrug im Oktober 5,4%, verglichen mit 4,9% im Juni.

*Konjunkturelle Belebung in Brasilien nicht breit angelegt*

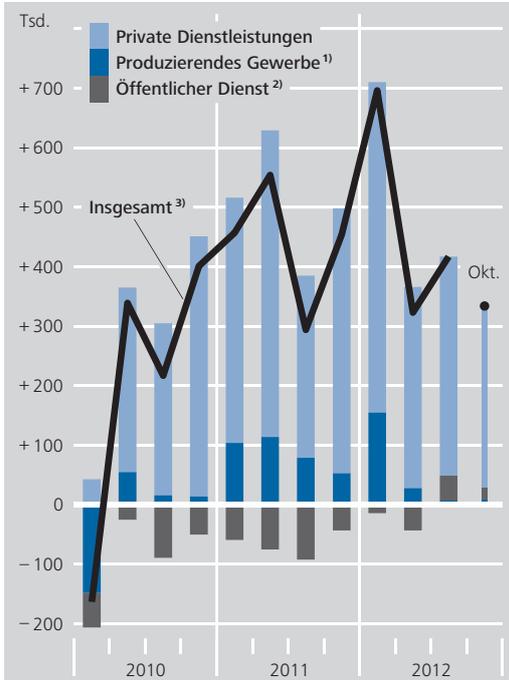
Die russische Wirtschaft hat in den letzten Monaten weiter an Schwung verloren. Nach einer ersten Meldung des Statistikamtes hat sich das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal im Vorjahresvergleich auf 3% verlangsamt, nachdem es zuvor bei 4% gelegen hatte. Zwar konnte die Industrie ihr moderates Expansions-tempo beibehalten, die Bauaktivität und auch die Ausbringung der Landwirtschaft sind aber erheblich unter das jeweilige Vorjahresniveau zurückgefallen. Die kurzfristigen Konjunkturperspektiven werden zudem durch einen deutlichen Anstieg der Inflation belastet, der die russische Notenbank im September zu einer Anhebung des Leitzinses veranlasst hat. Im Oktober betrug die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe 6,5% und befand sich damit

*Konjunkturelle Dynamik in Russland weiter nachgelassen*

<sup>1</sup> Die reale Bruttowertschöpfung, das vom indischen Statistikamt sowie von der indischen Zentralbank bevorzugte Maß für das gesamtwirtschaftliche Produktionsergebnis, ist im zweiten Quartal binnen Jahresfrist um 5½% gestiegen, verglichen mit +5¼% zuvor.

### Beschäftigungswachstum in den USA

Veränderung der Beschäftigtenzahl gegenüber Vorquartal



Quelle: Bureau of Labor Statistics. **1** Einschl. Baugewerbe. **2** Ohne Angestellte des Volkszählungsprogramms. **3** Abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft ohne Angestellte des Volkszählungsprogramms.  
 Deutsche Bundesbank

außerhalb des Zielkorridors der Zentralbank von 5% bis 6% zum Jahresende.

## USA

*Robuste Nachfrage der privaten Haushalte, ...*

Die amerikanische Wirtschaft ist auch im Sommer auf ihrem moderaten Expansionspfad geblieben. Saisonbereinigt war die Zunahme ihrer gesamten Erzeugung gegenüber dem Vorquartal mit ½% sogar merklich stärker als im Frühjahr. Dabei ist das Wachstum durch beschleunigten Lagerabbau in der Landwirtschaft infolge der schweren Dürre noch leicht gebremst worden. Als feste Konjunkturstütze erwiesen sich vor allem die privaten Haushalte, die ihre realen Konsumausgaben ungeachtet der Verteuerung von Kraftstoffen erneut deutlich steigerten. Zwar sank der Vorjahrsabstand des Verbraucherpreisindex im Quartalschnitt auf +1,7% insgesamt beziehungsweise +2,0% ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet. Verglichen mit dem vorangegangenen Drei-

monatsabschnitt legte der Index allerdings nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen um 0,6% zu. Im Ergebnis konnten die privaten Haushalte lediglich einen verhaltenen Anstieg ihrer realen verfügbaren Einkommen verbuchen, sodass sie die Ausweitung ihres Verbrauchs auch über eine Einschränkung ihrer Sparanstrengungen finanzieren mussten. Einen konjunkturellen Lichtblick stellt der Wohnungsbau dar. Jedoch ist das Ausgangsniveau hier derart niedrig, dass selbst die zuletzt kräftigen Aktivitätssteigerungen nur bescheidene Beiträge zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum leisten konnten.

Während die von den Konsumenten ausgehende Nachfrage alles in allem solide expandierte, gerieten die gewerblichen Bruttoanlageinvestitionen ins Stocken. Zumindest zum Teil könnte sich in der Zurückhaltung der Unternehmen die Unsicherheit über den fiskalpolitischen Kurs in den USA widerspiegeln. In diesem Zusammenhang ist auch der kräftige Anstieg der realen Militärausgaben im dritten Quartal als lediglich temporärer Schub einzuordnen. Wichtiger als der fiskalische Ausblick dürfte allerdings gewesen sein, dass die globale Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe im Sommer auf die amerikanische Wirtschaft durchschlug. Dazu passt der Rückgang der realen Exporte in den VGR. Parallel stagnierte die industrielle Erzeugung, und der wertmäßige Auftragseingang für zivile Investitionsgüter ohne Flugzeuge brach ein. Auch auf dem Arbeitsmarkt machten sich diese dämpfenden Einflüsse bemerkbar. Hatte das Produzierende Gewerbe (einschl. Bau) im ersten Quartal 2012 per saldo noch 155 000 neue Stellen gegenüber der Vorperiode geschaffen, kam der Beschäftigungsaufbau dort im Sommer praktisch völlig zum Erliegen. Insgesamt war der Zugewinn an neuen Arbeitsplätzen außerhalb der Landwirtschaft zwar wieder höher als im Frühjahr, aber immer noch erheblich niedriger als zum Jahresauftakt. Gleichwohl rutschte die Erwerbslosenquote von 8,3% im Juli auf 7,9% im Oktober.

*... aber stockende Investitionen der Unternehmen*

## Japan

*Erneuter konjunktureller Rückschlag*

In Japan hat die konjunkturelle Erholung im dritten Quartal erneut einen Rückschlag erlitten. Nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen schrumpfte die gesamtwirtschaftliche Produktion gegenüber dem Frühjahr um 1%. Maßgeblich hierfür sind vor allem stark retardierende Einflüsse vom Außenhandel gewesen. Dem Volumen nach wurden im Sommer insgesamt 5% weniger Waren und Dienste exportiert als noch im Vorquartal. In diesem Zusammenhang spielte die sinkende Nachfrage aus dem Euro-Raum nur eine vergleichsweise geringe Rolle. Für Japan wesentlich bedeutsamer ist die Warenausfuhr nach China, die jedoch in nominaler Rechnung zuletzt mit ähnlichen Raten rückläufig war. Dabei haben sich die Boykotte chinesischer Konsumenten wegen des Inselstreits der beiden Länder in den Zahlen noch nicht sichtbar niedergeschlagen. Erschwerend hinzu kam die Robustheit der japanischen Importe, zu der antizipatorische Effekte im Vorfeld einer Erhöhung der Importsteuer auf Rohöl und andere Energieträger beigetragen haben dürften. Schließlich schwächte sich auch die Binnennachfrage ab, weil nicht zuletzt die realen privaten Konsumausgaben im Zusammenhang mit dem Auslaufen staatlicher Kaufanreize für Kraftfahrzeuge nachgaben. Die Erwerbslosenquote war allerdings im September mit 4,2% sogar geringfügig niedriger als noch drei Monate zuvor. Zugleich glitt der Vorjahrsabstand des Verbraucherpreisindex im Schnitt des dritten Quartals wieder in den negativen Bereich (-0,4%); die Kernrate veränderte sich jedoch kaum (-0,6%).

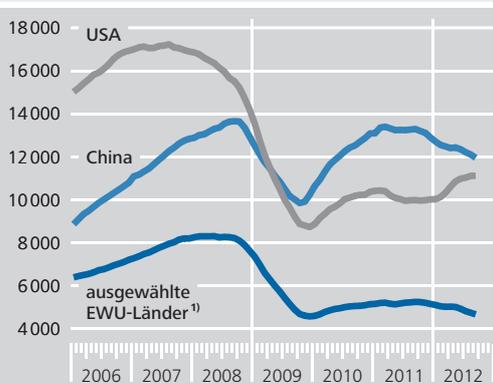
## Großbritannien

*Gesamtwirtschaftlicher Erholungsprozess wieder aufgenommen*

Im Kontrast zur Entwicklung in Japan hat die britische Wirtschaft die rezessiven Tendenzen der vorangegangenen drei Quartale im Sommer überwinden können. Mit einem Plus von saisonbereinigt 1% gegenüber dem Frühjahr verzeichnete das reale BIP den kräftigsten Anstieg seit fünf Jahren und erreichte damit wie-

### Nominale Warenexporte Japans in verschiedene Wirtschaftsräume

Summe der jeweils letzten 12 Monate, in Mrd Yen



Quelle: Nationale Angaben und eigene Berechnungen. <sup>1)</sup> Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande und Spanien. Deutsche Bundesbank

der seinen Stand aus der vergleichbaren Periode 2011. Zwar war die Erzeugung im Baugewerbe, das von den Konsolidierungsbemühungen der Regierung besonders betroffen, aber letztlich nur ein kleiner Sektor der Volkswirtschaft ist, weiterhin klar rückläufig. Dem stand jedoch im Dienstleistungsbereich, breit abgestützt über dessen einzelne Zweige, eine Aktivitätssteigerung um 1¼% gegenüber, und die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe wurde ebenfalls kräftig hochgefahren. Allerdings haben verschiedene Sonderfaktoren zu dem guten Ergebnis beigetragen, allen voran die Rückkehr zur üblichen Zahl der Werkstage nach einem zusätzlichen Feiertag im Frühjahr. Zudem hat gemäß offiziellen Angaben der Verkauf von Eintrittskarten für die Olympischen und Paralympischen Spiele das reale BIP-Wachstum im dritten Quartal, dem diese Transaktionen rein buchhalterisch zugeschrieben werden, um einen Viertelpunkt angehoben.<sup>2)</sup> Auch über weitere Kanäle könnten diese Veranstaltungen Einfluss auf die Wirtschaftsleistung genommen haben,

<sup>2)</sup> Die Einnahmen aus dem Verkauf der Fernsehrechte und die Zahlungen der Sponsoren für Werberechte fließen dem Internationalen Olympischen Komitee (IOC) zu. Soweit die Zahlungen von britischen Firmen stammen, wurden sie als Dienstleistungsimpote gebucht, die das britische BIP isoliert betrachtet senken. Das IOC leistet aus diesen Einnahmen einen Beitrag an den nationalen Veranstalter, der aber einen Transfer darstellt und somit im Gegensatz zu den Erlösen aus Ticketverkäufen nicht das britische BIP erhöht.

wenngleich die Signifikanz der Effekte schwer zu erfassen ist. Aufgrund der Bedeutung der Sonderfaktoren im Juli/August ist ein Aktivitätsrückschlag im laufenden Quartal nicht auszuschließen. Dennoch übertraf die Aktivität im Dienstleistungssektor den aktuellen Schätzungen des statistischen Amtes zufolge im September ihren Stand vom April 2012, bevor es zu den Abweichungen vom üblichen Kalender gekommen war, um 1½%. Zu dem kräftigen Wachstum im dritten Quartal passt auch die im Verlauf der Sommermonate rückläufige Zahl der Empfänger von Arbeitslosenunterstützung. Die nationale Erwerbslosenquote fiel im August auf 7,8%, den tiefsten Stand seit April 2011. Zugleich beruhigte sich das Preisklima zumindest im Vorjahresvergleich weiter. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) wies im dritten Quartal mit 2,4% die geringste Teuerung binnen Jahresfrist seit dem Herbst 2009 aus und näherte sich so der unter Ausschluss von Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln ermittelten Kernrate (+2,2%) weiter an.

## Neue EU-Mitgliedsländer

*Wirtschaftsleistung in den neuen EU-Mitgliedstaaten moderat expandiert*

In den neuen EU-Mitgliedstaaten insgesamt (EU-7)<sup>3</sup> dürfte die Wirtschaftsleistung, die im zweiten Quartal saisonbereinigt um ¼% gegenüber der Vorperiode zugenommen hatte, erneut nur verhalten gestiegen sein. Hinter dem Ergebnis für die gesamte Region verbergen sich jedoch nach wie vor sehr heterogene Tendenzen in den einzelnen Ländern. Während die konjunkturelle Erholung in Litauen und Lettland weiter gut vorankam, hat sich die Rezession in Ungarn und der Tschechischen Republik (jeweils – ¼%) fortgesetzt. In Polen, für das noch keine VGR-Ergebnisse vorliegen, scheint die Wirtschaftsleistung den Indikatoren zufolge bis zuletzt nur moderat expandiert zu haben. So kam die Industrieproduktion im Sommer in saisonbereinigter Betrachtung nicht über den gedrückten Stand des Vorquartals hinaus, zudem gab die Bauaktivität nochmals deutlich nach. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe hat sich im EU-7-Länderkreis um 0,4 Pro-

zentpunkte auf 3,9% im dritten Quartal verstärkt. Die Spanne reichte dabei von 1,9% in Lettland bis 6,0% in Ungarn, wo zum Jahresbeginn eine Erhöhung der Umsatzsteuer von 25% auf 27% in Kraft getreten war.

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Im Euro-Raum setzte sich die konjunkturelle Schwäche, die nach einer kurzen Erholungsphase im Herbst 2011 begonnen hatte, im dritten Quartal fort. Die gesamtwirtschaftliche Produktion sank saisonbereinigt leicht unter das gedrückte Niveau des Vorzeitraums, in dem sie um ¼% gefallen war, und lag damit um ½% unter dem Stand vor einem Jahr. Für die weiterhin trübe Konjunkturlage war wiederum die Kontraktion der Inlandsnachfrage in den südlichen Peripherieländern ausschlaggebend, die mit der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, den ungünstigen Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und der allgemeinen Verunsicherung der Konsumenten und Investoren durch die Krise zusammenhing. Hinzu kam der Kaufkraftverlust, der bei weiterhin hohen US-Dollar-Notierungen an den Rohölmärkten vor allem der allgemeinen Verteuerung der Importe durch die Abwertung des Euro binnen Jahresfrist geschuldet war. Das belastete auch die Konjunktur in den EWU-Ländern, die nicht im Brennpunkt der Krise stehen. Darüber hinaus strahlten negative Vertrauenseffekte von den Peripherieländern auf diese Volkswirtschaften aus.

*Anhaltende Konjunkturflaute im Euro-Raum ...*

Insgesamt ist allerdings festzustellen, dass sich das Tempo der wirtschaftlichen Talfahrt in den südlichen Krisenländern teilweise deutlich vermindert hat, während die moderate Aufwärtsentwicklung in einigen nördlicheren Staaten anhält. Unter den 13 Mitgliedstaaten, von denen bisher Angaben zum BIP-Wachstum im dritten Quartal vorliegen, war Estland mit einer

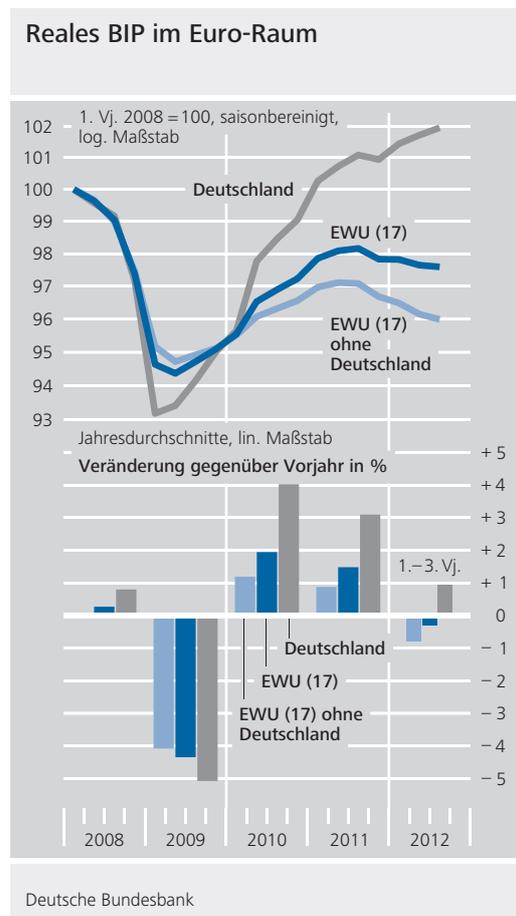
*... bei weiterhin ausgeprägtem Wachstumsgefälle*

<sup>3</sup> Der Länderkreis umfasst die 2004 und 2007 der EU beigetretenen Staaten, die noch nicht zur EWU gehören.

saisonbereinigten Rate von 1¾% Spitzenreiter, gefolgt von der Slowakei (+ ½%) sowie Finnland, Frankreich und Deutschland (jeweils + ¼%). In Belgien und praktisch auch in Österreich stagnierte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung. Rückgänge verzeichneten Italien, Spanien (jeweils – ¼%), Zypern (– ½%), Portugal (– ¾%) sowie die Niederlande (– 1%). Für Griechenland stehen zurzeit keine amtlichen saisonbereinigten Quartalsdaten zur Verfügung; der Vorjahrsstand wurde dort um 7¼% unterschritten. Alles in allem hat sich die seit Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise aufgelaufene Wachstumsdivergenz zwischen Deutschland und dem Rest der EWU, dessen reales BIP im dritten Quartal saisonbereinigt um ¼% gegenüber der Vorperiode schrumpfte, weiter vergrößert. Die nach wie vor schlechte wirtschaftliche Lage in den Peripherieländern darf jedoch nicht den Blick darauf verstellen, dass der Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in diesen Ländern deutliche Fortschritte gemacht hat und diese zu einem guten Teil auch als nachhaltig anzusehen sind (siehe die Erläuterungen auf S. 22 ff.).

*Noch kein Ende der Rezession in Sicht*

Die aktuellen umfragebasierten Frühindikatoren deuten darauf hin, dass es im Winterhalbjahr 2012/2013 noch nicht zu einer durchgreifenden Besserung kommen wird. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe ist im Oktober wieder gesunken, nachdem er in den beiden Vormonaten leicht gestiegen war, und liegt nach wie vor deutlich unterhalb der Expansionsschwelle. In dieses Bild passt, dass sich das Industrietrauen im Oktober erneut erheblich verschlechtert und sich noch weiter von seinem langfristigen Durchschnitt entfernt hat. Dabei hat sich die Beurteilung der Auftragsbestände besonders stark eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich hat sich zuletzt auf einem recht niedrigen Niveau stabilisiert. Im Hinblick auf die BIP-Entwicklung ist für das letzte Jahresviertel erneut mit einem leichten Minus zu rechnen. Die jahresdurchschnittliche Rate für 2012 wird vo-



raussichtlich zwischen – ¼% und – ½% angesiedelt sein.

Sektoral betrachtet hat sich im Sommerquartal das Produzierende Gewerbe relativ gut gehalten. So war die Industrieproduktion (ohne Bau) im dritten Quartal nach Ausschaltung saisonaler Einflüsse um ¼% höher als im Frühjahr; binnen Jahresfrist ging sie jedoch um 2¼% zurück. Besonders deutlich legte der saisonbereinigte Ausstoß an Investitionsgütern (+ 1½%) und Gebrauchsgütern (+ 1%) zu. Die Erzeugung von Verbrauchsgütern stagnierte, während die Produktion von Vorleistungsgütern und von Energie um ½% beziehungsweise 1¼% schrumpfte. Die Unterauslastung in der Industrie hat sich den Umfragen zufolge gleichwohl von Juli bis Oktober nochmals verstärkt. In der Bauwirtschaft konnte sich die Produktion nach der Jahresmitte zumindest vorläufig stabilisieren. Saisonbereinigt stieg sie im Juli/August um ¼% an; das Niveau vor Jahresfrist wurde aber um 6% unterschritten.

*Produzierendes Gewerbe im Sommer relativ gut gehalten*

## Zum Abbau der Leistungsbilanzdefizite in den Peripherieländern des Euro-Raums

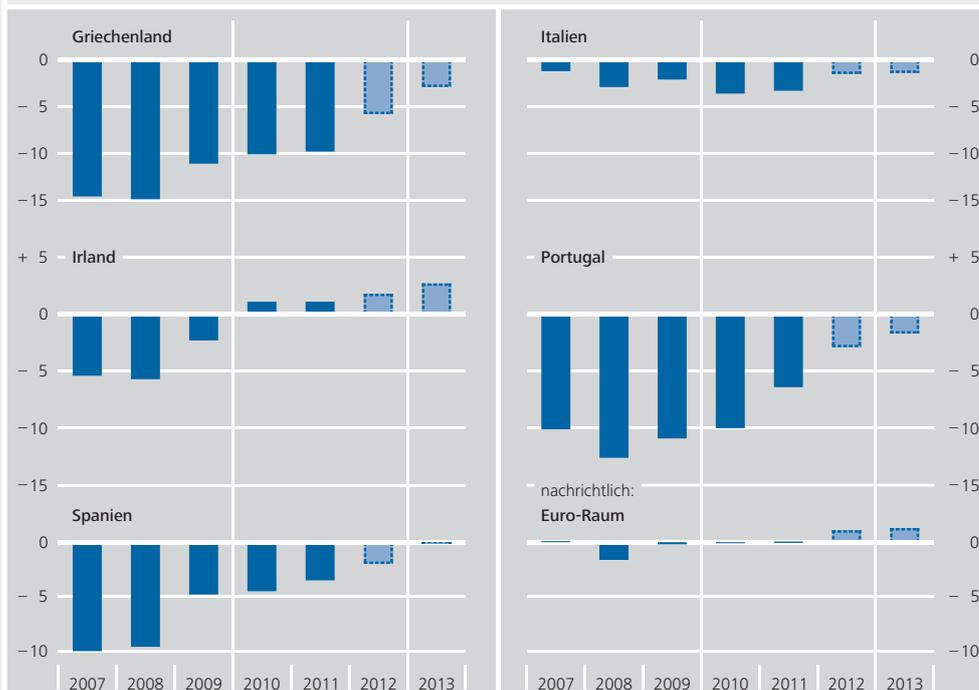
In den Jahren vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise haben in einigen Mitgliedstaaten an der geographischen Peripherie des Euro-Raums ein teilweise übermäßiges Nachfragewachstum, ein vergleichsweise starker Preisauftrieb und eine erhebliche Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu hohen Leistungsbilanzdefiziten geführt. Dahinter standen nicht tragfähige binnenwirtschaftliche Entwicklungen, die von Land zu Land unterschiedliche Ausprägungen hatten.<sup>1)</sup> Sie sind auch wegen der damit einhergegangenen drastischen Erhöhung der Netto-Auslandsverbindlichkeiten eine der Hauptursachen der gegenwärtigen Krise im Euro-Raum. Die notwendige Korrektur der makroökonomischen Fehlentwicklungen umfasst mithin auch den Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte.

Dieser Prozess hat inzwischen eingesetzt und ist insbesondere im vergangenen und in diesem Jahr gut vorangekommen. Die Defizite in den Leistungsbilanzen der Peripherieländer sind seit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise merklich kleiner geworden. Im Falle Irlands ist der Negativsaldo, der sich im Jahr 2008 auf 5¾% des BIP belaufen hatte, bereits 2010 wieder ins Positive umgeschlagen. In Portugal und Spanien, wo die Fehlbeträge in der Leistungsbilanz in den Jahren 2007/2008 Höchststände von 12½% und 10% erreicht hatten, werden für das Jahr 2012 nach der aktuellen IWF-Prognose nur noch vergleichsweise geringe Defizite und für das

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17 ff.

### Leistungsbilanzsalden

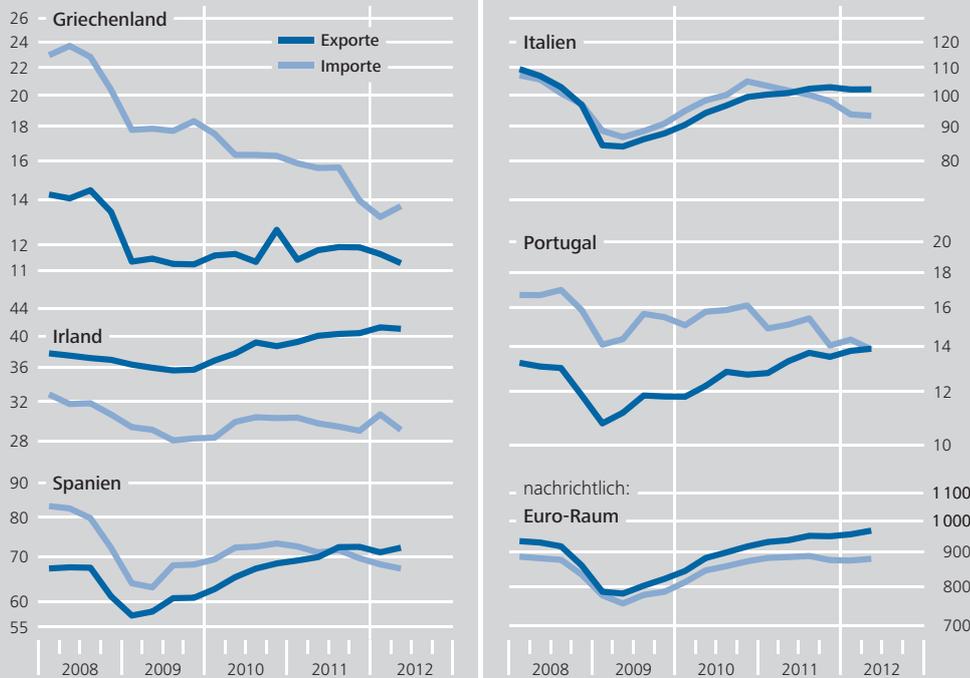
in % des BIP



Quelle: IWF. 2012 und 2013 Prognosewerte aus World Economic Outlook, Oktober 2012.  
 Deutsche Bundesbank

### Reale Exporte und Importe<sup>1)</sup>

Mrd €, saisonbereinigt, log. Maßstab



\* In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Verkettete Volumina, Referenzjahr 2005.  
 Deutsche Bundesbank

Jahr 2013 eine weitere Verbesserung erwartet. Das Defizit in Griechenland fällt zwar im Jahr 2012 mit voraussichtlich 5¾% des BIP noch recht hoch aus, es wird damit aber um knapp 10 Prozentpunkte niedriger sein als im Jahr 2008. Dabei ist auch der kräftige Rückgang des nominalen BIP als Nennergröße in den letzten Jahren mit ins Bild zu nehmen. In Italien war die außenwirtschaftliche Schieflage weniger gravierend. Hier dürfte der Minussaldo von seinem letzten Höchststand im Jahr 2010 um 2 Prozentpunkte auf 1½% im Jahr 2012 sinken.

Der Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte geht in der Mehrzahl der Länder ganz überwiegend auf die Verbesserung der Bilanz der Waren und Dienste zurück. In Griechenland haben jedoch auch geringere Zinszahlungen im Zusammenhang mit dem Schuldenschnitt im Frühjahr 2012, die in der Teilbilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen verbucht werden, einen nennenswerten Beitrag erbracht. Es sind aber nicht nur die Leistungsbilanzdefizite in den Peri-

pherieländern kleiner geworden, sondern auch die Überschusspositionen in anderen EWU-Mitgliedsländern, darunter Deutschland, dessen Plus im Leistungsverkehr mit den Peripherieländern auf weniger als die Hälfte (im Außenhandel sogar auf ein Sechstel) des Vorkrisenstandes geschrumpft ist.

Diese an sich positiven Entwicklungen werfen gleichwohl die Frage auf, inwieweit es sich um zyklische – und damit temporäre – Veränderungen handelt oder um nachhaltige Anpassungen der Nachfrage- und Angebotsstrukturen der Volkswirtschaften, die eine Korrektur der zugrunde liegenden binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte implizieren und voraussichtlich längerfristig Bestand haben werden. Mit dem starken Einbruch der Binnennachfrage in den Peripherieländern sind durchweg auch die Importe gesunken. So unterschritt das reale inländische Nachfrageniveau im Frühjahr 2012 den Vorkrisenstand des zweiten Quartals 2008 in Griechenland um 25¾%, in

Irland um 21¾%, in Portugal um 14¼%, in Spanien um 12¾% und in Italien um 8½%. Zugleich schrumpften die realen Importe von Waren und Diensten in einer Größenordnung von 8½% in Irland bis 42% in Griechenland. Oftmals wird befürchtet, dass im Zuge einer künftigen zyklischen Erholung in den Peripherieländern die Importe wieder kräftig steigen und die Leistungsbilanzdefizite erneut rasch zunehmen könnten.<sup>2)</sup> Die inzwischen erreichten Korrekturen wären dann nur kurzlebig. Diese Bedenken werden durch relativ hohe Werte für die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke gestützt, die sich aus den vorliegenden Potenzialschätzungen internationaler Institutionen ergeben. Die Europäische Kommission weist zum Beispiel in ihrer aktuellen Herbstprognose gesamtwirtschaftliche Unterauslastungen aus, die für 2012 von 1½% in Irland über 3½% in Italien, 4½% in Portugal und 4¾% in Spanien bis 13% in Griechenland reichen. Die tatsächlich nutzbaren Kapazitätsreserven dürften derzeit jedoch zumeist deutlich kleiner sein.<sup>3)</sup> Darüber hinaus sind eine Reihe von strukturellen Anpassungen auf den Weg gebracht worden, die zu einer weiteren Verbesserung der Leistungsbilanz führen und einen baldigen Aufbau von neuen Ungleichgewichten verhindern sollten, worauf im Folgenden noch näher eingegangen werden soll.

Strukturelle Verbesserungen liegen zum einen vor, wenn die Angebotsseite nachhaltig gestärkt wird, indem die preisliche und nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft erhöht wird. Dadurch werden die Unternehmen in die Lage versetzt, ihre Positionen auf dem heimischen Markt durch Zurückdrängung ausländischer Wettbewerber und auf den Auslandsmärkten durch Ausweitung ihrer Marktanteile zu festigen. Zum anderen ist als strukturelle Anpassung zu werten, wenn sich nicht nachhaltige Treiber der Binnennachfrage, wie etwa eine übermäßige Kreditaufnahme, dauerhaft zurückbilden. Dabei reicht es jedoch nicht, die über das BIP in der Boom-

phase hinausgegangene Binnennachfrage – dies entspricht dem negativen Saldo der Bilanz der Waren und Dienste – abzubauen, weil die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in einer solchen zyklischen Situation zumeist deutlich über dem Produktionspotenzial liegt. Die Binnennachfrage ist daher tendenziell auf das Niveau des Produktionspotenzials zurückzuführen. Damit wird jedoch angesichts der in den Peripherieländern zumeist negativen Teilbilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen noch kein vollständiger Leistungsbilanzausgleich erzielt und somit auch der Anstieg der Netto-Auslandsverbindlichkeiten nicht gestoppt. Sollen Letztere abgebaut werden, müssen in diesen Ländern über einen längeren Zeitraum merkliche Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet werden. Dies impliziert, dass die Inlandsnachfrage deutlich vom BIP nach unten abweicht und ein dauerhafter Exportüberschuss generiert wird.

Dafür, dass ein größerer Teil des in den letzten Jahren eingetretenen Rückgangs der

---

<sup>2</sup> Vgl.: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2012, Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch, Oktober 2012, S. 17.

<sup>3</sup> Das Produktionspotenzial wird auf der Basis der gängigen Schätzverfahren nach zyklischen Boomphasen mit starken sektoralen Verwerfungen oftmals zu hoch ausgewiesen, weil zuvor aufgrund von falschen Marktsignalen Produktionskapazitäten geschaffen wurden, die sich in normalen Konjunkturlagen nicht rentabel nutzen lassen. Nach dem Platzen von Immobilienblasen, wie es in den zurückliegenden Jahren in Irland und Spanien der Fall war, wird die Fehlallokation von Ressourcen besonders deutlich sichtbar, etwa in einer hohen Zahl unverkaufter, auch langfristig nicht vermarktbarer Wohnimmobilien und im starken Anstieg der Insolvenzen von Firmen aus dem Baugewerbe. Zu vergleichbaren Fehlallokationen kann es aber auch durch eine übermäßige Kreditaufnahme der privaten und öffentlichen Haushalte für rein konsumtive Ausgaben kommen. Erfahrungsgemäß kann nach dem Versiegen des Kreditbooms ein durchaus ins Gewicht fallender Teil des in den am stärksten überhitzten Sektoren neugeschaffenen Kapitalstocks obsolet werden, während die strukturelle Arbeitslosigkeit unter anderem aufgrund beschränkter Mobilität der Arbeitskräfte über die Sektoren hinweg bei sinkender Nachfrage steigt. In der Praxis fällt es jedoch schwer, für einzelne Länder den Umfang des obsolet gewordenen Kapitalstocks einigermaßen zuverlässig zu bestimmen, nicht zuletzt weil die dazu notwendigen Detailinformationen fehlen.

Inlandsnachfrage in den Peripherieländern nachhaltig ist, spricht zum einen, dass vielfach wegen der dringenden Notwendigkeit zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte Reformen des Rentensystems und der Arbeitslosenunterstützung eingeleitet wurden, die eine Senkung der staatlichen Transfers zur Folge haben. Zudem wurden die Einkommen- und Vermögensteuern sowie die indirekten Steuern und Abgaben angehoben, was die Kaufkraft der privaten Haushalte auch langfristig komprimieren wird. Zum anderen sind die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte in den Krisenländern nach dem Zerplatzen der Kreditblasen durch Einkommensausfälle aufgrund einer höheren Sockelarbeitslosigkeit, vereinzelt sogar durch eine Absenkung der Nominallöhne bei einer mancherorts noch recht hohen Inflationsrate reduziert worden, was zumindest teilweise auch mittel- und langfristig Bestand haben dürfte. Die öffentlichen konsumtiven und investiven Ausgaben sind ebenfalls zurückgeführt worden. Kreditfinanzierte Immobilienblasen, wie sie in einigen Ländern zu beobachten waren, und übermäßige Kreditaufnahmen der öffentlichen Hand sollten sich auch wegen der deutlich strengeren Aufsichtsregeln für den Bankensektor und der neuen EU-Überwachungsverfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten nicht mehr in der Schärfe wiederholen.

Die Diagnose, dass ein Teil der Anpassung der Leistungsbilanzen in den Peripherieländern struktureller Natur ist, wird auch durch die robuste Entwicklung der Ausfuhren einiger Peripherieländer unterstützt (siehe das Schaubild auf S. 23). Die realen Exporte von Waren und Diensten lagen im Frühjahr 2012 in Irland um 9½%, in Spanien um 7% und in Portugal um 6¼% über dem Höchststand vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Damit sind die Lieferungen ins Ausland in diesen drei Ländern nur wenig oder nicht erheblich langsamer gewachsen als in Deutschland (+ 10%), dessen Exportkraft im Kreis der Industrieländer überdurchschnittlich ist. In Italien wurde das

Vorkrisenniveau hingegen noch um 4½% und in Griechenland, wo öffentliche Unruhen und Streiks zeitweise das Tourismusbusiness schwer beeinträchtigt haben und den Unternehmen von den heimischen Banken kaum noch Exportfinanzierungen gewährt wurden, um 19¾% unterschritten.

Der beachtliche Anstieg der Exporte in den drei genannten Ländern ist auch insofern bemerkenswert, als vom weltwirtschaftlichen Umfeld insbesondere im laufenden Jahr keine starken Impulse mehr ausgingen. Es liegt zum einen die Vermutung nahe, dass viele Firmen aufgrund der schwachen Binnenkonjunktur stärkere Exportanstrengungen unternommen haben, um die Auslastung ihrer Kapazitäten stabilisieren oder steigern zu können. Zum anderen hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure im Gefolge der Euro-Abwertung etwas verbessert. Allerdings ist aufgrund des unverändert hohen Anteils der Handelspartner innerhalb der EWU am Export der Peripherieländer die relative Preisentwicklung gegenüber diesen Ländern von mindestens ebenso großer Bedeutung. Die sich aufdrängende Frage, ob und inwieweit es hier bereits zu einer nachhaltigen Korrektur gekommen ist, wird von den einschlägigen Indikatoren unterschiedlich beantwortet. Während die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf Basis der Verbraucherpreise und auf Basis der BIP-Deflatoren noch keine substantielle Verbesserung anzeigen,<sup>4)</sup> zeichnet der Indikator auf Basis der Lohnstückkosten ein günstigeres Bild.

Indikatoren, die auf den beiden erstgenannten Preismaßen basieren, ermöglichen zwar im Allgemeinen eine recht zuverlässige Einschätzung der Entwicklung der preislichen

---

<sup>4</sup> Betrachtet man allerdings lediglich die am stärksten unter internationalem Preisdruck stehenden Komponenten des HVPI, nämlich die Industriegüterpreise ohne Energie, so verzeichnen Irland, Spanien, Portugal, und zuletzt auch Griechenland eine deutlich schwächere Preisdynamik als der Euro-Raum insgesamt.

### Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft

Nominal, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Deutsche Bundesbank

Wettbewerbsfähigkeit, in der konkreten Situation der Peripherieländer ist ihre Aussagekraft jedoch eingeschränkt. Der Hauptgrund ist, dass eine Vielzahl von Anhebungen indirekter Steuern und administrierter Preise zu Konsolidierungszwecken seit geraumer Zeit die Konsumentenpreise und den Deflator der Inlandsnachfrage nach oben treibt, während die Exportpreise davon kaum berührt werden.<sup>5)</sup> Deshalb liegt es derzeit nahe, dem Wettbewerbsindikator auf Basis der Lohnstückkosten den Vorzug zu geben, auch wenn dieser – anders als der BIP-Deflator – wichtige Aspekte, wie die Entwicklung der Gewinnmargen der Unternehmen, die mittelbar auf die Exportkraft der Firmen einen großen Einfluss hat, ausblendet.

In den Peripherieländern sind mit Ausnahme Irlands die Vorjahrsabstände der BIP-Deflatoren in den vergangenen zweieinhalb Jahren im Durchschnitt stabil geblieben oder leicht gestiegen, während die Lohnstückkosten in allen Ländern zum Teil ganz er-

heblich zurückgegangen sind. Dazu passt, dass auch die Lohnquoten durchweg gesunken sind. Alles in allem belegt der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf Basis der Lohnstückkosten erste Schritte zur Herstellung wettbewerbsfähiger Kostenstrukturen. Er zeigt seit dem ersten Quartal 2008 Verbesserungen von 17½% in Irland, 11½% in Spanien, 10½% in Griechenland und 8¼% in Portugal an. Für Italien wird dagegen keine nennenswerte Veränderung ausgewiesen. Das Land ist deshalb vom langfristigen Durchschnitt des Indikators im Zeitraum 1999 bis 2011 auch deutlich weiter entfernt als die anderen Peripherieländer.

<sup>5)</sup> Exportdeflatoren, die grundsätzlich auch zur Berechnung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit herangezogen werden könnten, sind zwischen den EWU-Mitgliedsländern nicht immer vergleichbar, da sie in einigen Ländern auf Exportpreisindizes, in anderen jedoch, z. B. in Italien, auf Durchschnittswerten basieren.

In drei der vier Länder, in denen die Lohnstückkosten in den letzten Jahren gesunken sind, ist dies zumindest teilweise auf einen Rückgang der Arbeitnehmerentgelte je abhängig Beschäftigten zurückzuführen. In Portugal lag deren Niveau im ersten Halbjahr 2012 saisonbereinigt um knapp 3% unter dem Höchststand im vergleichbaren Zeitraum 2010. In Irland war in der ersten Jahreshälfte 2012 zwar wieder ein leichter Anstieg zu beobachten, das Niveau des zweiten Halbjahres 2008 wurde aber noch um 4½% unterschritten. Am stärksten war die Anpassung in Griechenland, wo das Arbeitnehmerentgelt pro Kopf in der ersten Jahreshälfte 2012 sogar um ein Zehntel niedriger war als im vergleichbaren Zeitraum im Jahr 2009.<sup>6)</sup> In Spanien ist es zwar bis zuletzt noch gestiegen, aber deutlich langsamer als in den Boomjahren. Die spürbare Lohnmoderation hat dort zusammen mit einem erheblich verstärkten Produktivitätswachstum zu der erwähnten beachtlichen Kontraktion der Lohnstückkosten beigetragen. Auch in Portugal und Irland wurden merkliche Produktivitätssteigerungen registriert; in Griechenland hat diese Entwicklung erst im laufenden Jahr eingesetzt.<sup>7)</sup>

Die erhöhten Produktivitätssteigerungen in Irland, Portugal und Spanien rühren zum einen daher, dass in der Krise sektorübergreifend – wie in diesen Konjunkturlagen üblich – vermehrt weniger rentable Unternehmen aus dem Markt gedrängt wurden. Zum anderen wurde vor allem in jenen Branchen Beschäftigung abgebaut, in denen zuvor konjunkturelle Übertreibungen die Einstellung von Arbeitskräften mit vergleichsweise geringer Arbeitsproduktivität lohnenswert gemacht hatten. Vor diesem Hintergrund stellen der Schrumpfungsprozess dieser Wirtschaftsbereiche in den letzten Jahren und die damit einhergehende Produktivitätssteigerung für sich genommen eine notwendige und ökonomisch sinnvolle Korrektur dar. Es ist deshalb auch nicht gerechtfertigt – wie es in der öffentlichen Diskussion gelegentlich geschieht – diese sogenannte Ent-

lassungsproduktivität gewissermaßen als einen Beitrag zweiter Klasse zum Rückgang der Lohnstückkosten darzustellen.<sup>8)</sup>

Alles in allem lassen sich somit eine Reihe von Hinweisen dafür finden, dass der Abbau der Leistungsbilanzdefizite in den Krisenländern des Euro-Raums nicht überwiegend zyklischer Natur ist, sondern in starkem Maße auf nachhaltigen Veränderungen beruht. Auch wenn die meisten dieser Länder nach den Prognosen internationaler Institutionen in naher Zukunft eine ausgeglichene oder positive Leistungsbilanz erreichen werden, müssen die Strukturreformen jedoch konsequent fortgeführt werden. Vor allem ist eine noch über einen längeren Zeitraum anhaltende Lohnzurückhaltung geboten. Sie dient der Absenkung der Beschäftigungsschwelle, welche die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate angibt, ab der die Zahl der Erwerbstätigen oder das Arbeitsvolumen zunimmt. Ohne diese Absenkung dürfte der Abbau der zumeist hohen strukturellen Arbeitslosigkeit kaum zu bewerkstelligen sein. Zudem kommt eine fortgesetzte Lohnmoderation in der Regel den Gewinnmargen der Unternehmen zugute, was dazu beiträgt, dass sich deren teilweise stark beschädigte Innovations- und Investitionsfähigkeit wieder erholen kann. Insbesondere das Verarbeitende Gewerbe hat im letzten Jahrzehnt in einigen Peripherieländern aufgrund eines übermäßigen, nicht durch Produktivitätssteigerungen abgedeckten Lohnwachstums beträchtlich an Substanz verloren. Der erforderliche Aufbau eines tragfähigen Wirtschaftsmodells wird ohne den Aufbau neuer wettbewerbsfähiger Kapazitäten in der Industrie und in den Dienstleistungsbereichen kaum gelingen.

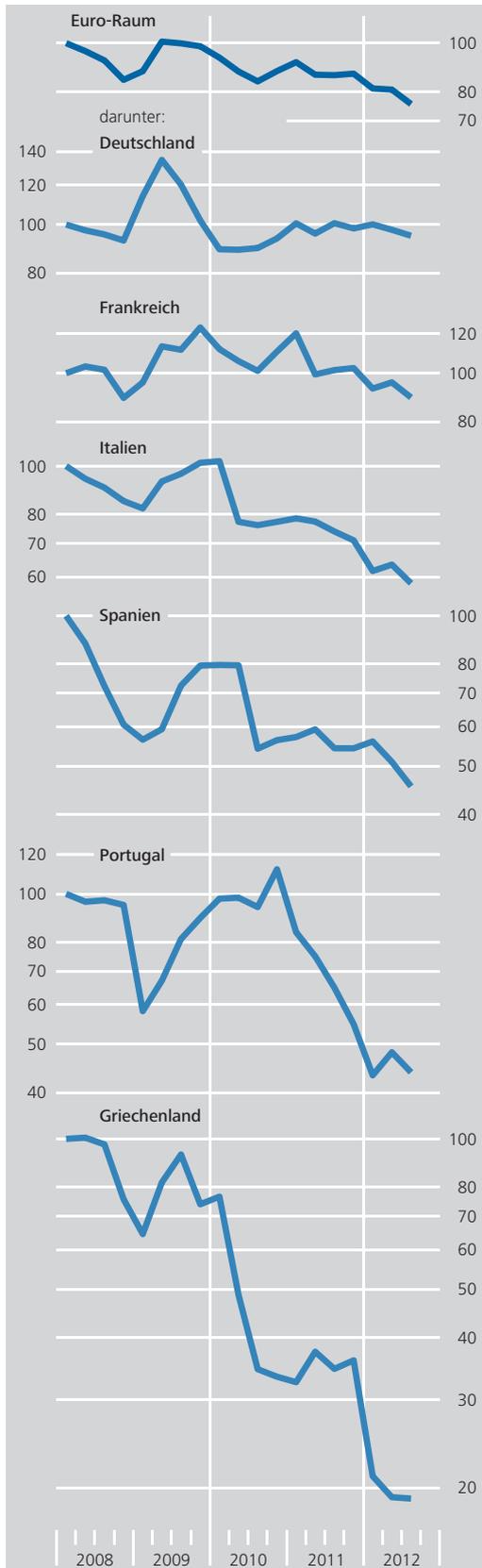
<sup>6</sup> Da für Griechenland keine saisonbereinigten Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Beschäftigten vorliegen, konnten nur Vergleiche mit den ersten Jahreshälften in den Vorjahren angestellt werden.

<sup>7</sup> In Italien hat sich dagegen die schon seit längerem ungünstige Produktivitätsentwicklung nach der globalen Rezession fortgesetzt.

<sup>8</sup> Euro-Sorgenländer erholen sich langsam. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 17. September 2012, S. 13.

### Kfz-Erstzulassungen im Euro-Raum

1. Vj. 2008 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: EZB.  
 Deutsche Bundesbank

Auf der Nachfrageseite sind vom privaten Verbrauch allenfalls geringe positive Impulse ausgegangen. Zwar haben die realen Einzelhandelsumsätze (ohne Kfz) im Euro-Raum vom zweiten zum dritten Vierteljahr saisonbereinigt um ½% zugenommen. Dem stand aber in diesem Zeitraum ein kräftiger Rückgang bei den Erstzulassungen von Kraftfahrzeugen um saisonbereinigt 6 ½% gegenüber, wobei in diesen Angaben auch die gewerblichen Zulassungen enthalten sind. Die Nachfrage nach neuen Kraftfahrzeugen, die seit dem Auslaufen der staatlichen Programme zur Stützung der Autoconjunktur nach unten tendiert, war im Sommerquartal sogar um 12 ½% niedriger als im zyklischen Tiefpunkt im Winterhalbjahr 2008/2009. Im Gesamtjahr 2012 könnten die niedrigsten Zulassungszahlen seit 1993 erreicht werden. Ausschlaggebend für den drastischen Rückgang ist der Einbruch der Kfz-Nachfrage in den Krisenländern der Währungsunion. Die schon seit dem zweiten Quartal 2011 andauernde Talfahrt der Bruttoanlageinvestitionen könnte sich im Sommer etwas verlangsamt haben. Dafür spricht die aufwärtsgerichtete Erzeugung von Investitionsgütern im Verein mit der leichten Erhöhung der Bauproduktion im Juli/August. Von der Ausfuhr dürften im dritten Quartal erneut expansive Effekte gekommen sein. Die nominalen Warenexporte in Drittländer sind jedenfalls gegenüber dem recht guten Ergebnis vom zweiten Quartal saisonbereinigt um ¾% gewachsen. Zugleich zogen die Einfuhren jedoch mit 2 ¾% sehr kräftig an, wozu auch deutliche Importpreisanhebungen beigetragen haben dürften.

*Inlandsnachfrage schwach, Exporte erneut gestiegen*

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt des Euro-Raums hat sich in den Sommermonaten nicht mehr so stark eingetrübt wie in den Vorquartalen. Die Zahl der Arbeitslosen stieg von Juni bis September saisonbereinigt um rund 360 000 und damit deutlich moderater als im Frühjahr (+ 660 000). Binnen Jahresfrist legte sie um 2,3 Millionen auf 18,2 Millionen zu. Die standardisierte Erwerbslosenquote erhöhte sich auf saisonbereinigt 11,6%. Die Arbeitslosenzahl tendierte nach der Jahresmitte in den meisten

*Eintrübung am Arbeitsmarkt verlangsamt fortgesetzt*

EWU-Ländern nach oben, wobei sich insbesondere in Spanien, Frankreich und Zypern die Situation weiter verschärft hat. Die Zahl der Erwerbstätigen im Euro-Raum verharrte im zweiten Quartal 2012 annähernd auf dem Stand der Wintermonate. Es wäre jedoch voreilig, daraus sowie aus der schwächeren Zunahme der Arbeitslosigkeit im Sommer auf eine baldige Stabilisierung am Arbeitsmarkt zu schließen. Schon wegen des üblichen Nachhinkens der Beschäftigung gegenüber der Produktionsentwicklung ist bis in das Jahr 2013 hinein eher noch mit einer Verschlechterung der Arbeitsmarktlage zu rechnen.

*Stetiger Anstieg  
der Verbraucher-  
preise*

Im dritten Vierteljahr 2012 sind die Verbraucherpreise im Euro-Gebiet gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 0,5% gestiegen. Damit hat sich der im Vergleich zum Winterhalbjahr 2011/2012 etwas verhaltenere Preistrend fortgesetzt. Besonders ungünstig war die Entwicklung wiederum bei Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln. Dienstleistungen verzeichneten mit saisonbereinigt 0,5% eine

ähnlich starke Verteuerung wie im Vorquartal, während sich der Preisanstieg bei verarbeiteten Nahrungsmitteln und anderen Waren (ohne Energie und Nahrungsmittel) spürbar abschwächte. Die HVPI-Jahresrate belief sich im Durchschnitt des dritten Quartals und im Oktober – wie schon im Frühjahr – auf 2,5%. Die stetige Preistendenz zeigte sich auch in den meisten Ländern des Euro-Gebiets. In Deutschland blieb die Jahresteuersatzrate im Viermonatsdurchschnitt Juli/Oktober mit 2,1% unverändert, und in Frankreich ging sie nur wenig auf 2,2% zurück. In Italien sank sie jedoch von dem hohen Niveau von 3,6% im zweiten über 3,4% im dritten Vierteljahr auf 2,8% im Oktober, vor allem weil fiskalische Maßnahmen aus dem Index herausgefallen sind. Die Verstärkung des Preisauftriebs in Spanien von 1,9% im zweiten auf 2,8% im dritten Quartal und 3,5% im Oktober hängt mit Steueranhebungen zusammen. Dagegen hat sich der Preisanstieg in Griechenland weiter verlangsamt; die Rate unterschritt mit 0,8% (Oktober 0,9%) deutlich den Durchschnitt des Euro-Raums.